

# Предизвикателства пред българската икономика по пътя към членство в еврозоната



Университетско издателство „Св. Климент Охридски“

**Предизвикателства пред  
българската икономика  
по пътя към членство в  
еврозоната**





# **Предизвикателства пред българската икономика по пътя към членство в еврозоната**

**Колективна монография на катедра „Икономика“**

София, 2022

Университетско издателство „Св. Климент Охридски“

Монографията „Предизвикателства пред българската икономика по пътя към членство в еврозоната“ е посветена на 120-годишния юбилей от създаването на катедра „Икономика“ на Софийския университет „Св. Климент Охридски“ и е подготвена от изтъкнати преподаватели и учени от катедрата, нейни възпитаници, настоящи и бивши докторанти.

Целта на изследването е обвързване на предпоставките за приемане на еврото в България с макроикономическите аспекти на членството най-вече от гледна точка на реалния и фискалния сектор и секторните ефекти върху банковата система и капиталовия пазар, валутния контрол и туризма, цифровизацията и дигитализацията на икономиката и нейната енергийна ефективност.

Основните приноси и постигнати резултати се отнасят до систематизиране на извършените от България стъпки по пътя към Валутен механизъм II и до оценяване на степента, в която страната изпълнява формалните и неформалните критерии за участие във финалния етап на Икономическия и паричен съюз.

© 2022 Колектив, под научната редакция на Димитър Златинов, Мариела Ненова-Амар, Стела Ралева

© 2022 Владимир Матов, дизайн на корицата

© 2022 Университетско издателство „Св. Климент Охридски“

Всички права на български език запазени, 2022

ISBN 978-954-07-5540-3

# Съдържание

Използвани съкращения .....	7
<b>Предговор – Създаване и развитие на катедра „Икономика“ в историческа перспектива – доц. д-р Соня Георгиева .....</b>	<b>9</b>
<b>Увод – доц. д-р Димитър Златинов .....</b>	<b>19</b>
<b>Първи раздел: Предпоставки за приемане на еврото в България .....</b>	<b>29</b>
Първа глава: Българският лев във Валутен механизъм II. Нови предизвикателства по пътя към еврозоната – <i>гл. ас. д-р Даниел Касабов .....</i>	<i>31</i>
Втора глава: Процедура при макроикономически дисбаланси и устойчивост на българската икономика – <i>гл. ас. д-р Стоян Шаламанов .....</i>	<i>53</i>
Трета глава: Оценка на степента на реална и структурна конвергенция на България – <i>доц. д-р Стела Ралева .....</i>	<i>73</i>
Четвърта глава: Институционалните условия за членство в еврозоната и защо пътят е по-важен от неговата цел – <i>проф. д-р Стефан Петранов, докт. Лиляна Георгиева, докт. Радостина Ивчева .....</i>	<i>95</i>
Пета глава: Участие в Банковия съюз. Нерешени/нерешими въпроси по промените в Закона за БНБ – <i>доц. д-р Калоян Ганев .....</i>	<i>119</i>
Шеста глава: Проблемът с адаптирането на нормативната уредба като условие за въвеждане на еврото в България – <i>доц. д-р Милен Велушев .....</i>	<i>133</i>
<b>Втори раздел: Икономически аспекти на присъединяването към еврозоната .....</b>	<b>149</b>
Седма глава: Страхове от инфлация при замяната на българския лев с евро и опитът на другите страни – <i>гл. ас. д-р Даниел Касабов .....</i>	<i>151</i>
Осма глава: Гъвкавост на пазара на труда – <i>доц. д-р Мариела Ненова-Амар .....</i>	<i>165</i>
Девета глава: Конкурентоспособност на българската икономика – <i>д-р Дилян Василев .....</i>	<i>191</i>
Десета глава: Лихвени проценти и спредове в съпоставителен план – <i>д-р Таня Карамшиева .....</i>	<i>213</i>

Единадесета глава: Устойчивост на публичните финанси. Рискове за фискалната стабилност – <i>доц. д-р Димитър Златинов</i> .....	231
Дванадесета глава: Валутен статус и устойчивост на финансовите пазари към макроикономически шокове – теоретични аргументи и емпирични доказателства от два „естествени експеримента“ – <i>гл. ас. д-р Любен Иванов</i> .....	253
<b>Трети раздел: Секторни анализи на ефектите от присъединяване към еврозоната</b> .....	289
Тринадесета глава: Състояние и устойчивост на банковата система – <i>доц. д-р Калоян Ганев</i> .....	291
Четиринадесета глава: Съюзът на капиталовите пазари и България – <i>проф. д-р Стефан Петранов</i> .....	309
Петнадесета глава: Промените в областта на валутния контрол – <i>доц. д-р Цветан Мадански</i> .....	327
Шестнадесета глава: Очаквани ефекти върху туризма – <i>гл. ас. д-р Стоян Шаламанов</i> .....	341
Седемнадесета глава: Електроенергийният сектор в България – влияние на Енергийния съюз и Зелената сделка – <i>докт. Недко Косев</i> .....	353
Осемнадесета глава: Цифрова трансформация на България – предпоставки и възможности – <i>докт. Стела Вълева</i> .....	369
<b>Заклучение</b> – <i>доц. д-р Стела Ралева</i> .....	385

## Използвани съкращения

АДСИЦ	Акционерно дружество със специална инвестиционна цел
БВП	Брутен вътрешен продукт
БДС	Брутна добавена стойност
БНБ	Българска народна банка
БФБ	Българска фондова борса
ВЕИ	Възобновяеми енергийни източници
ВМ I	Валутен механизъм I
ВМ II	Валутен механизъм II
ВяЕЦ	Вягърна електроцентра
ДДС	Данък добавена стойност
ДЛП	Дългосрочен лихвен процент
ДФЕС	Договор за функционирането на ЕС
ДЦК	Държавни ценни книжа
ЕК	Европейска комисия
ЕС	Европейски съюз
ЕСЦБ	Европейска система на централните банки
ЕЦБ	Европейска централна банка
ЕФВС	Европейски фонд за валутно сътрудничество
ЗБНБ	Закон за Българската народна банка
ЗМР	Задължителни минимални резерви
ИКТ	Информационни и комуникационни технологии
ИПС	Икономически и паричен съюз
КИД	Класификация на икономическите дейности
МВФ	Международен валутен фонд
МСП	Малки и средни предприятия
МФ	Министерство на финансите
НСИ	Национален статистически институт
НСЧ	Нови страни членки
НФП	Нефинансови предприятия
ОВЗ	Оптимална валутна зона
ОИСР	Организация за икономическо сътрудничество и развитие
ОФП	Обща факторна производителност
ПАВЕЦ	Помпено-акумулираща водоелектрическа централа
ПМД	Процедура при макроикономически дисбаланси
ПСР	Пакт за стабилност и растеж
ПЧИ	Преки чуждестранни инвестиции



СБП	Средносрочна бюджетна прогноза
СКП	Съюз на капиталовите пазари
СПС	Стандарт на покупателна способност
УС	Управителен съвет
ФЕЦ	Фотоволтаична централа
ХИПЦ	Хармонизиран индекс на потребителските цени
ЦИЕ	Централна и Източна Европа
DESI	Digital Economy and Society Index
EFSF	European Financial Stability Facility
EFSM	European Financial Stabilisation Mechanism
ERM II	Exchange Rate Mechanism II
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESM	European Stability Mechanism
EWG	Eurogroup Working Group
FATF	Financial Action Task Force (on Money Laundering)
SRM	Single Resolution Mechanism
SSM	Single Supervisory Mechanism

## Предговор

### Създаване и развитие на катедра „Икономика“ в историческа перспектива

Доц. д-р Соня Георгиева

*e-mail*: sonia@feb.uni-sofia.bg

На 21 октомври 2022 г. катедра „Икономика“ на Стопанския факултет на Софийския университет „Св. Климент Охридски“ отбеляза своята 120-годишнина. Всеки юбилей е повод за размисъл и оценка на извървения път. Изминалите 120 години са белязани от политически сътресения, тежки травми от войни и преходи, но също така са време и на съзидателен труд, който има своите проекции в настоящето. В този смисъл катедра „Икономика“ на Стопанския факултет е приемник на едно трайно и вдъхновяващо дело, което започва със създаването на катедрата по политическа икономия на 21 октомври 1902 г. по решение на Академическия съвет на първото Висше училище в София<sup>1</sup>. В него по това време има три факултета – Историко-филологически, Физико-математически и Юридически. Катедрата по политическа икономия е формирана и се развива първоначално в рамките на Юридическия факултет, а по-късно – като отделно научно звено. Заслужен авторитет сред преподавателите тогава има проф. Георги Данаилов, който е избран за ръководител на новата катедра. Той води едни от най-интересните курсове по Политическа икономия, Увод в икономическата политика, Търговска и индустриална политика, История на икономическите учения. През този условно наречен първи етап в развитието на катедрата съществен принос за разширяване на преподаването по стопански науки в университета имат проф. Бончо Боев, който води лекционните курсове по финансова наука и статистика, и доц. Петко Стоянов с основни лекции по финансова наука и финансово право.

След Първата световна война, въпреки дълбоката икономическа и политическа криза в България, броят на студентите в Софийския университет нараства близо три пъти. През този период катедрата по политическа икономия се разраства и укрепва. С увеличаването на студентите се появява и необхо-

---

<sup>1</sup> През 1904 г. е приет закон, според който Висшето училище се преименува в Университет „Братя Евлогий и Христо Георгиеви от Карлово“.

димостта от привличане на нови преподаватели, което има за резултат формирането на т.нар. второ поколение научни сили. През 1920 – 1921 г. Симеон Демостенов и Иван Кинкел са избрани за доценти по политическа икономия в Софийския университет. По-късно Иван Кинкел става и един от първите преподаватели по стопанска история – чете курсове по сравнителна история на стопанския строй при културните народи, по българска стопанска история, по история на социалните учения и движения и др. В хода на този втори етап от развитието на катедрата изпъкват авторитетно имената на професорите Александър Цанков, Илия Янулов, Тодор Владигеров, Славчо Загорев и др.

Положително въздействие върху цялостното развитие на Университета има новият Закон за народното просвещение от 1924 г. Според утвърдената от него структура Софийският университет има 7 факултета: Историко-филологически, Физико-математически, Юридически, Медицински, Агрономически, Богословски и Ветеринарно-медицински. Запазените документи и материали, свързани с равнището на обучение в университета през 20-те години, свидетелстват за постоянните усилия на академичното ръководство за актуализация на учебните планове и програми във факултетите, модернизиране на университетското образование и неговото адаптиране към потребностите на обществено-икономическото развитие в България. Така през 1927 г. се стига до идеята за откриването на нов отдел при Юридическия факултет – за държавни и стопански науки. Но поради трудности от организационен и финансов характер, свързани с икономическата криза в България през 1929 – 1933 г., откриването на този отдел се отлага. Идеята е реализирана през пролетта на 1938 г. с подкрепата на бившия ректор на Софийския университет, проф. Георги Манев, който е министър на народното просвещение по това време. През учебната 1938/1939 г. са приети първите 175 студенти по новата специалност „Държавни и стопански науки“, в която се преподават не само утвърдените до момента дисциплини, но се предлагат и редица модерни за онова време курсове: теоретична политическа икономия, теоретична статистика, стопанска политика, държавно стопанство, социология и др. Държавно-стопанският отдел е в постоянни научни контакти с формирания през 1934 г. Статистически институт за стопански проучвания (СИСП),<sup>2</sup> което свидетелства за стремежа да се търсят интеграционните възможности в науката и да се откликва на актуалните потребности на икономическото развитие.

Третият етап в развитието на катедра „Политическа икономия“ обхваща времето след Втората световна война до края на 80-те години на ХХ век. В

<sup>2</sup> СИСП е основан през 1934 г. с финансовата подкрепа на БНБ, Съюза на популярните банки, Фондацията Рокфелер и Обществото на народите. В Института работят известни учени като професорите Оскар Андерсон, Димитър Мишайков, Симеон Демостенов, Здравко Сугарев, Рашко Зайков, Анастас Тотев, Стефан Спасичев, Асен Христофоров и др.

резултат от реформите на висшето образование в България след 1944 г. Държавно-стопанският отдел (с 1600 студенти) е обособен като самостоятелен Факултет за стопански и социални науки през 1947 г.<sup>3</sup> В него се влива Държавното училище за финансови и административни науки (с 2700 студенти) в София. Според общия учебен план за академичната 1947/1948 г. в новия факултет са обявени следните специалности: „Политическа икономия“, „Статистика“, „Икономика на промишлеността“, „Икономика на транспорта“, „Икономика на търговията“, „Финанси и кредит“, „Народностопанско планиране“ и „Стопанска отчетност“. Във факултета има 8 основни катедри: „Политическа икономия“ с титуляр проф. Тодор Владигеров (по-късно проф. Жак Натан); „Статистика“ – проф. Иван Стефанов (по-късно проф. Анастас Тотев); „Финансова наука“ – проф. Георги Свраков; „Стопанска история и история на икономическите учения“ – доц. Евгени Каменов (по-късно проф. Кирил Григоров); „Наука за отделното стопанство“ – проф. Димитър Йорданов; „Стопанска отчетност“ – доц. Б. Берберов (по-късно проф. Петко Бахчеванов); „Държавно и конституционно право“ – проф. Михаил Геновски; „Трудово право“ – проф. Илия Янулов. През 1948 г. за декан на новия факултет е избран доц. Евгени Каменов.

Още през първата година от своето самостоятелно съществуване Факултетът за стопански и социални науки подготвя и издава свой Годишник, който удовлетворява, от една страна, необходимостта от научен орган на преподавателите, а от друга – насърчава развитието на академичната икономическа мисъл. Интересът към новия факултет е много голям. За учебната 1947/1948 г. в университета той има рекорден брой студенти – 8316.

В началото на 50-те години продължават промените в структурата на Софийския университет. С Постановление № 158 на Министерския съвет от 30 декември 1951 г. Факултетът за стопански и социални науки е отделен от университета, въпреки несъгласието на Академичния съвет. Част от преподавателите се преместват в новоосновения Висш икономически институт „Карл Маркс“. Сред тях са Жак Натан, Кирил Григоров, Евгени Матеев, Любен Беров и др. Редица авторитетни преподаватели обаче остават без работа поради идеологически несъгласия и се оказват в тежка житейска ситуация. В Университета от Стопанския факултет е запазена само катедра „Политическа икономия“ с общообразователни функции, която в началото на 1953 г. е обособена като самостоятелно структурно звено, пряко подчинена на Ректора. Ръководител на катедрата от 1949 до 1972 г. е проф. Евгени Каменов. В този период учебната дисциплина „Политическа икономия“ става задължителна за всички специалности в университета, а това довежда и до значително увеличаване на преподавателския състав. Очевидна е идеологизацията на обучението – явление, характерно за всички факултети в

---

<sup>3</sup> Закон за висшето образование, Държавен вестник, 153, 5 юли 1947.

университета тогава. В хода на 50-те и 60-те години все повече се откроява личността на Никола Попов, който през 1955 г. е избран за доцент по политическа икономия, през 1965 г. става професор, а през 1972 г. е избран за ръководител на катедрата по политическа икономия.

Проф. Никола Попов оставя трайна следа със своята непоколебимост да отстоява научните си идеи и да подпомага професионалното развитие на докторантите и младите преподаватели, учейки ги да съчетават икономическата теория с критично осмисляне на стопанската практика. Под неговото научно ръководство са защитени близо 100 докторски дисертации, което допринася за израстването на много водещи икономисти в България през втората половина на ХХ век. Той е автор на задълбочени изследвания в областта на аграрните отношения в съвременния свят, на задълбочаващите се икономически проблеми в България и в световното стопанство, чиито негативни ефекти усещаме болезнено днес. Проф. Никола Попов има неограничен принос за развитието на катедра „Политическа икономия“ в Софийския университет. През 80-те години в нейния състав има над 20 преподаватели, между които професорите Недялко Белев, Ангел Милошевски, доценти – Личо Гюлмезов, Любен Енчев, Райна Сергиенко, Васил Гечев, Владимир Аврамов, Роза Димитрова, Тодорка Велчева, Галина Димова, Кирил Дунев, асистенти – Атанас Узунов, Стоимен Лисев, Тодор Попов, Георги Чуткин, Екатерина Кочанова, Арменухи Пирян, Владимир Пеовски, Любен Тошков, Димитър Тодоров, Тони Конджов, Роска Русинова и др.

Проф. Попов допринася и за издигането на престижа на Софийския университет като най-авторитетното висше училище в качеството си на заместник-ректор (1961 – 1966) и като ректор (1989 – 1991).<sup>4</sup> В сложната обстановка на студентски стачки в края на 80-те години той успява с толерантен подход и диалог да предотврати тежки безредици в дейността на университета, както и да започне неговото демократично преустройство.

Настоящият етап в развитието на катедра „Икономика“ е пряко свързан с политическите промени след 1989 г. и действията на ректора, акад. Никола Попов,<sup>5</sup> който инициира възстановяването на Стопанския факултет.<sup>6</sup> В

---

<sup>4</sup> През ноември 1989 г. акад. Никола Попов е избран единодушно за ректор на СУ. През 1991 г. подава оставка поради невъзможност да съвместява научната си работа с ректорската дейност. – Университетски архив на СУ „Св. Климент Охридски“, ф. 37.

<sup>5</sup> Проф. Никола Попов е избран за академик на БАН през 1989 г.

<sup>6</sup> Стопанският факултет на Софийския университет е възстановен с решение на Академичния съвет от 16 май 1990 г. Тогава ректорското ръководство посочва и останалите факултети, чието възстановяване е необходимо с оглед на възстановяването на пълнотата на университетското образование: богословски, медицински, агрономически, ветеринарен, лесотехнически. Стопанският факултет отваря врати за първия випуск студенти през учебната 1991/1992 г. – Протокол № 10/ 16.05.1990 г.

края на 80-те и началото на 90-те години процесът на промени е тежък, съпроводен е със закриване на катедри и уволнения на преподаватели. Тогава проф. Никола Попов проявява не само научна, но и политическа смелост, изказвайки се подчертано критично на партийната конференция в Софийския университет през 1987 г. Той защитава аргументите си за настъпването на икономическа криза в България, критикува прилагания модел на стопанско управление и обосновава необходимостта от радикална икономическа реформа. В резултат на това е уволнен от университета заедно с проф. Кирил Василев, проф. Васил Иванов и доц. Николай Василев, които се солидаризират с него. Реабилитиран е след ноемврийските събития от 1989 г. През 1990 г. акад. Попов дарява на Софийския университет всичките си лични спестявания (51 000 лева) за учредяването на фонд за ректорски стипендии – за млад учен и за студент.<sup>7</sup>

По това време катедрата по политическа икономия е преименувана в катедра „Обща икономическа теория“. През учебната 1991/1992 г. част от нейния преподавателски състав преминава към катедра „Икономика“ на възстановения Стопански факултет, с което тя става приемник на създаденото през 1902 г. академично звено.

В началото на 90-те години катедра „Икономика“ има уникалната възможност да обогати българското образование по стопански науки с ценните традиции на Софийския университет в хуманитарната област, съчетавайки теоретичния и емпиричния подход при анализа на икономическите проблеми. Същевременно катедрата, както и целият Стопански факултет, ползват предимствата на новосформирана структура, необременена от идеологически наслоения и наследена административна инерция. Още от самото начало на своето съществуване факултетът се отличава със своята подчертана отвореност за сътрудничество с чуждестранни университети, което спомага за създаването на модерни за времето си учебни специалности и програми. Въвеждат се курсове по икономически дисциплини на английски, немски и френски език. Голяма е заслугата в това отношение на първия декан на факултета, проф. Георги Чобанов, основоположник на немскоезичното направление в Стопанския факултет.

---

<sup>7</sup> През 2022 г. се навършват 100 години от рождението на акад. Никола Григоров Попов. Той е роден на 8 януари 1922 г. в с. Филиповци, Пернишко, в семейството на миньор. Учи в Трънската гимназия и в III Мъжка гимназия (София). Завършва икономика на агрономството в Софийския университет „Св. Климент Охридски“ и специализира в Москва като докторант в Икономическия факултет на Тимирязевската академия. През целия си живот акад. Никола Попов работи всеотдайно за развитието, обогатяването и съхраняването на българската наука и висше образование. Стопанският факултет отдава заслужена почит на неговото безсмъртно дело.

Той подкрепя създаването и на френската програма за обучение на студенти, иницизирана от доц. Арменухи Пирян, член на катедра „Икономика“ и заместник-декан по учебната дейност на факултета през 1996 – 1999 г. За утвърждаването на тази програма работят всеотдайно доц. Боян Пенков, преподавател по статистика на френски език, доц. Йордан Йорданов, създател на учебната програма по количествени методи в икономиката, доц. Цветан Игнатов, статистик с международна известност, гл. ас. Вивиан Балиган, завършила специалност „Математика“ в Брюкселския свободен университет и преподавател по математика и икономическа статистика на френски език, както и много други колеги. Международни партньори на Стопанския факултет в това направление са икономическите университети в Бордо, Лил, Монпелие и Ница във Франция. През 2009/2010 г. стартира успешно българо-френската бакалавърска програма Лисанс по Икономика и управление с двойно дипломиране с факултета по икономически и социални науки в Университета Лил, която се развива успешно и до днес. За времето 2010 – 2022 г. са дипломирани над 240 студенти от Стопанския факултет, които заслужено са получили дипломите на Софийския университет и на Университета Лил.

Огромнен принос за цялостното развитие на катедра „Икономика“ имат нейните ръководители – проф. Нансен Бехар, доц. Тодор Попов, проф. Стефан Петранов и настоящият млад ръководител, доц. Димитър Златинов. През 2004 г. проф. Петранов предлага стратегия за подобряване на бакалавърската специалност „Икономика“ и на базовата магистърска програма по макроикономика. Той обръща внимание на философията на двустепенното образование, която предполага обучението в бакалавърската степен да бъде интердисциплинарно, а в магистърската степен да има специализация в конкретно направление. В тази насока и на базата на сравнителен анализ на учебните програми в Стопанския факултет, също и в други български и чуждестранни университети, проф. Петранов прави следните предложения за промени: разширяване на състава на катедра „Икономика“ с квалифицирани преподаватели по всички фундаментални икономически дисциплини; увеличаване на икономическите курсове в учебните планове и подобряване на качеството на преподаване; повишаване на методологическата, координиращата и контролната роля на катедра „Икономика“ по отношение на икономическите дисциплини; въвеждане на ясни критерии, на които трябва да отговорят учебните програми, за да бъдат утвърдени в ОКС „бакалавър“ и ОКС „магистър“; разширяване на работата на преподавателите от катедрата със студентите чрез активизирането на дейности като научно ръководство на магистърски тези, научни семинари, магистърски защиты и др. Сега с удовлетворение отчитаме успешната реализация на заложените тогава стратегически цели за развитие на катедра „Икономика“, които през 2019

г. прераснаха в Стратегия за развитие на професионалното направление 3.8 Икономика в Стопанския факултет.

Понастоящем катедрата отговаря за обучението по бакалавърската специалност „Икономика и финанси“, в която се съчетава преподаване на български, английски и на френски език. В началото на академичната 2022/2023 г. броят на студентите бакалаври по тази специалност е 216. Обучението в специалност „Икономика и финанси“ е с подчертано интердисциплинарен характер, съчетаващ икономически, финансови, управленски и правни дисциплини и т.нар. STEM дисциплини – приложна математика, статистика, компютърни и информационни технологии. Балансираното преподаване на класически и модерни теоретични и емпирични модели и концепции развива практически ориентирани качества в студентите. Специалността предвижда формирането на предприемачески умения, подготвяйки младите колеги за стартиране на собствен бизнес (в т.ч. социално предприятие и зелен/кръгов бизнес), унаследяване на семейна фирма и разработване на собствени иновативни и технологични продукти в сферата на икономиката, финансите и предприемачеството.

В магистърските програми на катедрата, а именно: Бизнес икономика, Икономика и право, Икономика и финанси, Митнически и данъчен контрол, през учебната 2022 – 2023 г. се обучават 98 студенти. Магистърските програми, които понастоящем катедра „Икономика“ развива, предоставят фундаментална подготовка по обща икономическа теория, както и задълбочени специализирани знания по приложението на икономически анализ в правото, данъчната и митническата политика на национално и световно равнище, също така съчетаването на управленски методи и на икономически и финансови подходи за анализ на дейността на съвременните корпоративни структури. Катедрата осигурява преподаването на магистърски курсове по Икономическа политика, Икономически аспекти на правото, Приложен макроикономически анализ и прогнозиране, Анализ на паричната политика, Теория и управление на инвестициите, Корпоративно финансиране и инвестиране, Лични финанси, Кръгова икономика и устойчиво развитие, Корпоративна икономика, Дигитализация на митническата дейност, Митнически режими и процедури и др.

Докторската програма „Икономика и икономическа политика“ (с обучение на български и на чужд език) е насочена към обучение и развитие на изследователския и преподавателския потенциал на докторантите, като се придържа към традициите и най-новите постижения в областта на икономическата теория, приложния икономически анализ и моделиране в икономическата политика. Докторската програма подготвя висококвалифицирани изследователи със солидна теоретична и практическа подготовка, които обогатяват и разширяват своите изследователски умения, с оглед на съвре-



менните научни постижения в областта на фундаменталната икономическа теория и нейните приложения в различни сфери на обществения живот. Успешно защитилите докторанти към катедра „Икономика“ продължават своето развитие в структурите на Европейската централна банка, Евростат, Българската народна банка, академичните среди и корпоративната сфера.

Основните научни направления, по които екипът на катедра „Икономика“ работи активно, са свързани с изследвания на микроикономическо и макроикономическо равнище в областта на прилагането и резултатите на икономическата политика в национален и международен план, изследването на сивата икономика, търговските отношения между страните, правото и неговата връзка с икономиката, процесите на глобализация и стопанско-историческото развитие. В катедрата успешно се сформират научни колективи по различни теми и социално-икономически проблеми, които правят задълбочени изследвания в рамките на международни и национални научно-приложни проекти.

Катедра „Икономика“ е водеща в Стопанския факултет и работи в естествен синхрон с другите катедри – „Стопанско управление“, „Статистика и иконометрия“, „Финанси и счетоводство“ и „Икономика и управление по отрасли“. Базов елемент в нейното развитие, както и на целия факултет, е процесът на актуализиране и обогатяване на учебните програми в съответствие с постиженията на съвременната икономическа наука и практика в световен мащаб.

В хода на дълголетния живот на катедра „Икономика“ се очертава ясно непрекъсващата линия на приемственост и допълване между поколенията. Връзката продължава и днес, когато по-младите колеги поемат и водят основни курсове по микроикономика, макроикономика и международна икономика и др., включват се активно в научноизследователската работа и в международната дейност на катедрата. Този млад състав е формиран от хора със забележителни научни и човешки качества, което вдъхва оптимизъм за бъдещото развитие.

## Литература

- Алманах на Софийския университет „Св. Климент Охридски“ (1940) Животописни и книгописни сведения за преподавателите, 1888 – 1939. София, Придворна печатница.
- Арnaudов, М. (1939) История на Софийския университет „Св. Климент Охридски“ през първото му полустолетие, 1888 – 1938. София, Придворна печатница.
- Баева, И. и Петров, В. Л. (2022) История на Юридическия факултет на СУ „Св. Климент Охридски“, София, Университетско издателство „Св. Климент Охридски“.
- Георгов, Ив. (1923) Развой на университетското образование. – *Годишник на Софийския университет*, Историко-филологически факултет, 19. София, Печатница „Слово“.
- Георгов, Ив. (1929) Поглед върху развитието на университета. – Алманах на Софийския университет. София, Придворна печатница.
- Годишен отчет на Висшето Училище за учебната 1903 – 1904 г. (1905). – *Годишник на Софийския университет*, Официален дял, 1904 – 1905. София, Придворна печатница.
- Годишник на Софийския университет (1925), Официален отдел, 1918 – 1919, 1923 – 1924. София, Печатница „Художник“.
- Годишник на Софийския университет. Факултет за стопански и социални науки. (1948 – 1951), Т. 1 – 3, 1947 – 1950. София, Държавно издателство „Наука и изкуство“.
- Закон за Университета и университетски правилници (1925). София, Печатница „Ив. К. Божинов“, Издание на Държавния университет в София.
- Из историята на Висшето училище. – *Годишник на Софийския университет* (1906) Официален дял, 1904 – 1905. София, Придворна печатница.
- Исторически алманах на Софийския университет (1888 – 2018), (2020) Авт. колектив. София, Университетско издателство „Св. Климент Охридски“.
- История на Софийския университет (1988) Авт. колектив. София, Университетско издателство „Св. Климент Охридски“.
- Университетът. Закони и дебати до 1939 г. (2003) Авт. колектив. София, Университетско издателство „Св. Климент Охридски“.



## Увод

През 2022 г. катедра „Икономика“ чества 120 години от създаването си. През този период<sup>1</sup> катедрата се утвърди като водеща в преподаването на фундаментални и специализирани курсове в областта на общата икономическа теория и реализирането на научно-приложни изследвания с национален и регионален характер. Системните усилия и приемствеността в развиването на преподавателския състав и неговият научен потенциал са видни и от настоящата колективна монография „Предизвикателства пред българската икономика по пътя към членство в еврозоната“, чието издаване е кулминацията от серията събития за отбелязване на юбилея на най-старата икономическа катедра в България. Отделните глави от колективната монография са разработени от изтъкнати преподаватели и учени от катедрата и нейни възпитаници, както и от настоящи и бивши докторанти. По този начин, като стъпваме на опита и професионализма на изтъкнати български икономисти в миналото, съчетаваме високата теоретична подготовка и богатия практически опит на академичния състав на катедра „Икономика“ за изследвания на различни аспекти, свързани с готовността на България за присъединяването ѝ към еврозоната.

След като българският лев стана част от Валутен механизъм II, въпросът за членството в еврозоната се превърна в най-актуалния въпрос на икономическата политика в страната, който налага изследване на процесите по подготовка за въвеждане на единната европейска валута и потенциалните възможности и предизвикателства при функционирането на българската икономика в рамките на финалния етап от Икономическия и паричен съюз. Извън полемиката за предимствата и недостатъците от членството в еврозоната, в настоящата монография специално внимание се обръща на структурните и институционалните промени в зоната на единната валута, които налагат адаптиране от страна на България, както и на механизмите, по които българската икономика би могла да се впише в тях. За изминалите над 20 години от съществуването на еврото настъпиха значителни промени в общата регулаторна рамка, нарасна контролът върху икономическата политика на държавите членки от страна на Ев-

---

<sup>1</sup> В предговора към монографията доц. д-р Соня Георгиева, ръководител на френската програма по икономика и управление в Стопанския факултет и дългогодишен преподавател в катедра „Икономика“, представя развитието на катедрата в историческа перспектива в контекста на сложните промени в общественно-икономическия живот на България през изминалото столетие и постигнатите резултати в наши дни.

ропейската комисия, бяха създадени нови наднационални институции за координиране и мониторинг върху изпълнението на специфични политики. Затова предмет на особен интерес е как българската икономика може да бъде подготвена да функционира ефективно при новите регулаторни изисквания за държава членка на еврозоната.

В научната литература най-често се представят заложените в съществуващите договори формални критерии за присъединяване към еврозоната. В настоящото изследване се оценява готовността на страната за присъединяване към паричния съюз от гледна точка на изпълнението както на Маастрихтските критерии за номинална конвергенция, така и на неформалните критерии – поетите от страната ангажменти и покриването на изискванията за реална конвергенция, макроикономическа стабилност, устойчивост на институциите и адаптиране на законодателната рамка. Този анализ и оценка неминуемо изискват отчитане на поредицата от кризи, които разтърсиха икономиката на ЕС в периода след Голямата рецесия от 2008 г. и пандемията от COVID-19, и прилаганите политики за тяхното преодоляване. Започналото изграждане на Банковия съюз преди едва едно десетилетие и участието на България чрез механизма на тясно сътрудничество представляват интерес за икономическата наука и практика, доколкото успешното функциониране на паричния съюз на ЕС пряко зависи от стабилността на финансовата система, вкл. и в контекста на Съюза на капиталовите пазари. Развитие на Енергийния съюз и приоритетите на Зелената сделка в европейски и национален контекст формират нова тематична област на изследване предвид инициативите, заложи в Националния план за възстановяване и устойчивост (в контекста на Next Generation EU) и прехода към нисковъглеродна и високотехнологична икономика, силно свързан и с възможностите за развитие на Индустрия 4.0.

В макроикономически аспект изследването на инфлацията в контекста на присъединяването към еврозоната и динамиката на лихвените проценти и спредове допринасят за по-доброто разбиране на предстоящите процеси и потенциалните ефекти върху България по линия на общата парична политика. Оценката на гъвкавостта на пазара на труда и динамиката на конкурентоспособността на икономиката след приемането на еврото са актуални проблеми, които предизвикват научен интерес предвид противоречивия опит на страните, присъединили се към зоната на единната валута. Анализът на фискалната устойчивост както по линия на гарантирането на цялостната макроикономическа стабилност в страната, така и с оглед на непосредственото изпълнение на Маастрихтските критерии е необходимо да се обвърже с постигнатата реална и структурна конвергенция. Въпреки обширната литература, посветена на плюсовете и минусите

на различните видове валутни режими, връзката между валутния статут и устойчивостта на финансовите пазари към екзогенни шокове е относително слабо изследвана. В същото време тя е много актуална и е обект на анализ в колективната монография.

В секторен план въпросите за последиците от въвеждането на единната валута и валутния митнически контрол са важни за България поради специфичното геополитическо разположение на страната, с което се свързват и очакваните ефекти в сектора на туризма. Енергийната и цифровата трансформация на България, които все още изглеждат много повече като предизвикателства, отколкото като обективни възможности за изграждане на устойчив модел на икономическо развитие, са неминуеми условия за успешното функциониране на икономиката в рамките на зоната на единната европейска валута.

При така очертаната **актуалност на монографията и специфичен изследователски ракурс**, се търси отговор на въпросите какви са предизвикателствата пред българската икономика при подготовката на страната за членство и как тя може да функционира ефективно в рамките на еврозоната. **Целта на изследването** е обвързване на предпоставките за приемане на еврото в България с макроикономическите аспекти на членството най-вече от гледна точка на реалния и фискалния сектор и секторните ефекти върху банковата система и капиталовия пазар, валутния контрол и туризма, цифровизацията и дигитализацията на икономиката и нейната енергийна ефективност. **Основната изследователска хипотеза** е, че предвид опита на настоящите държави членки, приемането на еврото като парична единица в страната и прилагането на общата парична политика на ЕЦБ ще доведат до намаляване на валутния риск и транзакционните разходи, до повишаване на доверието на инвеститорите и увеличаване на инвестиционната активност, до стимулиране на търговската интеграция, конкурентоспособността и развитието на финансовите пазари, а оттук – и до реализиране на дългосрочните цели за по-висок икономически растеж и икономическа и социална кохезия. Приемането в еврозоната и възможността за реализиране на тези положителни ефекти обаче зависят от готовността на икономиката за участие във валутния съюз и от нейната способност да се справя с различни по своя характер и своята сила предизвикателства, част от които са очертани в настоящата монография.

**Изследователските задачи** са свързани с проследяване на механизмите за реакция на икономиката при асинхронни шокове и синтеза между по-фундаментални очаквани промени вследствие на динамиката на макросредата и икономическия цикъл и връзките и зависимостите с текущите предизвикателства, пряко произтичащи от структурните промени в ико-

номиката, породени от COVID-19. Изпълнението на посочените задачи на изследването се осъществява чрез прилагането на системен теоретико-методологичен и емпиричен *подход*, който намира израз в използваните в отделните съставни части научноизследователски *методи*: логически анализ, исторически анализ, анализ и синтез, индукция и дедукция, сравнителен анализ, количествени методи и др.

Монографията има значителна практическа насоченост. Въз основа на опита на страните, които се присъединиха към ЕС след 2004 г. и вече са членки на еврозоната, в нея се прави обобщение на текущите и предстоящите предизвикателства при подготовката на страната за членство, както и на необходимите промени в нормативната уредба. Обръща се внимание и на вторични ефекти от функционирането на еврозоната, които се изследват през конкретни епизоди от нейното развитие. Така например през периода 1999 – 2008 г. т.нар. периферни страни постепенно влошават своята конкурентоспособност, докато страните от Централна и Източна Европа, които се присъединиха към еврозоната след 2008 г., не показват отчетливи признаци на загуба на конкурентоспособност в средносрочен план. Различният опит на двете групи страни поставя въпросите за това какви са факторите, които предопределят двата типа икономическо развитие, и каква ще бъде не само конкурентоспособността на българската икономика след приемането на еврото, но и динамиката на лихвените проценти и спредовете, състоянието на бюджетните приходи и разходи, валутните и туристическите потоци към страната и др.

В структурен план монографията се състои от три раздела, всеки от които включва по шест глави с обособена структура.

*Първият раздел* от монографията е посветен на предпоставките за приемане на еврото в България, които надхвърлят стандартния прочит за изпълнението на Маастрихтските критерии след членството във Валутен механизъм II. В *първа глава* гл. ас. д-р Даниел Касабов, преподавател в катедра „Икономика“, разглежда етапите на изграждане на Икономическия и паричен съюз и развитието на критериите за членство в него. В нея се обръща внимание на предприетите стъпки от България и се оценява готовността на страната за присъединяване към паричния съюз от гледна точка на изпълнението както на Маастрихтските критерии за номинална конвергенция, така и на неформалните критерии (поети от страната ангажменти, покриване на изискванията за реална конвергенция съгласно теорията за оптимална валутна зона и синхронизиране на икономическия цикъл).

Във **втора глава** гл. ас. д-р Стоян Шаламанов, научен секретар на катедра „Икономика“, доразвива въпроса за оценката на макроикономическата стабилност в контекста на присъединяването към еврозоната чрез изследване на подхода за идентифициране, предотвратяване и справяне с макроикономически дисбаланси в рамките на Процедурата при макроикономически дисбаланси и Европейския семестър. Критичният анализ включва както основните рискове, които Европейската комисия отчита през годините в докладите за България, така и напредъка по тях.

В **трета глава** доц. д-р Стела Ралева, преподавател в катедра „Икономика“, анализира постигнатата реална и структурна конвергенция на българската икономика към еврозоната едновременно като предпоставка за присъединяване и като измерител на готовността на икономиката за устойчиво функциониране във финалния етап на Икономическия и паричен съюз. Данните за България се съпоставят с тези на новите държави членки, въз основа на което се извежда позицията на страната в съпоставителен план.

В **четвърта глава** проф. д-р Стефан Петранов, ръководител на катедра „Икономика“ в периода 2012 – 2020 г. и дългогодишен преподавател в Стопанския факултет, заедно с докторантите Лиляна Георгиева и Радостина Ивчева от докторската програма на катедра „Икономика“ разглеждат институционалните условия за членство в еврозоната, които до този момент не са обект на задълбочен публичен или академичен дебат. Прави се количествен сравнителен анализ на представянето на страната по отношение на институционални критерии като ефективност на правителството, качество на институциите, корупция и бизнес среда. Така се търси отговор на въпроса възможно ли е България да срещне съпротива за присъединяване към еврозоната, въпреки изпълнението на формалните количествени критерии за членство, както и дали е реалистична датата 1 януари 2024 г. за приемане на еврото.

В **пета глава** доц. д-р Калоян Ганев, възпитаник на спец. Икономика в Стопанския факултет, доразвива анализа на допълнителните критерии за членство от гледна точка на Банковия съюз и подчертава особеностите на участието в него на държавите членки извън еврозоната. Акцентира се на правните стъпки, които следва да бъдат предприети, за да се приеме еврото, както и на възможните срокове тези промени да се осъществят при минимална продължителност на процедурите.

В **шеста глава** доц. д-р Милен Велушев, защитил докторска степен в докторската програма на катедра „Икономика“ и преподавател в катедрата, изследва необходимите стъпки за правна конвергенция към еврозоната в съпоставителен план с Румъния, като обръща внимание на различни



те стимули спрямо България за синхронизиране на законодателството и коментира предприетите действия от Българската народна банка в тази насока.

Във **втория раздел** от колективната монография се разглеждат предимно макроикономически аспекти от присъединяването към еврозоната, като се акцентира на произтичащите възможности и рискове. В първите три глави се изследват въпроси от реалния сектор на икономиката, а в следващите три – въпроси, които са предимно свързани с макроикономическата политика на страната.

В **седма глава** гл. ас. д-р Даниел Касабов анализира вътрешните и външните фактори, определящи динамиката на цените в България, какви са ефектите върху равнището на потребителските цени в други страни след замяната на националната валута с евро и защо след присъединяване към еврозоната домакинствата имат усещане за повишена инфлация. Неговата оценка е, че ефектът от конвертирането на националните валути в евро оказва влияние върху потребителските цени в посока увеличение, но като цяло този ефект е слаб и еднократен.

В **осма глава** доц. д-р Мариела Ненова-Амар, дългогодишен преподавател в катедра „Икономика“, оценява потенциала на пазара на труда в България бързо да реагира на шокове предвид функционалната гъвкавост на работната сила, гъвкавостта на работните заплати в номинално и реално изражение, гъвкавостта на търсенето на труд и нормативната рамка, определяща функционирането на пазара на труда в България. Въпросът е важен предвид режима на паричния съвет в страната и ролята на пазара на труда да абсорбира различни шокове, както и с оглед ускоряването на реалната конвергенция на българската икономика.

Пряко свързани с функционирането на пазара на труда са въпросите за конкурентоспособността на икономиката, които д-р Дилян Василев, защитил докторска степен в докторската програма на катедра „Икономика“, разглежда в **девета глава**. На базата на иконометричен анализ в съпоставителен план авторът изследва отражението от приемането на еврото върху конкурентоспособността на българската икономика в различни времеви хоризонти и коментира значението на подобряването на институционалната рамка и провеждането на политика на ускорено догонване на доходите.

В **десета глава** д-р Таня Карамешева, защитила докторска степен в докторската програма на катедра „Икономика“, прави исторически преглед на динамиката на лихвените проценти в България и в сравнителен план на база на опита на най-новите държави членки на еврозоната про-

следява настъпилите промени в нивата на лихвените проценти по депозити и кредити, в доходността по 10-годишните правителствени облигации и в дългосрочния кредитен рейтинг. По този начин се постига по-добро разбиране на предстоящите процеси и потенциалните ефекти от приемането на България в еврозоната по линия на монетарната политика.

Промените в рамката за устойчивост на публичните финанси в ЕС, и в частност в еврозоната, и потенциалните изменения в провеждането на фискалната политика при присъединяването на България към еврозоната на базата на анализ на приходната и разходната страна на бюджета в България в съпоставителен план с ЕС, еврозоната и прибалтийските държави са изследвани в *единадесета глава* от колективната монография от доц. д-р Димитър Златинов, защитил докторска степен в докторската програма на катедра „Икономика“ и понастоящем ръководител на катедрата. В тази глава се очертават структурните и текущите рискове пред провеждането на фискалната политика в страната предвид наслагването на кризи от различен характер.

В последната *дванадесета глава* от втория раздел гл. ас. д-р Любен Иванов, защитил докторска степен в докторската програма на катедра „Икономика“ и преподавател в катедрата, на базата на емпирични данни за България, еврозоната и САЩ в условията на два „естествени експеримента“ (глобалната финансово-икономическа криза и пандемията от COVID-19) и като прилага теоретичен модел за финансовите балони, хипотезата за ограничена рационалност на инвеститорите и наличието на стимули, насърчаващи спекулативно поведение на пазарите на финансови активи, прави оценка на ползите и рисковете от присъединяването към зоната на единната валута за пазара на акции в страната.

*Третият раздел* на колективната монография е свързан с изследване на предпоставките за изграждане на устойчив модел на развитие на България в рамките на еврозоната. Разгледани са различни аспекти като интеграцията на финансовите и капиталовите пазари, особеностите на преноса на валутни средства и туризма, дигиталната и енергийната трансформация.

В *тринадесета глава* доц. д-р Калоян Ганев прави преглед на концепцията за устойчивост във финансовия сектор и възможностите за нейното интерпретиране чрез конкретни измерители, с които оценява устойчивостта на българската банкова система по групи банки. Въз основа на този анализ се стига до определени заключения относно стабилността на българската банкова система и влиянието на потенциални екзогенни рискове, в т.ч. военни действия в близост до България.

В **четринадесета глава** проф. д-р Стефан Петранов представя икономическата аргументация за необходимостта от Съюз на капиталовите пазари и неговата връзка с други инициативи на Европейската комисия – Зелената сделка, дигиталната трансформация, устойчивостта на финансовата система. Специално внимание се обръща на проекциите от този план за България и се коментират потенциалните конфликти.

В **петнадесета глава** доц. д-р Цветан Мадански, защитил докторска степен в докторската програма на катедра „Икономика“ и преподавател към катедрата, възприема тезата за позитивен ефект от приемането на еврото, която се потвърждава от опита при предходни разширявания на еврозоната, като се има предвид правната рамка на валутния контрол и институционалните аспекти при промяната в механизмите за неговото осъществяване. Специално за България въпросът е важен поради специфичното геополитическо разположение като част от външните граници на ЕС, а с приемането на еврото – и като част от външните граници на еврозоната.

В **шестнадесета глава** гл. ас. д-р Стоян Шаламанов анализира последиците от влизането в еврозоната върху сектор туризъм в избрани страни и конкретно очаквания ефект за България. Изследва се връзката на географското разположение на страната със свързаното с използването на еврото съкращаване на трансакционните разходи и възможностите за увеличаване на туристическите приходи вследствие на по-голямата сигурност и предвидимост на разплащанията.

В **седемнадесета глава** докт. Недко Косев, докторант в докторската програма на катедра „Икономика“, разглежда същността и развитието на Енергийния съюз и приоритетите на Зелената сделка в европейски и национален контекст, като прави аналогия с Икономическия и паричен съюз. Авторът представя факторите, свързани с развитието на възобновяемите енергийни източници и новите технологии, които вече оказват влияние не само върху енергийния сектор, но и върху формирането на макроикономическата политика на България.

В последната **осемнадесета глава** докт. Стела Вълева, докторант в докторската програма на катедра „Икономика“, разкрива усилията на страната да очертае устойчив път на развитие в сферата на дигитализацията, постигнатите до момента резултати и предизвикателствата, свързани с присъединяването към еврозоната.

Основните приноси и резултати от колективната монография „Предизвикателства пред българската икономика по пътя към членство в еврозоната“ се отнасят до систематизиране на извършените от България стъпки по пътя към Валутен механизъм II и до оценяване на степента, в която

страната изпълнява формалните и неформалните критерии за участие във финалния етап на Икономическия и паричен съюз. С това изследването допринася за обогатяване на приложната научна литература не само в страната, но и в областта на паричните съюзи изобщо и би представлявало интерес за академичните среди, анализатори и експерти в областта на засегнатата проблематика, както и за всички, които се интересуват от потенциалните ефекти върху българската икономика от присъединяването към еврозоната.

Не на последно място, екипът на катедра „Икономика“ изказва своята дълбока благодарност за ценните съвети и препоръки при подготвянето и оформянето на монографичното изследване на рецензентите – доц. д.п.н. Калоян Симеонов, ръководител на катедра „Европеистика“ в СУ „Св. Климент Охридски“, и доц. д-р Ваня Иванова от катедра „Икономикс“ към Университета за национално и световно стопанство.

*1 септември 2022 г.*

*доц. д-р Димитър Златинов*  
Ръководител на катедра „Икономика“



## **Първи раздел**

# **Предпоставки за приемане на еврото в България**



## Първа глава

# Българският лев във Валутен механизъм II. Нови предизвикателства по пътя към еврозоната

Гл. ас. д-р Даниел Касабов

*e-mail*: d.kasabov@feb.uni-sofia.bg

Присъединяването на България към Икономическия и паричен съюз (ИПС) ще представлява крайната фаза от европейската интеграция на страната. Още с подписването през юни 2005 г. на Договора за присъединяване към ЕС (в сила от 1 януари 2007 г.) България се задължава да замени националната си валута с еврото, но без в правния акт да бъде предвиден краен срок за това<sup>1</sup>. До момента на присъединяване към ИПС страната ни има статут на държава членка с дерогация<sup>2</sup>, което означава, че няма пълни права в ИПС.

Публичните дискусии за готовността, датата и нетните ползи от присъединяване на България към ИПС бяха възобновени през юни 2018 г., когато министърът на финансите и управителят на Българската народна банка изпратиха съвместно писмо<sup>1</sup> до членовете на Еврогрупата с намерения за кандидатстване във Валутен механизъм II (ВМ II), който е задължителен етап от присъединяването към еврозоната. След изпълнението на едностранно поети предварителни ангажименти, сред които установяването на тясно сътрудничество в рамките на Банковия съюз, през 2020 г. българският лев официално беше включен във ВМ II.

Целта на този материал е да направи преглед на предприетите вече от България стъпки по пътя към еврозоната, както и да представи оставащите изисквания, които страната трябва да изпълни с цел постигането на пълноправно членство в ИПС. Някои от тези изисквания представляват формални критерии, дефинирани в Договора от Маастрихт, докато други представляват неформални ангажименти, които страната ни пое да изпълни след присъединяването към ВМ II. Направен е анализ на рисковете, свързани с

---

<sup>1</sup> За повече информация относно поетите от България ангажименти при водените преговори за присъединяване към ЕС вж. преговорна глава 11 „Икономически и валутен съюз“ от преговорите за присъединяване към Европейския съюз.

<sup>2</sup> Съгласно чл. 122 от Договора за функционирането на ЕС (ДФЕС).



членството в ИПС от гледна точка на неговата завършеност и на теорията за оптимална валутна зона (ОВЗ).

## Кои са изискванията за пълноправно членство в ИПС

Идеята за паричен съюз не е нова, като в исторически план такива са били формирани още през XVIII и XIX век<sup>3</sup>. Някои от тях са били с национален обхват (САЩ, 1789 г.; Швейцария, 1848 г.; Германия, 1857 г.; Италия, 1861 г), докато други са имали многонационален характер (Латинският паричен съюз през 1865 – 1927 г.; Скандинавският паричен съюз през 1872 – 1920 г.; Австро-Унгария през 1867 – 1914 г.). Някои от установените в миналото парични съюзи са продължили да действат за продължителен период и са оставили траен отпечатък в икономическата история, а други са просъществували само за кратко време. Редица парични съюзи в глобален план действат под определена форма и днес. Това, което обединява всички тях, е че паричната интеграция протича успоредно с политическата интеграция и задълбочаването на икономическите взаимовръзки. В научната литература обаче остава широко дискутиран въпросът дали паричната интеграция е следствие от икономическото сближаване (конвергенция) и политическата интеграция на участващите държави или ги предшества по време.

Съгласно **теорията за оптимална валутна зона (ОВЗ)** на R. Mundell (1961) въвеждането на единна валута и произтичащите от това ползи за държавите членки на паричния съюз ще надхвърлят разходите само ако държавите в него отговарят на определени **критерии за оптималност**. Валутният съюз е подходящ за **малки и отворени икономики**, тъй като, дори когато провеждат собствена парична политика, тези държави традиционно избягват колебанията на валутните курсове, които могат лесно да се пренесат върху разходите за производство на фирмите и да повлияят неблагоприятно върху вътрешната ценова стабилност. Затова производственият процес в тези икономики се оптимизира на база по-високата конкуренция и ефективното използване на ресурси, което ги прави подходящи за участие в паричен съюз. В научната литература предмет на изследване е връзката между външната търговия и синхронизирането на бизнес циклите. Проучванията показват, че не само интензивността, но и високата степен на вътрешно-секторна търговия подпомагат синхронизирането на икономиките и, съответно, обуславят извличане на ползи при присъединяване към валутна зона. Така страните с по-висока **търговска интеграция** с валутната зона могат да извлекат повече изгоди при присъединяване.

---

<sup>3</sup> За повече информация вж. Симеонов (2017).

Важен аспект на теорията за ОВЗ е и **мобилността на производствените фактори**, която намалява възможността за възникване на дисбаланси между участващите страни. В резултат цените на производствените фактори капитал и труд сами се уравновесяват, с което отпада необходимостта от използване на номиналния валутен курс като инструмент на макроикономическата политика за преодоляване на възникналите дисбаланси. За функциониране на дадена икономика в условията на валутен съюз от съществено значение е и гъвкавостта на пазара на труда, тъй като гъвкавият пазар може бързо да абсорбира евентуални външни за икономиката шокове. **Гъвкавите пазари на труда** предполагат лесно наемане и освобождаване на работници, гъвкавост на работното време и на работната заплата, професионална и географска мобилност на работната сила. За изпълнението на тези условия значително влияние оказват съществуващите регулации и институции на пазара на труда. **Гъвкавостта на цените и работните заплати** осигурява по-лесно приспособяване на икономиките при наличие на шок, като в този случай не се генерират прекомерно високи нива на безработица и/или обезценяване на валутата. Също така важен критерий за участие във валутен съюз е наличието на висока степен на **синхронизираност на бизнес циклите**, както и **интеграция на финансовите пазари**. По този начин се ограничава рискът от възникване на евентуални асиметрични шокове, които биха породили нуждата от прилагането на специфични за отделните страни политики на адаптация, което в частта на паричната политика на практика е невъзможно в условията на валутен съюз. В резултат на това друг съществен елемент на теорията за ОВЗ е наличието на **фискална интеграция**, която да изпълнява стабилизираща роля при поява на асиметрични външни шокове. Отличителна особеност на ИПС е съчетанието на обща парична политика с децентрализирана отговорност за повечето икономически политики, въпреки че държавите в ИПС подлежат на ограничения по отношение на националните бюджетни политики. От теоретична гледна точка следва да се отбележи, че към момента ИПС се възприема за незавършен паричен съюз както поради липсата на централизирана фискална политика и централизиран фискален капацитет (федерален бюджет), така и поради това, че бизнес циклите на държавите членки не са напълно синхронизирани. Поради това от присъединяването към еврозоната могат да произтекат някои рискове, които не са предвидени от теорията, формулирана от R. Mundell (De Grauwe, 2020). Това, което академичната теория отбелязва в този случай, е че т.нар. неоптималност на еврозоната следва да намалява с развитието и усъвършенстването на ИПС в дългосрочен план. Този процес се обяснява с теорията за „ендогенността“ на ефекта на ОВЗ, според която присъединяването на страни към ИПС по естествен начин ускорява тяхната фискална и финансова интеграция и

подсилва мобилността на работната сила и гъвкавостта на цените и заплатите (Frankel and Rose, 1997).

Първоначалната идея за формиране на паричен съюз от страните членки на ЕС се заражда малко след публикуването на класическата статия на R. Mundell. През 1969 г. държавите от ЕС за първи път си поставят за цел създаването на пълен (завършен) паричен съюз в рамките на период от 10 години. Разпадането на Бретън-Уудската финансова система през 1971 г. и последвалата нестабилност на валутните курсове обаче пораждат съмнения относно паритета между европейските валути, което прекратява проекта за ИПС. Усилията за парична интеграция са подновени през 1972 г. чрез създаването на механизъм, известен като „змия в тунела“, за сближаване на колебанията (управлявано плаване) на националните валутни курсове в рамките на тесни граници и за поддържане на тяхната стойност по отношение на щатския долар. Този механизъм не успява да издържи дълго, тъй като петролната криза в началото на 70-те години на XX в. и различията в провежданите икономически политики стават причина за валутни спекулации, които правят невъзможно поддържането на стабилни стойности на валутите в системата. През 1978 г. е създадена Европейската парична система (ЕПС), която се основава на концепцията за фиксирани, но подлежащи на корекции валутни курсове. При новия механизъм, наречен “Валутен механизъм I” (ВМ I), се създава европейската разчетна единица ЕКЮ<sup>4</sup> и всяка национална валута в рамките на Общността има определен референтен курс спрямо нея. На база референтните курсове, изразени в ЕКЮ<sup>5</sup>, се конструира схема с двустранни валутни курсове, чиито колебания трябва да са в диапазона от +/-2.25%<sup>6</sup>. ВМ I има съществен принос в намаляването на колебанията на валутните курсове на участващите в него държави, но не успява да устои на спекулативни атаки срещу различни валути през 1993 г.

Когато през 1990 г. започва изграждането на ИПС в настоящия му вид (вж. табл. 1), съществува разбирането, че той трябва да е продължение на Програмата за Единния пазар. Потенциалът на вътрешния пазар в ЕС не може да бъде реализиран, ако разходите за обмяна на валута са високи, а колебанията във валутните курсове непредсказуеми и водещи до несигурност. По това време теорията за оптимална валутна зона все още е слабо

---

<sup>4</sup> На английски език ECU – European Currency Union. На практика ЕКЮ представлява средно претеглена стойност на участващите в механизма валути.

<sup>5</sup> Въпреки че ЕКЮ е разчетна единица, тя има определена материална обезпеченост, тъй като централните банки на участващите в механизма държави депозират в Европейския фонд за валутно сътрудничество (ЕФВС) 20% от своите официални резерви в злато и долари, срещу които получават еквивалента им в ЕКЮ.

<sup>6</sup> Изключение прави италианската лира, за която се допускат колебания в рамките на +/- 6%.

развита като аналитична рамка за оценка на готовността на група държави да формират паричен съюз и затова идентифицираните в научната литература критерии за оптималност не се използват директно за предоставяне на практически насоки за изграждането на ИПС.

**Таблица 1.** Етапи на изграждане на ИПС

Етапи	Срокове	Основна цел
Етап I (подготвителен)	01.07.1990 г. 31.12.1993 г.	Основната цел на държавите през този етап е подобряване на координацията между икономическата, паричната и бюджетната политика, както и установяване на свободно движение на капитали между държавите членки.
Етап II (преходен)	01.01.1994 г. 31.12.1998 г.	Сближаване на икономическите политики и засилване на сътрудничеството между националните централни банки на държавите членки. За тази цел е създаден Европейският паричен институт (ЕПИ), предшественикът на Европейската централна банка (ЕЦБ), който отговаря както за координацията на паричните политики между националните централни банки, така и за подготовката за въвеждането на единната валута. Необходимо условие за постигане на поставената цел на този етап е националните централни банки да станат независими.
Етап III	01.07.1999 г.	Постепенно въвеждане на единната парична валута евро и създаване на Евросистемата, която провежда общата парична политика в рамките на ИПС. За прехода към този етап от първостепенна важност е постигането на висока степен на устойчиво икономическо сближаване между отделните държави. Това се измерва чрез т.нар. критерии за конвергенция, които са договорени в Маастрихт през 1991 г. и затова са известни като Маастрихтски критерии. Те се отнасят до изпълнението на основни изисквания към паричната, валутната и фискалната политика. Друго условие за държавите, желаещи да се присъединят към еврозоната, е да приведат законодателството си в съответствие със съответното право на ЕС (Договора за функционирането на Европейския съюз и Протокол № 4 за Устава на Европейската система на централните банки (ЕСЦБ) и Европейската централна банка (ЕЦБ).

Тъй като държавите имат болезнен опит с дестабилизиращите колебания на валутните курсове в резултат на съществуващи различия в икономическите политики и структурата на икономиките, през 1991 г. в Маастрихт са договорени т.нар. критерии за конвергенция. По това време възприетото схващане е било, че изпълнението на тези критерии е предпоставка за постигането на висока степен на устойчиво икономическо сближаване между

отделните държави. Маастрихтските критерии<sup>7</sup> представляват четири основни икономически и финансови условия, на които държавите от ЕС, които не са в еврозоната, трябва да отговорят преди да им бъде разрешено да приемат единната валута. Изпълнението на критериите се преценява около половин година преди влизането в ИПС и се представя в т.нар. Доклади за конвергенция на ЕЦБ и ЕК:

**Критерий за ценова стабилност:** за период от една година преди прегледа на резултатите инфлацията<sup>8</sup> не трябва да надвишава с повече от 1.5 пр.п. средната инфлация в трите най-добре представящи се държави от ЕС по отношение на ценовата стабилност.

**Критерий за стабилност и устойчивост на публичните финанси:** по време на прегледа на резултатите страната не трябва да бъде в процедура за прекомерен дефицит. Това означава, че съотношението на планирания или фактическия бюджетен дефицит спрямо БВП не трябва да надвишава 3%, а държавният дълг да не надхвърля прага от 60% от БВП.

Влезият в сила от 1 януари 2013 г. Договор за стабилност, координация и управление в ИПС предвижда също обвързващо фискално правило, чиято цел е да гарантира, че бюджетът на сектор „държавно управление“ е балансиран или отчита излишък. Съгласно правилото годишното структурно бюджетно салдо следва да отговаря на установената за съответната държава средносрочна бюджетна цел и в структурно изражение дефицитът да не превишава 0.5% от БВП.

**Критерий за стабилност на валутния курс:** участие във ВМ II в продължение на поне 2 години без да се наблюдават прекомерни колебания (+/- 15%) на местната валута от предварително определения централен курс. Също така, държавата кандидатка не трябва да е осъществявала през същия период девалвация на централния курс на своята валута спрямо еврото.

**Критерий за конвергенция на лихвените проценти:** за период от една година преди осъществяването на прегледа на резултатите дългосрочният лихвен процент не трябва да надвишава с повече от 2 пр.п. този в трите най-добре представящи се държави в областта на ценовата стабилност. Лихвените проценти се определят въз основа на дългосрочните държавни облигации (с матуритет в интервала 9.5 и 10.5 години) или други съпоста-

---

<sup>7</sup> Условието и начина за преход към третия етап от икономическия и паричен съюз, който се осъществява, когато дадена държава приеме еврото за своя валута, са регламентирани в чл. 140 от Договора за функционирането на Европейския съюз (ДФЕС) и приложения към него Протокол № 13, съдържащ критериите за конвергенция.

<sup>8</sup> Инфлацията се изчислява, като се използва изменението на последната налична 12-месечна средна стойност на хармонизирания индекс на потребителските цени (ХИПЦ) спрямо предходната 12-месечна средна стойност.

вими ценни книжа и се изчисляват като средноаритметична величина за последните 12 месеца.

**Други:** чл. 140 от ДФЕС изисква в Докладите за конвергенция на ЕЦБ и ЕК да се разглеждат и други фактори в областта на икономическата интеграция и сближаване. За това двете институции традиционно изследват степента на финансова и продуктова интеграция, състоянието на пазара на труда, бизнес и институционалната среда, състоянието и развитието на текущата сметка по платежния баланс.

В допълнение към формалните критерии за номинална конвергенция, цялостната оценка за готовността на дадена страна да се присъедини към еврозоната взема под внимание и **неформалните критерии** за реална конвергенция (отнасящи се до показателите за доход на човек от населението спрямо средното ниво за ЕС, равнище на цените спрямо средното за ЕС, ниво на финансово посредничество, интеграция на международната търговия, конвергенция на бизнес циклите). Постигането на висока степен на реална конвергенция в духа на теорията за оптимална валутна зона способства за устойчивост на номиналната конвергенция, ограничаване на възможностите за поява на макроикономически дисбаланси и възникване на асиметрични шокове. Ролята на неформалните критерии се засили след възникването на Глобалната финансова криза през 2008 – 2009 г. и преминаването ѝ в криза на държавния дълг през 2010 – 2012 г. за част от страните в еврозоната (Гърция, Италия, Испания и Португалия). Този епизод от историята на еврозоната ясно показва ограничеността на Маастрихтските критерии и че постигането на висока степен на реално сближаване в духа на теорията за ОВЗ е не просто следствие от номиналната конвергенция, а способства за нейното реализиране и устойчивост, тъй като ограничават възможностите за поява на макроикономически дисбаланси и възникване на асиметрични шокове. Съществуването на фискални и макроикономически дисбаланси между държавите членки има негативно проявление върху икономическата стабилност в ИПС и възпрепятства провеждането на общата парична политика. По тази причина покриването на критериите, заложи в **процедурата при макроикономически дисбаланси (ПМД)** на Европейската комисия, която се изпълнява от декември 2011 г., представлява друго неформално условие за присъединяване към еврозоната<sup>9</sup>. Съгласно ПМД за дадена страна се счи-

---

<sup>9</sup> Процедурата при макроикономически дисбаланси (The Macroeconomic Imbalance Procedure, MIP) представлява механизъм за ранно установяване, коригиране и преодоляване на възникналите дисбаланси, които затрудняват нормалното функциониране на икономиките на държавите членки, на еврозоната или на ЕС като цяло.

За повече информация вж.: Регламент (ЕС) No1176/2011 относно предотвратяването и коригирането на макроикономическите дисбаланси, Официален вестник на Европейския съюз, L 306/25 от 23.11.2011.

та, че липсват прекомерни дисбаланси, ако тя изпълнява показатели, разделени в 3 групи: външни дисбаланси и конкурентоспособност, вътрешни дисбаланси и дисбаланси на пазара на труд. Освен това от 2018 г. държавите, които желаят да се присъединят към ВМ II, трябва също да си сътрудничат тясно с единния надзорен механизъм на Европейската централна банка.

В обобщение съществуващата законодателна рамка и възприетите процедури предвиждат три задължителни етапа, през които трябва да премине всяка страна преди да се присъедини към ИПС. Първото условие е страната да е членка на ЕС. Второто условие е страната да участва във ВМ II и Единния надзорен механизъм на ЕЦБ. И на трето място страната трябва да остане във ВМ II поне две години и да изпълни т.нар. Маастрихтски критерии за номинална конвергенция. Моментът на присъединяване към еврозоната обаче не е изцяло под контрола на правителството на съответната страна дори и при формално изпълнение на Маастрихтските критерии, тъй като страната трябва да убеди членовете на ИПС, че изпълнява редица неформални условия за реална икономическа конвергенция и липса на макроикономически дисбаланси. Тези неформални условия биват отразени в докладите на ЕЦБ и Европейската комисия за конвергенция (Convergence Reports), които съдържат становищата на тези институции за присъединяването на страната към ИПС. Крайното решение дали дадена страна ще се бъде допусната до ИПС се взема от Съвета на ЕС.

## **Предприети от България стъпки за присъединяване към ИПС**

Конкретни действия от страна на България в посока членство във ВМ II бяха предприети през юли 2015 г., когато с Постановление № 168 на Министерски съвет<sup>10</sup> беше създаден Координационен съвет за подготовка на Република България за членство в еврозоната. Основната функция на съвета е да организира и координира практическата подготовка на България за членство в ИПС. Макроикономическите и политическите развития в страната през периода 2015 – 2018 г. позволиха да се предприемат следващи стъпки за присъединяване към ВМ II. През разглеждания период се наблюдаваше устойчиво нарастване на икономическата активност, подобряване на кредитния рейтинг на страната и излизане от процедурата за прекомерни дисбаланси на Европейската комисия<sup>11</sup> през 2018 г. Освен това, през пър-

---

<sup>10</sup> За повече информация вж. Държавен вестник, брой 52 от 10.07.2015 г.

<sup>11</sup> През 2012 г. България е класифицирана за първи път като страна с макроикономически дисбаланси, които изискват мониторинг и политически действия. Според Европейска-

вата половина на 2018 г. България председателстваше ЕС, което даде възможност на страната да се възползва от положителния си имидж и политическата ситуация в Европа (през 2019 г. се очакваха избори за Европейски парламент и смяна на ръководството на Европейската комисия, както и на ЕЦБ, което създаваше несигурност за бъдещата политическа обстановка в Европа).

На 29 юни 2018 г. БНБ и Министерство на финансите изпратиха съвместно писмо до членовете на Еврогрупата, ЕЦБ и ЕК за намеренията на страната за присъединяване на националната валута към ВМ II. За да се получи политическа подкрепа от страна на Еврогрупата, България се съгласи с изпълнението на 7 ангажимента: (1) присъединяване към Банковия съюз; (2) засилване на макропруденциалния надзор; (3) укрепване на рамката за надзор в небанковия финансов сектор; (4) подобряване на рамката по несъстоятелността; (5) засилване на рамката за борба с „изпирането на пари“; (6) модернизирание на рамката за управление на държавните предприятия в съответствие с добрите международни практики; (7) приемане на закон за ратификация на споразумението относно прехвърлянето и взаимното използване на вноски в Единния фонд за реструктуриране.

През следващите две години българското правителство и институции работиха активно за изпълнението на всички едностранно поети ангажименти, съпътстващи присъединяването на страната ни към ВМ II, в т.ч. и установяването на тясно сътрудничество в рамките на Банковия съюз. В тази връзка беше приет *План за действие*, включващ мерки в различни области на политики, като хармонизиране на правната рамка за устройството и дейността на БНБ с изискванията за установяване на тясното сътрудничество с ЕЦБ, както и засилване на рамката на надзора на небанковия финансов сектор; въвеждане на нов инструмент в макропруденциалната рамка; подобряване на рамката на несъстоятелността; засилване на рамката за борба с изпирането на пари и модернизирание на рамката за управление на държавните предприятия; ратифициране на Споразумението относно прехвърлянето и взаимното използване на вноски в Единния фонд за реструктуриране.

---

та комисия макроикономическите дисбаланси са свързани с високото равнище на външния дълг, особено на частния нефинансов сектор, в условия на ограничено адаптиране на пазара на труда след глобалната финансова криза (продължителен спад на заетостта и значително повишение на безработицата). През 2013 г., 2014 г. и 2015 г. България продължава да бъде класифицирана като страна с дисбаланси, а през 2016 г. и 2017 г. като страна с „прекомерни“ икономически дисбаланси в резултат на слабости във финансовия сектор. През 2018 г. Сметната палата публикува доклад с одит на процедурата за макроикономически дисбаланси, като част от разглежданите в доклада случаи са свързани с България. Съгласно изводите на доклада извършваният от ЕК икономически анализ не винаги съответства на класификацията на дисбалансите. Въпреки това процедурата за макроикономически дисбаланси представлява неформален критерий за присъединяване към ВМ II и ИПС.



Предприетите от българските институции мерки бяха положително оценени от Европейската комисия, ЕЦБ и държавите членки на еврозоната, в резултат на което на 24 юни 2020 г. Управителният съвет на ЕЦБ прие решение за установяване на тясно сътрудничество с Българската народна банка с начална дата 1 октомври 2020 г. На 10 юли 2020 г. финансовите министри на държавите членки на еврозоната, президентът на Европейската централна банка, заедно с финансовите министри и управителите на централните банки на Дания и България, единодушно решиха българският лев да бъде включен във Валутен механизъм II.

България се присъедини към VM II със съществуващия си режим на паричен съвет. Централният курс на българския лев понастоящем е фиксиран на 1 евро = 1.95583 лева, като поддържането на курса на паричния съвет остава едностранен ангажимент на България. Режимът на паричен съвет на практика гарантира изпълнението на Маастрихтския критерий за стабилност на валутния курс.

Участието във VM II обаче беше обвързано с поемането на последващи ангажименти от страна на България за провеждане на благоразумни икономически политики с цел запазване на икономическата и финансовата стабилност и постигане на висока степен на устойчива икономическа конвергенция. Конкретните мерки в тази насока са представени в приетия от Министерския съвет „План за действие за изпълнение на последващите ангажименти след присъединяването към ERM II“<sup>12</sup> в следните области: небанков финансов сектор, държавни предприятия, рамка по несъстоятелността и рамката за борба с изпирането на пари. Съществена част от разписаните в Плана мерки са изпълнени към средата на 2022 г., което означава, че за присъединяването към ИПС е необходимо изпълнението на формалните Маастрихтски критерии за номинална конвергенция.

## **Готовност на страната да се присъедини към ИПС от гледна точка на Маастрихтските критерии**

### **➤ Изпълнение на критерия за ценова стабилност**

В исторически план (вж. фиг. 1) България има затруднения да изпълнява критерия за ценова стабилност, като основните фактори за това могат да се разделят на такива с вътрешен и външен за страната характер (Ненова, 2022). Основният вътрешен фактор са протичащите процеси на реална и номинална конвергенция – в България се наблюдава по-висок растеж на ико-

<sup>12</sup> <https://www.minfin.bg/bg/1464> .

номическата активност и доходите спрямо по-развитите държави членки на ЕС, което е причина за наличието на инфлационен диференциал<sup>13</sup> спрямо тях и позиционирането на страната над Маастрихтския критерий, когато той се определя от тези държави.

Предвид високата степен на отвореност на българската икономика (измерена чрез дела на външната търговия към БВП) и фиксираният валутен курс на лева към еврото, потребителските цени в България до голяма степен се определят от външни за икономиката фактори. Данни на ОИСР от таблиците „ресурс – използване“ към 2018 г. показват, че вносният компонент в крайните потребителски разходи на домакинствата е 42.3%. В резултат на това инфлацията в България се влияе съществено от цените на енергийните ресурси, храните и други основни суровини на международните пазари, а също така и от динамиката на валутния курс на еврото спрямо другите водещи валути и най-вече щатския долар. Освен това, по-ниските доходи на домакинствата в България спрямо другите страни членки на ЕС са причина храните и енергийните продукти да имат сравнително по-висок дял в потребителската кошница у нас<sup>14</sup>, а цените на тези стоки са силно зависими от международните пазари. Българската икономика се характеризира също с най-високата енергоемкост в рамките на ЕС, измерена чрез показателя килограма нефтен еквивалент за 1000 евро БВП, което допълнително засилва чувствителността на разходите за производство на фирмите по отношение на цените на енергийните продукти на международните пазари. Тези фактори са предпоставка в условията на възходяща динамика на глобалния бизнес цикъл и растеж на цените на основни суровини, инфлацията в България да бъде по-силна спрямо тази в по-развитите страни от ЕС,

---

<sup>13</sup> От теоретична гледна точка инфлационният диференциал може да се обясни с ефекта на Balassa-Samuelson (Чукалев, 2010). Според Balassa (1964) и Samuelson (1964) по-ниските цени в по-слабо развитите държави се определят в значителна степен от по-малкия производствен капацитет в секторите, произвеждащи търгуеми стоки. Постепенното сближаване с развитите държави се дължи в голяма степен на повишаването на производителността на труда в търгуемия сектор, където се проявява също и законът за единната цена. Съгласно него равнището на цената на дадена стока би трябвало да е равно на това на същата стока в търговския партньор, коригирано с размера на валутния курс. Повишаването на производителността на труда в търгуемия сектор е свързано обаче и с повишаването на заплатите в него. Увеличаването на заплатите в търгуемия сектор води и до увеличението им в нетъргуемия, който обаче не се влияе съществено от закона за единната цена. Тъй като повишаването на заплатите в нетъргуемия сектор не е свързано със съизмеримо повишаване на производителността на труда в него, то тяхното увеличаване може да се компенсира най-вече с увеличение на цените на произвежданите стоки и услуги в този сектор, което води и до по-голямо покачване на цените спрямо основните търговски и икономически партньори.

<sup>14</sup> По данни на Евростат храните (вкл. тютюневите изделия) имат дял от 28.5% в потребителската кошница в България спрямо 22.2% на ниво ЕС (20.9% на ниво еврозона). Същевременно дялът на енергийните продукти в крайните потребителски разходи на домакинствата в България е 13.4%, докато за ЕС и еврозоната този дял е съответно 11.3% и 10.9%.

което би затруднило изпълнението на Маастрихтския критерий за ценова стабилност. От друга страна, в низходяща фаза на глобалния икономически цикъл, когато цените на суровините на международните пазари често се задържат или понижават, е по-вероятно България да изпълни критерия за ценова стабилност, ако цикличните развития в страната съответстват на тези в глобален план.



**Фиг. 1.** ХИПЦ инфлация в България (средно за последните 12 месеца) и Маастрихтски критерий за ценова стабилност

*Забележка:* Маастрихтският критерий за инфлацията е на база изчислената стойност на показателя в публикуваните от ЕЦБ Конвергентни доклади. Данните за инфлацията в България за последните 12 месеца през 2022 г. са изчислени към юни 2022 г.

*Източник:* Евростат, ЕЦБ, изчисления на БНБ.

Към средата на 2022 г. България не изпълнява референтния критерий за ценова стабилност. В средносрочен план се очаква натискът към повишение на потребителските цени в страната да остане значителен, което ще отразява възходящата динамика на цените на храните, петрола, електроенергията за стопански потребители и природния газ на международните пазари. За това ще допринесе и преходът към въглеродна неутралност в страните от ЕС, както и заявените намерения на тези страни да намалят зависимостта си от внос на енергоизточници от Русия. Това в комбинация с продължаващите процеси на реална конвергенция ще затрудни изпълнението на Маастрихтския критерий за ценова стабилност на икономиката.

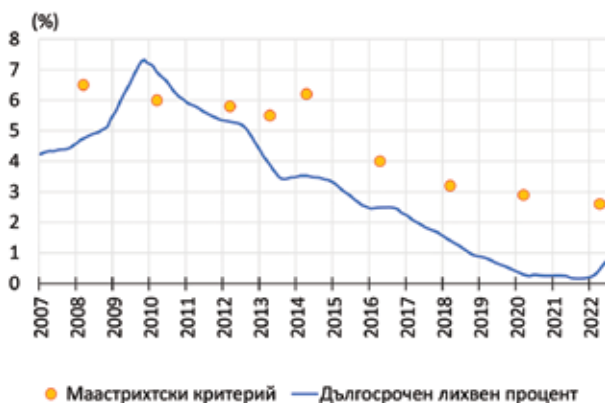
#### ➤ Дългосрочен лихвен процент (ДЛП)

Размерът на ДЛП е важен измерител за устойчивостта на номиналната конвергенция и по тази причина в своите доклади ЕЦБ анализира неговата динамика не само през референтния период (една година преди осъществяване)

вяването на прегледа на резултатите), а също и за последните десет години. Освен това анализът отчита основните фактори, определящи спреда на ДЛП на държавата кандидатка спрямо средния за еврозоната дългосрочен лихвен процент.

Факторите, които допринасят за постигането на по-устойчива конвергенция по отношение на този критерий включват постигането на макроикономическа и финансова стабилност, фискална дисциплина, ниско равнище на публичния дълг и нисък инфлационен диференциал спрямо останалите страни в ЕС. Тези фактори оказват влияние върху възприятията на пазарните участници за степента на риск в отделните страни.

През 2007 – 2021 г. България като цяло изпълнява номиналният критерий за конвергенция на ДЛП, с изключение на периода около края на 2009 г. и началото на 2010 г., когато показателят е над референтна стойност (вж. фиг. 2). Към юни 2022 г. средноаритметичната стойност на ДЛП на България за последните 12 месеца възлиза на 0.72% при референтна стойност от 2.58%<sup>15</sup>.



**Фиг. 2.** Дългосрочен лихвен процент (ДЛП) в България и Маастрихтски критерий

*Забележка:* Представеният на фиг. 2 Маастрихтски критерий за ДЛП е на база изчислената стойност на показателя в публикуваните от ЕЦБ Конвергентни доклади.

*Източник:* ЕЦБ, изчисления на БНБ.

Очакванията са България да продължи да изпълнява критерия за дългосрочния лихвен процент в средносрочен период, но това е съпроводено с известни рискове. Фискалната устойчивост на страната в исторически план, както и сравнително ниското равнище на публичен дълг (като дял от БВП) спрямо останалите страни членки на ЕС е предпоставка за запазване

<sup>15</sup> По оценки на автора.

на сравнително ниско равнище на ДЛП и изпълнение на номиналния критерий за конвергенция. Наличието на достатъчно фискално пространство, което позволява предприемането на дискреционни фискални мерки в отговор на неблагоприятни икономически шокове, е ключово за оценката на пазарните участници за степента на риск в икономиката и изискваната от тях доходност по ДЦК. В тази връзка бързото нарастване на държавния дълг през периода 2020 – 2021 г. и планираните в Средносрочната бюджетна прогноза (СБП) на правителството бюджетни дефицити за периода 2023 – 2025 г., както и необходимостта от рефинансиране през следващите години на значителен размер от дълга в обращение, ще обуславя повишаване на рисковата премия за страната. Влияние за това ще оказват и негативните демографски развиятия в страната в средносрочен план, които се очаква да имат неблагоприятно влияние върху потенциала за растеж на икономиката. Тези фактори създават несигурност пред динамиката на ДЛП на България и изпълнението на критерия за конвергенция.

➤ Критерий за стабилност и устойчивост на публичните финанси

В исторически план, след въвеждането на паричен съвет през 1997 г. България демонстрира фискална дисциплина и поддържа ниски нива на публичен дълг (вж. фиг. 3). За целия период след 2007 г. дългът на сектор „Държавно управление“ е под 30% от БВП и отговаря на референтния критерий, а бюджетното салдо през по-голямата част от периода е близко до балансирана позиция или се характеризира с нисък дефицит. Основните фактори, които влияят върху състоянието на публичните финанси, са цикличната позиция на страната и политическият цикъл.



Фиг. 3. Бюджетно салдо (% от БВП)



Фиг. 4. Дълг на сектор „Държавно управление“

Източник: АМЕСО, собствени изчисления.

През 2007 г. **бюджетното салдо** беше балансирано, докато през 2008 г. сектор „Държавно управление“ постигна бюджетен излишък в размер 1.4%

от БВП. През следващите години предизвикания от глобалната финансова криза спад на икономическата активност, понижаване на данъчните постъпления и увеличение на определени разходи на правителството по линия на автоматичните фискални стабилизатори бяха причина да се формира бюджетен дефицит, който през 2009 – 2010 г. превиши прага от 3% от БВП. В периода след 2010 г. бяха предприети целенасочени мерки за фискална консолидация и придвижване към неутрално бюджетно салдо. Тази тенденция беше временно прекъсната през 2014 г.<sup>16</sup> в резултат на събитие с еднократен характер, водещо до бюджетен дефицит в размер на 5.4% от БВП. Още през 2015 г. еднократното влошаване на бюджетното салдо през предходната година бе коригирано до дефицит в размер на 1.9% от БВП, а през периода 2016 – 2019 г. бяха отчетени нарастващи бюджетни излишъци в диапазона от 0.3 до 2.1% от БВП. Разпространението на пандемията от COVID-19 през 2020 г. и предприемането на дискреционни фискални мерки за смекчаване на негативните последици<sup>17</sup> от нея доведоха до формиране на бюджетен дефицит от 4.0% от БВП. Въпреки това бюджетният дефицит на сектор “Държавно управление” на България остана относително нисък в сравнение със средния за еврозоната размер от 7.1% от БВП. През 2021 г. останаха в сила част от антикризисните мерки за борба с икономическите и здравните последици от пандемията, поради което дефицитът възлезе на 4.1% от БВП. Безпрецедентният характер на кризата, предизвикана от разпространението на COVID-19, беше причина през 2020 и 2021 г. ЕК да активира общата клауза за дерогация<sup>18</sup>, предвидена в Пакта за стабилност и растеж, която бе удължена и за 2022 г. Това позволи държавите членки временно да се отклонят от стъпката за постигане на средносрочната бюджетна цел, при условие

---

<sup>16</sup> За 2014 г. влошаването на бюджетното салдо, представено по методологията ESA 2010, се дължеше главно на прекласифицирането на *Фонда за гарантиране на влоговете в банките* в сектор „Държавно управление“. Ефектът от тази статистическа промяна в посока увеличение на дефицита на начислена основа се оценява на приблизително 3.1% от БВП. В доклада на Европейската комисията, разглеждащ факторите, довели до превишаването на референтната стойност за бюджетния дефицит от 3% от БВП, е определено, че констатираното отклонение е следствие от появата на необичайно и извън контрола на правителството събитие, което е с временен характер, т.е. счита се, че бюджетното салдо остава в рамките на Маастрихтския критерий и няма основание за стартиране на процедура за прекомерен дефицит срещу България.

<sup>17</sup> Тези мерки включват програми за субсидирана заетост (програми като т.нар. програма „60/40“, „Краткосрочна подкрепа за заетост в отговор на пандемията от COVID-19“, „Заетост за теб“, „Запази ме“), увеличение на възнаграденията на работещите, които са изложени на най-висок риск от заразяване с COVID-19, изплащане на добавки към пенсиите и други социални помощи

<sup>18</sup> За повече информация вж. съобщението на ЕК за активирането на общата клауза за дерогация: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/BG/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020DC0123&from=EN>.

че това не застрашава фискалната им устойчивост в средносрочен план. В резултат през 2020 и 2021 г. не беше стартирана процедура за прекомерен бюджетен дефицит за страните членки на ЕС, с изключение единствено на Румъния заради висок бюджетен дефицит, отчетен през 2019 г.

В Средносрочната бюджетна прогноза (СБП) за периода 2023 – 2025 г., одобрена с Решение № 268 на Министерския съвет от 27 април 2022 г., Министерството на финансите очаква бюджетното салдо на сектор „Държавно управление“ да бъде отрицателно в размер на 5.3% през 2022 г., а през 2023 г. бюджетният дефицит да се свие до 2.9% от БВП. Постигането на заложената в прогнозата на МФ фискална консолидация през 2023 г. и продължаването ѝ след това е предпоставка в средносрочен период България да изпълнява изискването на Маастрихтския критерий за бюджетен дефицит. Това обаче е свързано със значителна степен на несигурност поради следните фактори. Първо, обявеното от ЕК намерение за ново (четвърто поред) удължаване до 2023 г. на клаузата за дерогация<sup>19</sup>, предвидена в Пакта за стабилност и растеж, създава значителен риск за необосновано разхлабване на бюджетната дисциплина и невъзможност за бърза консолидация в средносрочен период. Второ, очакваният от МФ съществен бюджетен дефицит за 2022 г. се предвижда да се определя отчасти от увеличение на разходи с постоянен характер, като социални плащания, което ограничава възможностите за консолидация в бъдеще. Според оценки на ЕК структурното бюджетно салдо (т.е. основното салдо, коригирано с циклични фактори и еднократни разходи) на България през 2021 г. е в размер на –3.8% от БВП и се предвижда да бъде около –3.5% през 2022 г. и –2.7% през 2023 г. Този размер на структурното бюджетно салдо е индикация за ограничено фискално пространство на правителството и в случай на съществено влошаване на макроикономическата среда в страната бюджетният дефицит бързо би могъл да премине прага от –3.0%, с което България да не спази Маастрихтския критерий. Трето, значителните негативни демографски развития в страната и отражението им върху разходите за социални плащания са друг риск пред устойчивостта на публичните финанси и размера на бюджетното салдо в средносрочен и дългосрочен план.

От 2002 г. дългът на сектор „Държавно управление“ в България е по-нисък от референтната стойност от 60% от БВП. Най-високо бе нивото на показателя през 2016 г. (29.1% от БВП). През периода 2017 – 2019 г. дългът (като дял от БВП) следваше тенденция към понижаване в съответствие с реализираните бюджетни излишъци и ефекта от растежа на номиналния БВП върху това съотношение, достигайки до 20.0% от БВП през 2019 г. (вж. фиг. 4). Тази тенденция към понижаване на дълга беше преустанове-

---

<sup>19</sup> За повече информация вж.: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/e%20n/ip\\_22\\_3182](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/e%20n/ip_22_3182).

на през 2020 г., като показателят нарасна до 24.7% от БВП, а през 2021 г. достигна 25.1%. Въпреки това дългът на сектор „Държавно управление“ на България остава значително под максимално допустимата референтна стойност. В Средносрочната бюджетна прогноза е заложено плавно нарастване на държавния дълг до 27.7% през 2023 г. (СБП за периода 2023 – 2025 г. от 27 април 2022 г.), като неговото ниво не се очаква да бъде пречка пред изпълнението на Маастрихтските критерии за номинална конвергенция. България е сред държавите членки на ЕС с най-нисък дълг.

### ➤ Други критерии

Въпреки положените през последните години от българските институции усилия да поправят някои несъвместимости и несъвършенства в законодателната рамка, според публикуваните през юни 2022 г. Доклади за конвергенция на ЕЦБ и ЕК такива несъвместимости все още продължават да съществуват. Законът за БНБ не е напълно съвместим с член 131 от ДФЕС по отношение на независимостта на централната банка, забраната за парично финансиране и правната интеграция в ЕСЦБ.

По отношение на процедурата за прекомерни макроикономически дисбаланси (ПМД), в публикувания през 2022 г. Доклад за механизма за предупреждение<sup>20</sup> България не е посочена като страна, в която съществуват дисбаланси.

В Докладите за конвергенция на ЕЦБ и ЕК от юни 2022 г., обаче, се отбелязва изрично, че бизнес средата в България не е благоприятна за постигането на устойчиво сближаване. Според двете институции страната се нуждае от икономически политики и широкообхватни структурни реформи, ориентирани към подобряване на бизнес средата, финансовата стабилност, институционалното качество и управление.

## **„Оптималност“ на ИПС и рискове за България от присъединяването в него**

Присъединяването към паричен съюз по дефиниция е свързано с провеждането на обща парична политика във всички страни членки, което означава пълна симетричност на монетарните шокове. Това обаче може да допринесе за формирането на различия в динамиката на икономическата активност в държавите членки, ако трансмисионните механизми на общата

---

<sup>20</sup> Това е инструмент за преглед, основаващ се на набор от показатели, чрез който се установява кои държави могат да бъдат засегнати от икономически дисбаланси.



парична политика са различават съществено в отделните държави. Освен това, ако страните са засегнати от индивидуални за тях шокове, общата парична политика не може да бъде използвана за адаптиране на икономиката към тези шокове и това може да доведе до допълнително засилване на различията в цикличната позиция на държавите (Frankel, 2004).

В резултат на изброените аргументи в научната литература готовността на дадена страна да се присъедини към ИПС обикновено се изследва от гледна точка на синхронизираността на бизнес циклите. Ключов аспект на анализа е оценяването на вида на икономическите шокове, които оказват влияние върху страните в ИПС и държавите кандидатки – дали шоковете са по линия на предлагането или търсенето; техният източник (на ниво глобална икономика, еврозона или местна икономика), степен на асиметричност. Ако група държави са подложени на действието на асиметрични шокове по линия на предлагането, които имат структурен характер, то тези шокове е вероятно да продължат да съществуват в условията на паричен съюз и обща монетарна политика, което е предпоставка за десинхронизираност на бизнес циклите. Същевременно, ако асиметричните шокове в даден момент се дължат на различия в търсенето, то тези шокове вероятно са с временен характер и може да се очаква, че в бъдеще ще изчезнат, поне частично, под влияние на координирането на икономическите политики на държавите в паричния съюз<sup>21</sup>. Всъщност основната причина да се твърди, че ИПС понастоящем е незавършен валутен съюз и членството в него е потенциален източник на рискове за участващите държави е наличието на асиметрични шокове с дългосрочен/структурен характер, за което допринася също липсата на обща фискална политика.

Сравняването на инфлацията и годишните темпове на изменение на реалния БВП в страните членки на ЕС през периода 1999 – 2001 г. показва наличието на съществени различия в динамиката на тези показатели. Това е индикация, че държавите са изложени на шокове с асиметричен характер или общи шокове, които обаче се проявяват с различен размер поради наличието на индивидуални специфики за всяка икономика<sup>22</sup>.

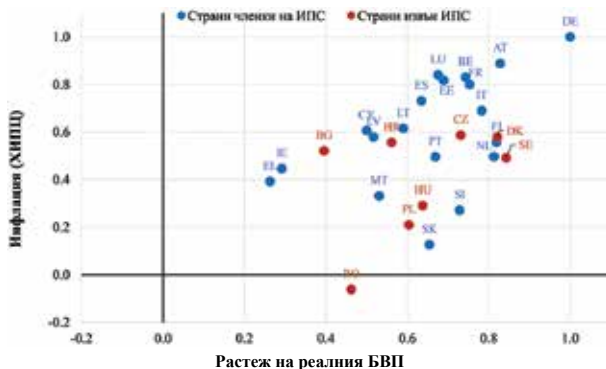
Фиг. 5 представя корелацията между икономическия растеж и инфлацията на държавите от ЕС по отношение на най-голямата икономика (Германия). Въз основа на това могат да се направят два основни извода. Първо, най-ви-

---

<sup>21</sup> Всъщност част от асиметрията на шоковете между държавите може да се дължи на различния режим на парична политика преди присъединяването към паричен съюз. Например, когато една страна има своя собствена национална валута и независима парична политика е вероятно да провежда политики, които не са идентични с тези в други държави.

<sup>22</sup> Например в зависимост от енергийната интензивност на производството и степента на отвореност на икономиките, глобален шок, свързан с цената на петрола или природния газ може да има много различно въздействие върху БВП и инфлацията в отделните държави от ЕС.

соки коефициенти на корелация както за БВП, така и за инфлацията спрямо Германия се наблюдават за „старите“ членки на еврозоната (по-специално Австрия, Италия и Франция). Това може да се очаква, тъй като новите членове на еврозоната (тези, които приеха еврото след 2007 г.) са догонващи икономики и следователно техният БВП и нивата на инфлация са по-волатилни<sup>23</sup> и по-малко синхронизирани с тези на развитите икономики (Германия). Второ, както групата на държавите от еврозоната, така и тази на държавите извън еврозоната не са еднородни. Всъщност страната с най-ниски коефициенти на корелация на БВП и инфлация (спрямо Германия) е Гърция.



**Фиг. 5.** Коефициенти на корелация между инфлацията и растежа на БВП на страните членки на ЕС спрямо Германия

*Забележка:* Изчисленията са базирани на годишни данни от 1999 г. до 2021 г.  
*Източник:* Евростат, собствени изчисления.

За установяването на факторите, които обуславят различията между държавите в ЕС, както и на „природата“ на икономическите шокове, в приложните изследвания често се използва предложената от Bayoumi и Eichengreen (1993, 1994)<sup>24</sup> методология за декомпозиране на икономическите шокове на такива по линия на търсенето и на предлагането. Резултатите от прилагането на тази методология за страните от ЕС са представени на

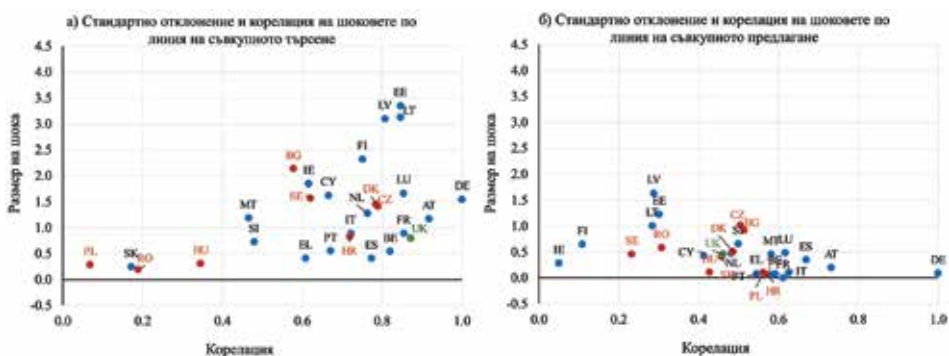
<sup>23</sup> Трябва също така да се отбележи, че тези икономики са много по-малки в сравнение с Германия, което е фактор за много по-висока волатилност на БВП и инфлацията.

<sup>24</sup> Предложението от авторите подход има за цел идентифициране на шокове в търсенето и предлагането на база съдържащата се информация в данните за цените и икономическата активност. За тази цел е необходимо да се конструира и оцени векторен авторегресионен модел (VAR) за всяка държава, който съдържа данни за инфлацията и темпа на изменение на реалния БВП. След това шоковете на търсенето и предлагането се идентифицират, като се допуска, че шоковете на търсенето пораждат само временни ефекти за икономическата активност, докато шоковете на предлагането имат трайни последици върху цените и производството. За повече информация, вж.:

- Bayoumi, and Eichengreen (1993).
- Bayoumi and Eichengreen (1994).

фиг. 6. На хоризонталната ос е показан корелационният коефициент на шоковете в търсенето/предлагането за всяка държава по отношение на шоковете в търсенето/предлагането за Германия. На вертикалната ос на фигурата са представени размерът на шоковете в търсенето/предлагането за всяка страна, измерени в стандартно отклонение от средната стойност.

Резултатите показват относително високи корелации за най-старите и същевременно най-големи членки на ЕС (като Франция, Италия, Испания, Белгия). По отношение на размера на шоковете в търсенето има значителни разлики между страните. Може да се наблюдава, че колкото по-малка е дадена страна, толкова по-голям е размерът на шоковете в търсенето. Резултатите показват също, че икономиките на някои страни от Централна Европа (Полша, Румъния, Унгария) са слабо синхронизирани с Германия, особено по отношение на шоковете в търсенето. Това може поне отчасти да се обясни с факта, че тези страни провеждат независима парична политика. След присъединяването им към ИПС, обаче, този източник на асиметрия вероятно бързо ще изчезне. По-обезпокоителен е фактът, че корелацията на шоковете в предлагането между някои държави от ЦИЕ и Германия е доста ниска. Този източник на асиметрия е малко вероятно да изчезне в един паричен съюз. Освен това резултатите показват, че дори в рамките на настоящия състав на еврозоната има държави със значително ниска корелация на шоковете в предлагането. Това дава индикации за наличието на структурни различия между държавите членки на еврозоната и е потенциален източник на рискове – в случай на големи по размер шокове в предлагането може да е необходима значителна координация на фискалната политика за справяне с тях.



**Фиг. 6.** Размер (стандартно отклонение) и корелация между идентифицираните за всяка държава шокове (по линия на търсенето и предлагането) спрямо тези за Германия

*Забележка:* Страните членки на ИПС са отбелязани в син цвят, докато страните извън еврозоната са в червено.

*Източник:* Евростат, собствени изчисления.

За България корелацията на шоковете в търсенето и предлагането по отношение на Германия е сравнително силна, което е предпоставка за висока степен на синхронизация на бизнес цикъла. Това може да се отдаде на факта, че страната е добре интегрирана с еврозоната от търговска и финансова гледна точка, както и на действието на режим на паричен съвет. Следователно България не представлява риск за останалите държави от еврозоната и съгласно теорията за ОВЗ структурата на нейната икономика е по-подходяща за участие в паричен съюз в сравнение с други държави, които вече са членове на ИПС.

## Литература

- Ненова, М. (2022) Българският лев във Валутен механизъм 2. Възможно ли е изпълнение на критериите за членство в еврозоната в минималния срок от две години. – *Годишник на Софийския университет „Св. Климент Охридски“, Стопански факултет*, том 21, 2022.
- Симеонов, К. (2017) Същност и история на паричните съюзи. С., УИ „Св. Климент Охридски“.
- Чукалев, Г. (2010) Конвергенция на ценовото равнище между България и ЕС. Агенция за икономически анализи и прогнози, април 2010.
- Balassa, B (1964) The purchasing power parity doctrine: a reappraisal. – *Journal of Political Economy*, vol. 72, 584 – 596.
- Bayoumi, T. and Eichengreen, B. (1993) ‘Shocking Aspects of European Monetary Integration’ in Torres and Giavazzi (eds). *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Bayoumi, T. and Eichengreen, B. (1994) *One Money or Many: Analyzing the Prospects for Monetary Unification in Many Parts of the World*, Princeton Studies in International Finance 76. Princeton: International Finance Section, Princeton University.
- De Grauwe, P. (2020) *Economics of Monetary Union*. Oxford university Press.
- Frankel, J., Rose, A. (1997) The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria. – *CEPR Discussion Paper No. 1473*, September 1996; *Economic Journal*, 108, July 1998.
- Frankel, J. (2004) “Real Convergence and Euro Adoption in Central and Eastern Europe: Trade and Business Cycle Correlations as Endogenous Criteria for Joining EMU”, conference materials “Euro Adoption in the Accession Countries – Opportunities and Challenges”.
- Mundell, R. (1961) A Theory of Optimum Currency Areas. – *The American Economic Review*, Vol. 51, No. 4 (Sep., 1961), 657 – 665.
- Samuelson, P (1964) Theoretical notes on trade problems. – *Review of Economics and Statistics*, 46.



## Втора глава

### **Процедура при макроикономически дисбаланси и устойчивост на българската икономика**

Гл. ас. д-р Стоян Шаламанов

*e-mail*: shalamanov@feb.uni-sofia.bg

#### **Процедура при макроикономически дисбаланси – същност и особености**

За предотвратяване на потенциални рискове за финансовата стабилност на страните членки на Европейския съюз и еврозоната като цяло, съществено значение има мониторингът на показателите, свързани с икономическата стабилност. Това е особено важно в условията на икономическите предизвикателства, предизвикани от серия глобални кризи – финансовата криза 2008 и 2009 г., пандемията от COVID – 19 през 2020 – 2022 г. и войната на Русия срещу Украйна, която се води от февруари 2022 г.

Договорът, подписан в Маастрихт на 7 февруари 1992 г. и в последствие Договора за функционирането на Европейския съюз, установяват група икономически критерии за членство в Европейския съюз и конкретно в еврозоната. Те засягат средния темп на инфлация, дългосрочните лихвени проценти, колебанията на валутния курс, бюджетния дефицит (до 3% от Брутният вътрешен продукт), държавния дълг (до 60% от БВП). Постигането на тези критерии трябва да гарантира доброто икономическо състояние на страните, които се присъединяват към еврозоната.

Трябва да се подчертае, че конвергенцията играе ключова роля във функционирането на валутния съюз. Различните икономически резултати на държавите могат да подкопаят стабилността на икономическата зона по два начина. Първо, прекомерният държавен дълг на отделните икономики представлява повишен риск за целия паричен съюз. Второ, липсата на достатъчна политическа интеграция и сближаване на интересите може да представлява риск за стабилността на валутната зона. Държавите членки имат различни икономически институции и пазари на труда, които не са

еднакво ефективни и гъвкави. Това допринася пряко за разликата в икономическите резултати на отделните страни по време на кризата. Различните икономически резултати от своя страна водят до различни политически цели. Ако политическите цели на най-големите икономики се разминават значително и стават все по-трудни за съвместяване, това може да доведе до разпадане на валутния съюз. Основното предизвикателство пред гладкото функциониране на валутния съюз е многообразието на държавите членки (Tokarski, 2019).

След кратък период на конвергиране на основните макроикономически показатели в края на 90-те години на XX век и въвеждане на еврото – 1 януари 1999 г. за електронни разплащания и 1 януари 2002 г. за разплащания във физически монети и банкноти, в голяма част от страните членки на еврозоната започва процес на дивергенция. Икономическите различия между страните по отношение на производителността на труда и възнаграждението нарастват. Някои страни, най-вече в периферията на еврозоната, губят конкурентоспособност. Членовете на валутния съюз губят възможността да използват обменния курс за смекчаване на шокове, а Европейската централна банка е изправена пред трудности да действа като кредитор от последна инстанция (Alcidi et al., 2019). Проблемите ясно си проличават с настъпването на голямата рецесия от 2008 и 2009 г. В периода от 2008 г. до 2011 г. страните от ЕС във и извън еврозоната наливат около 1,6 трлн. евро в своите банки под формата на гаранции и преки капиталови транзакции (приблизително 13% от БВП на ЕС), което допълнително увеличава съществуващите дългове и дефицити (Европейска комисия, 2014).

Кризата, започнала 2008 и 2009 г., показва мащаба на икономическите дисбаланси в някои страни от ЕС. Натрупани са както външни (например големи дисбаланси по текущата сметка), така и вътрешни дисбаланси (например натрупване на дълг или жилищни балони). Макроикономическите дисбаланси и икономическите политики в една страна имат значение и за другите държави членки, което е характерно за силно интегрираните икономически зони. Ако не бъдат преодолени, макроикономическите дисбаланси могат да компрометират акуратното функциониране на валутния съюз и общите политики на единния пазар. Те представляват сериозен проблем най-вече за страните от еврозоната, защото общата валута ограничава възможността отделна страна да компенсира например намалена конкурентоспособност с девалвиране на курса на валутата си. Във валутен съюз държавите членки се отказват както от правото си да провеждат автономна парична политика, така и от възможността да използват обменните курсове като инструмент. В случай, че възникнат асиметрични шокове, държавите членки трябва или да използват инструментите на националната фискалната политика, или да повишават гъвкавостта на националните трудови пазари (гъв-

кавост на заплатите, мобилност на работниците). Свободното движение на работна сила в ЕС е един от основополагащите принципи на Съюза. То е установено в член 45 от ДФЕС като основно право на работниците, което допълва свободното движение на стоки, капитали и услуги в рамките на единния европейски пазар (Европейски парламент, 2021a). Въпреки това то до известна степен практически е ограничено от езикови и културни различия, също така и от прегради, свързани с признаването на образование и квалификация. Затова гъвкавите заплати остават ключово условие за функционирането на еврозоната. Правителствената политика обаче има ограничени възможности за влияние върху динамиката на заплатите. Така по същество единствената опция, оставена за отделните държави членки, е тази на фискалната политика. Вариантите на фискалната политика обаче също са ограничени, защото могат да доведат до високи нива на държавен дълг (Essl, Stiglbauer, 2011). Преодоляването на икономическите дисбаланси има решаващо значение за силата на ЕС и еврозоната. С оглед на това органите на ЕС започват разработване на система за ранно предупреждение за откриване и избягване на дисбаланси. През 2011 г. се приема пакет от законодателни актове, с които се въвежда **Процедурата при макроикономически дисбаланси (ПМД)**.

Процедурата при макроикономически дисбаланси се основава на разпоредбите на чл. 3 от Договора за Европейския съюз и чл. 119, 121 и 136 от Договора за функционирането на Европейския съюз. Правната рамка включва Регламент (ЕС) № 1176/2011, който очертава процедурата за откриване и коригиране на макроикономически дисбаланси и Регламент (ЕС) № 1174/2011 относно принудителните мерки за коригиране на прекомерните макроикономически дисбаланси в еврозоната за държавите, които не изпълняват препоръките на Съвета по ПМД. Регламент (ЕС) № 1174/2011 включва имуществени санкции, приложими само за икономиките от еврозоната.

Процедурата при макроикономически дисбаланси е част от Европейския семестър. **Европейският семестър** е цикъл за координация на икономическата, фискалната и политиката по заетостта на държавите членки на ЕС, с основна цел засилване на координацията по време на подготвителната фаза на изготвяне на националните бюджети. Той е част от рамката за икономическо управление на Европейския съюз (фиг. 1).





**Фиг. 1.** Структура на икономическото управление на ЕС

*Източник:* Bobeva (2013).

Процедурата при макроикономически дисбаланси (Macroeconomic imbalance procedure) е създадена като механизъм за ранно предупреждение и коригиране на възникнали дисбаланси в икономиките на държавите от еврозоната и ЕС. Основните задачи на Процедурата за макроикономически дисбаланси са подпомагането на държавите членки при откриване на дисбаланси и даването на препоръки за тяхното предотвратяване. Протичането на процедурата може да се обособи в шест етапа (Европейски парламент, 2021b):

- Първият етап на процедурата започва с Доклад за механизма за предупреждение (Alert Mechanism Report), който включва таблица (табло) с показатели (Scoreboard) с индикативни прагове. Дисбалансите са групирани на външни и вътрешни. Ако държава членка превиши няколко индикативни прага, ЕК извършва допълнителни задълбочени прегледи (In-Depth Reviews) за съществуването и риска за макроикономически дисбаланси.
- Вторият етап включва предпазни препоръки. Ако на база на допълнителния икономически анализ ЕК прецени, че са налице макроикономически дисбаланси, Съветът на Европейския съюз (Съветът) отправя препоръки към засегнатата държава членка.
- Третият етап се състои от препоръки за предприемане на корективни действия в рамките на Процедурата при прекомерен дисбаланс. В препоръката на Съвета трябва да са описани естеството на дисбалансите и техните последици за икономиката, политиките, които следва да бъдат предприети и се определя срок за представянето на план за корективни действия от засегнатата държава членка. Процедурата при прекомерен дисбаланс никога досега не е била активирана спрямо държава членка на ЕС.
- Четвъртият етап включва плановете за корективни действия. Държавата членка, за която е открита Процедура при прекомерен дисбаланс, представя план за корективни действия в дадения срок от Съвета. Съветът прави оценка на плана.
- Петият етап се състои от оценка на корективните действия. Въз основа на доклад на ЕК Съветът прави оценка дали държавата членка е предприела препоръчаните корективни действия. При неспазване на препоръка се определят нови срокове за предприемане на корективни действия.
- Шестият етап включва налагането на финансови санкции. На държави членки на еврозоната, които не спазват препоръките, може да бъдат наложени санкции, като лихвоносен депозит или глоби. На практика обаче санкции досега не са налагани спрямо държава членка на ЕС.

Годишният доклад за механизма за предупреждение (Alert Mechanism Report) представя констатациите от икономическия прочит на таблицата (табло) с показатели (Scoreboard). Обсъждат се макроикономическите рискове, свързани с дисбаланси и се определят страните, които изискват допълнително проучване със задълбочени прегледи (In-Depth Review). Анализът на Комисията е в съответствие с редица основни принципи и критерии (European Commission, 2016):

- Идентифицирането и оценката на дисбалансите трябва да е в съответствие с основната обосновка на ПМД, а именно запазване на макроикономическата стабилност;
- Наличието на дисбаланси се оценява не само исторически назад във времето, но особено от гледна точка на бъдещите перспективни;
- Рисковете, свързани с растежа и заетостта, са част от оценката;
- Дисбалансите се оценяват не само от национална гледна точка, но и във връзка с техните последици за еврозоната и ЕС;
- Това дали дисбалансите се оценяват като прекомерни трябва да се основава на тежестта на тези дисбаланси, на техния абсолютен размер, тяхното развитие и политическия отговор на съответните държави членки, като същевременно се отчита потенциалът за приспособяване и страничните ефекти;
- Оценката се актуализира в процеса на годишния преглед на базата на промяната на съответните показатели и отговора на политиката.

В рамките на ПМД се наблюдават четиринадесет индикатора за идентифициране на макроикономическите дисбаланси, организирани в таблицата (табло) с показатели (Scoreboard). Таблото се поддържа, актуализира и променя от службите на Комисията след консултация със Съвета и Парламента. Отчитането на динамиката в индикаторите и влиянието им върху растежа, заетостта и финансовата стабилност са от значение при формиране на критериите за присъединяването на дадена страна в еврозоната и Европейския съюз. Таблото в последния си вариант има 14 основни количествени индикатора с прагове, допълнени от 28 спомагателни индикатора. Основните индикатори са класифицирани в три групи, както е посочено в таблицата по-долу.

**Таблица 1.** Показатели за процедурата при макроикономически дисбаланси

Критерии	Праг
<b>Външни дисбаланси и конкурентоспособност</b>	
– Текуща сметка на платежния баланс (% от БВП), средна стойност за 3 години	–4/6%
– Нетна международна инвестиционна позиция (% от БВП)	–35%
– Реален ефективен валутен курс, дефлиран с ХИПЦ (процентно изменение за период от 3 години)	+/-5% (за страните от ИПС) и +/-11% (за страните извън ИПС)
– Експортни пазарни дялове (процентно изменение за период от 5 години)	–6%
– Номинални разходи за труд на единица продукция (процентно изменение за период от 3 години)	9% (за страните от ИПС) и 12% (за страните извън ИПС)

<b>Вътрешни дисбаланси</b>	
– Реални цени на жилищата, дефлирани с дефлатора на частното потребление (изменение на годишна база в %)	6%
– Нови вземания от частния сектор (% от БВП)	14%
– Дълг на частния сектор (% от БВП)	133%
– Дълг на сектор „държавно управление“ (% от БВП)	60%
– Равнище на безработица (средна стойност за 3 години)	10%
– Общо задължения на финансовия сектор (изменение на годишна база в %)	16.5%
<b>Пазар на труда</b>	
– Коефициент на икономическа активност (изменение за 3 години, за населението на възраст 15 – 74 г.)	-0.2 пр. п.
– Равнище на дългосрочна безработица (изменение за 3 години, за населението на възраст 15 – 74 г.)	0.5 пр. п.
– Равнище на младежка безработица (изменение за 3 години, за населението на възраст 15 – 24 г.)	2.0 пр. п.

*Източник:* European Commission, 2021.

Когато се установи превишение над прага за определен показател, Европейската комисия започва задълбочен преглед на икономиката на дадената държава членка, за да установи дали съществуват макроикономически дисбаланси. След като прецени дали има такива, се преценява дали те са прекомерни или не.

## **Слабости на процедурата при макроикономически дисбаланси**

Според някои анализи в литературата (Pierluigi, Sondermann, 2018) ПМД е успешна в повишаването на осведомеността относно дисбалансите и свързаната с тях необходимост от превантивни и коригиращи мерки. Индикаторите на таблото с показатели за ПМД имат добри качества за ранно предупреждение. Ако тези показатели бяха наблюдавани след въвеждането на еврото, те щяха да предскажат кризата от 2008 и 2009 г. много преди появата ѝ. За разлика от фискалния надзор по Пакта за стабилност и растеж (ПСР), където съответните области на политиката са добре дефинирани и с ясна връзка с крайната цел – осигуряване на устойчиви публични финанси – в случая на ПМД диапазонът на политиката е по-широк. Целите на ПМД

са по-разнообразни – от намаляване на дисбалансите по текущата сметка до предотвратяване на балони на активи и възстановяване на конкурентоспособността. Държавите, подложени на наблюдение по ПМД, получават голям брой специфични препоръки (Country Specific Recommendations) в широк кръг от области на политиката (European Commission, 2016).

Независимо от достойнствата, ПМД се сблъсква и с много предизвикателства, които се посочват в литературата (Brkić, Šabić, 2014). Изпълнението на процедурата изисква високо ниво на специфични познания за всяка национална икономика и висококачествена и актуална статистика. Икономическата политика при идентифицирани рискове и възможни прекомерни дисбаланси изисква консенсус, а това понякога е трудно постижимо, инструментите за корекция не винаги са в рамките на възможностите на икономическата политика на дадена страна. Също така се счита, че ефективността на ПМД е доста ограничена, ако се съди по изпълнението на специфичните препоръки за конкретна държава членка (Country-specific recommendation). Степента на изпълнение на препоръките на национално ниво обикновено е ниска. Непосредствено след кризата степента на изпълнение е по-висока в страните с прекомерни дисбаланси, което се обяснява не толкова с наложеното изпълнение на препоръките, а с чисто макроикономически причини. Дисбалансите във всички страни (с изключение на Обединеното кралство) са намалели от 2013 до 2018 г., но не се открива връзка на това със степента, в която държавите прилагат препоръките по ПМД. Данните, сочещи прегряване на даден пазар (например цените на жилищата), получават сравнително малка тежест, когато се определя дали дадена страна е в дисбаланс. ПМД отдава повече внимание на страните с висок дефицит по текущата сметка, висока безработица и висок държавен дълг (Bénassy-Quéré, 2020). Като цяло в ПМД липсват и ясни критерии за разграничаване на дисбалансите от прекомерните дисбаланси.

В някои случаи е възможно да се открие и противоречие в целите по **Пакта за стабилност и растеж (ПСР)** и по ПМД. ПСР съблюдава за фискална устойчивост, а ПМД – за намаляване на макроикономическите дисбаланси. В тези случаи ПСР е по-задължителен отколкото ПМД, защото устойчивостта на публичните финанси е основна част от договорите на ЕС. По принцип има много тясна връзка между макроикономическите баланси и фискалните резултати. ПМД може да действа като полезно допълнение към Пакта за стабилност и растеж и обратно: балансираният и устойчив икономически растеж помага за намаляване на държавния дефицит и дълга, като същевременно осигурява фискални средства за зелени публични инвестиции (Koll, Watt, 2022; De Angelis, Mollet, Rayner, 2022).

Констатира се, че за да може ПМД да служи като механизъм за ранно предупреждение за кризи таблото с показатели трябва допълнително да

се калибрира, дори това да е с цената на много фалшиви „аларми“. Ако се направи сравнение между препоръките, давани от МВФ, и препоръките за конкретна държава членка (Country-specific recommendation) по ПМД, последните се оказват по-малко ясни. Това обяснява защо ПМД се игнорира на политическо и на експертно ниво. Има данни, че познанията за ПМД не са широко разпространени дори в академичните среди и на експертно ниво (Bénassy-Quéré, 2020). Сложността на индикаторите в таблото също е проблематична, а вътрешната им съгласуваност и уместност се поставя под въпрос. Големият брой основни показатели прави трудно ясното открояване на истински опасните ситуации, а някои показатели дори нямат отношение към макроикономическите дисбаланси в еврозоната (или ЕС) (Koll, Watt, 2022). Може би едно по-опростено табло с индикатори би се справило по-добре от сегашното като система за ранно предупреждение, защото така или иначе сигналите винаги са последвани от задълбочен анализ.

ПМД обръща малко внимание на необходимостта от цялостна макроикономическа политика в еврозоната. Необходимо е концептуално да се изясни, че ПМД се прилага преди всичко за оценка на дисбалансите между страните в ЕС и еврозоната, а не толкова за оценка на икономическия растеж и фискалната устойчивост. Този приоритет трябва да се отрази в таблото с индикатори, така че да е ясно, че относителните дисбаланси в еврозоната са основният проблем, който предизвиква загриженост. В противен случай се рискува специфичните препоръки за една страна да навредят на общия баланс в еврозоната.

Според някои анализи, ако се спазва фискална дисциплина и върху банките се осъществява ефективен надзор, ПМД е ненужна. И все пак ПМД е мащабна процедура, която използва значителни ресурси на Европейската комисия и, от друга страна, представлява посегателство върху националния суверенитет.

През 2018 г. Европейската сметна палата провежда Одит на процедурата при макроикономически дисбаланси, основните заключения и препоръки от които са (Европейска сметна палата, 2018):

- Изпълнението на специфичните препоръки по ПМД от държавите членки е слабо.
- Понякога специфичните препоръки за дадена държава членка по ПМД не са свързани с макроикономически дисбаланси.
- Специфичните препоръки са прекалено общо формулирани, което затруднява в голяма степен оценката на тяхното изпълнение и на приноса им за премахване на дисбалансите.
- Срокът за изпълнението на специфичните препоръки често е много кратък.

- Липсва систематична предварителна или последваща оценка на икономическото въздействие на специфичните препоръки.
- Комисията никога не е предлагала задействане на Процедурата при прекомерен дисбаланс (ПМД). Тълкуването на Регламента за ПМД от Комисията е, че при установяването на прекомерни дисбаланси не е задължително задействане на ПМД.
- Въздействието на фискалната политика върху външните дисбаланси невинаги е част от анализа и специфичните препоръки за държавите членки. Комисията счита, че фискалните въпроси са обхванати от ПСР. ПСР обаче се ограничава до фискалната устойчивост и не разглежда въздействието на фискалната политика върху външните дисбаланси.
- ПМД е съсредоточена върху отделните икономики, а не върху ефектите на разпространение върху други държави членки, нито върху симетричното възстановяване на равновесието в еврозоната. По тази линия специфичните препоръки невинаги са съобразени с препоръките на Комисията за еврозоната като цяло.

Основното заключение е, че ПМД е добре разработена, но Комисията не я прилага по начин, който да гарантира ефективно предотвратяване и коригиране на дисбалансите в Съюза.

## **Представяне на България по процедурата при макроикономически дисбаланси**

Представянето на България по ПМД е важно с оглед целите на страната в близко бъдеще да се присъедини към еврозоната. Резултатът от тази процедура оказва влияние върху перспективите за присъединяване към еврозоната. В конвергентните доклади на Европейската централна банка и на Европейската комисия може да се включат заключения от ПМД. Също така в самото споразумение за участие на българския лев във VM II българските власти поемат твърд ангажимент за провеждане на „стабилни икономически политики с цел запазване на икономическата и финансова стабилност и постигане на висока степен на устойчива икономическа конвергенция“ (European Central Bank, 2020). Може да се заключи, че наличието на прекомерен макроикономически дисбаланс предполага, че дадена страна не е успяла да постигне достатъчно ниво на устойчива конвергенция и че ПМД се явява неформален критерий при оценка на готовността за въвеждане на еврото (Brkić, Šabić, 2014).

ПМД е приложена за първи път през 2012 г. Няколко държави надхвърлят праговете на почти половината от показателите, но Европейската ко-

мисия (ЕК) не открива прекомерни дисбаланси в нито една от държавите членки. За 2013 г. ЕК вече приема, че има прекомерни дисбаланси в две държави – Словения и Испания, което вероятно се дължи на увеличението на дисбалансите спрямо нивата през 2012 г. От момента на създаването на ПМД през 2012 г. броят на държавите членки, предмет на задълбочен преглед, се увеличава от 12 на 19 между 2012 г. и 2016 г., и след това с известни колебания спада отново до 12 през 2021 г. Държавите, за които се счита, че са обект на дисбаланси, също първоначално се увеличават от 12 на 16 между 2012 г. и 2015 г., но спадат до 9 през 2020 и 2021 г. По отношение на прекомерните дисбаланси държавите се увеличават от 0 на 6 между 2012 г. и 2017 г., но след това спадат до 3 през 2018 и се задържат засега на това ниво. Комисията все още не е предлагала стартиране на процедура при прекомерни дисбаланси, въпреки че Съветът и Европейската централна банка насърчават използването на процедурата в пълния ѝ потенциал (Европейски парламент, 2021b). Някои от първите страни в ЕС, като Белгия, Франция, Нидерландия и Люксембург, системно не се представят добре по показателя Дълг на частния сектор като процент от БВП. Отново Белгия и Франция, но този път заедно с Италия и Германия системно преминават прага на показателя Дълг на сектор „държавно управление“ като процент от БВП. По-късно присъединилите се страни често не отговарят на критерия Нетна международна инвестиционна позиция като % от БВП (Eurostat, 2022).

От въвеждането на ПМД България регистрира най-сериозни отклонения по Нетна международна инвестиционна позиция като % от БВП (показателят влиза в норма чак от 2019 г.). Осем години от периода 2012 – 2021 г. България е над нормата и по изменението в номиналните разходи за труд на единица продукция – промяна в % (3 години), а по нивото на безработица – средна стойност за 3 години влиза в нормата (до 10%) от 2017 г. Изменението в дълготрайната безработица е над нормата единствено за първите три години 2012 – 2014 г., а изменението в младежката безработица само за 2012 и 2013 г. По останалите девет основни показателя в България не се регистрират сериозни и трайни отклонения. В периода 2012 – 2014 г. България се класифицира като страна с дисбаланс, а от 2015 г. попада в групата на страните с прекомерни дисбаланси (вж. табл. 2), като това основно се дължи на сътресенията във финансовия сектор през 2014 г., които доведоха до обявяването на несъстоятелност на четвъртата по големина банка в страната (Корпоративна търговска банка). Изводите на ЕК са, че банковите практики в България могат да окажат сериозни последици върху сектора и върху общата макроикономическа стабилност. Наблюдава се корпоративна свръхзадлъжнялост и недостатъчно адаптиране на пазара на труда (Европейска комисия, 2015).



Таблица 2. Прилагане на Процедурата за макроикономически дисбаланси<sup>1</sup>

Процедура за макроикономически дисбаланс за всички държави членки на ЕС					
Година	Без задълбочен преглед	Без дисбаланс	Дисбаланс	Прекомерен дисбаланс	Процедура при прекомерен дисбаланс
2012	Австрия, Чешка република, Естония, Германия, Латвия, Литва, Люксембург, Малта, Нидерландия, Полша, Словакия		Белгия, <b>България</b> , Кипър, Дания, Финландия, Франция, Унгария, Италия, Словения, Испания, Швеция, Обединено кралство	Няма	Няма
2013	Австрия, Чехия, Естония, Германия, Латвия, Литва, Люксембург, Полша, Словакия		Белгия, <b>България</b> , Дания, Финландия, Франция, Унгария, Италия, Малта, Нидерландия, Швеция, Обединено кралство	Словения, Испания	Няма
2014	Австрия, Чехия, Естония, Латвия, Литва, Полша, Словакия	Дания, Люксембург, Малта	Белгия, <b>България</b> , Финландия, Франция, Германия, Унгария, Ирландия, Нидерландия, Испания, Швеция, Обединено кралство	Хърватия, Италия, Словения	Няма

<sup>1</sup> Собствена разработка на база информация от: European Commission, Information on aim and possible results of in-depth reviews (IDRs). In-depth review documents as from 2012, [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/depth-reviews\\_en#2012-idrs](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/depth-reviews_en#2012-idrs) .

2015	Австрия, Чешка република, Дания, Естония, Латвия, Литва, Люксембург, Малта, Полша, Словакия		Белгия, Финландия, Германия, Унгария, Ирландия, Нидерландия, Румъния, Словения, Испания, Швеция, Обединено кралство	<b>България</b> , Хърватия, Франция, Италия, Португалия	Няма
2016	Чехия, Дания, Латвия, Литва, Люксембург, Малта, Полша, Словакия	Австрия, Белгия, Естония, Унгария, Румъния, Обединеното кралство	Финландия, Германия, Ирландия, Нидерландия, Словения, Испания, Швеция	<b>България</b> , Хърватия, Кипър, Франция, Италия, Португалия	Няма
2017	Австрия, Белгия, Чешка република, Дания, Естония, Унгария, Латвия, Литва, Люксембург, Малта, Полша, Румъния, Словакия, Обединеното кралство	Финландия	Германия, Ирландия, Нидерландия, Словения, Испания, Швеция	<b>България</b> , Хърватия, Кипър, Франция, Италия, Португалия	Няма
2018	Австрия, Белгия, Чешка република, Дания, Естония, Финландия, Унгария, Латвия, Литва, Люксембург, Малта, Полша, Румъния, Словакия, Обединеното кралство	Словения	<b>България</b> , Франция, Германия, Ирландия, Нидерландия, Португалия, Испания, Швеция	Хърватия, Кипър, Италия	Няма

2019	Австрия, Белгия, Чешка, Дания, Естония, Финландия, Унгария, Латвия, Литва, Люксембург, Малта, Полша, Словакия, Словения, Обединеното кралство		<b>България</b> , Хърватия, Франция, Германия, Ирландия, Нидерландия, Португалия, Румъния, Испания, Швеция	Кипър, Гърция, Италия	Няма
2020	Австрия, Белгия, Чешка, Дания, Естония, Финландия, Унгария, Латвия, Литва, Люксембург, Малта, Полша, Словакия, Словения, Обединеното кралство	<b>България</b>	Хърватия, Франция, Германия, Ирландия, Нидерландия, Португалия, Румъния, Испания, Швеция	Кипър, Гърция, Италия	Няма
2021	Австрия, Белгия, <b>България</b> , Чешка, Дания, Естония, Финландия, Унгария, Латвия, Литва, Люксембург, Малта, Полша, Словакия, Словения		Хърватия, Франция, Германия, Ирландия, Нидерландия, Португалия, Румъния, Испания, Швеция	Кипър, Гърция, Италия	Няма

През 2016 г. в доклада за България се открива, че ликвидността и рентабилността на банковия сектор се подобряват, но за по-прецизна оценка на сектора може да се разчита само на предстоящия анализ на качеството на активите и стрес тестовете. Икономиката се характеризира с оставаща значителна корпоративна задлъжнялост и висока безработица. Дългосрочната безработица нараства още повече, като несъответствията между търсените и предлаганите умения възпрепятстват създаването на работни места. Препоръчва се планът за реформа на банковия надзор да бъде приложен изцяло и да се продължи работата по подобряване на ефективността на производствата по несъстоятелност.

През 2018 г. ЕК отчита, че страната се справя с повечето проблеми и България преминава от групата на страните с „прекомерен дисбаланс“ в групата с „дисбаланс“, а през февруари 2020 г. Комисията прави заключение, че в България вече няма макроикономически дисбаланси. Постигнат е значителен напредък по отношение на укрепването на финансовия сектор и справянето с нерешените регулаторни въпроси, корпоративният дълг намалява, както и съотношението на необслужваните заеми, въпреки че при предприятията то остава високо. От 2021 г. България не е подложена на задълбочен преглед (Европейска комисия, 2020b).

Препоръките на Съвета след 2018 г. започват да променят акцентите си към насърчаването и развитието на инвестициите, към научните изследвания и иновациите, транспорта и неговата устойчивост, водите, отпадъците, енергийната инфраструктура и енергийната ефективност, регионалните различия и подобряване на бизнес средата. От 2020 г. препоръките вече обхващат и актуалните проблеми, възникнали в резултат на пандемията от COVID – 19: поддържане на икономиката и подпомагане на последващото възстановяване, мобилизиране на достатъчно финансови ресурси за укрепване на капацитета и подобряване на достъпността до здравната система, балансирано регионално разпределение на здравните работници и др. (Министерство на финансите, 2020 г.).

В доклада за напредъка на България по Европейския семестър за 2020 г. (Европейска комисия, 2020a) се потвърждава, че от 2011 г., когато започва Европейският семестър, по 72% от всички специфични за държавата препоръки, отправени към България, е постигнат поне „известен напредък“. „Ограничен напредък“ е постигнат по 28% от специфичните за държавата препоръки. По изпълнението на специфичните за държавата препоръки за 2019 г. е налице съществен напредък в модернизирването на уредбата за корпоративно управление на държавните предприятия, засилването на надзора на банковия сектор и небанковия финансов сектор. Известен напредък е постигнат в подобряване събирането на данъците (данъците върху горивата и труда); подобряване оценките на активите в банковия сектор и развитието на вторичен пазар на необслужвани кредити; подобряване на бизнес средата; повишаване на пригодността за заетост чрез засилване на уменията, социалното приобщаване, подпомагане на минималните доходи. Ограничен напредък е постигнат в: борбата с изпирането на пари; реформирането на рамката за несъстоятелност; стабилността на сектора на автомобилното застраховане; достъпа до интегрирани социални услуги; реформиране на секторите на образованието и здравеопазването и съсредоточаването на свързаната с инвестициите ико-

номическа политика върху научните изследвания и иновациите, транспорта, водите, отпадъците и енергийната ефективност.

В докладите за механизма за предупреждение за 2021 и 2022 г. (European Commission, 2022; Европейска Комисия, 2021) се отбелязва, че в България не се отчитат макроикономически дисбаланси, единствено показателят за растежа на разходите за труд за единица продукция превишава индикативния праг. Още от 2019 г. се отбелязва, че излишъкът по текущата сметка нараства, корпоративният сектор продължи да намалява задлъжнялостта си, държавният дълг се очаква да остане доста под 30% от БВП, а положителното развитие на пазара на труда продължава. За 2020 г. констатациите, които прави Комисията са, че салдото по текущата сметка за първи път от 2012 г. регистрира малък дефицит (0,3% от БВП), което се дължи основно на свиването на износа на туристически услуги, причинен от COVID-19 пандемията. Увеличават се номиналните разходи за труд за единица продукция, корпоративната задлъжнялост (под влияние на кризата, индуцирана от COVID-19), цените на жилищата (под влияние на динамичния растеж на ипотечните кредити). Държавният дълг остава под 25% от БВП. Финансовият сектор, подкрепен от БНБ и влизането на България в Банковия съюз през юли 2020 г., поддържа достатъчна ликвидност и капиталова адекватност по време на кризата с COVID-19. Коефициентът на необслужвани кредити остава висок, въпреки че е намален. Условието на пазара на труда не са особено засегнати от рецесията през 2020 г. Заключение, което прави Комисията е, че България влиза в кризата, индуцирана от COVID-19, без установени макроикономически дисбаланси, въпреки че необслужваните заеми и корпоративната задлъжнялост, макар и спадащи, остават сравнително високи. Съотношението дълг на частния сектор към БВП се увеличава през 2020 г., но след това се очаква да намалее с излизането от кризата. Като цяло Комисията не счита за необходимо да извършва задълбочен преглед (In-Depth Reviews) в контекста на ПМД, което потвърждава, че според Европейската комисия и прилаганата Процедура при макроикономически дисбаланси България продължава да се намира в сравнително добро макроикономическо състояние и не се очакват рискове, свързани с дисбаланси, да застрашат присъединяването на страната към еврозоната.

\* \* \*

Процедурата при макроикономически дисбаланси цели подпомагане на държавите членки при откриване на дисбаланси и даване на препоръки за тяхното предотвратяване. Тя е добре разработена, но Комисията не я прилага по начин, който да гарантира ефективно предотвратяване и

коригиране на дисбалансите в Съюза. Изпълнението на процедурата налага високо ниво на специфични познания за всяка национална икономика, а икономическата политика при идентифициране на рискове изисква консенсус, който е трудно постижим, затова и степента на изпълнение на препоръките на национално ниво обикновено е ниска. Въпреки тези слабости, регистрирането на прекомерен макроикономически дисбаланс с процедурата, предполага, че дадена страна не е успяла да постигне достатъчно ниво на устойчива конвергенция и по тази линия ПМД се явява неформален критерий при оценка на готовността за въвеждане на еврото. От въвеждането на ПМД през 2012 г. до 2014 г. България се класифицира като страна с дисбаланс, а от 2015 г. в резултат на сътресенията във финансовия сектор през 2014 г., които водят до обявяването на несъстоятелност на четвъртата по големина банка в страната, България попада в групата на страните с прекомерни дисбаланси. През 2018 г. ЕК отчита, че страната се справя с повечето проблеми и България преминава от групата на страните с „прекомерен дисбаланс“ в групата с „дисбаланс“, а от 2020 и 2021 г. вече няма макроикономически дисбаланси и не е подложена на задълбочен преглед. Това подобрение по ПМД потвърждава, че според Европейската комисия България се намира в сравнително добро макроикономическо състояние и не се очакват вътрешни икономически рискове, свързани с дисбаланси да застрашат присъединяването на страната към еврозоната. Проблемите за представянето на страната по ПМД могат да възникнат основно от екзогенни шокове (основните международни рискове), свързани с все още продължаващата пандемия от мутирани варианти на COVID-19 и войната в Украйна. За да се отговори на тези нови предизвикателства Европейският семестър и Механизмът за възстановяване и устойчивост се интегрират. Така например Националните програми за реформи (НПР) вече ще играят двойна роля. Освен ролята си в контекста на Европейския семестър, НПР ще докладват и за напредъка на държавите членки в рамките на Механизма за възстановяване и устойчивост (European Commission, 2022).

## Литература

- Европейска комисия (2014) Политиките на Европейския съюз: Икономическият и паричен съюз и еврото.
- Европейска комисия (2015) Европейски семестър за 2015 г. Съобщение на Комисията до Европейския парламент, Европейския съвет, Съвета, Европейската централна банка и Еврогрупата.
- Европейска комисия (2020а). Доклад за България за 2020 г. Съобщение на Комисията до Европейския парламент, Европейския съвет, Съвета, Европейската централна банка и

- Еврогрупата, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/BG/TXT/?uri=CELEX:52020SC0501> (достъпен на 01.05.2022 г.).
- Европейска комисия (2020b) Европейски семестър за 2020 г. Съобщение на Комисията до Европейския парламент, Европейския съвет, Съвета, Европейската централна банка и Еврогрупата.
- Европейска комисия (2021) Доклад за механизма за предупреждение за 2021, <https://www.consilium.europa.eu/bg/policies/european-semester/2021/> (достъпен на 01.05.2022 г.).
- Европейски парламент (2021a) Свободно движение на работници. Информационни фишове за Европейския съюз. <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/bg/sheet/41/free-movement-of-workers>.
- Европейски парламент (2021b) Макроикономическо наблюдение. Справочник за Европейския съюз – 2021. [www.europarl.europa.eu/factsheets/bg](http://www.europarl.europa.eu/factsheets/bg).
- Европейска сметна палата (2018) Одит на процедурата при макроикономически дисбаланси. Специален доклад № 3. <https://op.europa.eu/webpub/eca/special-reports/mip-3-2018/bg/> (достъпен на 01.05.2022 г.).
- Европейски съвет, Съвет на ЕС (2022) Европейски семестър. <https://www.consilium.europa.eu/bg/policies/european-semester/> (достъпен на 01.05.2022 г.).
- Йотинска, С. (2016) Макроикономически дисбаланси и предизвикателства пред българската икономика. – В: Годишна отчетна научна конференция, посветена на 15-годишнината на ВУЗФ.
- Министерство на финансите (2020) Доклад за напредъка в изпълнението на мерките в Националната програма за реформи за 2020 г. <https://www.minfin.bg/bg/867> (достъпен на 01.05.2022 г.). Alcidi et al. (2019). Economic Convergence or Divergence in the EU? – *Intereconomics*, Vol. 54, Number 1, <https://www.intereconomics.eu/pdf-download/year/2019/number/1/article/economic-convergence-or-divergence-in-the-eu.html>.
- Angelis, F., Mollet, F., Rayner, L. (2022) Rethinking EU Economic Governance: The Foundation for an Inclusive, Green and Digital Transition, Discussion paper, Europe's Political Economy Programme, Social Europe and Well-being Programme
- Bénassy-Quéré, A. (2020) How has the macroeconomic imbalances procedure worked in practice to improve the resilience of the euro area? Economic Governance Support Unit (EGOV), Directorate-General for Internal Policies, PE 645.710.
- Brkić, M., Šabić, A. (2014) Framework for Monitoring Macroeconomic Imbalances in the European Union – Significance for Croatia, Croatian National Bank, Publishing Department, SURVEYS S-17.
- Boveva, D. (2013) The new EU Macroeconomic Imbalances Procedure and its Relevance for the Candidate Countries. – *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 1, 69 – 88.
- European Central Bank (2020) Application letter from the Bulgarian authorities – including the annex with the post-entry commitments to be taken at the time of ERM II entry <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200710~4aa5e3565a.en.html>.
- European Commission (2016) The Macroeconomic Imbalance Procedure, Rationale, Process, Application: A Compendium Economic and Financial Affairs, Institutional Paper 039, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/) (достъпен на 01.05.2022 г.).
- European Commission (2020) Technical assessment of the implementation of the prior-commitments 3 to 6 taken by the Republic of Bulgaria in view of its participation in ERM II, Commission Staff Working Document.
- European Commission (2021) Alert Mechanism Report 2022, Report from the Commission to the European Parliament, the Council and the European Economic and Social Committee, [https://ec.europa.eu/info/publications/2022-european-semester-alert-mechanism-report\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/2022-european-semester-alert-mechanism-report_en) (достъпен на 01.05.2022 г.).

- European Commission (2022) Alert Mechanism Report 2022, Report from the Commission to the European Parliament, the Council and the European Economic and Social Committee, [https://ec.europa.eu/info/publications/2022-european-semester-alert-mechanism-report\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/2022-european-semester-alert-mechanism-report_en) (достъпен на 01.05.2022 г.).
- Eurostat (2022) [https://ec.europa.eu/eurostat/cache/scoreboards/JAVA/MIPs\\_V3/MIPs\\_EN.html#RefPerN1](https://ec.europa.eu/eurostat/cache/scoreboards/JAVA/MIPs_V3/MIPs_EN.html#RefPerN1)
- Essl, S., Stiglbauer, A. (2011) Prevention and correction of Macroeconomic imbalances: the excessive imbalances Procedure, Monetary Policy & the economy Q4/11.
- Koll, W., Watt, A.(2022) The Macroeconomic Imbalance Procedure at the Heart of EU, Economic Governance Reform, Intereconomics, 57(1), 56 – 62.
- Moździerz, A. (2019) Macroeconomic Stability as the Condition for Bulgaria to Join the Euro Area. Equilibrium. – *Quarterly Journal of Economics and Economic Policy*, 14(2), 295 – 315. doi: 10.24136/eq.2019.014.
- Pierluigi, B., Sondermann, D. (2018) Macroeconomic imbalances in the euro area: Where do we stand? ECB Occasional Paper, No. 211, <http://dx.doi.org/10.2866/524051> (прегледан 01.05.2022 г.).
- Tokarski, P. (2019) Divergence and Diversity in the Euro Area. The Case of Germany, France and Italy. Stiftung Wissenschaft und Politik, Research Paper 6.





## Трета глава

# Оценка на степента на реална и структурна конвергенция на България

Доц. д-р Стела Ралева

*e-mail:* stela.raleva@feb.uni-sofia.bg

Равнището на конвергенция на българската икономика към еврозоната е от съществена важност за присъединяването на страната към нея и за последващите ефекти от това присъединяване. Самата икономическа конвергенция се дефинира като една от основните цели на ЕС, свързана с постигането на икономическа кохезия и съкращаване на различията в средните нива на БВП на човек от населението между отделните страни и региони. В този смисъл икономическото сближаване може да се възприеме като естествена последица от развитието на интеграционния процес, като е логично да се предположи, че такъв ефект ще има и самото преминаване към третия завършващ етап на Икономическия и паричен съюз. В същото време приближаването на страната към средните нива на доходите в ЕС отразява и влиянието на специфични национални фактори, както и различната реакция към общи за европейските икономики екзогенни въздействия. Посоченото разбиране за икономическата конвергенция съответства на теоретичното ѝ дефиниране като реална и предполага разграничаването ѝ от номиналната конвергенция, свързана с критериите от Маастрихт, съвместимостта на законодателството и въздействието на допълнителни фактори. За разлика от номиналната конвергенция, която се задава като експлицитно изискване за членство в паричния съюз с цел осигуряване на ценова стабилност при неговото разширяване, реалната конвергенция се разглежда като благоприятстваща цялостната устойчивост на този съюз във времето и собствено развитие на участващите страни. Те са свързани до голяма степен със синхронизацията на бизнес циклите, която предопределя ефективността на общата парична политика и устойчивостта на икономиката на неблагоприятни външни шокове. Важна роля за тази синхронизация и съответните ѝ последици има и наличието на структурна конвергенция, която се отнася до намаляване на различията в структурата на основни икономически агрегати, и най-вече на БДС и заетостта. Логиката е, че нарастващото структурно сходство може да обуслови аналогична реакция на икономиката към

външни влияния с общ характер за страните членки на еврозоната, както и да ограничи своеобразието в трансмисионните механизми на паричната политика.

В настоящата разработка се анализират различни измерения на реалната и структурната конвергенция на българската икономика към еврозоната. Характеризират се техните динамики за периода 2000 – 2021 г., коментират се особеностите им в интервалите преди и след световната финансова и икономическа криза от 2007 – 2009 г. и се описват съществуващите между тях взаимовръзки. Данните за България се съпоставят с тези на останалите нови страни – членки (НСЧ) на ЕС, пет от които са с дерогация по отношение на приемането на еврото, като въз основа на тези данни се прави оценка на позицията на страната в съпоставителен план.

## **Теоретичен преглед и методология**

Същинската теория за реалната конвергенция води началото си от неокласическите модели на растежа на Barro и Sala-i-Martin (1990, 1991, 1992, 2004), Barro, Mankiw и Sala-i-Martin (1992), Barro (1994) и др., които постулират по-високи темпове на растеж в по-слабо развитите страни и намаляване на различията им с равнищата на дохода в по-развитите страни. В посочения клас модели причините за това се търсят в своеобразните характеристики на два от основните фактори на растежа при валидност на теоретичните предположения за намаляваща пределна производителност на капитала и труда, постоянна възвръщаемост от мащаба на производствената функция и контролиран характер на нормата на спестяване и растежа на населението (Рангелова, 2008; Рангелова, Златинов, Бобева, 2021; Ралева и кол., 2022).

Първата от тези причини се отнася до по-ниското изходно ниво на капитала в догонващите страни и предпоставената от него по-висока пределна производителност при натрупването в тях на посочения фактор. При отворена икономика тази по-висока производителност провокира съществуването на входящ капиталов поток от развитите страни, мотивиран от реализираната в приемащите страни по-висока факторна възвръщаемост. Така нееднаквата капиталова производителност и международното капиталово движение между двете групи страни предопределят осъществяването на конвергентен процес, който продължава до преодоляване на несъответствията в размера на капитала и неговата пределна производителност.

Втората причина отразява наличието на технологичен разрыв между двете групи страни, който дава възможност за по-бърз ръст в технологиите и по-висок икономически растеж на по-слабо развитите от тях. Този принцип кореспондира и с допускането за хетерогенност на прилаганите тех-

нологии, според който развитите страни се насочват към по-модерни, но и скъпоструващи технологии, което забавя скоростта на тяхното въвеждане. Едновременно с това се приема, че догонващите страни разчитат предимно на трансфер или имитация на вече съществуващи технологии, чието въвеждане е сравнително по-лесно и по-евтино. Конкретните проекции на технологичния ръст върху темповете на растеж на съвкупното производство се представят като зависими от първоначалното равнище на това производство, размера на човешкия капитал и неговото съотношение с физическия капитал, и институционалните условия (Baumol, 1986; Barro и Sala-i-Martin (1990, 1991; Sachs и Warner, 1995).

Характеризирането на технологичния прогрес като ендегенен в едноименните модели на растежа не позволява формулиране на общо заключение относно съществуването или липсата на реална конвергенция. То е резултат от представянето му като зависим от създаването на знания и от натрупването на човешки капитал, както и от нееднакъв потенциал на страните за тяхното реализиране. В повечето моделни конструкции, акцентиращи върху ролята на знанията, се застъпва разбирането, че страните с по-висок доход имат по-големи възможности за натрупване на знания, което води до по-високи или съпадащи темпове на икономически растеж с тези на победните страни и съответно до задълбочаване или запазване на доходните различия (Romer, 1986; Aghion и Howitt, 1998). Това влияние на знанията се предопределя от тяхната увеличаваща се пределна производителност, нарастващата възвръщаемост от мащаба в сектора на тяхното създаване и положителните им външни ефекти върху сектора на традиционните стоки. До сходни заключения се стига и в голяма част от ендегенните модели с човешки капитал, независимо от конкретния механизъм на влияние на този фактор (Romer, 1990; Benhabib и Spiegel, 1994; Izlam, 1995). Те се обясняват с по-големите трудности пред натрупването на човешки капитал в по-слабо развитите страни, миграцията на висококвалифициран труд от тях към развитите страни и твърде ограничения размер на имиграционните потоци.

Съобразяването в по-новите модели на растежа със спецификите на съвременните технологии оставя простор за проявление на конвергентни процеси. Те стават възможни поради съвременните комуникационни средства и начини за натрупване на знания, способстващи за по-бързото разпространение на новите технологии между различните страни. В същото време прилагането на някои от тези технологии изисква наличие на значителен капацитет и възможности за използване на икономии на мащаба, което е присъщо на технологичните лидери и може да предизвика дивергенция. Възможностите за доминация на някоя от двете тенденции зависят от относителната значимост на посочените видове технологии, а така също и от достигнатото равнище на знания, натрупания човешки капитал, степента на

финансово развитие, състоянието на инфраструктурата и макроикономическата политика в по-слабо развитите страни.

Сближаването между икономическите структури е обект на внимание още от неокласическите модели на растежа, но в качеството му на конкретна характеристика на реалната конвергенция. Неговото обособяване като самостоятелен вид конвергенция датира от началото на XXI в. и се основава на базисните постулати, както на растежните теории, така и на теориите за структурните промени (Wicziarg, 2004; Imbs and Wicziarg, 2000; Palan and Schmiedeberg, 2010). Интересът към структурната конвергенция нараства съществено с напредъка на интеграцията в ЕС и с формирането и последващото разширяване на еврозоната. Значимостта ѝ се обвързва с постановките на теорията за оптималната валутна зона и нейните критерии, чието изпълнение зависи от устойчивостта на икономиките към асиметрични и специфични за отделните сектори външни шокове. Тези шокове се възприемат като основен проблем за паричните съюзи, чието разрешаване е възможно чрез достигане на по-високо структурно сходство между страните членки, което е положително свързано и със синхронизирането на техните бизнес цикли.

Причините за структурната конвергенция на по-слабо развитите страни се извеждат в контекста на нейната обвързаност с реалната конвергенция и на изградения общ пазар (Chenery, Robinson and Syrguin, 1986; Hoehenberger and Schmiedeberg, 2008). Едната от тях описва провокираното от нарастващите доходи изменение в структурата на съвкупното търсене, а оттам – и на съвкупното производство, което намира израз в по-висок относителен дял на инвестициите и потреблението на услуги и нехранителни стоки. Втората причина се отнася до увеличената производителност на производствените фактори и съответното им движение между различните сектори и отрасли, първопричина за която може да бъде осъществяването на технологичен трансфер от по-богатите страни. Като трета причина се проявяват наблюдаваните при икономическа интеграция нарастващи сходства в структурата на износа, които отразяват базирането на международната търговия на теоремата на Хекшер–Олин и постепенното ограничаване на разминаванията в относителната факторна надареност.

Схващането за положителния ефект на по-високата икономическа интеграция върху равнището на структурна конвергенция се отхвърля от представителите на теорията за новата икономическа география (Krugman, 1991, 1995; Krugman and Vanables, 1996). Според тях премахването на търговските ограничения и намаляването на транзакционните разходи води до задълбочаване на специализацията и десинхронизация на бизнес цикъла поради създаването на регионални клъстери и реализираните икономии от мащаба. Емпиричната значимост на този алтернативен възглед е по-висока

при по-малка дистанция между равнището на доходите в отделните страни и по-ниско ниво на агрегираност на съответните макроикономически променливи, докато в обратните случаи традиционно преобладават конвергентните тенденции. Специфичен поглед към тези процеси предлагат Frenkel и Rose (1998), според които самото съществуване на паричния съюз е в състояние да увеличи синхронизацията на бизнес цикъла, което се материализира чрез положителен ефект върху търговията, а не чрез провежданата парична политика.

Измерването на разглежданите видове икономическо сближаване може да стане по различен начин, като доминиращи в икономическата литература са методите на  $\beta$  и  $\sigma$  конвергенцията (Barro and Sala-i-Martin, 1990, 1992, 2004; Mankiw, 1995; Palan, 2013).

Прилагането на  $\beta$  методологията позволява оценяване на процеса на догонване на равнищата на доходите на по-силно развитите страни от страна на по-слабо развитите, както и характеризиране на неговата скорост. Логиката е, че темповете на икономически растеж са функция на първоначалното равнище на БВП на човек от населението и са отрицателно свързани с него. Това означава, че темповете на икономически растеж на догонващите страни изпреварват тези на догонваните, като самата скорост на конвергенцията зависи положително от отклоненията в тези темпове и респ. от изходното състояние на страните. Ако се предположи, че икономиките на сравняваните страни се стремят към едно и също дългосрочно равновесие, което е възможно при наличие на еднакви структурни характеристики, като описаните в модела на Solow,  $\beta$  конвергенцията се определя като абсолютна. В случай на значими различия в основните фактори на икономическия растеж между страните, всяка от тях се стреми към свое собствено дългосрочно равновесие и  $\beta$  конвергенцията се дефинира като условна.

При използване на  $\sigma$  методологията се получават оценки за степента на съкращаване на отклоненията в равнищата на доходите на отделните страни. За целта се разчита на стандартните относителни измерители на статистическо разсейване – дисперсията и коефициента на вариация, чието намаление във времето се приема като показателно за съществуването на  $\sigma$  конвергенция. В редица изследвания се изтъкват преимуществата на този разпределителен подход към конвергенцията пред подхода на догонването, като централно място сред тях заема възприемането му като по-ясно съответстващ на същината на изследвания процес (Friedman, 1992; Quah, 1993). Това води до теоретичното заключение, че  $\beta$  конвергенцията е необходимо, но не и достатъчно условие за проявлението на  $\sigma$  конвергенция, за което се намират множество емпирични доказателства. Базирането на  $\sigma$  методологията при характеризирането на структурната конвергенция може да стане чрез различни индекси за хетерогенност, най-предпочитани сред които са

производните на базисния индекс на специализация на Krugman като индексите на различие, дивергенция и дистанция. Те се отличават с еднакви тегла на включените структурни компоненти, което предполага надценяване на влиянието на компонентата, претърпяла най-голяма промяна.

Анализът на реалната конвергенция на българската икономика към еврозоната в настоящото изследване се основава на използването на годишни данни за БВП на човек от населението в текущи цени в стандарти на покупателната способност (СПС), реалния БВП и техните динамики с източници НСИ и Евростат. При открояване на основните причини за нея в светлината на теориите на растежа се използва инструментариумът на счетоводството на икономическия растеж, като приносът на труда се измерва чрез информация за заетостта, а този на капитала – чрез предположението за постоянство на капиталовото отношение и при амортизационна норма от 7%. Проследяването на международното капиталово движение става чрез данните на БНБ за входящия поток от ПЧИ. Оценяването на структурната конвергенция се основава на данни на НСИ и Евростат за БДС на трите основни икономически сектора и на десетте икономически сектори и групи икономически дейности според КИД – 2008. Измерването на сближаването в реалния БВП на човек от населението се извършва чрез методите на  $\beta$  и  $\sigma$  конвергенцията, а измерването на структурното сближаване се ограничава до втория метод. В последния случай се разчита на пресмятането на индекс на дистанция (Angeloni, Flag and Mondelli, 2005) от вида:

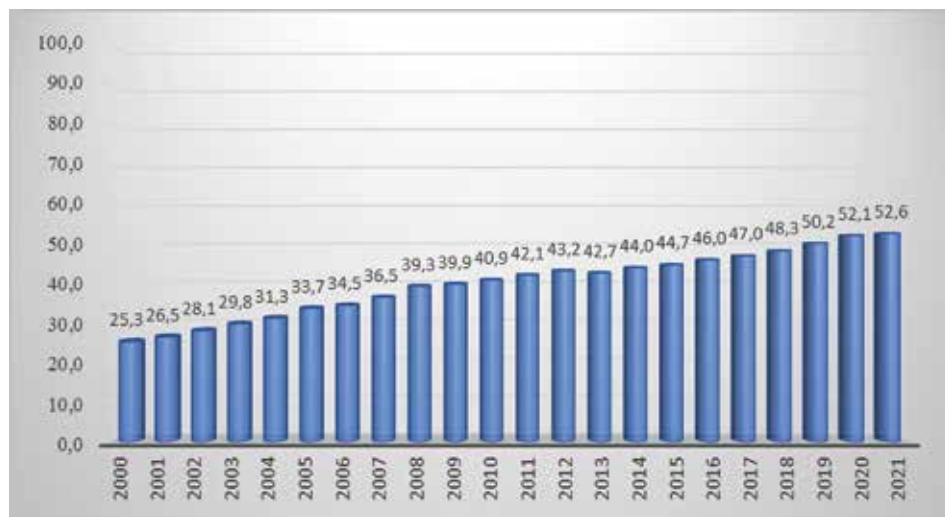
$$DIST = \frac{\left(\sum_{i=1}^n |E_{Ct} - E_{EAt}|\right)}{2} \times 100.$$

където  $E_{Ct}$  и  $E_{EAt}$  са дяловете на даден икономически сектор или група икономически дейности  $t$  в БДС на страната и в еврозоната,  $n$  е броят на икономическите сектори или групи дейности, а по-ниските стойности на  $DIST$  показват по-висока структурна конвергенция на страната към еврозоната.

## **Конвергенция в реалния БВП на човек от населението**

В периода 2000 – 2021 г. българската икономика показва устойчиво съкращаване на дистанцията със средното ниво на БВП на човек от населението в еврозоната в СПС, чиято стойност възлиза общо на 27.3 пр.п. (вж. фиг. 1). Единственото изключение от това правило е 2013 г., когато е отчетено увеличение на изоставането с 0.5 пр.п. Процесът на догонване се осъществява неравномерно, като според скоростта му в рамките на изследвания период може да се обособят три подпериода. Първият от тях продъл-

жава до 2008 г. вкл. и се отличава с най-бързо сближаване в общ размер от 14 пр.п. Вторият подпериод – до 2013 г. вкл., отразява ефектите от световната финансова и икономическа криза, която ограничава положителните първоначални импулси от членството в ЕС и свежда процеса на сближаване до едва 3.4 пр.п. На третия подпериод е присъщо ново усилване на конвергенцията, което обаче остава по-умерено в сравнение с първия.



**Фиг. 1.** БВП на човек от населението в България като % от средното за еврозоната (в СПС)

*Изчислено от автора по данни на Евростат.*

Представената динамика е последица от изпреварващите темпове на икономически растеж в България спрямо еврозоната, измерени чрез реалния БВП на човек от населението (вж. табл. 1). Разликата между тях, която може да се интерпретира като темп на конвергенция (Dobrinsky and Navlik, 2014), приема най-високата си средна стойност от 5.2 пр.п. през първия подпериод и може да се обвърже само частично с първите две години на членство в ЕС. Що се отнася до динамиката на икономическата активност преди 2007 г., тя е повлияна до голяма степен от свързаното с предстоящото присъединяване към ЕС стабилизиране на очакванията на икономическите агенти и от увеличения входящ капиталов поток. Увеличението на средния темп на конвергенция през третия подпериод в сравнение с втория проекта лаговото спрямо еврозоната оживление в икономическата активност след световната криза, както и стимулиращото въздействие на фондове на ЕС. В същото време неговата по-ниска средна стойност спрямо интервала до 2008 г. вкл. може да се обясни с много по-високото изходно равнище на



БВП на човек от населението в СПС и по-малкия начален размер на дистанцията с еврозоната.

Тъй като динамиката на БВП на човек от населението е повлияна и от по-неблагоприятните демографски процеси в страната, е подходящо анализът да бъде допълнен чрез включване на данни за темповете на прираст на реалния БВП (вж. табл. 1). Тяхното използване като цяло потвърждава вече откритите тенденции, но при по-малки разлики между България и еврозоната и при увеличаване от една на четири на годините с отрицателни стойности на тези разлики. Те определят постигането на по-ниска скорост на сближаването, за която се съди по средния темп на конвергенция от 2 пр.п. при съответен среден темп от 3.1 пр.п., пресметнат чрез предишния индикатор. Въпреки че употребата на темповете на прираст на БВП има определени слабости от гл.г. на извършването на международни сравнения, тя се счита за подходяща при изясняване на основните фактори на растежа в конвергиращата страна, особено при по-висока интензивност в нея на промяната в броя на населението.

При измерване на приноса на основните фактори на растежа според концепцията за неговото счетоводство се получават резултати, които подкрепят в значителна степен теоретичните заключения (вж. табл. 2)<sup>1</sup>. Най-важно място сред тях за периода в цялост заемат промените в общата факторна производителност (ОФП), чието въздействие е отрицателно само през 2009, 2013 и 2020 г. През всички останали години общата факторна производителност се увеличава, като през 2001, 2010 – 2012 и 2002 г. това се съчетава с отрицателен принос на заетостта. В годините с положително влияние и на трите фактора на растежа нейният количествен ефект е в границите между 30% и 86%, а средната стойност на този ефект възлиза на 58%. Ролята на капитала се увеличава осезаемо и се превръща в доминираща през 2007 и 2008 г., когато той формира съответно 26% и 39% от темпа на прираст на реалния БВП. Положителното му отражение е най-високо през кризисната 2009 г. и това е свързано с частично компенсиране на сумарния отрицателен принос на другите два фактора. Възстановяване на водещата позиция на натрупването на капитал, но при много ниски стойности на растежа, има през 2014 г., докато от 2015 до 2019 г. приносът му е между 7% и 18%.

---

<sup>1</sup> Тази концепция е разработена от Solow (1957) и Abramovitz (1956), а впоследствие е разширена и усъвършенствана от Meddison (1982), Denison (1967) и др. Основната ѝ цел е да се оцени влиянието върху икономическия растеж на основните му фактори според Коб-Дъгласовата производствена функция. Според нея темпът на икономически растеж се получава чрез сумиране на темповете на прираст на труда и капитала, претеглени според дела на двата производствени фактора в дохода, и общата факторна производителност, пресметната като остатъчна величина.

**Таблица 1.** Темп на прираст на БВП на човек от населението в СПС и на реалния БВП в България и еврозоната (%) и темп на конвергенция (пр.п.)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>БВП на човек от насел.</b>																						
<b>България</b>	5,1	7,2	6,5	5,8	7,1	7,6	7,4	7,1	6,6	-2,8	2,2	4,7	1,3	0,0	1,5	4,1	3,8	3,5	3,4	4,8	-3,8	4,9
<b>Еврозона</b>	3,5	1,8	0,4	0,1	1,7	1,1	2,8	2,4	-0,1	-4,8	1,9	1,4	-1,1	-0,4	1,2	1,7	1,5	2,4	1,6	1,3	-6,5	5,3
<b>Разлика</b>	1,6	5,4	6,1	5,7	5,4	6,5	4,6	4,7	6,7	2,0	0,3	3,3	2,4	0,4	0,3	2,4	2,3	1,1	1,8	3,5	2,7	-0,4
<b>БВП</b>																						
<b>България</b>	4,6	3,8	5,9	5,2	6,5	7,1	6,8	6,6	6,1	-3,3	1,5	2,1	0,8	-0,6	1,0	3,4	3,0	2,8	2,7	4,0	-4,4	4,2
<b>Еврозона</b>	3,8	2,2	0,9	0,6	2,3	1,7	3,2	3,0	0,4	-4,5	2,1	1,7	-0,9	-0,2	1,4	2,0	1,9	2,6	1,8	1,6	-6,3	5,3
<b>Разлика</b>	0,8	1,6	5,0	4,6	4,2	5,4	3,6	3,6	5,7	1,2	-0,6	0,4	1,7	-0,4	-0,4	1,4	1,1	0,2	0,9	2,4	1,9	-1,1

Източник: Евростат.

**Таблица 2.** Принос на основните фактори на икономическия растеж в България (пр.п.)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
<b>Темп на растеж (%)</b>	3,8	5,9	5,2	6,5	7,1	6,8	6,6	6,1	-3,3	1,5	2,1	0,8	-0,6	1,0	3,4	3	2,8	2,7	4	-4,4	
<b>Принос на факторите на растежа</b>																					
<b>Труд</b>	-0,4	0,1	1,6	1,5	1,5	1,9	1,8	1,3	-0,9	-2,2	-1,3	-1,4	-0,2	0,2	0,2	0,3	1,1	-0,1	0,2	-1,5	
<b>Капитал</b>	0,3	0,7	0,5	0,8	1	1,8	2,6	3	3,5	1,9	0,8	0,7	0,7	0,5	0,6	0,5	0,2	0,3	0,5	0,5	
<b>ОФП</b>	3,9	5,1	3,1	4,2	4,6	3,1	2,2	1,8	-5,9	1,8	2,6	1,5	-1,1	0,3	2,6	2,2	1,5	2,5	3,3	-3,4	

Изчислено от автора по данни на НСИ.

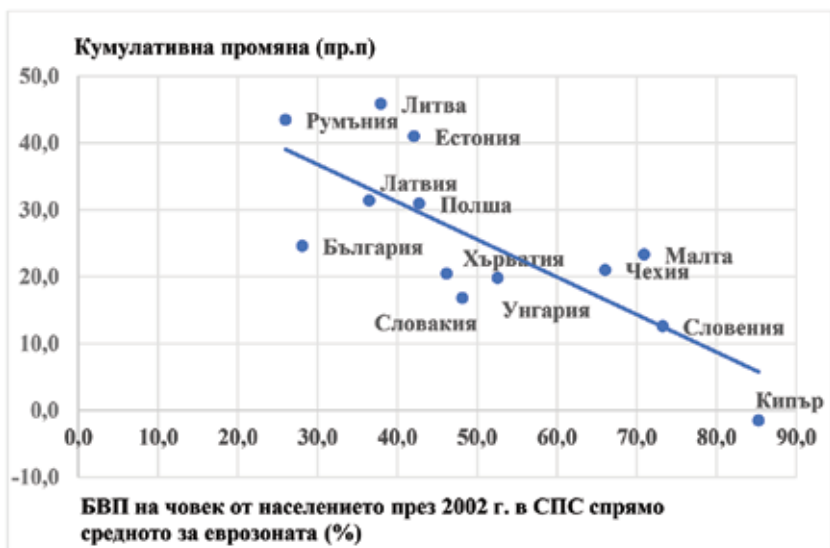
Изведените динамики са показателни, че реалната конвергенция на българската икономика към еврозоната се дължи главно на растежа в технологиите, но нейното ускоряване изисква и по-значително нарастване на капитала. Това е особено важно предвид наблюдаваното през последното десетилетие намаляване и последващо задържане на нормата на натрупване на нива от около 20% от БВП. Промените в двата основни фактора за конвергенцията – технологиите и капитала, проектират и значителното съкращаване във времето на преките чуждестранни инвестиции в страната – от над 31% от БВП през 2007 г. на под 4% през последните четири години<sup>2</sup>. По-малкият размер на входящия капиталов поток, от своя страна, ограничава възможностите за натрупване на знания и човешки капитал и за трансфер на технологии и по този начин влияе задържашо върху скоростта на конвергенция. Повишаването на този поток е функция на международната конюнктура, политическата и икономическата стабилност на страната и качеството на институционалната среда, като очакванията са положително въздействие върху него, а оттам и върху общата факторна производителност и натрупването на капитал да има и самото членство в еврозоната.

Оценяването на процеса на догонване на средното ниво на дохода в еврозоната от страна на НСЧ на ЕС за периода 2003 – 2021 г. показва съществуване на абсолютна  $\beta$  конвергенция за групата в цялост<sup>3</sup>. За нея се съди по отрицателния наклон на линейния тренд на фиг. 2, описващ зависимостта между кумулативната промяна на БВП на човек от населението за съответните страни спрямо еврозоната и неговото равнище през 2002 г. Според това дали посоченото първоначално равнище е по-ниско или по-високо от 50%, страните се разделят на две групи. При така дефинирания критерий в първата група попадат България, Румъния, трите балтийски страни, Полша, Хърватия и Словакия. За повечето от тях се потвърждава трансформираният неокласически принцип за по-висок относителен растеж на съвкупното производство, отколкото в групата с по-високи първоначални доходи, включваща останалите централноевропейски страни, Малта и Кипър. Посоченият принцип не е валиден за Хърватия и Словакия, чиито относителни нараствания на дохода са твърде близки до отчетените в Унгария, Чехия и Малта или са по-ниски от тях.

---

<sup>2</sup> По информация на БНБ.

<sup>3</sup> Изключването от анализа на 2001 и 2002 г. е поради отсъствие за тях на съпоставими данни за Румъния.



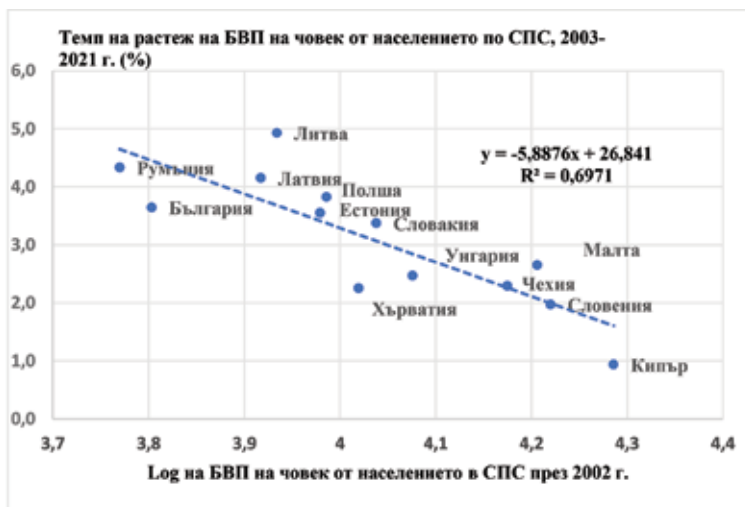
Фиг. 2. Абсолютна  $\beta$  конвергенция на НСЧ на ЕС към еврозоната

Изчислено от автора по данни на Евростат.

Доказаният общ принцип не се потвърждава при съпоставката между всички страни в рамките на отделните групи. Независимо от най-ниската изходна стойност на дохода в сравнение с всички страни, с изключение на Румъния, на България е присъща сравнително умерена кумулативна промяна, която изостава от отчетената в Литва, Румъния и Естония съответно с 21.2, 18.8 и 16.4 пр.п. Промяната е по-малка и от наблюдаваната в Латвия и Полша, но разминаванията с тях са съответно с 6.8 и 6.3 пр.п. В същото време темпът на прираст на БВП на човек от населението в България превишава регистрирания в Словакия със 7.8 пр.п. и в Хърватия с 4.2 пр.п, но тези превишения не са в състояние да компенсират първоначалните разминавания. В резултат на това страната достига най-високото по абсолютна стойност отрицателно отклонение от тренда, което е показателно за най-ниска скорост на догонването. Напълно противоположна е ситуацията в Литва, където кумулативният растеж от 45.8 пр.п. предопределя свеждането на разликата с нивото на дохода в еврозоната до едва 16.3 пр.п. въпреки неблагоприятните начални условия. Най-своеобразна сред втората група страни е отрицателната стойност на кумулативната промяна за Кипър, където се идентифицира процес на дивергенция, свързан с много високото първоначално равнище на дохода и банковата криза от 2013 г. При Малта високата изходна база се съчетава и със сравнително високи темпове на растеж спрямо еврозоната, които обуславят високата скорост на сближаването.

Данните на фиг. 2 не показват наличие на тясно съответствие между кумулативната промяна на относителното равнище на дохода и членството в еврозоната. От страните, разположени над трендовата линия, три са част от еврозоната – Литва, Естония и Малта, и три участват в Икономическия и паричен съюз на ЕС с дерогация – Румъния, Полша и Чехия. При страните под тренда има една държава членка на еврозоната и три страни с дерогация, като две от тях – Хърватия и България, вече участват във ВМ II. Това също е индикация, че придвижването и присъединяването към еврозоната не е обвързано с достигане на висока скорост на догонването, а по-скоро със самото съществуване на този процес. Аргумент в полза на посоченото разбиране е и фактът, че през последната година преди приемането на еврото в Латвия БВП на човек от населението в страната възлиза на 59.6% от средното ниво на еврозоната. Тъй като това не създава сериозни последващи проблеми за страната, е логично да се предположи, че отговорните институции на ЕС може да проявят по-голяма гъвкавост при определяне на максимално приемливия размер на отклонението.

β конвергенция съществува и вътре в групата на НСЧ, която отразява положителния ефект от тяхното членство в ЕС (вж. фиг. 3). Изчисляването ѝ чрез стойността на БВП на човек от населението в СПС през 2002 г. и средните темпове на неговия прираст за същия период отново е свързано с позициониране на България под тренда, но при по-малко разстояние от него в сравнение с Хърватия. Скоростта на този тип сближаване при Румъния е по-ниска от средната, а при Словакия и Латвия – по-висока от нея. Стойностите за Чехия, Словения и Естония са разположени върху трендовата линия или в близката ѝ околност, докато най-високо отклонение от нея в положителна посока, по аналогия с конвергенцията спрямо еврозоната, има при Литва.



Фиг. 3. Абсолютна  $\beta$  конвергенция на НСЧ на ЕС

Изчислено от автора по данни на Евростат.

Наличието на реална конвергенция на НСЧ на ЕС се потвърждава и чрез използване на  $\sigma$  методологията, базирана тук на коефициента на вариация<sup>4</sup> (вж. фиг. 4). Проследяването на неговото поведение илюстрира тенденция на съкращаване на различията в средните нива на дохода, което се осъществява с променяща се интензивност във времето. Общото за периода понижение на отклонението е с 20.1 пр.п. – от 30.8% на 14.7%, а средногодишната стойност на отклонението възлиза на 1.1 пр.п. Най-високо средногодишно намаление на коефициента от 2.3 пр.п. се наблюдава в интервала от 2009 до 2012 г. Подобна динамика, но с по-ниска скорост, е типична и за подпериода до 2008 г. вкл., както и за 2020 г. От 2013 до 2019 г. коефициентът на вариация остава сравнително стабилен, което проектира сравнително по-близките темпове на следкризисно възстановяване и оживление.

<sup>4</sup> Коефициентът на вариация представлява отношение между стандартното отклонение на променливата и нейната средна стойност и се пресмята по формулата:

$$CV = \frac{\sqrt{\frac{1}{n} \sum_1^n (X_{Ct} - \bar{Xt})^2}}{\bar{Xt}} * 100$$

където  $X_{Ct}$  е стойността на реалния БВП на човек от населението по СПС в съответната страна,  $\bar{Xt}$  е средната стойност за групата на НСЧ, а  $n$  е броят на страните в същата група.

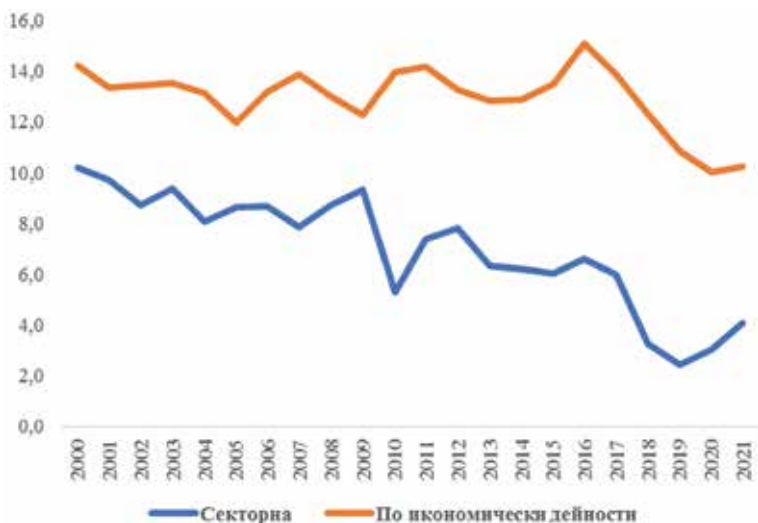


**Фиг. 4.** Реална  $\sigma$  конвергенция на НСЧ на ЕС

*Изчислено от автора по данни на Евростат.*

## Конвергенция в структурата на брутната добавена стойност

Оценките за структурата на брутната добавена стойност (БДС) на България и еврозоната за периода в цялост разкриват тенденция на структурно сближаване (вж. фиг. 5). Най-високо агрегираният индекс на дистанция, пресметнат чрез добавената стойност по основни икономически сектори, бележи съществено понижение и стойността му през 2021 г. е едва 40% от тази през 2000 г. Посоченият резултат е получен независимо от редуващите се в рамките на периода колебания в различни посоки, които са най-отчетливи около кризата от 2009 г. и след 2017 г. Описаната динамика на индекса е предопределена основно от силното намаление на относителния дял в БДС на селското, горското и рибното стопанство в България и увеличения дял на услугите при сравнително консервативно поведение на дела на индустрията. Трайното задържане на стойността на индекса до нива около и под 4% през последните четири години свидетелства за достигнатото много високо структурно сходство и ограничава възможностите за последваща структурна конвергенция.



**Фиг. 5.** Конвергенция на структурата на БДС на България към еврозоната, измерена чрез индекса на дистанция (междусекторна и вътрешносекторна)

*Изчислено от автора по данни на Евростат.*

При изчисляване на индекса на дистанция според структурата на добавената стойност по десет икономически сектори и групировки по икономически дейности и проследяване на неговото поведение във времето се разкрива аналогична тенденция общо за периода. Тя се предопределя от значителното усилване на вътрешносекторната конвергенция в интервала 2017 – 2019 г., в който стойността на индекса намалява от 15.1% на 10.8%. Това е свързано главно с понижението в България на относителния дял на индустрията, с изключение на строителството, и в по-малка степен – на пониските относителни тегла на финансовите и застрахователните дейности и на селското, горското и рибното стопанство. Поради начина на конструиране на индекса техният спад не може да бъде компенсиран от паралелното, но по-малко увеличение на повечето останали дейности, което предполага влияние върху оценките по чисто методологични причини. Независимо от тези причини, средната стойност на индекса на вътрешносекторно сближаване е почти два пъти по-висока от съответната средна стойност при междусекторно сближаване и това дава индикация за по-голяма специализация по отделни дейности и групи дейности.

Анализираните относителни промени в структурата на добавената стойност в България спрямо еврозоната са повлияни в различна степен от обоснованите в теоретичната литература фактори за структурно сближаване. Промени в съвкупното търсене в посока на значително увеличаване на



инвестициите (до 36% от БВП) има в подпериода до 2008 г., след което делът им намалява и от 2010 г. възвръща изходните си нива от около 20%. Друга важна характеристика на съвкупното търсене се отнася за структурата на потреблението на домакинствата и намира израз в плавно, но устойчиво намаление на относителното тегло на хранителните стоки за сметка на нехранителните стоки и услугите. Процесите на сближаване в основните индикатори за пазара на труда на секторно равнище също са в ход, но стартират от твърде висок абсолютен размер на различията. Те засягат предимно производителността на труда и в много по-малка степен заетостта и се проявяват най-отчетливо в сектора на услугите (Стефанова, 2020, 2021). Външната търговия също допринася за сближаването в добавената стойност чрез нарастващото сходство в относителния дял в износа на четири от шестте стокови групи според Стандартната търговска класификация (Pirimova, 2021).

Сравнението на България с останалите НСЧ на ЕС разкрива много добра относителна позиция на страната относно сближаването в структурата на добавената стойност по икономически сектори (вж. табл. 3). Това е валидно не само спрямо останалите страни с дерогация, но и спрямо повечето страни, които използват общата европейска валута. В първата група по-ниска дистанция от еврозоната през 2021 г. показва само Хърватия, която е с по-добра изходна позиция и има сходна траектория в рамките на периода. По-значително намаляване на структурните различия е отчетено също при Румъния, но при много по-високи начална и крайна стойност, докато при Чехия общият спад е минимален и предопределен от последните две години. Сред НСЧ от еврозоната по-високо структурно сходство, отколкото България, имат Естония и Латвия, чиито индекси на дистанция се стабилизират на ниско равнище. При Малта и Полша се наблюдава отчетливо усиляване на различията, което е с по-висока скорост в първия случай, докато при останалите страни общите промени са минимални.

Емпиричните резултати за структурната конвергенция може да се интерпретират като индикация за нарастваща устойчивост на българската икономика към появата на екзогенни външни шокове, по-висока синхронизираност на бизнес цикъла с еврозоната и възможност за проявление на положителни ефекти на антициклична парична политика на ЕЦБ. В същото време следва да се държи сметка за това, че реалната и структурната конвергенция се намират в много сложна зависимост помежду си и че е възможно по-високото структурно сходство да забави догонването на средните нива на дохода. Основание за това опасение дава фактът, че по-високи темпове на икономически растеж сред НСЧ на ЕС демонстрират страни с по-високи структурни различия от средните за еврозоната. Изясняването на тази зависимост изисква изясняване на факторната обусловеност на ди-

**Таблица 3.** Междусекторна структурна конвергенция на НСЧ към еврозоната, измерена чрез индекса на дистанция

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>В еврозоната</b>																						
Естония	2,0	2,5	3,2	4,2	4,0	4,9	5,6	6,5	5,2	3,8	5,0	6,9	6,3	6,0	4,3	3,8	3,8	3,7	2,9	2,1	1,8	
Латвия	2,7	2,6	2,8	3,0	2,9	3,8	3,4	2,5	2,1	2,0	2,9	2,4	2,2	1,8	2,8	3,0	3,7	3,0	3,3	3,1	2,9	2,9
Литва	5,6	5,9	5,5	7,1	8,5	9,1	9,0	8,3	8,2	4,5	5,9	8,4	8,9	7,9	8,1	7,0	5,8	6,1	5,2	5,1	5,1	5,7
Словения	8,1	8,0	8,3	8,2	8,4	8,3	8,1	8,7	8,1	7,2	6,0	6,6	7,4	7,9	8,8	8,4	8,1	8,1	8,6	8,9	9,3	9,3
Словакия	5,3	5,8	5,6	7,6	9,4	9,5	11,8	11,4	11,5	8,7	8,9	9,3	9,6	7,9	10,8	9,9	8,5	7,8	8,5	8,6	6,3	6,1
Кипър	8,6	8,5	7,3	6,5	6,2	6,1	6,4	5,7	5,6	6,4	8,4	10,5	11,4	12,3	12,9	13,1	12,5	11,8	10,8	10,1	10,4	10,4
Малта	2,2	0,7	1,0	1,2	1,3	2,4	3,9	5,9	4,9	4,5	5,2	6,8	8,3	8,5	10,2	11,6	11,6	12,6	12,2	11,9	11,0	12,2
<b>С дерогация</b>																						
България	10,2	9,7	8,7	9,4	8,1	8,6	8,7	7,8	8,7	9,3	5,3	7,4	7,8	6,3	6,2	6,0	6,6	6,0	3,3	2,4	3,1	4,1
Чехия	10,0	10,7	9,8	9,1	10,9	11,3	11,6	11,5	11,2	12,3	11,8	12,8	12,7	12,9	14,0	13,5	12,9	12,1	10,9	10,5	9,6	8,6
Хърватия	4,7	4,5	4,0	3,7	5,3	4,4	4,0	3,0	3,6	5,1	3,0	2,9	2,6	2,7	2,5	2,0	2,0	1,7	1,9	1,8	2,8	2,1
Унгария	7,2	7,1	6,4	6,3	7,6	7,4	6,8	6,5	6,1	7,0	6,7	7,6	7,9	8,1	9,0	9,3	8,1	7,5	7,3	6,8	6,8	8,3
Полша	5,6	4,5	3,9	5,2	7,4	7,5	7,3	7,7	7,9	10,0	9,5	10,5	10,1	9,3	10,1	10,2	9,8	9,0	8,8	8,0	8,0	9,5
Румъния	15,2	20,2	20,1	20,4	20,8	17,5	17,2	16,0	20,0	20,7	21,6	24,5	16,2	16,6	15,5	12,6	11,6	10,1	9,5	8,0	7,8	8,9

*Изчислено от автора по данни на Евростат.*

намиката на БДС в отделните сегменти на икономиката, спецификите на тази динамика спрямо страните от паричния съюз и нейната роля за общите темпове на растеж и реалната конвергенция, което ще бъде предмет на следващи изследвания.

\* \* \*

На базата на извършения в настоящата разработка емпиричен анализ се стига до заключението, че българската икономика показва сближаване със средните равнища на БВП на човек от населението и със структурата на БДС в еврозоната. Процесът на реална конвергенция е по-интензивен до 2008 г. вкл. и след 2013 г. и е предизвикан основно от растежа на общата факторна производителност, а през 2007 – 2008 г. и 2014 г. – от натрупването на физически капитал. В сравнителен план скоростта на  $\beta$  конвергенцията на България е по-ниска от тази на останалите НСЧ на ЕС, като спрямо Румъния това се дължи изцяло на изоставащите темпове на растеж, а спрямо балтийските страни и Полша – на тяхното съчетаване с по-ниско изходно равнище на дохода. В същото време темповете на икономически растеж на България изпреварват тези на всички останали страни от групата, но това не е в състояние да компенсира ниската изходна база. В структурно отношение страната показва значително съкращаване на дистанцията с еврозоната при по-високо ниво на сближаването между икономическите сектори, отколкото между съдържащите се в тях икономически дейности. Според структурното си сходство в края на периода българската икономика е с много добра относителна позиция и изпреварва всички страни, с изключение на Естония, Хърватия и Литва. Това е показателно за нарастваща устойчивост на икономиката към появата на външни шокове със секторно специфичен характер и по-висока синхронизираност на бизнес цикъла, което обаче може да има неблагоприятен ефект върху темпа на реалната конвергенция.

## Литература

- Величков, Н. (2021) Реална и структурна конвергенция на България към еврозоната. Икономически предизвикателства: криза, шокове, реструктуриране, политики. ИК-УНСС, 133 – 141.
- Дамянов, Д. (2021) Конвергенция на отрасловата производствена структура на българската икономика към еврозоната. – *Икономически и социални алтернативи*, 27(3), 117 – 132.
- Ралева, Ст., Пиримова, В., Марикина, М., Дамянов, Д., Стефанова, Кр., Величков, Н., Пешев, П., Касабов, Д. (2022) Структурна конвергенция на българската икономика към еврозоната. София, Издателски комплекс – УНСС.
- Ралева, Ст. (2020) Структурна конвергенция на икономиките от ЕС: теоретична значимост и измерения. – В: *Икономическа наука, образование и реална икономика: развитие и*

- взаимодействия в дигиталната епоха. Сборник с доклади от Юбилейна международна научна конференция. Варна, Изд. „Наука и икономика“, т. 2, 103 – 116.
- Ралева, С. (2020) Методологични подходи за измерване на структурната конвергенция. – *Научни трудове на УНСС*, ИК на УНСС, бр. 5, 157 – 170.
- Рангелова, Р. (2008) Конвергенцията в неокласическия модел на икономическия растеж. – *Икономическа мисъл*, 6, 48 – 66.
- Рангелова, Р., Бобева, Д., Златинов, Д. (2021) Икономически растеж и конвергенция в Европейския съюз. София, Издателство на БАН „Проф. Марин Дринов“.
- Симеонов, К. (2022) Пътят на България към еврозоната: от Европейското споразумение за асоцииране до ERM II. София, СУ „Климент Охридски“
- Христова-Балканска, И. (2016) Икономическа конвергенция в ЕС и България. Критика на неокласическия икономикс в светлината на глобалната финансово-икономическа криза от 2008 – 2009. Варна, Издателство „Наука и икономика“, 211 – 219.
- Abramovitz, M. (1956) Resource and Output Trends in the United States since 1870. – *American Economic Review*, 46, 5 – 23.
- Angeloni, I., Flad, M., Mongelli, F. (2005) Economic and Monetary Integration of the New Member States. Helping to Chart the Route, European Central Bank Occasional Paper, 36.
- Barro, R. (1994) Economic Growth and Convergence. Institute for Contemporary Studies, San Francisco.
- Barro, R., Mankiw, G., Sala-i-Martin, X. (1992) Capital Mobility in Neoclassical Models of Growth. NBER Working Paper Series, 4206.
- Barro, R., Sala-i-Martin, X. (1990) Economic Growth and Convergence Across the United States. National Bureau of Economic Research Working Paper No. 3419.
- Barro, R. J., Sala-i-Martin, X. (1991) Convergence Across States and Regions. Center Discussion Paper, 629, Yale University, Economic Growth Center, New Haven, CT.
- Barro, R. J., Sala-i-Martin, X. (1992) Convergence. – *Journal of Political Economy*, 100(2), 223 – 251.
- Barro, R., Sala-i-Martin, X. (2004) Economic Growth. 2nd ed., MIT, Cambridge.
- Baumol, W. (1986) Productivity Growth, Convergence, and Welfare, What the Long-Run Data Show. – *American Economic Review*, 76(5), 1072 – 1085.
- Benhabib, J., Spiegel, M. (1994) The Role of Human Capital in Economic Development: Evidence from Aggregate Cross-Country Data. – *Journal Of Monetary Economics*, 34(2), 143 – 173.
- Chenery, H., Robinson, Sh., Syrquin, M. (1986) Industrialization And Growth: A Comparative Study – A World Bank Research Publication, Oxford University Press.
- Christova-Balskanska I. (2019) La Bulgarie Et La Zone Euro – Un Long Chemin Vers Le Rapprochement. – *Revue Internationale des Economistes de Langue Française*, 4(1), 173 – 194.
- Del Hoyo, J., Dorrucchi, E., Heinz, F., Muzikarova, S. (2017) Real Convergence in the Euro Area: A Long-term Perspective. European Central Bank, Occasional Paper Series, 203.
- Denison, E., (1967) Why Growth Rates Differ. Washington: The Brookings Institution.
- Dobrinisky, R., Havlik, P. (2014) Economic Convergence and Structural Change: the Role of Transition and EU Accession. WIIW Research Reports 395, The Vienna Institute for International Economic Studies.
- ECB (2015) Real Convergence in the Euro Area: Evidence, Theory and Policy Implications, – *Economic Bulletin*, 5, 30 – 45.
- Figuat, J.-M., Nenovsky, N. (2006) Convergence and Shocks in the Road to EU: Empirical Investigations for Bulgaria and Romania. William Davidson Institute Working Paper, 810.
- Frankel, J., Rose, A. (1998) The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria. – *The Economic Journal*, 108, 1009 – 1025.
- Friedman, M. (1992) Do Old Fallacies Ever Die? – *Journal of Economics Literature*, 30, 2129 – 2132.

- Höhenberger, N., Schmiedeberg, C. (2008) Structural Convergence of European Countries. CeGE Discussion Paper, 75, Center for European, Governance and Economic Development Research, Göttingen.
- Izlam, N. (1995) Growth Empirics: A Panel Data Approach. – *Quarterly Journal of Economics*, 110(4), 1127 – 1170.
- Imbs, J., Wacziarg, R. (2003) Stages of Diversification. – *American Economic Review*, 93(1), 63 – 86.
- Kirova, S. (2020) The Factors Behind Bulgaria's (Non) Convergence. – *European Journal of Economics and Business Studies*, 6(1), 83 – 94.
- Krugman, P. (1991) Increasing Returns and Economic Geography. – *Journal of Political Economy*, 99(3), 483 – 499.
- Krugman, P., Venables, A. (1995) Globalization and the Inequality of Nations. – *Quarterly Journal of Economics*, 110(4), 857 – 880.
- Krugman, P., Venables, A. (1996) Integration, Specialization and Adjustment. *European Economic Review*, 40(3 – 5), 959 – 967.
- Mankiw, G. (1995) The Growth of Nations. – *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 275 – 326.
- Meddison, A. (1982) Phases of Capitalist Development. Oxford: Oxford University Press.
- Palan, N. (2013) Structural Change and Convergence: An Empirical Analysis of Production Structures in Europe. Europäische Hochschulschriften/ European University Studies/Publications Universitaires Européennes.
- Palan, N., Schmiedeberg, C. (2010) Structural Convergence of European Countries. – *Structural Change and Economic Dynamics*, 21(2), 85 – 100.
- Pirimova, V. (2021) Structural Convergence of Bulgarian Foreign Trade and Exports to the Euro Area. – *Economic Studies Journal*, Issue 5, 93 – 117.
- Quah, D. (1993) Galton's Fallacy and the Convergence Hypothesis. – *Scandinavian Journal of Economics* 95, 427 – 443.
- Raleva, St. (2021) Structural Convergence with the Eurozone: a Comparative Analysis of Bulgaria and Romania. Books of Proceedings of 65th International Scientific Conference on Economic and Social Development. Varazdin Development and Entrepreneurship Agency, Varazdin, Croatia, 114 – 123.
- Raleva, St., Damyanov, D. (2019) GDP Production Structure Convergence of Selected CEE Countries with the Eurozone. Sustainable Development Goals 2030: Challenges for South and Eastern European Countries and the Black Sea Region, Proceedings of the 15th International Conference of ASECU, Sofia, 29 – 41.
- Rangelova, R. (2021) Economic Growth and Development of the Concept of Convergence – Theoretical Basis. – *Economic Studies*, 30(5), 3 – 26.
- Romer, P. (1986) Increasing Returns and Long Run Growth. – *Journal of Political Economy*, 94, 1102 – 1037.
- Romer, P. (1990) Endogenous Technological Change. – *Journal of Political Economy*, 98(5), 2, S71 – S102.
- Sachs, J., Warner, A. (1995) Economic Convergence and Economic Policies, NBER Working Paper Series, 5039, National Bureau of Economic Research.
- Solow, R. (1956) A Contribution to the Theory of Economic Growth. – *Quarterly Journal of Economics*, 70(1), 65 – 94.
- Stattev, St., Raleva, St. (2006) Bulgarian GDP Structures – Convergence with the EU. – *South-Eastern Europe Journal of Economics*, 4(2), 193 – 207.
- Stefanova, Kr. (2020) Structural Convergence of the CEE Countries with the Euro Area: Evidence from the Distribution of Employment between the Economic Sectors, Yearbook of UNWE, PC-UNWE, Issue 1, 49 – 63.

- Stefanova, K., Peshev, P. (2021) Beta and Sigma Convergence of CEE Countries to the Euro Area with Respect to the Employment Structure of Economic Sectors. Book of Proceedings of 66th International Scientific Conference on Economic and Social Development Development, Varazdin Development and Entrepreneurship Agency, Rabat, 87 – 95.
- Velichkov, N., Damyanov, D. (2021) Structural Convergence of Selected South-East European Economies to the Eurozone. Book of Proceedings of 65th International Scientific Conference on Economic and Social Development, Varazdin Development and Entrepreneurship Agency, Croatia, 50 – 60.
- Wacziarg, R. (2004) Structural Convergence. CDDRL Working Papers, 8, Stanford University.
- Zlatinov, D., Atanasov, I. (2021) Absolute and Conditional Convergence: A Story about Convergence Clubs and Divergence in the EU. – *Economic Studies*, Vol. 2, 39 – 55.



## Четвърта глава

### Институционалните условия за членство в еврозоната и защо пътят е по-важен от неговата цел

**Проф. д-р Стефан Петранов, докторант Лиляна Георгиева,  
докторант Радостина Ивчева**

*e-mail:* spetranov@feb.uni-sofia.bg

lgeorgieva@feb.uni-sofia.bg

r.ivcheva@feb.uni-sofia.bg

На 10 юли 2020 г. българският лев и хърватската куна бяха включени във Валутен механизъм 2 (ERM II). Тази стъпка е резултат от процес, започнал още през 2017 г. и развиващ се по Пътна карта, договорена между всички заинтересовани страни – България, Хърватия, страните от ERM II, финансовите министри на страните от еврозоната и Европейската централна банка (ЕЦБ)<sup>1</sup>. И за двете присъединяващи се страни включването е междинен етап – впоследствие се очаква те да се присъединят и към еврозоната, приемайки еврото като единствено средство за разплащане. Това е тяхно задължение по договорите им за присъединяване към Европейския съюз (ЕС), според които те следва да се стремят да се присъединят към еврозоната<sup>2</sup>. Впоследствие България обяви целева дата за въвеждане на еврото 1 януари 2024 г., а Хърватия подходи по-амбициозно и прие за такава дата 1 януари 2023 г.

От гледна точка на еврозоната, включването на България и Хърватия във Валутен механизъм II е стъпка от естествения процес на нейното разширяване. В същото време, от гледна точка на двете страни, то може да е прелюдия към много съществени промени на националния паричен режим и на начина, по който функционират съответните национални институции. Специално в България, макар че има противоречиви мнения, надделява виждането, че членството на страната в еврозоната има повече предимства,

---

<sup>1</sup> На предварителен етап, становище дават Европейската комисия, както и Икономическият и финансов комитет в неговия формат Работна група на еврозоната (EWG).

<sup>2</sup> Всички страни членки на ЕС са поели този ангажимент, с изключение на Дания, която има специален статут – участва в ERM II, но няма задължение да приеме еврото и да стане член на еврозоната.



отколкото недостатъци, че то ще е благоприятно за страната и следователно е желателно.

Процедурата за приемането на дадена страна в еврозоната изисква страната да бъде член на ERM II за най-малко две години. Но изискването за определен минимален период от време е най-малко съществено. Много по-важно е изпълнението на други критерии, защото ERM II всъщност е конструкция, чиято цел е да се провери степента на готовност на дадена страна да приеме еврото. Т.е. по същество въпросът не е във времето, а в степента на готовност, като тя се преценява по формални количествени критерии на базата на пазарни индикатори. Но същевременно в този период на участие в ERM II от страните се очаква да водят макроикономически и структурни политики, които са в синхрон с тези в еврозоната и които да водят до сближаване на икономиките на кандидатстващите страни в по-широк план (извън формалните критерии) с икономиките на страните от еврозоната. Именно тук, при преценката за готовност в такъв по-широк план, могат да възникнат трудности за България.

Процедурата на преход от ERM II към еврозоната е регламентирана в Член 140 и Протокол 13 от Договора за функционирането на Европейския съюз. Приемането става с решение на Съвета на Европейския съюз, но процедурата започва с предложение от Европейската комисия (ЕК) кои държави изпълняват необходимите условия за приемане на еврото. Това предложение се основава на Докладите за конвергенция, които се изготвят от ЕК и ЕЦБ. Обсъждането в Съвета започва при наличие на препоръка от квалифицирано мнозинство от държавите членки на еврозоната. Следват консултация с Европейския парламент и обсъждане в Европейския съвет. А окончателното решение в Съвета се взема с пълно мнозинство от страните членки на ЕС.

Както става ясно от описаната процедура, приемането в еврозоната не е автоматично, а е резултат на решения на съответни органи в определен формат. И тук може да се направи една аналогия с процеса на приемане на България в т.нар. Шенгенско пространство. Въпреки че България отдавна се стреми да се присъедини към държавите членки от Шенгенската група и въпреки че изпълнява техническите критерии за това, страната среща съпротива и решение за нейното приемане не се взема вече повече от десетилетие. Погледнато от този ъгъл, тук възниква следният въпрос. Възможно ли е ситуацията с приемането в Шенгенското пространство да се повтори в някаква степен и България да срещне съпротива за присъединяване към еврозоната, въпреки изпълнението на формалните критерии за членство? Реалистична ли е определената дата 1 януари 2024 г. за приемане на еврото? Възможно ли е периодът на участие в ERM II, преди приемането в еврозоната, да се окаже значително по-дълъг от очакваното? Има ли риск от реализирането на такъв сценарий и трябва ли да се правят опити да се контролира

и намали такъв риск, ако той съществува? Това са въпросите, върху които е фокусирано настоящото изследване.

Поставените в предходния параграф въпроси са разгледани като в първия раздел е направено кратко описание на процеса на кандидатстване на България за участие в Шенгенското пространство, доколкото в последващите раздели се правят аналогии с този процес. Във втория раздел се разглежда детайлно какви са условията за приемане на страната в еврозоната, като се подчертава и анализира наличието на различни по своя характер условия – такива, които са формално описани и са свързани с обективни количествени критерии, и такива, които не са формализирани и са свързани с функционирането на българските институции. Продължавайки логиката на втория раздел, третият раздел се фокусира върху институционалните условия за прием в еврозоната, като разглежда различни аспекти на този въпрос на базата на сравнителен анализ между България и другите страни от ЕС. Подготовката и управлението на процеса на приемане на еврото в България се разглеждат в следващите раздели от материала, а в последния раздел са представени основните изводи от изследването.

## Сагата Шенген

Пътят на България към Шенгенското пространство продължава вече над десетилетие. Заедно с членството си в Европейския съюз, България придобива статут на кандидат-членка за Шенгенската група. Интересен факт е, че пътищата на България и Румъния и в ЕС, и в Шенген, вървят паралелно, като България подава декларация за готовност за присъединяване към Шенген още през 2007 г., а Румъния през 2008 г. През следващите години двете страни преминават подробна и задълбочена оценка за определяне готовността им за прилагането на всички аспекти на достиженията на правото от Шенген: защита на данни, Шенгенска информационна система, въздушни граници, сухопътни граници, морски граници, полицейско сътрудничество и визи. На 29.09.2010 г. Съветът на ЕС публикува проект на решение за пълното прилагане на достиженията на правото от Шенген, включително отмяна на проверките по вътрешните граници, което е признак за пълното изпълняване на необходимите условия. След одобрението на Европейския парламент на 8 юни 2011 г. (като част от консултациите), Съветът по правосъдие и вътрешни работи<sup>3</sup> потвърждава в заключенията си от 9 и 10 юни

---

<sup>3</sup> Съветът по правосъдие и вътрешни работи се състои от министрите на правосъдието и вътрешните работи на всички държави членки, а по въпросите, свързани с Шенгенското пространство, участват и държавите, които са част от него, но не са в ЕС – като Швейцария, Лихтенщайн, Норвегия и Исландия.

2011 г., че двете страни са преминали успешно през процеса по оценка и, следователно, изпълняват всички заложиени провизии от Шенгенското споразумение. Въпреки това решението по този казус се отлага за септември 2011 г. Тогава, поради липса на единодушие за присъединяването на България и Румъния към Шенген, Съветът, под тогавашното полско ротационно председателство, изготвя компромисно предложение с т.нар. подход в „две стъпки“<sup>4</sup> (two-step approach), потвърждавайки ангажимента си за премахване на граничния контрол към двете кандидат-членки, но без да се ангажира с конкретни срокове. Подходът в две стъпки се изразява в първоначално прекратяване на проверките по вътрешните морски и въздушни граници, а след това премахване на проверките по вътрешните сухопътни граници.

Този подход обаче не се реализира. Приема се, че подобно решение е спорно и ще създаде допълнителни пречки и че по-добрият вариант е приемът в Шенген да се случи с един единствен законодателен акт, тъй като в противен случай България и Румъния ще носят отговорностите на членки на Шенгенското пространство, без да имат право на напълно свободно придвижване, без граничен контрол. През следващите години въпросът за приемането на България и Румъния в Шенген е повдиган многократно, но липсва съществено развитие по темата, като липсва дори и обществен дебат.

В края на 2018 г. се предлага проект за резолюция на Европейския парламент за пълния прием на България и Румъния в Шенгенското пространство. Макар и при изпълнение на всички критерии още през юни 2011 г.<sup>5</sup>, членството на България е блокирано от Нидерландия през 2019 г. поради опасения за пропуски в граничния контрол, проблеми с корупцията, организираната престъпност и трафика на хора<sup>6</sup>. Франция също изразява опасения пред присъединяването на България поради съмнения за повсеместното налагане на върховенство на закона<sup>7</sup>. През 2021 г. отново има призови за прием на България и Румъния в Шенгенското пространство, но по казуса липсва както напредък, така и сериозен обществен дебат.<sup>8</sup> Така, в крайна

---

<sup>4</sup> MEPs demand Bulgaria's and Romania's swift accession to Schengen area. (2018) European Parliament. <https://www.europarl.europa.eu/news/de/press-room/20181105IPR18252/meps-demand-bulgaria-s-and-romania-s-swift-accession-to-schengen-area> .

<sup>5</sup> „Бъдещето на Шенген и свободното движение в Европа.“ (2018). Европейски парламент – Новини. <https://www.europarl.europa.eu/news/bg/headlines/security/20180216STO98008/razshirivaneto-na-shenghen-i-svobodnoto-dvizhenie-v-evropa> .

<sup>6</sup> “Dutch minister ‘Blocs’ Bulgaria’s Schengen accession” (2019). Euractiv. <https://www.euractiv.com/section/politics/news/dutch-minister-blocs-bulgarias-schengen-accession/>.

<sup>7</sup> France and Netherlands Remain Unsupportive of Romania, Bulgaria and Croatia’s Schengen Accession. (2020). SchengenVisaInfo News. <https://www.schengenvisa.info.com/news/france-and-netherlands-remain-unsupportive-of-romania-bulgaria-and-croatias-schengen-accession/> .

<sup>8</sup> Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, Rapporteur: Tanja Fajon. (2021). REPORT on the Annual Report on the Functioning of the Schengen Area (2019/2196(INI)). <https://>

сметка, повече от десет години след официалното становище, че България е изпълнила всички критерии за участие в Шенгенското пространство, страната остава извън него. Темата за това включване, широко дискутирана в началото на процеса, която също се счита за национална цел и е обявена за политически приоритет на практика от всички политически сили, все по-слабо попада в общественото внимание и една декада по-късно не е така ясно декларирана сред политическите приоритети на правителствата.

## **Ясни ли са условията за прием в еврозоната?**

В хода на преговорите за включване на българския лев в ERM II, приемането е обвързано с предварителното изпълнение от страна на България на определени ангажменти<sup>9</sup>. Впоследствие някои от тези ангажменти са изпълнени, други са трансформирани в „post-commitments“<sup>10</sup> и съответно ще бъдат преценявани при предстоящото влизане в еврозоната. По този начин през юли 2020 г. българският лев е включен в ERM II.

Продължаването на процеса до включване в еврозоната е регламентирано в Договора за функциониране на ЕС. Както бе подчертано в увода на настоящото изследване, процесът започва с докладите на ЕК и ЕЦБ. Според Чл. 140 на Договора „... Комисията и Европейската централна банка докладват на Съвета относно напредъка, постигнат от държавите членки с дерогация, в изпълнението на техните задължения, във връзка с постигането на икономическия и паричен съюз. Тези доклади включват преглед на съвместимостта между националните законодателства на всяка от тези държави членки, включително устройствените закони на техните национални централни банки, и членове 130 и 131 и Устава на ЕСЦБ и на ЕЦБ. Докладите изследват и постигането във висока степен на устойчива конвергенция...“

Договорът изисква степента на конвергенция да се оценява според изпълнението на следните критерии от страна на всяка държава членка:

- постигане във висока степен на ценова стабилност;
- устойчивост на държавната финансова позиция;
- спазване в нормални граници на отклонение на валутния курс на кандидатстващата валута спрямо еврото;

---

[www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2021-0183\\_EN.html](http://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2021-0183_EN.html) .

<sup>9</sup> Подробности за конкретните ангажменти могат да се видят в първа глава от настоящата монография.

<sup>10</sup> Ангажменти за последващо изпълнение. Такива са реформите в областите: небанков финансов сектор, рамка за управление на държавните предприятия, рамка по несъстоятелността и рамка за борбата с „изпирането на пари“.

- трайност на конвергенцията, отразена в размера на дългосрочните лихвени проценти.

Изброените критерии са доразвити и квантифицирани чрез конкретни пазарни индикатори – т.нар. критерии от Маастрихт<sup>11</sup>. Но в Чл. 140 от Договора се казва още, че „Докладите на Комисията и на Европейската централна банка трябва също така да вземат предвид резултатите от интеграцията на пазарите, състоянието и развитието на салдата по текущите плащания и проучването на развитието на разходите за труд за единица продукция и други ценови индекси.“

Както се вижда, формулировката на чл. 140 изисква всъщност готовността на дадена страна да бъде включена в еврозоната да се преценява според три различни групи от изисквания. Едната група са изискванията за съвместимост на националното законодателство с Устава на ЕСЦБ и ЕЦБ. Към средата на 2020 г., когато българският лев е приет в ERM II, тези изисквания не са спазени. Законът за Българската народна банка не е напълно съвместим с изискванията за независимост, за забрана на монетарното финансиране и за правно интегриране в ЕСЦБ (вж. European Central Bank (2020), European Commission (2020)). Тези изисквания не са спазени и към средата на 2022 г., обаче те са преодолими, добре известни и логични са и става дума за сравнително малки поправки в Закона за БНБ, които могат да бъдат извършени при наличие на политическа воля.

Втората група изисквания са свързани с количествените критерии за конвергенция. Те се оценяват на базата на конкретни пазарни индикатори, което ги прави обективни и лесно проследими. Към средата на 2020 г., когато българският лев е приет в ERM II, България не изпълнява изискванията и на тези критерии. По-точно не е изпълнен критерият за ценова стабилност – средногодишната инфлация към м. март 2020 г. е 2.6% при референтна стойност, според критериите от Маастрихт, от 1.8% (вж. European Central Bank (2020), European Commission (2020)). Разликата не е голяма, но така или иначе съществува, и освен това е много вероятно подобна разлика да съществува и да се задържи за сравнително дълъг период. Българската икономика е в процес на догонване спрямо икономиките от еврозоната, с ценови нива, които са приблизително 52% от средното за еврозоната, като разликата произтича най-вече от цените на услугите. Това предполага почти неизбежно наличието на инфлация, която в средносрочен план да е по-висока от тази в еврозоната. Последното от своя страна означава, че макроикономическата политика трябва да има специален фокус и да се ориентира към антиинфлационни мерки, които да задържат

---

<sup>11</sup> Количествените показатели за критериите, както и коментар за тяхното изпълнение от страна на България могат да се видят в първа глава от настоящата монография.

инфлацията, макар и по-висока от тази в еврозоната, но все пак да остава под референтната стойност.

Останалите критерии от Маастрихт са спазени към датата на приемане на българския лев в ERM II. Дали това изпълнение е устойчиво, т.е. дали то ще се запази и към таргетираната дата за приемане на еврото, както и дали ще бъде възможно инфлацията да бъде държана под контрол, предстои да се види<sup>12</sup>. Ще зависи от развитието на икономиките от еврозоната, както и от развитието на българската икономика. Но от гледна точка на процеса на приемането на страната в еврозоната, позитивното в случая на тази група от изисквания е, че критериите са обективни. Макар те да са възприети преди години, при друга икономическа среда, и да не са замислени да отчитат динамиката на догонващи икономики, каквато е българската, и да има предложения за тяхното ревизиране, все пак те остават ясни и поне не подлежат на спор дали са изпълнени или не.

Не така стоят нещата с третата група изисквания – готовността на страната да бъде оценявана в Конвергентните доклади на ЕК и ЕЦБ като се „... вземат предвид резултатите от интеграцията на пазарите, състоянието и развитието на салдата по текущите плащания и проучването на развитието на разходите за труд за единица продукция и други ценови индекси“. Тази формулировка е доста широка и дава възможност за различни интерпретации и тълкувания. Това, по наше мнение, поражда риск за интегрирането на България в еврозоната, дори при безспорно изпълнение на количествените критерии от Маастрихт и при приемането на съответните промени в нормативната база, които да осигурят съвместимост на националното законодателство с Устава на ЕСЦБ и ЕЦБ.

## **Условията за интегриране, тълкувани в широк смисъл**

Както се вижда от изложението в предния раздел, готовността на дадена страна за приемане в еврозоната може да се тълкува по-тясно, като се разглеждат само нормативните изисквания и количествените критерии от Маастрихт. Или може да се тълкува и по-широко, като се разглеждат и други ценови индекси, както и други фактори, които определят най-общо казано интеграцията на пазарите.

---

<sup>12</sup> Към средата на 2022 г. инфлацията в България продължава да е над референтната стойност. Освен това, критерият за бюджетен дефицит (не повече от 3% от Брутният вътрешен продукт) също не е спазен, но оценката на Европейската комисия е, че това е извънредно и временно състояние, породено от COVID-19 кризата и войната в Украйна. В този смисъл превишаването на бюджетния дефицит засега не се преценява като неизпълнение на критерия.

Тук заслужава да се отбележи, че публичният дебат в България е доминиран от по-тясното разбиране. До този момент в страната не се провежда задълбочена обществена дискусия за ползите и разходите от приемането на еврото като средство за разплащане. Липсват официални анализи на тази тема от държавните институции (например от Министерството на финансите или от Българската народна банка). Освен това, условията за интегриране също не са подробно и задълбочено изследвани от българските анализатори – при какви критерии са се присъединили към еврозоната други страни, какви точно са критериите (изискванията), пред които ще е изправена България. Доколкото има публично достъпни анализи, в тях готовността на страната за приемане на еврото в повечето случаи се разглежда само в контекста на критериите от Маастрихт.

От друга страна, има редица изследвания на различни аспекти на процесите на конвергенция, както на България, така и на други страни от ЕС. Например задълбочен анализ на различни аспекти на конвергенцията на страните от ЕС и страните със статут на кандидат-членки в ЕС може да се намери в Рангелова и др. (2021). Изследване на структурната конвергенция на страните от еврозоната може да се види в Buti&Turrini (2015), а резултати конкретно за България могат да се видят в Raleva (2022) или Raleva (2020). Но според нас въпросите на конвергенцията, макар и свързани с приема в еврозоната, не се припокриват и не са еквивалентни с условията за прием в нея. Защото е възможно дадена страна да изпълнява формулираните критерии за прием и в същото време в редица аспекти да не е конвергирала към страните в еврозоната, както е възможно и обратното – да е конвергирала в много аспекти към страните от еврозоната, но да не изпълнява условията за прием<sup>13</sup>.

В случай, че се възприеме подход, при който готовността за еврозоната се преценява не само по критериите от Маастрихт, но се отчитат още и устойчивостта и интеграцията на пазарите и други (неназовани) индекси, то България определено би могла да срещне сериозни затруднения. Според нас, текстовете на Договора за функциониране на ЕС дават такава възможност и вероятността да се подходи именно по този начин е много голяма.

За горното твърдение може да се съди по съдържанието на конвергентните доклади, които не се ограничават до нормативната съвместимост и критериите от Маастрихт. Докладите на ЕК тълкуват, че според Договора за функционирането на Европейския съюз (ДФЕС) се изисква да се вземат предвид и други фактори, свързани с икономическа интеграция и конвер-

<sup>13</sup> В много от изследванията на конвергенцията към еврозоната се прави разграничение между номинална конвергенция, разбирана като критериите от Маастрихт, и реална конвергенция, разбирана като близост по отношение на БВП на човек от населението, заетост, производителност на труда и др.

генция. Това дава основание да се разглеждат според тяхната дефиниция „допълнителни фактори“, като в тях включват различни ценови индекси, интеграцията на пазара на труда, състоянието на платежния баланс, заключенията на процедурата за проверка на макроикономически дисбаланси и др. В последния Конвергентен доклад на ЕК (European Commission, 2022) се казва, че са изследвани такива допълнителни фактори и че към съответния момент страната няма макроикономически дисбаланси. Но се казва още, че по отношение на определени индикатори, отчитащи бизнес средата, България се представя по-зле от много от страните в еврозоната. Също така се заключава, че има предизвикателства по отношение на институционалната рамка, включително корупцията и ефективността на правителството.

Конвергентните доклади на ЕЦБ следват същата логика. Те също не се ограничават до хармонизирането на нормативната база и критериите от Маастрихт, а разширяват оценката за конвергенцията и до това, което дефинират като „други релевантни фактори“. В тази група се включва анализ на структурните реформи и стабилността на финансовата система (банкова и небанкова). В последния Конвергентен доклад (European Central Bank (2022) по отношение на тези и други релевантни фактори за България ясно се казва, че „постигането на среда, която да е добър проводник на устойчивата конвергенция, изисква икономически политики, ориентирани към стабилност и широкомащабни структурни реформи“. Като структурни реформи, които да допринасят за устойчивостта на конвергенцията, са посочени подобряването на бизнес средата, финансовата стабилност, качеството на институциите и управлението.

Определянето на дадени области като предизвикателства и препоръчането на определени реформи, които да гарантират устойчивост на конвергенцията по същество образуват една група от изисквания, които са неформални в смисъл, че не са формализирани, не са точно разписани и нямат количествено изражение. Но това не значи, че не са важни и не се следят. Напротив, в последно време може да се забележи ясна тенденция институциите на ЕС в подобни ситуации да обръща внимание именно на такива изисквания. Например на европейско ниво вече има нормативен механизъм, който обвързва трансферите на средства по различните европейски фондове и програми с върховенството на закона, преценявано по доклади на ЕК. Приемането на плана за възстановяване и устойчивост на България (Next Generation EU) е забавено, като една от причините за това е изискване от страна на ЕК за конкретни промени в устройството на българската прокуратура и определени закони и реформи, което отново е свързано с върховенството на закона и функционирането на институциите. В контекста на процеса на интегриране в еврозоната, заслужава да се обърне внимание на прессъобщенията на ЕЦБ от 10 юли 2020 г. относно включването на българ-



ския лев и хърватската куна в ЕRM II. В него се подчертава „твърд ангажи-мент“ от страна на съответните органи „да следват стабилни икономически политики с цел запазване на икономическата и финансова стабилност и постигане на висока степен на устойчива икономическа конвергенция.”

Всичките факти, описани по-горе, показват, че ако искаме да преценим рисковете от забавяне на присъединяването на България към еврозоната, от гледна точка на възможно разширено тълкуване на Договора за функциониране на ЕС, трябва да видим къде стои страната по отношение на изтъкнатите неформализирани, но неявно съществуващи, според нас, критерии. Факт е, че слабостите, които се отбелязват и препоръките, които се предписват за България в последните Конвергентни доклади на ЕК и на ЕЦБ (от 2022 г.) до голяма степен съвпадат. Става дума за подобряването на бизнес средата, финансовата стабилност, качеството на институциите, ефективността на правителството и намаляване на корупцията<sup>14</sup>. Тези характеристики не са точно измерими, те подлежат на интерпретация и може да има различни виждания по отношение на тях. Но все пак има начини да се ориентираме, като използваме авторитетни международни наблюдения, за да обективизи-раме преценката, доколкото това е възможно.

## **Ефективност на правителството**

Една от характеристиките, които се препоръчва да бъдат подобрени, е ефективността на правителството. Тя е и ключова по същество, защото всичко останало в края на краищата до голяма степен е свързано със и зависи от нея. Качеството на публичната администрация по принцип е от фундаментално значение за благоденствието на обществото във всеки аспект, а доброто управление и правната сигурност са основата за стабилна социална и бизнес среда. Оценките на ЕК са, че макар да има известно подобрене на ефективността на публичния сектор в България през последните години, страната има съществени управленски дефицити. Тя не се представя добре в планирането, развитието и координацията на политиките. Честите промени в законодателството и контролът върху прилагането му продължават да бъдат предизвикателства и големи пречки пред инвестициите. Законът за обществените поръчки, например, е изменян 11 пъти през 2018 г.<sup>15</sup>

---

<sup>14</sup> Значението на посочените фактори от гледна точка на конкурентоспособността на българската икономика се разглежда в девета глава от монографията.

<sup>15</sup> European Commission, 2020 European Semester: Assessment of progress on structural reforms, prevention and correction of macroeconomic imbalances, and results of in-depth reviews under Regulation (EU) No 1176/2011 / [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/2020-european\\_semester\\_country-report-bulgaria\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/2020-european_semester_country-report-bulgaria_en.pdf).

По-конкретна представа за мястото на България от гледна точка именно на тази характеристика, може да се добие от Световните индикатори за управление<sup>16</sup> – в тази система от показатели има агрегиран индикатор за ефективност на правителството<sup>17</sup>. Мястото на България и Хърватия в сравнение с другите страни от ЕС по отношение на този индикатор е представено на фиг. 1 – отделно за страните от еврозоната и за страните, извън еврозоната.

Както се вижда от графиките, по този показател България е в най-неблагоприятно положение в сравнение с всички страни от еврозоната и е далеч от средното за еврозоната. Стойността на показателя за България е  $-0.07$ , при средна стойност за еврозоната  $1.18$  и най-ниска стойност за Италия от  $0.40$ . В същото време показателят за Хърватия е  $0.44$  и той има по-висока стойност от показателя за Италия и е почти равен с този на Гърция. Нещо повече, България има по-нисък показател и от всички страни в ЕС, които са извън еврозоната, с изключение на Румъния.



**Фиг. 1.** Ефективност на правителството

*Източник:* Worldwide Governance Indicators.

<sup>16</sup> Worldwide Governance Indicators – система от индикатори за различни аспекти на управлението, разработвана от Световната банка и обхващаща наблюдения за над 200 страни и територии.

<sup>17</sup> Индикаторът отчита възприятията за качеството на обществените услуги, качеството на държавната администрация, степента на нейната независимост от политически натиск, качеството на формулирането и изпълнението на политики. По конструкция той е нормиран в границите от  $-2.5$  (най-слабо) до  $2.5$  (най-добро) управление.

## Качество на институциите

В няколко поредни конвергентни доклада на ЕК е записано, че недостатъците във функционирането на институциите в България са съществена пречка пред икономическия и социалния потенциал на страната. В този ред на мисли подобряването на качеството на публичните институции ще спомогне за по-лесна и устойчива интеграция на България в еврозоната. Намаляването на регулаторната и административната тежест и насърчаването на високи стандарти за прозрачност, почтеност и отчетност в публичната администрация спомагат за повишаване на производителността и засилване на конкурентоспособността.

В годишната си оценка от 2020 г. за напредъка по отношение на структурните реформи, предотвратяване и коригиране на макроикономическите дисбаланси съгласно Регламент (ЕУ) No 1176/2011, ЕК отбелязва, че предоставянето на обществени услуги в страната се подобрява, но качеството им варира в широки граници. България е сред най-слабо представящите се държави членки по отношение на качеството и удобството за ползване на обществените услуги<sup>18</sup>.

За целите на настоящото изследване можем да покажем как се представя България по отношение на качеството на институциите в сравнение с останалите страни в Европейския съюз, като се използва докладът Institutional Quality Index (IQI)<sup>19</sup>, изготвен от изследователския център Libertad y Progreso<sup>20</sup>. Мястото на България и Хърватия в сравнение с другите страни от ЕС по отношение на този индикатор е представено на фиг. 2 – за страните от еврозоната и за тези, извън еврозоната.

Сравнено с другите държави от еврозоната, България и Хърватия се представят по-лошо, като единствено в Гърция стойността на показателя е по-ниска. Средното ниво на показателя за еврозоната е 0.8219, докато в България то е 0.6279. Нивото на показателя за качеството на институциите в Хърватия е малко по-високо – 0.6338, докато това в Гърция е 0.5781. По отношение на страните от Европейския съюз, които не са част от еврозона-

---

<sup>18</sup> European Commission, 2020 European Semester: Assessment of progress on structural reforms, prevention and correction of macroeconomic imbalances, and results of in-depth reviews under Regulation (EU) No 1176/2011 / [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/2020-european\\_semester\\_country-report-bulgaria\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/2020-european_semester_country-report-bulgaria_en.pdf).

<sup>19</sup> IQI измерва качеството на институциите в 189 държави въз основа на относителното представяне на тези държави по осем основни показателя: върховенство на закона, гласност, отчетност, свобода на печата, възприемане за корупцията, глобална конкурентоспособност, икономическа свобода, бизнес климат.

<sup>20</sup> Libertad y Progreso е изследователски център за обществена политика, създаден от сливането между СИМА и Foro Republicano.

та, България показва най-нисък резултат, макар и близък до показателите за Хърватия и Унгария.



**Фиг. 2.** Качество на институциите

Източник: Institutional Quality Index.

## Корупция

Друг проблем, който спъва България по пътя ѝ към успешната интеграция във европейските структури, включително и във валутния съюз, според конвергентните доклади е корупцията. Законодателството на ЕС съдържа специално задължение за управляващите органи да въведат основани на риска, ефективни и пропорционални мерки за предотвратяване на измами и корупция. В процеса на интеграция институциите на Европейския съюз и държавите членки споделят отговорността за защита на парите на данъкоплатците и следва да гарантират, че инвестициите дават планираните резултати.

От гледна точка на тази характеристика, оценка за мястото на България по отношение на останалите държави от Европейския съюз, може да се направи с помощта на агрегирания индекс за „контрол на корупцията“<sup>21</sup> от Световните индикатори за управление. Мястото на България и Хърватия, в сравнение с другите страни от ЕС, по отношение на този индикатор е представено на фиг. 3.

<sup>21</sup> Показателят „контрол върху корупцията“ изразява възприятията за степента, до която публичната власт се упражнява за лична изгода. Показателят обхваща различни проявления на корупцията, а като конструкция е нормиран в границите от -2.5 (най-висока корупция) до 2.5 (най-ниска корупция).

Както се вижда от фигурите, по този показател България показва пониски резултати в сравнение с всички страни от еврозоната. Освен че резултатите на страната са далеч от средното за валутния съюз, България е единствената държава, за която показателят е с отрицателна стойност. Нивото на показателя за България е  $-0.27$ , при средна стойност за еврозоната  $0.70$  и най-ниска стойност за Гърция от  $0.06$ . В същото време показателят за Хърватия е  $0.20$ . Също така България има най-нисък показател и от всички страни в ЕС, които са извън еврозоната.



Фиг. 3. Контрол на корупцията

Източник: Worldwide Governance Indicators.

Друг възможен инструмент за сравнителен анализ е публикуваният от Transparency International<sup>22</sup> „индекс на възприятията за корупция“ – (CPI)<sup>23</sup>. Според годишния доклад на организацията за 2021 г. България е държавата в ЕС, чието население има най-силно усещане за корупция по високите етажи на властта. Страната дори влошава позицията си в глобалната класация, като от 76 място през 2020 г. спада с две позиции до 78 през 2021 г., нареж-

<sup>22</sup> Transparency International (TI) е политически безпристрастна коалиция, която осъществява дейността си посредством мрежа от над 90 представителства по цял свят и Международен секретариат в Берлин, Германия. Мисията на организацията е обединяването на усилията на държавните институции, местните власти, частния сектор и медиите с цел провеждането на системни реформи и предприемането на конкретни действия срещу разпространението на корупцията.

<sup>23</sup> Corruption Perception Index се публикува ежегодно от Transparency International. Според него държавите се класират „по техните възприемани нива на корупция в публичния сектор, както са определени от експертни оценки и проучвания на общественото мнение“. Стойностите на показателя варират между 0 и 100 пункта, като 100 пункта показват страна, свободна от корупция.

дайки се до държави като Бенин, Буркина Фасо и Бахрейн. От членките на ЕС с най-близък резултат са Румъния (66 място) и Унгария (73 място).

Тясно свързан с корупцията в дадена страна е размерът на сивата икономика. Това е така, защото именно дейностите от сивата икономика са най-често източникът на средства, чрез които се реализират корупционните практики. От тази гледна точка действителността в България също не може да буди успокоение. Има оценки, че в последните години размерът на сивата икономика, съотнесен към официалния БВП, е от порядъка на 21 – 22% (Petranov, Zlatinov, Atanasov, 2022). В сравнителен план оценките са, че България има най-висок дял на сивата икономика от всички страни от ЕС (вж. Medina&Schneider, 2018; Kelmanson et al., 2019).

## Бизнес среда

Изследването на бизнес средата предполага използването на комплексни и многопластови показатели за анализ. Като понятие, бизнес средата по принцип включва различни аспекти на социалната реалност като възможността за изграждане и разработване на бизнес, достъпа до различни комунални услуги, сложност и тежест на административните процедури и други. Именно поради многообразието от фактори, които понятието включва, е толкова трудно тази характеристика да бъде надеждно изследвана.

За целите на нашето изследване анализът на бизнес средата е направен на базата на два показателя – индексът на Световната банка „Ease of Doing Business“<sup>24</sup> и динамиката на размера на инвестициите в страната.

„Ease of Doing Business“ е широко цитиран и използван показател, основно заради репутацията на Световната банка<sup>25</sup>, като той отчита редица важни за бизнеса характеристики на деловата среда. Независимо от това, ние считаме, че информативността му е ограничена. Причината за това е, че той отчита преди всичко формалната страна на бизнес средата – необходимото време за определени административни процедури (регистрация на фирма например), достъп до комунални услуги, изискван размер на минимално внесен капитал при основаване на фирма, данъчни ставки, процеду-

---

<sup>24</sup> В превод – „лесно правене на бизнес“. Индексът „Ease of Doing Business“ включва 190 страни, като използва 41 индикатора, групирани в 10 раздела, за да анализира и оцени бизнес средата във всяка една страна.

<sup>25</sup> Като подобни показатели могат да бъдат посочени „Business Environment“ на Economist Intelligence Unit и „Business Complexity Index“, съставян и публикуван от TMF Group. Но базите с данни за тези показатели не са пълни – някои от страните, които използваме в нашия сравнителен анализ, липсват и поради това сме се спрели на показателя „Ease of Doing Business“, независимо от това, че неговото публикуване е спряно от 2021 г., заради организационни противоречия в Световната банка.

ри и време, необходимо за регистрация на имоти, защита на миноритарните акционери и др. Всички тези параметри на бизнес средата са безспорно важни, но това са преди всичко регулациите „на хартия“. Практическото прилагане на тези регулации обаче може да се отклонява от това, което е записано „на хартия“. Освен това, интерпретацията на някои от индикаторите, влизащи в състава на индекса, може да не е еднозначна<sup>26</sup>.

Поради изложените аргументи ние използваме и друг показател за бизнес средата, който дава друга гледна точка. Това е относителният дял на инвестициите в Брутния вътрешен продукт (БВП). Нашата логика е, че бизнес средата най-добре може да се разчете чрез пазарни индикатори и по-точно чрез поведението на инвеститорите. При нормални пазарни условия капиталът (инвестициите) се насочва натам, където има най-добра среда за бизнес. Когато условията са благоприятни, частният сектор инвестира в нови проекти, иновира и се възползва от създадените възможности. В такава среда трябва да се очаква относително голям размер на инвестициите. И обратно, недобрата бизнес среда не може да привлича трайно инвеститори и следователно в такава страна ще се наблюдават относително малко инвестиции.

Данните за стойностите на показателя “Ease of Doing Business” за страните от ЕС (от еврозоната и извън нея) са илюстрирани чрез фиг. 4. Според



Фиг. 4. Бизнес среда

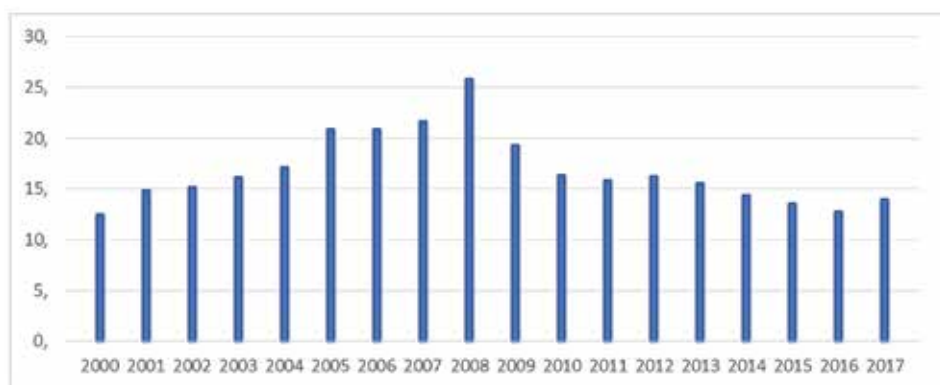
Източник: Световна банка, “Ease of Doing Business Index”.

тях България има по-ниска оценка от средната за еврозоната и е с по-ниска оценка от Хърватия. Бизнес средата в България е оценена като по-лоша от

<sup>26</sup> Например, не е еднозначно ясно дали възможността да се регистрира фирма с 2 лева капитал (както е в България) означава непременно по-добра бизнес среда, отколкото ако има изискване фирма да се регистрира с 1000 лв. минимален капитал.

повечето страни в еврозоната, но все пак по-добра от Малта и Гърция, както и от Люксембург. В сравнение с всички страни извън еврозоната България има най-ниска оценка за бизнес среда. Вторият показател, който настоящото изследване използва като характеристика на бизнес средата, е илюстриран чрез фиг. 5. Данните са за размера на brutното образуване на основен капитал от бизнес сектора, съотнесен към размера на БВП в периода 2000 – 2017<sup>27</sup>. По същество този показател описва динамиката при акумулирането на производствен капитал в България (машини, съоръжения, търговски сгради, транспортни средства и др.), в рамките на съответната година.

От графиката се вижда, че инвестициите на бизнес сектора систематично намаляват от 2008 до 2016 година, което във всички случаи не говори добре за развитието на бизнес средата. В края на периода съотношението на инвестициите към БВП е много ниско, то фактически се връща до нивата от 2000 година. А това е година, когато страната току-що е излязла от най-голямата в новата си икономическа история криза (1997 г.), когато се провежда широкомащабна приватизация и има висока безработица.



**Фиг. 5.** Съотношение между инвестиции на бизнес сектора и БВП (%)

*Източник:* Евростат.

Бизнес средата е важна за всяка една страна заради перспективите ѝ за икономическо развитие. Чуждестранните инвеститори следят показатели, свързани с бизнес средата, подобни на разгледаните от нас и те имат голяма тежест в процеса на вземане на решения относно географска локация, естество и размер на инвестицията. В същото време местните инвеститори усещат средата на собствения си гръб. Но подобряването на средата за бизнес в България е важно, защото тя видимо отстъпва на другите страни, с които страната е в конкуренция, както става ясно от разгледаните данни.

<sup>27</sup> В базата на Евростат няма данни за годините след 2017.



Необходимо е страната да е по-атраaktivна за инвестиционна дейност, за да се създадат перспективи за по-висок растеж и по-добро развитие.

Разгледаните в този раздел евентуални проблеми за процеса на интеграция в еврозоната са всъщност проблеми на цялостното българско икономическо развитие и те са взаимосвързани. Висок и устойчив икономически растеж не може да се поддържа без добре функциониращи икономически, социални и политически институции, които да провеждат ефективни политики. Доброто управление създава доверие, правна стабилност, адекватна съдебна система, относително малка по размер сива икономика и ниска степен на корупция. Тези предпоставки са фундаментално важни за развитие, натрупване и максимално използване на производствените фактори – физически капитал, човешки капитал, социален капитал и рационална инфраструктура<sup>28</sup>. Именно тогава се създава благоприятна среда за стопанска дейност<sup>29</sup>. По този начин взаимно се преплитат разгледаните в настоящия раздел характеристики – ефективност на управлението, качество на институциите, размер на сивата икономика, ниво на корупция. Те са взаимосвързани и си влияят и в крайна сметка оформят средата за икономическо развитие да бъде по-благоприятна или по-малко благоприятна.

Всичко това означава, че ако на процеса на интегриране на България в еврозоната се гледа в контекста на разгледаните институционални проблеми, то този процес ще се забави значително. Защото тези проблеми не могат да бъдат решени бързо и лесно и изискват трудни за прилагане мерки. Но не това е най-важното. Колкото и трудни да са такива мерки, и дори да са болезнени, те са абсолютно нужни за развитието на страната извън контекста на интеграцията в еврозоната.

## **Планиране и подготовка на интеграцията**

Както е подчертано в увода на настоящото изследване, България официално е обявила, че ще се стреми да бъде приета в еврозоната от 1 януари 2024 г.<sup>30</sup> За тази цел Правителството е приело през юли 2021 г. Национален план за приемане на еврото в Република България. Този план обаче е фокусиран изцяло върху техническите аспекти на процеса.

---

<sup>28</sup> Подробно разглеждане на негативната зависимост между размерите на сивата икономика и макроикономическите производствени фактори може да се види в Petranov et al. (2022).

<sup>29</sup> Тези твърдения са в основата на ендогенната теория на икономическия растеж.

<sup>30</sup> Определена в Постановление № 103 от 25 март 2021 г. за изменение и допълнение на Постановление № 168 на Министерския съвет от 2015 г. за създаване на Координационен съвет за подготовка на Република България за членство в еврозоната.

В него се разглеждат различни организационни и комуникационни дейности, имащи отношение към замяната на лева с евро. Въз основа на опита на други страни подробно е описано какво следва да се направи от ангажираните институции – като се започне от запознаване на гражданите с общите аспекти на въвеждането на еврото, мине се през правилата за преизчисляване на цените и други стойности, през процедурите за замяна на пари в брой и конвертиране на левови депозити и заеми с фиксирани и променливи лихвени проценти и се стигне до информираността и защитата на потребителите. Всичко това е абсолютно необходимо за гладкото протичане на процеса на мигриране към еврото и за координирането на администрацията.

Но от Националния план отсъстват два важни елемента. Единият елемент е конкретен график, който да е съобразен с таргетираната дата. В самия Национален план е записано, че такъв график, в който конкретните задачи се обвързват с конкретни срокове и отговорни за изпълнението институции, ще бъдат детайлно разписани впоследствие в План за действие. Но малко повече от две години преди таргетираната дата такъв План за действие с конкретен график липсва.

Вторият липсващ елемент е комплексът от действия, свързан с мерки, които да водят до изпълняване на критериите за приемане на страната в еврозоната. Може да има различни мнения по това дали такъв комплекс от мерки трябва да присъства в Националния план или не. Но не може да има две мнения по въпроса, че такива мерки трябва да се изпълняват, за да може страната да отговори както на правните и икономическите изисквания, така и на изискванията за функциониране на институциите, за да може да стане член на еврозоната.

Настоящото изследване е фокусирано именно върху функционирането на институциите, изисквания за което в неявна форма според нас съществуват. И това налага провеждането на съответни структурни политики. От тази гледна точка може да се твърди, че има голяма степен на неосведоменост и непрозрачност какво точно се изисква и какви точно ангажменти следва да бъдат изпълнени. Както вече бе отбелязано, цялостната тема за еврозоната, за ползите и разходите от приемането на практика не е предмет на информиран публичен дебат в страната. На политическо ниво, макар да доминира виждането, че страната трябва да се присъедини към еврозоната, все пак има някои политически сили, които не споделят това виждане. От друга страна, общественото мнение не е настроено дефинитивно<sup>31</sup>. В съ-

<sup>31</sup> Според проучване на Евробарометър от месец май 2021 г. 54% от респондентите подкрепят въвеждането на еврото, докато 44% – не. В същото време при проведено проучване от агенция Тренд през септември 2021 г. отговорите на въпроса „Вие лично подкрепяте ли или не подкрепяте България да въведе еврото като официална валута вместо лева?“, се раз-

щото време администрацията не е показала публично някакъв официален анализ за ползите и разходите по тази тема. В най-висока степен това се отнася именно до неформализираните институционални изисквания и евентуалните ангажименти на страната, свързани с тях.

ЕС е сложен и развиващ се механизъм. Това важи с пълна сила и за еврозоната. През 2022 – 2023 г. се очаква да влязат нови, допълнителни законодателства на ЕС за интегритета на еврозоната. И съответно към момента на членството България ще трябва да се съобразява и да изпълнява новите изисквания. Те са още в проекция, но за тенденциите при тяхното формулиране може да се съди по изказвания на европейски парламентаристи и публикации на ЕЦБ.

Ето някои примери. Към настоящия момент в Европейския парламент съществува скептицизъм относно влизането на България в еврозоната, както и опасения, че подобно решение би могло да доведе до сериозни проблеми както за страната, така и за останалите страни в обединението. Страните членки не биха приели в еврозоната страна, която е застрашена от нестабилност и евентуална дългова криза. По-консервативните членки на еврозоната, като Германия, считат, че членството в нея е много повече от икономически съюз и държат на силните институции и вътрешната стабилност<sup>32</sup>. Според Свен Гиголд<sup>33</sup> ЕС не трябва да допуска страна членка да става хъб на широкомащабно пране на пари, както се е получило в миналото с Кипър и балтийските държави. Като следствие от това, той счита, че преди да се присъедини към еврозоната България трябва да се справи с проблемите на прането на пари и корупцията. От друга страна, виждането на ЕК е, че борбата срещу корупцията е приоритет за Комисията, тъй като върховенството на правото е основна ценност, както е посочено в чл. 2 от Договора за ЕС<sup>34</sup>. Също така, в публикация на ЕЦБ (Doriguzzi et al., 2020) се излага разбирането, че приемането на еврото трябва да бъде устойчиво в дългосрочен план и според авторите в този аспект фактори като устойчиви икономически структури, финансова стабилност, качество на институциите и управлението също играят много важна роля.

---

пределят по следния начин – 58% от респондентите не подкрепят, а по 21% подкрепят или не могат да преценят.

<sup>32</sup> Amaro, Silvia, Amid Brexit and rising populism – there’s a European country that’s still desperate to join the euro. CNBC. <https://www.cnbc.com/2018/04/23/bulgaria-the-european-country-still-hoping-to-join-the-euro.html> .

<sup>33</sup> Евродепутат от Германия (вж. Emerging Europe, 4.10.2021, Will Bulgaria and Croatia meet their eurozone accession deadlines?).

<sup>34</sup> Отговор на еврокомисар Ферейра на запитване на двама германски евродепутати.

\* \* \*

Изложените факти и проведеният анализ на процеса на интегриране на България в еврозоната показва, че този процес е сложен и може да се натъкне на редица проблеми. Успешното му провеждане ще зависи според нас от изпълнението на три групи изисквания, които страната трябва да изпълни – юридически, количествени (пазарни) и неформализирани (институционални) изисквания за устойчива интеграция на пазарите.

Настоящото изследване е фокусирано върху третата група, която по наше мнение е в много голяма степен negliжирана в публичните дискусии от гледна точка на контекста за присъединяване към еврозоната. Въпросите за ползите и разходите от приемането на еврото като официално средство за заплащане общо казано не са задълбочено дискутирани и липсват сериозни официални анализи в тази насока. Но по отношение конкретно на третата група изисквания може да се каже, че има голяма степен на неразбиране за нейната роля в процеса. Това, че в страната има проблеми с качеството на институциите, върховенството на закона, ефективността на управлението и др. е добре известно. Но това, че тези характеристики може да са пречка за интегрирането в еврозоната, определено е извън общественото внимание. За голямата част от администрацията, анализаторите, както и за общата публика, като условия за прием в еврозоната се възприемат само някои нормативни поправки (юридически изисквания) и количествените критерии от Маастрихт.

Приемът в ERM II се счита за необратима стъпка за присъединяване към еврозоната, като дори ЕЦБ няма право на вето, а само точната дата на прием в еврозоната може да бъде променена. Но въпреки това ние считаме, че дори страната да направи необходимите нормативни промени и да изпълнява критериите от Маастрихт, заради институционалните изисквания има риск страната да попадне в ситуация на блокирано членство, подобно на случая с Шенгенското пространство. Според нас този риск никак не е малък, защото има редица сигнали, че институциите на ЕС ще разглеждат въпроса за „интегрирането на пазарите“ не само в тесния контекст на числовите критерии от Маастрихт, а в по-широкия контекст на дългосрочност, устойчивост, качество и стабилност на институциите и управлението.

Ако рискът от такова тълкуване се реализира, процесът на интегриране на България в еврозоната може да се окаже доста продължителен и далеч да надхвърли официално заявената дата 1 януари 2024 г. Опитът на Литва, Латвия и Естония, които пребивават в ERM II съответно, 9.5, 8.5 и 6.5 години може да е показателен в това отношение.

Ако събитията се развият именно по този начин и приемът в еврозоната се забави значително, това все пак не трябва да се възприема като драма от българското общество. За България е необходимо да положи значителни

усилия за утвърждаването и укрепването на институциите и качеството на управлението и да преодолее проблемите с върховенството на закона, със съдебната система, с относително големия размер на сивата икономика и корупцията. Това е необходимо не толкова и не само за приемане в еврозоната. С функционирането на паричния съвет, с членството в ERM II и Банковия съюз, както и с други елементи, страната така или иначе на практика е частично поне в еврозоната. Но извън конкретиката на еврозоната, всичко това е фундаментално необходимо за развитието и просперитета на българското общество.

Нашето изследване показва, че има сериозен риск процесът на сближаване и интегриране в еврозоната да се окаже много по-труден и по-бавен, отколкото се очаква. Осъзнаването на този риск е първата важна стъпка за неговото контролиране, след което е необходимо да се предприемат определени мерки. В краткосрочен план според нас е необходимо да се извършат и публикуват официални анализи на държавната администрация за ползите и разходите от приемането на еврото, както и да се проведе качествен дебат на тази тема, включително и по институционалните пречки за процеса. Необходим е и реалистичен план за действие, какъвто към момента липсва.

Но това вероятно няма да е достатъчно. В средносрочен план е необходим съществен, неформален напредък по разгледаните в настоящото изследване характеристики чрез подходящи структурни реформи. Трябва да се продължи с мерките за намаляване на сивата икономика и корупцията, с дигитализацията на публичните услуги и обучението на администрацията, с прозрачността на държавните поръчки и върховенството на закона. Тогава интеграцията в еврозоната ще може да се реализира по естествен начин, на практика автоматично. Усилия, които подобряват институционалните характеристики, разгледани тук, е необходимо да се положат заради самото икономическо развитие на страната, извън процеса на приемане на еврото. Това е по-важно от формалното членство в еврозоната. С други думи, в този случай, целта за членство в еврозоната не е толкова важна, колкото е важен пътят, който може да отведе страната до нея.

## Литература

- Величков, Н. (2020) Реална и структурна конвергенция на България към еврозоната. – В: Икономически предизвикателства: криза, шокове, реструктуриране, политики. УНСС.
- Рангелова, Р., Бобева, Д., Златинов, Д. (2021). Икономически растеж и конвергенция в Европейския съюз. Издателство на БАН.
- Buti, M., Turrini, A. (2015) Three waves of convergence – Can Eurozone countries start growing together again? *Vox EU*, CEPR.
- Dorrucci, E., Fidora, M., Gartner, C., Zumer, T. (2020) The European exchange rate mechanism (ERM II) as a preparatory phase on the path toward euro adoption – The case of Bulgaria and Croatia.– *ECB Economic Bulletin*, Issue 8.
- European Central Bank (2020&2022) Convergence report.
- European Commission (2020&2022) Convergence report.
- Kelmanson, B, Kirabaeva, K., Medina, L., Mircheva, B. & Weiss, J. (2019) Explaining the shadow economy in Europe: size, causes and policy options. – *IMF Working Paper*, No. 19/278.
- Medina, L., Schneider, F. (2018) Shadow economies around the world: What did we learn over the last 20 years? – *IMF Working Paper*, WP 18/17.
- Petranov, S., Zlatinov, D., Velushev, M., Georgieva, L., Ivcheva, R. (2022) Shadow economy and production factors: results from an empirical analysis with a panel data set. – *Economic Studies*, Issue 2.
- Petranov, S., Zlatinov, D., Atanasov, I. (2022) The shadow economy in Bulgaria during the period 2006 – 2019. – *Economic Studies*, Issue 5.
- Raleva, S. (2022) Structural convergence with Eurozone: A comparative analysis of Bulgaria and Romania. Proceedings of 65<sup>th</sup> International Scientific Conference on Economic and Social Development.
- Raleva, S. (2020) Bulgarian GDP expenditure structure growth impact and convergence with Eurozone. – *Yearbook of UNWE* (1).



## Пета глава

### Участие в Банковия съюз. Нерешени/нерешими въпроси по промените в Закона за БНБ

Доц. д-р Калоян Ганев

*e-mail:* k\_ganev@feb.uni-sofia.bg

#### Пътят към въвеждането на банков съюз в ЕС

Икономическият и паричен съюз на Европейския съюз (ЕС), изграждането на който формално започна с подписването на Договора за ЕС<sup>1</sup> през 1991 г., е пример за осъществяването на един от последните етапи на икономическа интеграция. Макар от момента на формалното му начало до настоящето да са изминали три десетилетия, може да се счита, че целта за пълна интеграция на икономиките на държавите членки е все още далеч от постигане. Приемането през 1999 г. на еврото като официално платежно средство, заменило съществуващите дотогава национални валути, е несъмнено голяма стъпка напред. Нейното успешно приложение е от огромна важност, особено като се вземат предвид дългите години на недотам ясни перспективи пред посоката на паричната интеграция в миналото, разклатени допълнително при сътресенията на Европейската парична система в началото на 90-те години на XX в.

Последвалите години на икономическа експанзия благоприятстваха позиционирането на новата валута на световните пазари, съответно очертаха положителни перспективи за развитието на Европейския съюз – разбира се, с основен двигател държавите, членуващи в еврозоната. Същевременно тези процеси замаскираха сериозни слабости в институционалната рамка, както и натрупването във времето на значителни проблеми. Всеобщата оптимистична нагласа за продължаващ икономически растеж и просперитет на държавите членки през първото десетилетие на съществуването на еврото доведе до игнорирането на някои ранни индикации за натрупващи се рискове. Поради това на проблемите не беше обърнато подобаващо навременно внимание. Съществена част от тези проблеми бяха свързани с особеностите на провежданата от страна на Европейската централна банка парична

---

<sup>1</sup> Известен още като Договор от Маастрихт, или Маастрихтски договор.



политика и нейните асиметрични ефекти по отношение на икономиките на отделните държави членки на еврозоната. Друга част се дължаха на липсата на работещи механизми за санкции при неизпълнението на установените с Пакта за стабилност и растеж правила от страна на съставляващите еврозоната държави. Последното най-често се свеждаше до лоша фискална дисциплина, генериране на прекомерни дефицити и злоупотреба с временно благоприятните условия за продажба на дългови инструменти на финансовите пазари – оттам и превишаване на допустимото съотношение „държавен дълг/БВП“. Проблеми бяха налице и при надзора над банките, при управлението на капиталовите потоци, при управлението на кредитните рискове (както на ниво държавно управление, така и в частния сектор) и др.

Оптимистичните очаквания се сблъскаха с настъпването на световната икономическа и финансова криза. В самото ѝ начало, т.е. през 2007 г., тя беше локализирана единствено в САЩ. Високата степен на глобална икономическа и финансова свързаност обаче логично доведе до нейното бързо разпространение и върху останалата част от света, в т.ч. и в ЕС. Така посочените по-рано проблеми в еврозоната, съчетани с проявлението на ефектите от натрупани макроикономически дисбаланси и проблеми на частния сектор (вкл. високо ниво на задлъжняване), повече не можеха да останат скрити. Това не само доведе до утежняване на обичайните рецесивни ефекти като свиване на икономическата активност и увеличаване на безработицата, но и до разразяване на вторична криза в рамките на еврозоната. Тази вторична криза произтече предимно вследствие на наличието на неустойчиво високи равнища на държавен дълг в редица държави от еврозоната – по-конкретно Кипър, Гърция, Испания, Португалия и Ирландия. Вследствие на икономическата и финансова криза, към края на 2009 г. и началото на 2010 г. тези държави се оказаха в изключително големи затруднения редовно да изплащат задълженията по държавните си облигации. Основната причина за това беше спирането на притока на външни капитали, увеличаването на бюджетните дефицити вследствие на спада на БВП, съответно наличието на силни затруднения те да бъдат адекватно финансирани, а също и бързо нарастващите равнища на публичен дълг.<sup>2</sup> Съчетанието от висока задлъжнялост на редица държави членки на еврозоната и спад на номиналния БВП доведе до влошаването и на съотношението държавен дълг/БВП. Отделно от факта, че това съотношение е част от фискалния критерий за членство в еврозоната, той се следи много отблизо и от инвеститорите в дългови инструменти, емитирани от правителствата. Ефектът, който произтече, беше значително повишаване на изискуемата доходност на книжата,

---

<sup>2</sup> За подробен анализ на причините за възникването на дълговата криза в еврозоната, вж. например Copelovitch, Frieden and Walter (2016) или Wyplosz (2017).

т.е. на лихвените проценти по дълга, което доведе до допълнителни затруднения за засегнатите държави при неговото изплащане. По този начин се генерира и обратна причинност – от състоянието на публичните финанси към реалната икономика, т.е. резултатът беше вторични спадове в реалната икономическа активност. Накратко, създадох се предпоставки за навлизане в нестихваща спирала от причиняващи се едно друго негативни икономически явления.

Европейският съюз се оказа неподготвен за подобни развития. За да бъде предотвратен колапс на фискалните системи и изпадане в неплатежоспособност на най-силно засегнатите от кризата страни, а също и за да се ограничи разпространението на негативните ефекти върху балансите на кредиторите им, което потенциално крие рискове от поражение на системни кризи на ниво ЕС, бяха предприети спешни *ad hoc* мерки.<sup>3</sup> Поради подготвеността и опита си в подобни обстоятелства, във формулирането и приложението на конкретните мерки беше поканен да участва и Международният валутен фонд (МВФ). Така целият „спасителен екип“, популярно известен като „Тройката“, се състоеше от Европейската комисия, Европейската централна банка и МВФ. Мерките се свеждаха основно до отпускането на спасителни заеми, като условието беше държавите-бенефициенти да приложат строги бюджетни ограничения. За целта беше създадено и дружество със специална инвестиционна цел – т.нар. Европейски фонд за финансова стабилност,<sup>4</sup> а също и т.нар. Европейски механизъм за финансова стабилизация.<sup>5</sup>

Ролята на Тройката и до настоящето се счита за противоречива. Степента на успех, съответно неуспех на нейните действия варира за различните засегнати държави членки.<sup>6</sup> Въпреки това, основната цел все пак беше постигната, а именно да се предотврати разпространението на кризата върху по-големи части от Съюза.

Независимо от краткосрочните решения, осъзнавайки рисковете от повторението на подобни ситуации в бъдеще, Европейският съюз се зае с намирането и на дългосрочни такива. Част от тези решения представляваше институционализирането на Европейския стабилизационен механизъм<sup>7</sup> през втората половина на 2012 г. Неговата основна цел бе да осигурява въз-

---

<sup>3</sup> В конкретния случай спешността на приложението им все пак не следва да се абсолютизира като понятие – от проявлението на кризисните ефекти и отправените молби за подпомагане от страна на засегнатите държави членки до решението за оказване на помощ измина около половин година.

<sup>4</sup> На английски език наименованието е European Financial Stability Facility (EFSF).

<sup>5</sup> От англ. European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM).

<sup>6</sup> Вж. например Clifton, Diaz-Fuentes and Gómez (2018) или Featherstone (2015).

<sup>7</sup> European Stability Mechanism (ESM).

можност за оказване на финансова помощ чрез кредитиране на държави членки на еврозоната, които изпитват ликвидни затруднения, подобни на тези по време на дълговата криза на еврозоната от 2009 – 2012 г.

Въвеждането на банков съюз представлява друга съществена част от дългосрочните решения. То също стартира през 2012 г. Вместо да се фокусира върху възможностите за реакция при криза (каквото е предназначението на Европейския стабилизационен механизъм), неговата концепция беше организирана преди всичко около възможностите за предотвратяването на възникването на кризи от описания тип. Тъй като състоянието на банковите системи в годините преди световната икономическа и финансова криза се считаше за една от основните причини за нейното възникване и разпространение, логично банковият съюз адресира именно него. За основен недостатък беше приет фактът, че всяка държава членка разполага със собствена институционална рамка, която е съобразена преди всичко с национални специфики и потенциално не отчита адекватно влиянието на трансграничната свързаност на банките в условията на свободно движение на капитали. При това положение е налице разпокъсаност както на информацията, така и на съдържанието и обхвата на мерките. Беше сметено, че всичко това води до недооценяване на системните рискове и създава предпоставки за асиметрично влияние върху икономиките на държавите членки не само от страна на външните шокове, но дори и по линия на мерките и политиките, провеждани както на ниво ЕС (в т.ч. от ЕЦБ), така и на национално ниво.

Банковият съюз на ЕС беше основан върху два стълба: Единен надзорен механизъм<sup>8</sup> и Единен механизъм за реструктуриране.<sup>9</sup> Първият от тях дава права на ЕЦБ да осъществява надзор върху всички банки от еврозоната (в т.ч. и чрез провеждане на т.нар. стрес тестове по отношение на балансите им). На практика ЕЦБ осъществява пряко такъв надзор единствено върху т.нар. значими институции,<sup>10</sup> докато за по-малките банки се грижат националните надзорни органи. Вторият стълб се свежда до правилата и процедурите, които Единният съвет за реструктуриране (Single Resolution Board) следва в случаите, когато обстоятелствата<sup>11</sup> не позволяват за дадена неплатежоспособна банка да се приложат ефективно стандартните процедури по несъстоятелност.

---

<sup>8</sup> Single Supervisory Mechanism (SSM).

<sup>9</sup> Single Resolution Mechanism (SRM).

<sup>10</sup> Като значими се определят банките, чиито активи или надхвърлят 20% от банковите активи в страната, в която са регистрирани, или са равни на поне 30 млрд. евро, както и трите най-големи банки в държавите участващи в Банковия съюз на ЕС.

<sup>11</sup> Например, ако процедурата по несъстоятелност предполага рискове за банковата система като цяло, т.е. възможно е вследствие на приложението ѝ да се предизвика нестабилност.

Банковият съюз е безспорно важен елемент от последните етапи на икономическа интеграция на организации от типа на ЕС. Конкретният момент на въвеждането в случая не е в съответствие с някакъв предварително известен график и в този смисъл най-вероятно излиза извън рамките на общите визии и стратегии отпреди кризата. Очевидно той е наложен от екстремните непредвидени обстоятелства. В този смисъл дълговата криза на еврозоната определено може да се разглежда като силен катализатор за неговото въвеждане. Нещо повече, форсирането на въвеждането на Банковия съюз по-рано от очакванията означава и фундаментално предефиниране както на стратегията в нейната цялост, така на отделните стъпки за продължаването на последните етапи на икономическа интеграция до техния успешен край.

## България и Банковият съюз

С оглед на това, че изпълнява функцията на нов елемент на интеграция, надграждащ върху единната валута и единната парична политика, Банковият съюз е задължителен за държавите членки на еврозоната. Това също означава, че единствено тези държави би следвало да имат достъп до механизмите за подпомагане, които този съюз предлага. Съществува обаче възможност държави членки на ЕС извън еврозоната също да участват в Банковия съюз. Тази възможност е формализирана чрез т.нар. механизъм на тясно сътрудничество. От нея към настоящия момент се възползват две държави членки – България и Хърватия.

Първоначално българското правителство изразяваше позицията, че участието на България в Банковия съюз следва да започне успоредно с присъединяването на държавата към еврозоната.<sup>12</sup> Основен аргумент, посочван в публичното пространство, беше, че преждевременното влизане в Банковия съюз означава и преждевременна загуба на суверенитет. В частност това се изразяваше най-вече по линия на схващането, че за БНБ ще бъде невъзможно да осъществява надзорни функции върху най-големите търговски банки в страната, докато същевременно отговаря за тяхната стабилност и капитализация.<sup>13</sup> Разбира се, този аргумент нямаше сериозни основания, тъй като на практика надзорът върху системните институции от страна на ЕЦБ не се осъществява „на тъмно“ – нещо повече, БНБ участва в надзорните екипи със свои представители.

---

<sup>12</sup> Вж. например интервю на финансовия министър по това време Владислав Горанов пред в-к „Капитал“ („Владислав Горанов: До края на годината трябва да знаем имаме ли подкрепа за еврозоната“, Капитал, 30 юни 2017 г.).

<sup>13</sup> Доколкото Европейският стабилизационен механизъм не е приложим за банки извън еврозоната.

През 2018 г. обаче тази позиция претърпя съществена промяна. От една страна, представителите на европейските институции поставиха членството в Банковия съюз като условие за участието на българския лев във Валутния механизъм II.<sup>14</sup> Техният основен аргумент беше фактът, че характеристиките на средата са променени вследствие на дълговата криза на еврозоната. От друга страна, аргументите на България бяха, че такова изискване би довело до неравностойно третиране и фактически промяна в правилата и изискванията за участие в ERM II.

С времето българската позиция еволюира, като постепенно се адаптира към изискванията на европейските институции. Първоначално правителството заяви, че ще подаде молба за тясно сътрудничество с ЕЦБ веднага след като българският лев бъде включен в ERM II. След това то анонсира, че молбите за участие в Банковия съюз и в ERM II ще бъдат подадени едновременно. В крайна сметка, молбата за участие в Банковия съюз беше подадена на 18 юли 2018 г., заедно с тази за участие в ERM II. Очевидно България кандидатства за Банковия съюз далеч преди включването на лева в ERM II, което стартира на 10 юли 2020 г.<sup>15</sup>

Няколко дни преди подаването на молбата за тясно сътрудничество, с оглед на желанието си за допускане до ERM II, България трябваше да се ангажира с редица реформи, описани в т.нар. Писмо за намерение.<sup>16</sup> Заедно с това, няколко седмици по-късно (на 22 август 2018 г.) българското правителство прие План за действие, в който бяха подробно описани мерките, които държавата се ангажира да предприеме в изпълнение на поетите ангажименти до юли 2019 г.<sup>17</sup> Планът беше изпълнен в неговата цялост и в рамките на поставените срокове. Така бяха създадени всички условия за ефективно приложение на механизма за тясно сътрудничество. По-конкретно, в областта на подготовката за участие в Банковия съюз Народното събрание прие изменения в Закона за Българската народна банка,<sup>18</sup> в Закона за кредитните институции и в Закона за възстановяване и

---

<sup>14</sup> Познат на популярно ниво и с английската абревиатура ERM II – от Exchange Rate Mechanism II.

<sup>15</sup> Стартът на процедурата по приемането на България в Банковия съюз бе обявен също на 10 юли 2020 г. Един от елементите на процедурата, който трябваше да приключи преди фактическия старт на тясното сътрудничество, беше определянето на списъка от банки, които подлежат на пряк надзор от ЕЦБ.

<sup>16</sup> Писмото е подписано от Управителя на БНБ и от Министъра на финансите още в края на юни 2018 г. (изходящите номера от двете институции датират от 29 юни 2018 г.).

<sup>17</sup> Планът, както и отчетността по неговото изпълнение, са налични на следния уеб адрес: <https://www.minfin.bg/bg/1291>.

<sup>18</sup> Измененията включваха и елементи, заздравяващи независимостта на Управителния съвет на БНБ, в отговор на критиките, отправени към България с публикуваните от ЕК и ЕЦБ Доклади за конвергенция.

преструктуриране на кредитни институции и инвестиционни посредници. Европейската централна банка същевременно извърши цялостна оценка (състояща се в преглед на активите и стрес тест) на шест български банки: УниКредит Булбанк АД, Банка ДСК ЕАД, Обединена българска банка АД, Първа инвестиционна банка АД, Централна кооперативна банка АД и Инвестбанк АД.<sup>19</sup> В областта на макропруденциалния надзор бяха приети промени в Закона за кредитните институции, с които се въведоха инструменти, даващи възможност за налагане на изисквания към кредитополучателите на ниво банкова система. По отношение на надзора на небанковия сектор от страна на Комисията за финансов надзор беше приет и приложен отделен План за действие, бяха приети изменения и допълнения в редица нейни подзаконовни нормативни актове (наредби),<sup>20</sup> нови указания, заповеди и наръчници, касаещи поднадзорните лица. В областта на рамката, отнасяща се до несъстоятелността, на база на извършен подробен преглед на законодателството бяха изготвени препоръки за справяне с откритите слабости, разработени бяха модел на ефективна електронна система за събиране и публикуване на данни за процедурите по несъстоятелност и стабилизация, както и Наръчник на съдебните процедури за производствата по стабилизация и несъстоятелност. Министерският съвет прие Пътна карта за изпълнение на препоръките,<sup>21</sup> проведени бяха и обучения на съдии, на обучители, на синдици и на доверени лица. С оглед укрепване на рамката, отнасяща се до борбата с изпирането на пари, бяха приети необходимите изменения и допълнения, с които в частност се транспонират т.нар. Четвърта и Пета директива на ЕС.<sup>22</sup> Рамката на управлението на държавните предприятия също претърпя подобрения, изразяващи се в разработването и приемането от Народното събрание на Закон за публичните предприятия. Ратифицирано беше и междуправителственото Споразумение относно прехвърлянето и взаимното използване на вноски в Единния фонд за реструктуриране.

---

<sup>19</sup> Резултатите от тази оценка бяха публикувани на 26 юли 2019 г., при което беше установен капиталов недостиг при две от тях – ПИБ АД и Инвестбанк АД. Планове за решаване на проблема бяха представени пред ЕЦБ от двете банки и бяха предприети и съответните стъпки. (<https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/html/index.bg.html?sk=ECB%20concludes%20comprehensive%20assessment%20of%20six%20Bulgarian%20banks>) .

<sup>20</sup> Преди всичко наредби, с които се прецизира рамката от правила за оценка на активите на застрахователни дружества и пенсионните фондове.

<sup>21</sup> В резултат на следването на Пътната карта, през март 2021 г. правителството предложи сериозни промени, касаещи разпоредбите на Търговския закон в областта на несъстоятелността – най-вече що се отнася до бързината и ефективността на производството. Все още тези промени не са приети от Народното събрание.

<sup>22</sup> Имат се предвид Директива (ЕС) 2015/849 и Директива (ЕС) 2018/843 на Европейския парламент и на Съвета.

От перспективата на настоящето, фактът, че участието на България в Банковия съюз беше обявено заедно с участието ѝ в ERM II може да се интерпретира единствено в положителна светлина. По-конкретно, нежеланието за отстъпки към България, като се имат предвид фактите и предисторията, означава, че европейските институции са били водени от стремеж да се осигури рамка от гаранции, че функционирането на Валутния механизъм II няма да бъде застрашено от проблеми, които кандидатстващата държава евентуално прикрива. Също така, тази неотстъпчивост принуди българското правителство и БНБ да се ангажират да предприемат мерки, които носят и дългосрочни ползи, свързани с по-безпроблемно бъдещо членство в еврозоната. Стартирането на тясното сътрудничество показва и спокойствие и увереност у европейските партньори, че направеното волеизявление за безусловно участие в него от българска страна е необратимо, имайки предвид свършената работа.

Със стартирането на приложението на механизма за тясно сътрудничество от страна на България ЕЦБ пое надзора над т.нар. значими институции в българската банкова система. По-конкретно това бяха Уникредит Булбанк, ДСК, ОББ, Пощенска банка и Райфайзенбанк. Докато първите три от списъка следва да се считат за задължително присъстващи в него (тъй като се нареждат на първите три места по размера на своите активи в страната), то последните две най-вероятно бяха включени в него като елементи от банкови групи със системно значение на ниво ЕС. В списъка не присъстваше Първа инвестиционна банка, въпреки че по размера на своите активи тя превъзхождаше Райфайзенбанк. Разбира се, следвайки официалните правила на Банковия съюз, във всеки един момент тя може да реши да упражни преки надзорни функции както върху ПИБ, така и върху всяка друга търговска банка в България, ако бъде преценено, че обстоятелствата го налагат.

## **Оставащи промени в Закона за БНБ**

Независимо от мащабните изменения в нормативната рамка, които бяха необходими, за да може да се осъществи присъединяването на България към Банковия съюз на еврозоната, както и да започне участието на българския лев във Валутен механизъм II, би било твърде несериозно да се твърди, че остава само да се изчака период от две години, за да бъде прието еврото. Освен че изпълнението на Маастрихтските критерии не е тривиална задача и не може да се приеме за гарантирано, в областта на законодателството предстои също немалко работа, която трябва да бъде свършена.

Най-общо насоките за законодателни промени, които следва да бъдат извършени, бяха очертани в докладите за конвергенция, публикувани от

Европейската комисия и Европейската централна банка през юни 2020 г. и 2022 г.<sup>23</sup> Тези два доклада констатираха съществен напредък в посока хармонизация на българското законодателство с европейските регламенти, но изрично посочиха, че все още са налице проблеми, чието разрешаване предстои.

Не така стои обаче въпросът с някои принципни конституционни положения, които също се отнасят до независимостта на Управителния съвет на БНБ. Според тълкувания на Конституцията на Република България от страна на Конституционния съд, Народното събрание може да отменя свои решения, а изборът на Управител и Подуправители се закрепява юридически именно с такова решение.<sup>24</sup> В този смисъл препоръките на европейските институции за законодателни промени, които въпреки това правно положение да гарантират желаната независимост, крият зад себе си значителна сложност. Тя предполага на практика изменения в Конституцията, които се свеждат до въвеждане на невъзможност за отмяна на предишни решения на Народното събрание. Трудно е да се приеме, че парламентарно представените политически партии ще се откажат лесно от тази възможност на принципна основа, единствено на база на изискванията на конкретния казус.<sup>25</sup> Разбира се, това би създавало непреодолима пречка – или най-малкото съществено забавяне – пред присъединяването на България към еврозоната.

Присъединяването към еврозоната към настоящия момент е възпрепятствано и от съдържанието и общата философия на Закона за БНБ. Законът е писан (а след това и изменян) с мисълта за функционирането на системата на паричен съвет, установена през лятото на 1997 г. В настоящия му вид той по никакъв начин не отразява факта, че в рамките на еврозоната БНБ предстои да изпълнява функции, изцяло съвместими със статута на ЕЦБ и ЕСЦБ, но същевременно несъвместими със статуквото. В частност това се отнася например до инструментите на паричната политика и на политиката на валутни курсове, които в момента са или изцяло, или почти изцяло неприложими, поради ограниченията на паричния съвет.

Тези промени очевидно трябва да се осъществят в разумни срокове преди приемането на България в еврозоната. Ако се приеме, че заявката за членство от 1 януари 2024 г. е сериозна, то вариантите са два. Първият предполага промените да бъдат осъществени в спешен порядък в началото

---

<sup>23</sup> ЕС (2020), ЕСВ (2020).

<sup>24</sup> По аналогичен начин стои въпросът с указите на президента, с които се назначават други членове на Управителния съвет на БНБ.

<sup>25</sup> Тясната специфика на конкретния казус е в определен смисъл доста подвеждаща. На практика описаният кръг от проблеми не касае единствено независимостта на Управителния съвет на БНБ, а и независимостта на много други държавни органи, чийто избор се осъществява по аналогичен начин – например, Комисията за финансов надзор, Комисията за енергийно и водно регулиране, Комисията за защита на конкуренцията и др.



на 2023 г., така че да бъдат отчетени в предстоящите доклади за конвергенция на ЕК и ЕЦБ. На практика този вариант изглежда по-скоро невъзможен, като се има предвид състоянието на законодателния процес в първите месеци от работата на новоизбраното Народно събрание – по-точно готовността на законопроекти за разглеждане в пленарна зала. Вторият – който е и реалистичният – се свежда до извършване на промените до края на първото полугодие на 2023 г. Сроктът се налага от факта, че за да бъде допусната една държава до еврозоната, се изисква да бъде направена *ad hoc* оценка на нейната готовност, която започва обикновено около половин година преди началото на самото членство. Въпреки че вторият вариант дава възможност за отстраняване на несъответствията в рамките на няколко месеца, тези срокове са също доста кратки и изискват концентрирана и ефективна работа от въвлечените институции. Като се има предвид евентуалната промяна в персоналния състав на Управителния съвет на БНБ, наложена от изтичането на мандатите на някои от неговите членове, може да се прогнозира евентуално допълнително забавяне на процесите.

## Потенциални конфликти

Както участието на България в Банковия съюз, така и членството ѝ в еврозоната са често обект на спекулации и явно изразени опасения за последствията върху българската банкова система, от една страна, и икономиката на страната като цяло – от друга. Една част от тях се дължи на недостатъчно разбиране на механизмите на работа на Европейския съюз и еврозоната, а друга – на скрити вътрешнополитически цели и стремеж към умишлено „обработване“ на общественото мнение за тяхното постигане.

Едно от тези опасения е, че с влизането в еврозоната България трябва да участва в капитала на Европейския механизъм за стабилност, което предполага отделянето на значителни средства. Някои от аргументите, с които се подхранват тези опасения, са, че България е бедна държава и това би се отразило силно негативно върху нейния бюджет, оттам и върху финансирането на нормалните социални дейности и предоставяне на публични блага. Други аргументи, които имат сходна основа („бедна държава“) са, че е възможно да се стигне до ситуации, в които средствата, внесени от България, ще се използват за спасяване на далеч по-богати държави. В този контекст явно прозират както недоброто осъзнаване на принципа на солидарността, така и добре осмислената нагласа да се ползва, без да се допринася. Очевидно е, че в случай на необходимост същият този механизъм може да бъде използван за България, като средствата са осигурени от други държави

членки. Тук трябва да се има предвид също, че определената за държавата квота от капитала не следва да бъде внесена наведнъж, т.е. в рамките на една бюджетна година.

Подобно е положението и с участието в Единния механизъм за реструктуриране, за който продължително време се твърдеше, че ще натовари българските банки с непосилни разходи. Това твърдение вече намери достатъчно опровержения във фактите. Например в държавния бюджет за 2021 г. бяха заложили приблизително 81 млн. евро, а в проектобюджета за 2022 г. – 96 млн. евро, които да бъдат преведени към Единния фонд за реструктуриране. Суми от този порядък трудно могат да разклатят публичните финанси на България. Още повече, че в случая се използват средствата, вече натрупани във Фонда за реструктуриране на банките, в който към края на 2020 г. имаше около 700 млн. лв.

В края на 2020 г. БНБ прие Наредба № 40<sup>26</sup>, с която практически беше транспониран моделът на ЕЦБ за финансиране на дейностите по надзора – а именно, чрез заплащане на такси от поднадзорните лица, т.е. от банките. Въпреки че той представлява новост в отношенията между търговските банки и централната банка, в частност предполага нови разходи, размерът на последните не се очаква нито да застраши стабилността и обичайната дейност на банките, нито дори да окаже съществено влияние в ценообразуването на услугите за техните клиенти.

Що се отнася до присъединяването към еврозоната, то главният мит, който се разпространява, е, че то ще доведе до шоково увеличение на цените на всички стоки и услуги.<sup>27</sup> Такова твърдение няма валидна основа, ако се вземат предвид историческите факти и статистическата информация за държавите, които се присъединиха през годините от 1999 г. насам. Същевременно като че ли не се обръща достатъчно внимание на по-фундаменталния проблем за готовността на българската икономика пълноценно да се впише във функционирането на еврозоната. Страната е все още далеч от постигане както на реална конвергенция (т.е. поне изравняване със средните равнища на БВП на глава от населението за ЕС), така и на ценова такава. Ако се приеме, че процесите на конвергенция следва да продължат и след присъединяването на България към еврозоната, то това означава да се постигат темпове на икономически растеж, които са значително по-високи от

---

<sup>26</sup> Наредба № 40 на БНБ от 1 декември 2020 г. за определяне на размера на таксите за покриване на административните разходи на Българската народна банка, произтичащи от функциите по надзор и реструктуриране. Обн. ДВ бр. 105 от 11 декември 2020 г., в сила от 1 януари 2021 г.

<sup>27</sup> В стилизиран вид митът се свежда до твърдението, че в числово изражение цените ще останат същите, но ще се промени валутата, в която те са представени – например това, което струва 1 лв. ще струва 1 евро.

държавите от нейното ядро. Последното означава, че и ценовото равнище ще нараства значително по-бързо, отколкото е допустимо за спазването на критериите за ценова стабилност. В този смисъл държавна политика, насочена към стимулиране на ускорено икономическо развитие би се оказала в директен конфликт с целите на паричната политика, провеждана от ЕЦБ. Като се има предвид фактът, че България се е ангажирала да спазва всички подписани договори (в частност Договора за ЕС), то това автоматично би поставило българската страна в позиция, в която тя не би могла да се защити. Обратният вариант, в който българското правителство реши твърдо да се придържа към спазване на критерия за ценова стабилност означава да се поеме риск в определени ситуации да се прилагат икономически политики, които водят и до охлаждане на икономическата активност. Последното автоматично означава отлагане на постигането на евентуалните цели за реална конвергенция.

В по-обща перспектива България вече е страна и по общеевропейски конфликт, който се отнася до общата философия за бъдещето на икономическата интеграция не само на еврозоната, но и на Европейския съюз като цяло. Става въпрос за разделението на два лагера (условно разделени на „север“ и „юг“) що се касае до това дали интеграцията следва да се основава на фискална дисциплина или на фискални трансфери (Lehner and Wasserfallen, 2019).<sup>28</sup> Докато фискалната дисциплина предполага всяка държава да провежда политики, които са консистентни с постигането на бюджетни баланси в рамките на позволеното от Маастрихтските критерии, то фискалните трансфери предполагат възможността държавите членки да се ползват от бюджетни ресурси, които са генерирани от други държави членки. Редица анализатори свързват материализацията на идеята с издаването на еврооблигации – т.е. дълг от името на ЕС като цяло, а не на отделни държави членки, с които да се подпомагат най-засегнатите икономики в случай на криза. Тази идея среща силна опозиция, тъй като предполага варианти, в които държавите, които ще се възползват от емитирания дълг, може да участват или частично, или изобщо да не участват в неговото изплащане. Както показва и анализът на Lehner and Wasserfallen<sup>29</sup>, въпреки че към този момент попада в групата, подкрепяща фискалната дисциплина, България е със сравнително по-мека позиция спрямо държави като Германия, Нидерландия и Финландия. Тази относителна умереност е обяснима по две причини. Първата от тях е, че фискалната позиция на страната от

---

<sup>28</sup> Вж. също и статията от 20 май 2020 г. на de Manko Bück в испанския вестник El País, озаглавена „Fiscal discipline, European solidarity and the ever elusive question of direction“. <https://agendapublica.elpais.com/noticia/17014/fiscal-discipline-european-solidarity-and-ever-elusive-question-of-direction> .

<sup>29</sup> Ibid.

въвеждането на паричния съвет е като цяло умерено консервативна (изключения представляват едва няколко на брой години от периода), с оглед на необходимостта от запазване на стабилността на паричния режим. Втората се свързва с ясното осъзнаване на факта, че стабилността на икономическото развитие на българската икономика в никакъв случай не е гарантирано и потенциално може да се наложи да се използва помощ от подобни инструменти, ако такава възможност съществува. Дали предстои промяна в тази изразена позиция в една или друга посока зависи в значителна степен от това как българските правителства от настоящето и бъдещето ще съумеят да се справят с икономическите и политическите предизвикателства.

## Литература

- Avgouleas, E., and Arner, D. W. (2017) “The Eurozone Debt Crisis and the European Banking Union: “Hard Choices,” “Intolerable Dilemmas,” and the Question of Sovereignty”, *The International Lawyer*, 50(1, 50th Anniversary Issue), 29 – 68.
- Balassa, B. (1969) *The Theory of Economic Integration*. London: George Allen and Unwin Ltd.
- Busch, D., and Ferrarini, G. (Eds.) (2020) *European Banking Union*. Oxford: Oxford University Press, 2nd ed.
- Clifton, J., Diaz-Fuentes, D., and Gómez, A. L. (2018) “The Crisis as Opportunity? On the Role of the Troika in Constructing the European Consolidation State”, *Cambridge Journal of Regions, Economy, and Society*, 11, 587 – 608.
- Copelovitch, M., Frieden, J., and Walter, S. (2016) “The Political Economy of the Euro Crisis”, *Comparative Political Studies*, 49(7), 1 – 30.
- Donnelly, S. (2014) “Banking Union in Europe and Implications for Financial Stability”, *Studia Diplomatica*, 67(2), 21 – 34.
- European Central Bank (2020) *Convergence Report*. Frankfurt: European Central Bank
- European Commission (2020) *Convergence Report*. Brussels: European Commission.
- Featherstone, K. (2015) “External Conditionality and the Debt Crisis: The ‘Troika’ and Public Administration Reform in Greece”. – *Journal of European Public Policy*, 22(3), 295 – 314.
- Lehner, T., and Wasserfallen, F. (2019) “Political Conflict in the Reform of the Eurozone”, *European Union Politics*, 20(1), 45 – 64.
- Wyplosz, C. (2017) Chapter 1: The Eurozone Crisis: A Near-Perfect Case of Mismanagement. – In: Bourmakis, I., Tsoukis, C., Christopoulos, D. K., and Palivos, T. (Eds.), *Political Economy Perspectives on the Greek Crisis: Debt, Austerity and Unemployment* (pp. 41 – 60). London: Palgrave Macmillan.



## Шеста глава

### Проблемът с адаптирането на нормативната уредба като условие за въвеждане на еврото в България

Доц. д-р Милен Велушев

*e-mail:* mvelushev@feb.uni-sofia.bg

По отношение на етапа на сближаване със страните от Европейския съюз, България често е сравнявана със спътника си при присъединяване към Европейския съюз – Румъния. Това важи и за присъединяването към еврозоната, като понастоящем и двете страни не са въвели еврото като законно средство за разплащане. Но това не означава, че България и Румъния изхождат от едни и същи предпоставки и имат едни и същи ползи и разходи от факта, че още не са изпълнили свой основен ангажимент, поет с подписване на Договора за Европейския съюз. С други думи това, което Румъния очаква в резултат на отлагането на въвеждане на еврото не е същото, което България може да очаква.

На първо място е необходимо да уточним, че за разлика от Румъния, на практика България е квази-член на еврозоната заради паричния си съвет, фиксиран разменния курс между лев и евро още през 1999 г. Този факт означава, че в стратегията си за изпълнение на чл. 3, параграф 4 от Договора за Европейския съюз, гласящ „Съюзът установява икономически и паричен съюз, чиято парична единица е еврото“, България би трябвало да следва специфичен път, начертан от другите страни членки, поддържали фиксиран курс към еврото, а след това присъединили се към еврозоната, а именно Естония, Литва и Латвия, т.нар. балтийски държави. Общото между тези четири страни е, че по време на прехода към функционираща пазарна икономика избраха да поддържат фиксиран валутен курс, ниско отношение между държавен дълг и БВП и да постигнат фискална стабилност (Georgieva, 2012). Различното е, че балтийските държави са географски близки и имат много сходства в икономическото развитие и история, което създава впечатление на външните наблюдатели, че трите държави образуват един блок – балтийска икономика, като тази принадлежност към една икономическа зона често се изтъква като основната причина Литва и Латвия да се присъединят към Европейския съюз по същото време като Есто-

ния, въпреки че само Естония беше включена в първия списък на кандидат членките, чиито преговорен процес започна през 1998 г., докато Литва и Латвия, заедно с България, бяха във втората група, тази която започна преговорния процес през 2000 г. В резултат на преговорите за присъединяване Литва и Латвия бяха причислени към групата в която е включена Естония, а като различна, по-слабо подготвена за присъединяване, България остана във втората група заедно с Румъния.

Всъщност идеята за съществуването на обща икономическа зона преди присъединяването на трите балтийски държави не отговаря на действителността, по това време трите страни не поддържат тесни икономически връзки помежду си, а кооперирането им по време на прехода е ограничено. Затова пък изглежда, че тъкмо отношението на Европейския съюз като към една икономическа общност до голяма степен е повлияло на по-бързото икономическо развитие на трите балтийски държави в сравнение с това на България. Фактът, че отначало Европейският съюз кани само Естония да се присъедини с първата група държави кандидат-членки предизвиква у останалите две интензифициране на процеса по създаването и утвърждаването на социални и икономически институции, включително бързото и пълно възприемане на всички препоръки на Европейския съюз, така че да ускорят процеса на присъединяване и да не отпаднат от това, което от гледна точка на Съюза представлява обща прибалтийска икономическа зона (Ozolina, 1999). Желанието да се интегрират възможно най-пълноценно в Европейския съюз, което личи и от амбицията да влязат в еврозоната демонстрира, че трите възприемат тази обща за всички държави членки цел по сходен начин. И понастоящем при развитието на балтийските държави се наблюдава елемент на конкурентно сътрудничество – въпреки сходствата в експортната си специализация и структурата на икономиката, всяка от тях иска да демонстрира способност да води групата или поне да конкурира успешно традиционния лидер – Естония. Техните темпове на растеж са свързани, а показателите за потреблението, инвестициите, държавните разходи и трудовия пазар са сходни (Poissonnier, 2017).

За разлика от балтийските държави, България не принадлежи към някаква реална или наложена с политически цели икономическа зона, нито е сред тези страни членки, които демонстрират ясна амбиция да станат интегрална част от Европейския съюз като изпълняват стриктно и бързо всички поети с договорите за Европейския съюз ангажименти. Географски ситуирана в традиционно нестабилен политически и икономически регион, тя е единствената страна, поела по пътя на поддържане на фиксиран валутен курс с цел постигане на ценова стабилност. От тази гледна точка нейният път на икономическо развитие в рамките на Европейския съюз е различен от този на Румъния, която провежда активна парична политика и успява да

поддържа плаващ валутен курс, отговарящ на целта ѝ да управлява темпа на инфлация. В резултат валутният ѝ курс се движи с предвидима норма на обезценяване на леята спрямо еврото, като така се осигурява и конкурентоспособност на износа и предвидимост за инвеститорите, като в същото време се обезкуражават спекулациите, които могат да предизвикат валутна криза (Milea, 2016).

До настоящия момент и двете страни не са изпълнили задължението за конвергенция на икономическите показатели, така че спрямо тях се прилага разпоредбата на чл. 139, пар. 1 от Договора за функциониране на Европейския съюз (ДФЕС). Според нея държавите членки, за които Съветът на Европейския съюз счита, че не изпълняват условията за приемане на еврото, са държави членки с дерогация. Това означава, че спрямо тях не се прилагат някои разпоредби на Договора за функционирането на Европейския съюз по отношение на задълженията, свързани с: а) общи насоки на икономическите политики на еврозоната; б) принудителни мерки за справяне с прекомерни дефицити; в) цели и задачи на Европейската система на централните банки; г) емитиране на евро; д) актове на Европейската централна банка; е) мерки относно използването на еврото; ж) парични споразумения и други мерки, свързани с политиката по определянето на обменните курсове; з) определяне на членовете на Изпълнителния съвет на Европейската централна банка; и) решения за определяне на общите позиции по въпроси от особено значение за икономическия и паричен съюз; ѝ) мерки за осигуряване на единно представителство в международните финансови институции и конференции. Тоест държавите членки с дерогация са свободни да не спазват разпоредбите на Договора за функционирането на ЕС, насочени към уеднаквяване и координиране на икономическите политики на страните членки от еврозоната, за тях не се отнасят принудителните мерки при допускане на прекомерни дефицити и могат временно да не уеднаквят законодателството си с разпоредбите на уставите на Европейската система на централните банки и на Европейската централна банка. Нещо повече, за тях актовете на ЕЦБ не са задължителни. Ясно е, че дерогацията е инструмент, създаден, за да се осъществи преход от икономика със собствена икономическа и парична политика, към икономика в условията на тясно координиране на икономическите политики на страните членки с оглед постигането на общи цели, така както е записано в чл. 119, пар. 1 ДФЕС. Прилагането на този инструмент трябва да отговаря на целта на самия Договор – да се достигне такъв етап в икономическото развитие, когато страната членка ще има икономически и финансови показатели, близки до тези на вече приетите страни членки. Но Румъния и България са в дерогация по силата на различни мотиви. Румъния не е канена да се включи към Европейския валутен механизъм, а официалната позиция, изразена от двама премиери е, че



страната ще се присъедини към еврозоната през 2027 – 2028 г., когато БВП на човек от населението ще е по-близък до средната стойност за страните в Евросъюза. Според информация на Постоянното представителство на Румъния в Европейския съюз правителството първо ще се фокусира върху „възстановяването на макроикономическите баланси“ и чак след това ще работи за приемането на единната валута<sup>1</sup>. Докато България възприема друг подход – неин деклариран от политиците основен приоритет е възможно най-бързо влизане в еврозоната и по тази причина през 2020 г. тя получи разрешение да се включи в Европейския валутен механизъм и Банковия съюз на ЕС.

Желанието на Румъния да отлага е обусловено от факта, че за нея е важно да формулира и следва самостоятелна стратегия за постигане на обществено значимата дългосрочна цел за пълна интеграция на икономиката ѝ с тази на Европейския съюз. Тя не е сама в този подход – Полша, Чехия и Унгария също поддържат тезата, че дерогацията е успешен инструмент за икономическо развитие, предхождащо етапа на конвергенция. И това не е само мнението на политическата върхушка. Според проведено през май 2021 г. проучване на Евробарометър в държавите, които още не са въвели еврото<sup>2</sup>, 72% от гражданите смятат, че страните им не са готови да въведат еврото, и въпреки че мнозинството (57%) искат еврото да бъде въведено, 36% от запитаните заявяват, че въвеждането трябва да стане не веднага, а след известно време. Според същата статистика за разлика от трите централноевропейски държави с дерогация, в Румъния има по-висок процент желаещи (46%) еврото да се приеме веднага, но в същото време, подобно на тенденцията в останалите участващи в проучването страни, нараства процентът на запитаните, които смятат, че Румъния не е готова да приеме еврото (от 62 на 69% за една година). Най-силна теоретична поддръжка за такива опасения може да се открие в макроикономическата теория за оптималната валутна зона, която е използвана частично<sup>3</sup> при формулиране на критериите за въвеждане на еврото в условията на свободно движение на хора и капитали в рамките на Европейския съюз. Според Czeniak & Smolenska (2019) за да се вземе решение за въвеждане на еврото е необходим количествен и качествен анализ на:

---

<sup>1</sup> Съобщение, публикувано на сайта на Постоянното представителство на Румъния в Европейския съюз <https://ue.mae.ro/en/node/1457> (посетен на 22.06.2022 г.).

<sup>2</sup> <https://europa.eu/eurobarometer/surveys/detail/2284> (посетен на 22.06.2022 г.).

<sup>3</sup> Теорията е симплистична и е формулирана при множество ограничителни допускания, например в нея не съществуват политически цели, очакванията са стационарни, предпочитанията са постоянни, заплатите и цените са еластични, съществува фискална интеграция и сходство в структурите на икономиките и в техния размер, икономическите цикли са синхронизирани, действа законът за единствената цена и др.

– Ползите от въвеждането, които са свързани с по-ниски транзакционни разходи, по-ниски лихвени проценти за частния сектор и по-ниски разходи за обслужване на публичния дълг, нарастване на обема на износа, нарастване на инвестициите и потреблението, участие в разпределението на печалбата на ЕЦБ, по-нисък политически риск за чуждестранните инвестиции, по-голяма резистентност на спекулативни атаки, достъп до бюджета на еврозоната.

– Разходите, които са свързани с отказ от възможността да се провежда автономна парична политика, което е съществено притеснение за страни, поддържащи плаващ валутен курс с цел да се абсорбират вътрешни и външни макроикономически шокове, отказ от възможността да се въздейства върху производителността с цената на по-висока инфлация, т.е. отказ от ефекта Баласа–Самюелсън (страните с по-висок икономически растеж имат по-висока инфлация), нарастване на риска от балон в имотния пазар.

Въпреки че в това изследване са анализирани само данни за Полша, заключенията се отнасят за всяка страна членка в сходно на нейното положение. Само в случай на превес на ползите над разходите може да се приеме, че страната е постигнала това икономическо развитие, което предполага успешна конвергенция и допуска въвеждане на еврото. Логично е страните членки с плаващ валутен курс да виждат повече потенциални разходи и по-малко ползи, отколкото тези с фиксиран валутен курс по простата причина, че при първите провеждането на автономна парична политика позволява ефективно да се управлява вътрешното ценово равнище, докато при вторите, особено такива с малка отворена икономика, паричната политика се провежда от централната банка на валутата котва, като евентуалните разлики в инфлацията между страната с валутата котва и страната със закотвената валута могат да застрашат фиксирания валутен курс, поради което тенденцията е към уеднаквяване на размера и темповете на тази инфлация (Melvin & Norrbin, 2017), а това ограничава проявата на ефекта Баласа–Самуелсън.

Това означава, че за разлика от случая с балтийските страни, където видът и отношението между разходите и ползите са сходни за всяка от тях, отлагането на въвеждането на еврото в България и в Румъния е свързано с различна алтернативна цена. Алтернативата за Румъния е надеждата, че самостоятелната парична политика ще доведе до по-бърз, догонващ растеж. За България това не е така, защото всяко повишаване на инфлацията над тази в еврозоната означава натиск върху валутния курс, т.е. тя не разполага с основен инструмент за догонващ растеж, така че нейната най-висока полезност е в бързо въвеждане на еврото. Следователно за Румъния е изгодно засега да не изпълнява Маастрихтските критерии, залегнали в Докладите за сближаване, които Европейската централна банка и Европейската комисия изготвят на всеки две години, докато за България е важно да успее да се

присъедини бързо, следвайки примера на останалите три страни, присъединили се към Европейския съюз в условията на фиксиран валутен курс.

Затова е любопитно, че Докладите за сближаване всъщност не показват желание за бързо въвеждане на еврото от страна на България и това най-силно личи в частта, обсъждаща съответствието между националното и Общностното законодателство по повод правомощията и задълженията на Българската народна банка или така наречения раздел „Преглед на съответствието на националното законодателство с Договорите“ на периодичните доклади на ЕЦБ и ЕК за сближаване. Това е така, защото докато евентуалното непокриване на икономическите критерии като ценова стабилност, състояние на бюджета, валутен курс или дългосрочен лихвен процент може да се дължи на комбинация от обективни, външни за икономиката на страната причини и на погрешни вътрешни икономически политики, свързани с несигурността при предвижданията на бъдещото представяне, при частта със съответствието на местното законодателство с общностното е еднозначно ясно какво и как трябва да се подобри, за да се покрият тези критерии и то е изцяло в правомощията на местната законодателна власт. Освен това съществува и примерът на вече приключили с периода на дерогация страни членки, свидетелстващи, че ако бързо и ефективно променят законодателството си, така че да отговаря на препоръките на ЕЦБ за изпълнение на критериите за сближаване, могат да получат покана за въвеждане, дори да не покриват всички икономически критерии. Така например от Доклада за сближаване за 2022 г. става ясно, че Хърватия не покрива икономическия критерий, свързан с отношението между държавен дълг и БВП<sup>4</sup>, но затова пък за краткото време, в което е член на Европейския съюз, тя е адаптирала напълно законодателството, отнасящо се до въвеждането на еврото, така че Европейската комисия е намерила достатъчно основания да препоръча на Съвета на ЕС да разреши на страната да въведе еврото от 01.01.2023 г.

В случая с България подобна експедитивност при адаптиране на законодателството, касаещо въвеждане на еврото, не се наблюдава. Напротив, виждат се обезпокоителни тенденции, които говорят, че желанието на законодателната власт е да поддържа статута на страна в дерогация. Ето какъв е напредъкът по синхронизиране на законодателството на България с препоръките от докладите за сближаване на ЕЦБ и ЕК:

---

<sup>4</sup> Според Доклада за сближаване за 2022 г. това отношение е било 79% през 2021 г., докато критерият поставя горна граница от 60%.

**Таблица 1.** Прогресът на България по адаптиране на законодателството според Докладите за сближаване на ЕЦБ (Разпоредби от националното законодателство, които ЕЦБ смята за проблематични с оглед независимостта на НЦБ в рамките на ЕСЦБ или последващото интегриране на БНБ в Евросистемата)

	2008	2010	2012	2014	2016	2018	2020	2022
Съответствие на националното законодателство								
Институционална независимост	Несъответствие на чл. 44 от ЗБНБ с чл. 108 от ДФЕС и чл. 7 от Устава на ЕСЦБ и ЕЦБ	Несъответствие на чл. 44 от ЗБНБ с чл. 130 от ДФЕС и чл. 7 от Устава на ЕСЦБ и ЕЦБ	Несъответствие на чл. 44 от ЗБНБ с чл. 130 от ДФЕС и чл. 7 от Устава на ЕСЦБ и ЕЦБ	Несъответствие на чл. 44 от ЗБНБ с чл. 130 от ДФЕС и чл. 7 от Устава на ЕСЦБ и ЕЦБ	Несъответствие на чл. 44 от ЗБНБ с чл. 130 от ДФЕС и чл. 7 от Устава на ЕСЦБ и ЕЦБ	Несъответствие на чл. 44 от ЗБНБ с чл. 130 от ДФЕС и чл. 7 от Устава на ЕСЦБ и ЕЦБ	Несъответствие на чл. 44 от ЗБНБ с чл. 130 от ДФЕС и чл. 7 от Устава на ЕСЦБ и ЕЦБ	Чл. 44 от ЗБНБ напълно съответства на чл. 130 от ДФЕС и чл. 7 от Устава на ЕСЦБ и ЕЦБ











Политика на валутния курс	Членове 28 – 31 от ЗБНБ не упоменават правомощията на Съвета на ЕС и на ЕЦБ в тази област	Членове 28, 31, 32 от ЗБНБ не упоменават правомощията на Съвета на ЕС и на ЕЦБ в тази област	Членове 28, 31, 32 от ЗБНБ не упоменават правомощията на Съвета на ЕС и на ЕЦБ в тази област	Членове 28, 31, 32 от ЗБНБ не упоменават правомощията на Съвета на ЕС и на ЕЦБ в тази област	Членове 28, 31, 32 от ЗБНБ не упоменават правомощията на Съвета на ЕС и на ЕЦБ в тази област	Членове 28, 31, 32 от ЗБНБ не упоменават правомощията на Съвета на ЕС и на ЕЦБ в тази област
Международно сътрудничество	чл. 5, чл. 16, т. 12 и чл. 37, ал. 4 от ЗБНБ не посочват правомощията на ЕЦБ в тази област	чл. 5, чл. 16, т. 12 и чл. 37, ал. 4 от ЗБНБ не посочват правомощията на ЕЦБ в тази област	чл. 5, чл. 16, т. 12 и чл. 37, ал. 4 от ЗБНБ не посочват правомощията на ЕЦБ в тази област	чл. 5, чл. 16, т. 12 и чл. 37, ал. 4 от ЗБНБ не посочват правомощията на ЕЦБ в тази област	чл. 5, чл. 16, т. 12 и чл. 37, ал. 4 от ЗБНБ не посочват правомощията на ЕЦБ в тази област	чл. 5, чл. 16, т. 12 и чл. 37, ал. 4 от ЗБНБ не посочват правомощията на ЕЦБ в тази област
Други	чл. 61 и чл. 62 от ЗБНБ не признават правомощията на ЕЦБ да налага санкции	чл. 61 и чл. 62 от ЗБНБ не признават правомощията на ЕЦБ да налага санкции	чл. 61 и чл. 62 от ЗБНБ не признават правомощията на ЕЦБ да налага санкции	чл. 61 и чл. 62 от ЗБНБ не признават правомощията на ЕЦБ да налага санкции	чл. 61 и чл. 62 от ЗБНБ не признават правомощията на ЕЦБ да налага санкции	чл. 61 и чл. 62 от ЗБНБ не признават правомощията на ЕЦБ да налага санкции

Заклучение	ЗБНБ не е съобразен с всички изисквания за независимост на централната банка и за интеграция в Евросистемата	ЗБНБ и Законът за предотвратяване и установяване на конфликт на интереси не са съобразени с всички изисквания за независимост на централната банка, със забраната на финансиране чрез монетаризация и с изискванията за правна интеграция в Евросистемата	ЗБНБ и Законът за предотвратяване и установяване на конфликт на интереси и Законът за кредитните институции не са съобразени с всички изисквания за независимост на централната банка, със забраната на финансиране чрез монетаризация и с изискванията за правна интеграция в Евросистемата	ЗБНБ, Законът за предотвратяване и установяване на конфликт на интереси и Законът за кредитните институции не са съобразени с всички изисквания за независимост на централната банка, със забраната на финансиране чрез монетаризация и с изискванията за правна интеграция в Евросистемата	ЗБНБ, Законът за предотвратяване и установяване на конфликт на интереси и Законът за кредитните институции не са съобразени с всички изисквания за независимост на централната банка, със забраната на финансиране чрез монетаризация и с изискванията за правна интеграция в Евросистемата	ЗБНБ не е съобразен с всички изисквания за независимост на централната банка, със забраната на финансиране чрез монетаризация и с изискванията за правна интеграция в Евросистемата
------------	--	---	--	---	---	---

Източник: Собствена систематизация на информация от доклади за сближаване, публикувани от Европейската централна банка на <https://www.ecb.europa.eu/pub/convergence/html/index.en.html> (посетен на 25.06.2022 г.).

От така направената систематизация ясно личи, че при наличие на политическа воля необходимите законодателни промени са отстранени, защото понастоящем засягат няколко члена в два закона. С достатъчна увереност може да се твърди, че тяхната поправка ще доведе до констатация на ЕЦБ, че липсват несъответствия между местното и Общностното законодателство по повод въвеждането на еврото. Но две особености правят впечатление. На първо място е очевидно нежеланието на законодателя да предвиди правомощия на ЕЦБ за провеждане на парична политика, събиране на статистическа информация, управление на международния валутен резерв на страната, управление на платежни системи, емитиране на банкноти, избор на независими одитори, финансово отчитане, политика на валутния курс, международно сътрудничество и др., въпреки че е напълно възможно такива разпоредби да бъдат приети при условията на обвързване на влизането им в сила с датата на въвеждане на еврото. На второ място се създава впечатлението, че извършваните промени в местното законодателство систематично не се съобразяват с препоръките на ЕЦБ и на Европейската комисия. Например, още с приемането му, в Закона за предотвратяване и установяване на конфликт на интереси е предвидена възможност за отстраняване на членове на УС на БНБ на основания, различни от основанията, които са допустими според чл. 14.2 от Устава на ЕСЦБ и ЕЦБ. Този закон е изменян седем пъти между Доклада за сближаване от 2010 г., когато за първи път ЕЦБ е констатирала въпросното несъответствие и този за 2018 г., но промяна в закона, целяща отстраняване несъответствието така и не е направена тогава. Нещо повече, през януари 2018 г. разпоредбата е изцяло отменена по силата на Закона за противодействие на корупцията и за отнемане на незаконно придобитото имущество, но това е само защото същата разпоредба е възпроизведена в този закон. Едва през 2021 г. Законът за противодействие на корупцията и за отнемане на незаконно придобитото имущество е поправен така, че да признае превъзходството на Устава на ЕСЦБ и ЕЦБ пред разпоредбите на този закон. Тази единадесетгодишна сага за въвеждането на едно просто правило, гарантиращо независимостта на членовете на Управителния съвет на БНБ, в чиито правомощия е да формулират и да осъществяват паричната политика демонстрира дълбокото неразбиране от страна на местния законодател за ролята на този орган и най-вече фактът, че с присъединяването към Евросистемата той ще действа като част от наднационален орган и затова са необходими гаранции, че местните власти няма да могат да му влияят.

Примери като този доказват, че българското общество, начело с политическите му представители, не е напълно наясно какви задължения са поети с подписването на Договора за Европейския съюз и Договора за функционирането на Европейския съюз, респективно с това какви са разходите при изпълнение на поетите по силата на тези договори задължения. От друга

страна, не са добре осъзнати ползите от по-пълното сближаване, което се цели с въвеждането на еврото. Като страна, която доброволно се е отказала от управлението на плаващ валутен курс като инструмент за ускоряване на икономическия растеж, България не разполага с валидна алтернатива, оправдаваща забавяне на присъединяването към еврозоната. Нещо повече – въвеждането на еврото означава, че България ще стане една от страните, където се провежда единна парична политика за ценова и финансова стабилност по линия на Евросистемата, освен това като член на еврозоната ще получи достъп до ресурси като тези, предвидени в Пакта за стабилност и растеж за управление на фискални дисбаланси, като всичко това ще спомогне постигането на растеж, без да се създава напрежение върху обменния курс на местната валута.

\* \* \*

Политиката по отношение на уеднаквяване на вътрешната нормативна уредба с Общностната е еманация на ирационалното вярване, че България може да спечели от удължаването на дерогацията. Но това заключение е плод на когнитивна заблуда, евристика, а не на задълбочен анализ на възможните алтернативи и ползите и разходите, свързани с тях. В тези условия отлагането на по-пълното сближаване на страната с останалите държави членки на Европейския съюз създава впечатление, че българското общество е разколебано по отношение на членството на страната в Съюза, което носи политически и икономически негативи. Особено като се има предвид, че когато не може да управлява валутния си курс, България не може да демонстрира достатъчно потенциални ползи от дерогацията, за да аргументира удължаването ѝ с рационални аргументи. Така единственият възможен път към устойчиво икономическо развитие минава, наред с покриването на икономическите критерии за конвергенция, през бързо и качествено съобразяване на вътрешното законодателство с разпоредбите на Общностното. Проблемът е, че въпреки достатъчното теоретични доказателства за ползите, българското общество продължава да се колебае дали те надвишават разходите, които то си внушава, че ще произлязат от присъединяването към еврозоната. Това най-ясно личи от темповете и качеството на иницираните и проведени от изпълнителната и законодателната власт промени в нормативната уредба, имащи за цел постигане на сходство на местното с Общностното законодателство и утвърждаващи примата му, в частност законодателството, свързано с еврото. Така че, независимо кога България ще бъде допусната в еврозоната, същинският въпрос дали нейното общество може да оцени правилно размерите на ползите и разходите от добросъвестното спазване на направените уговорки в договорите за ЕС ще остане валиден дълго след това.

## Литература

- Czeniak, A. & Smolenska, A. (2019) Poland without the euro – A cost benefit analysis. Polityka Insight Research. [https://cadmus.eui.eu/bitstream/handle/1814/65788/Polityka\\_Insight.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://cadmus.eui.eu/bitstream/handle/1814/65788/Polityka_Insight.pdf?sequence=1&isAllowed=y) (достъпен на 22.06.2022 г.).
- Georgieva, E. (2012) The Economies of the BELL Countries (Bulgaria, Estonia, Latvia and Lithuania) after Their EU Accession. – *Review of European Studies*, Vol. 4, No. 5, 191 – 202.
- Groll, D. (2020) Monetary Policy as an Optimum Currency Area Criterion. – *International Journal of Central Banking, International Journal of Central Banking*, vol. 16(6), 331 – 393.
- Melvin, M. & Norrbin, S. (2017) *International Money and Finance* (Ninth Edition). Academic Press.
- Milea, C. (2016) Exchange Rate Evolution in Romania – Effects on the Financial-Monetary Market. – *Financial Studies* – 4/2016, 17 – 36.
- Ozolina, Z. (1999) The Impact of the European Union on Baltic Co-operation. Copenhagen Peace Research Institute. <https://ciaotest.cc.columbia.edu/wps/ozz01/> (достъпен на 22.06.2022 г.).
- Poissonnier, A. (2017) The Baltics: Three Countries, One Economy?, No 024, European Economy – Economic Briefs, Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission. [https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/baltics-three-countries-one-economy\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/baltics-three-countries-one-economy_en) (достъпен на 22.06.2022 г.).

## **Втори раздел**

# **Икономически аспекти на присъединяването към еврозоната**



## Седма глава

# Страховете от инфлация при замяната на българския лев с евро и опитът на другите страни

Гл. ас. д-р Даниел Касабов

*e-mail:* d.kasabov@feb.uni-sofia.bg

Присъединяването към Икономическия и паричен съюз (ИПС) е свързано с преизчисление от левове в евро на всички цени, което ще се извършва чрез прилагането на неотменимо фиксирания валутен курс от 1.95583 лева за 1 евро. По своята същност това е техническа операция, която не би трябвало да доведе до промени на относителните цени и до увеличение на ценовото равнище. Така например „Националният план за въвеждане на еврото в Република България“ предвижда превалутирането на цени и парични единици от лева в евро да се извърши чрез прилагане на пълния цифров размер на фиксирания курс на преобразуване, т.е. използване на всичките пет знака след десетичната точка и след това закръгляване на получената сума до два знака след десетичната точка в съответствие с обичайните правила. Не се разрешава преизчисляване на цени при курс, различен от фиксирания обменен курс. Също така не се допуска налагането на допълнителни такси и комисиони за преизчисляването на цените върху потребителите. Други фактори, които предотвратяват повишението на ценовото равнище, са действието на пазарните механизми, т.е. конкуренцията, както и въвеждането на изисквания за задължително обозначаване на цените едновременно в левове и евро за определен период от време преди и след приемането на еврото. Въпреки това има фактори, които могат да допринесат за поскъпването на някои стоки и услуги в краткосрочен период. Опитът на държавите членки на еврозоната показва, че процесът на преизчисление води до известно увеличаване на ценовото равнище в икономиката, което най-често се дължи на:

- закръгляване на цените в посока нагоре, за да достигнат ниво, което фирмите считат за „атрактивно“ от гледна точка на потребителите. Обикновено това са цени, които завършват на цифрата 9 и от психологическа гледна точка са причина потребителите да подценяват разходите за закупените продукти. Освен това продавачите се стре-



мят нивото на цените да е практически от гледна точка на това да не води до използването на прекалено много монети/банкноти, необходими за ресто;

- прехвърляне на разходите на фирмите за превалутиране върху потребителите. Такива разходи могат да възникнат поради необходимостта за: (1) промяна на ценовите листи и двойно обозначение на цените в левове и евро от страна на търговците; (2) поддържане на касови наличности едновременно в левове и евро; (3) разходи за софтуер и други ИТ услуги;
- т.нар. рационалното невнимание на потребителите във връзка с преизчислението. След приемането на еврото част от потребителите не сравняват старите и новите цени или, ако го правят, то те използват валутен курс, който е лесен за конвертиране и не съответства напълно на официално възприетия, а компаниите могат да използват това за своя собствена изгода (Ehrmann, 2006);
- използване на момента на превалутиране за т.нар. едновременно обновяване (*synchronised repricing*) на цените на продуктите с оглед отчитане на настъпили вече промени в ценообразуващите фактори (които не са свързани с въвеждането на еврото). Обичайната практика на фирмите е да променят цените на своите продукти само през определен интервал от време, тъй като това е свързано с определени разходи. На макроикономическо ниво честотата на обновяване на цените е корелирана с размера на инфлацията, като в повечето случаи връзката е положителна. Когато се въвежда еврото всички фирми могат – без допълнителни разходи – да обновят цените си, което по този начин води до по-голяма промяна на цените (инфлация) на съвкупно ниво, отколкото в периода когато само част от компаниите в икономиката променят цените (Folkertsma, 2001).

Различни изследвания показват, че съществува слаб еднократен ефект от смяната на валутата върху равнището на цените, измерено чрез ХИПЦ. Опитът на страните от еврозоната показва, че съществуват конкретни мерки, които могат да се предприемат с цел ограничаване на краткосрочните ефекти от смяната на валутата върху цените и възприетията на домакинствата за инфлацията. Такива мерки са, например, задължението на бизнеса за определен период (преди и след приемането на еврото) да показва цените в търговската мрежа както в евро, така и в левове; провеждане на информационни и разяснителни кампании; наличие на ефективни инструменти за наблюдение и контрол за предотвратяване на злоупотреби и фалшификации в процеса на превалутиране.

Пълният размер на ефектите от въвеждането на еврото върху ценовото равнище в България могат да бъдат изследвани само след присъединяване на страната към ИПС. Въпреки това потенциалните ефекти от преизчисле-

нието на цените могат да бъдат оценени на база опита на държавите членки на еврозоната.

## **Ефекти от преизчислението на цените върху инфлацията**

Изследвания на база на страните, които вече са въвели еврото, показват, че основните проинфлационни рискове от преизчислението на цените произтичат по линия на *търговската практика за закръгляване на цените*. Механичното прилагане на определения фиксиран валутен курс за превалутване на местните цени в евро води до формирането на нови цени, които често не са атрактивни от психологическа гледна точка. Това е причина фирмите да искат да закръглят цените до ново по-ниско или по-високо атрактивно равнище. Опитът на другите държави показва, че закръгляването често не е симетрично (т.е. понякога нагоре и понякога надолу), а е изместено преобладаващо в посока нагоре. Aucremanne и Cornille (2001) и Folkertsma et al. (2002) се опитват да оценят ефектите от тази търговска практика върху инфлацията в Белгия и Нидерландия още преди въвеждането на еврото. Според изследването на Aucremanne и Cornille (2001) в най-неблагоприятния сценарий, при който всички фирми предпочетат да закръглят цените в посока нагоре до достигане на ново атрактивно ниво в евро, ефектите от това върху инфлацията могат да възлязат на 0.7 пр.п. Анализът, който Folkertsma et al. (2002) извършва след въвеждането на еврото, показва, че действителният ефект върху инфлацията в Нидерландия е в диапазона от 0.2 до 0.4 пр. п., като две трети от него се дължи на ефекта от закръгляването на цените нагоре, а останалата една трета е по линия на пренасяне върху потребителите на направените от фирмите разходи за преизчисление на цените.

В научната литература се посочва, че ценовото равнище може да се повиши, ако сред фирмите се наложи разбирането, че потребителите няма да бъдат прецизни в използването на фиксирания валутен курс за прекалкулиране на новите цени в старата парична единица, което ще им попречи да вземат информирано решение за „справедливата цена“ на продуктите. Освен това потребителите често са склонни да пренебрегват малките промени в цените. В резултат на това е възможно фирмите да се опитат да се възползват от възникналата ситуация, за да увеличат цените на своите продукти и маржовете на печалба. Ehrman (2011) установява, че колкото по-лесен и удобен за използване е избраният валутен курс за преизчисление на цените, толкова по-малък е инфлационният ефект за икономиката. По тази причина в *Националния план за въвеждане на еврото в Република България* е предвидено

двойно обозначение на цените за период от 12 месеца от датата на въвеждане на еврото в България, с което се цели подобряване на прозрачността и намаляване на информационните разходи за домакинствата.

Опитът на държавите членки на ИПС показва, че прецизното оценяване на проинфлационните ефекти от въвеждането на еврото често е затруднено от факта, че върху инфлацията във всеки един момент влияние оказват и множество други фактори. Например, в началото на 2002 г. в голяма част от държавите от еврозоната се наблюдава повишение на инфлацията в резултат на поскъпване на плодовете и зеленчуците поради неблагоприятни климатични условия (студена зима), повишение на акцизните ставки върху тютюневите изделия и други. Това води до смесване на ефектите от преизчислението на цените с проявлението на останалите фактори. В тази връзка за всяка страна, присъединила се към ИПС, Евростат прави статистическа оценка на ефектите от въвеждането на единната валута и разграничаването им от други фактори. Подходът на Евростат се състои в прилагане на статистически техники, с които се определят компонентите на ХИПЦ, чиито цени около месеците на смяна на валутата са се повишили с повече спрямо наблюдаваното през същия период на предходни години или спрямо динамиката на цените в други страни. Разликата между очакваните (на база използвания статистически подход) и действителните промени в цените на отделните компоненти на ХИПЦ се третира от Евростат за необичайна промяна в цените. В случаите, в които това не може да се отдаде на специфичен фактор (например лоши метеорологични условия, растеж на цените на петрола или други основни суровини, административни промени в цените, увеличаване на акцизни ставки), Евростат приема, че промяната в цените е следствие от въвеждането на еврото. Според оценките на статистическата служба ефектите от преизчислението на цените върху общата инфлация са сравнително слаби (до 0.3 пр.п.) и имат еднократен характер – най-силно изразени са един месец преди началото на датата за въвеждане на еврото и в първия месец след това. Според оценките на Евростат за страните, които въвеждат единната валута в началото на 2002 г.<sup>1</sup>, ефектът от това върху инфлацията през месеците около преизчислението (т.е. декември 2001 г. и януари 2002 г.) е в размер на 0.1 – 0.3 процентни пункта. Други изследвания по темата, които се фокусират върху отделни държави, показват, че въвеждането на еврото е допринесло за 0.2 процентни пункта по-висока инфлация във Франция, Белгия и Португалия; 0.3 процентни пункта в Германия и между 0.1 – 0.6 процентни пункта по-висока инфлация в Италия (вж. табл. 1). По отношение на т.нар. нови страни членки в ИПС, т.е. присъединилите се след 2007 г., горната граница на оценените от Евростат ефекти от преизчислението на цените върху инфлацията е 0.3 пр. п.

---

<sup>1</sup> За повече информация вж.: 'News Release 69/2003', Eurostat, June 2003.

**Таблица 1.** Оценки на ефекта от преизчислението на цените от местна валута в евро върху инфлацията

Автор и година на изследването	Държава	Период (месец/година)	Оценен ефект върху ХИПЦ инфлацията (пр. п.)
National Bank of Belgium (2002)	Белгия	6/2001 – 4/2002	0.2
K. Attal-Toubert, L. Bellevill, B. Pluyaud (2002)	Франция	12/2001 – 4/2002	0.2
C. Folkertsma, C. Renselaar, A. Stokman (2002)	Нидерландия	1/2002	0.2 – 0.4
D. Santos, R. Evangelista, T. Nascimento, C. Coimbra (2002)	Португалия	1/2002 – 3/2002	0.21
Евростат (2003)	Евროзона	12/2001 – 1/2002	0.09 – 0.28
Banco de España (2003)	Испания	12/2001 – 6/2002	0.4
Deutsche Bundesbank (2004)	Германия	1/2002	0.3
F. Hüfner, I. Koske (2008)	Евросона	7/2001 – 7/2002	0.34
F. Mostacci, R. Sabbatini (2008)	Италия	12/2001 – 12/2002	0.1 – 0.6
J. Sturm, U. Fritsche, M. Graff, M. Lamla, S. Lein, V. Nitsch, D. Liechti, D. Triet (2009)	Евросона	12/2001 – 1/2002	0.05 – 0.23
Eurostat (2007)	Словения	12/2006 – 1/2007	0.3
IMAD (2007)	Словения	12/2006 – 2/2007	0.24
Eurostat (2009)	Словакия	12/2008 – 2/2009	0.3
Eurostat (2011)	Естония	12/2010 – 3/2011	0.2 – 0.3
T. Rõdm, K. Urke (2014)	Естония	12/2010 – 6/2011	0.0 – 0.5
Eurostat (2014)	Латвия	12/2013 – 1/2014	0.12 – 0.21
Eurostat (2015)	Литва	12/2014 – 1/2015	0.04 – 0.11

Други проучвания на ниво еврозона оценяват, че ефектът от смяната на валутата през 2001 – 2002 г. е бил в размер на 0.34 процентни пункта (Hüfner and Koske, 2008). В същото време изследването на Sturm и негови-

те съавтори (2009)<sup>2</sup> установява, че въвеждането на еврото е допринесло за по-висока инфлация в страните членки на еврозоната в диапазона от 0.05 до 0.23 процентни пункта. По държави обаче се наблюдават значителни различия. Според гореизброените изследвания вероятността от повишение на ценовото равнище е по-малка в страни с потиснато търсене, което дава индикации, че съществуващите макроикономически условия към момента на въвеждане на еврото са важен фактор за магнитуда на ефекта. Освен това изследванията показват, че ефектът от смяната на валутата върху инфлацията е бил по-слаб в страните, които са въвели задължението за двойно обозначаване на цените в търговските обекти за известно време преди и след въвеждането на единната валута<sup>3</sup>. Също така колкото по-висока е степента на конкуренция на продуктите пазари, толкова по-слаб е проинфлационният ефект от въвеждането на еврото (Eife, 2006).

Друг резултат от изследванията е, че повишението на равнището на цените е концентрирано в малък брой продукти, предимно в сектора на услугите (например услугите по обществено хранене, настаняване, спорт и развлечение, фризьорски услуги, ремонтни дейности). Тъй като тези услуги имат нисък дял в потребителската кошница, ефектът от повишаването на техните цени върху общата инфлация е сравнително малък. В научната литература до подобни изводи достигат авторите, изследващи както старите, така и новите държави членки на еврозоната. В повечето държави превалутирването на цените води до поскъпване на услугите на ресторантите, кафенетата и други подобни заведения. В групата на старите държави членки на ИПС най-значително поскъпване на тези услуги на месечна база е отчетено в Нидерландия (3.5%), Германия (2.2%) и Финландия (2.0%). Според Nobjijp et al. (2006) тези развиятия могат да се обяснят с разходите за промяна на ценовите листи. Затова поскъпването на тези услуги обикновено е еднократно и е концентрирано през първите два месеца след превалутирването на цените.

По отношение на хранителните продукти и промишлените стоки в повечето от изследваните държави като цяло не се установява значително повишение на техните цени в резултат от смяната на паричната единица (ЕСВ, 2003)<sup>4</sup>. Въпреки това, по подгрупи храни и промишлени стоки по-силно изразено нарастване на цените се наблюдава по отношение на тези, които се купуват по-често (напр. хлебни изделия и вестници) и в същото време са относително евтини (вж. фиг. 7 и 8). От друга страна, има тенденция цените на продуктите с по-висока пазарна цена, като например дълготрайните

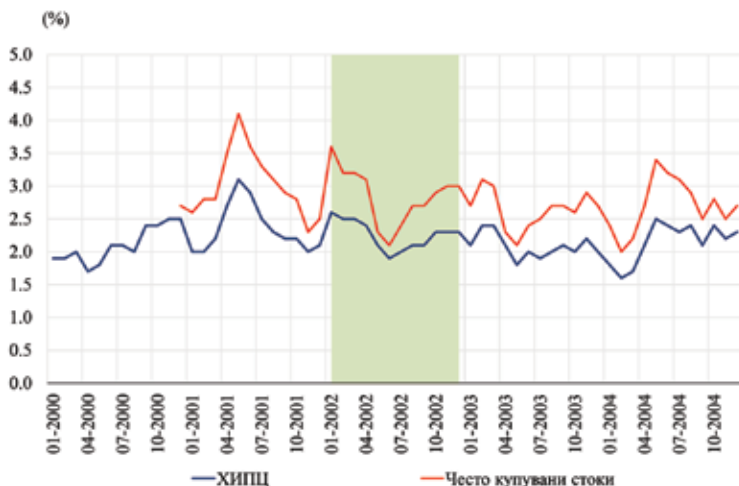
---

<sup>2</sup> Sturm, Fritsche, Graff, Lamla, Lein, Nitsch, Liechti and Triet (2009).

<sup>3</sup> Сред старите държави членки на ИПС този подход е бил въведен в Австрия, Финландия, Гърция и Португалия. За повече информация виж Hufner and Koske (2008).

<sup>4</sup> European Central Bank (2003), pp. 40 – 42.

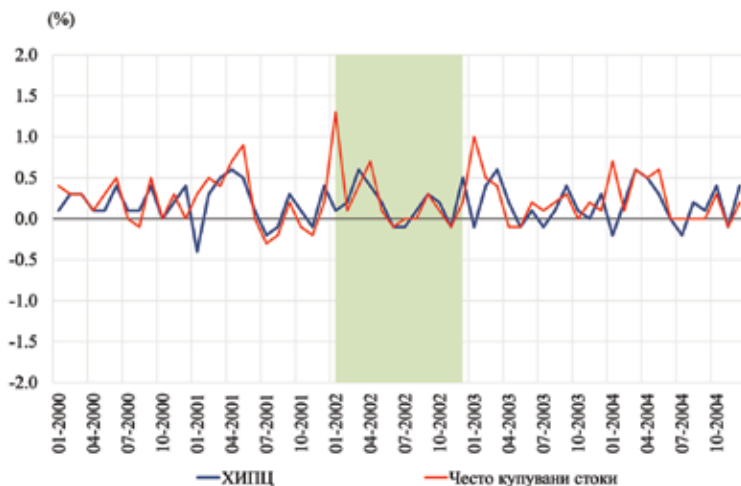
потребителски стоки, да бъдат закръглявани в посока надолу, което в научната литература се обяснява със силната конкуренция на тези пазари и развитието на технологиите.



**Фиг. 1.** Годишен темп на изменение на ХИПЦ и на цените на най-често купуваните стоки

*Забележка:* Защрихованата в зелено област показва годината на въвеждане на еврото. Индексът на цените на най-често купуваните стоки е конструиран от Евростат.

*Източник:* Евростат, собствени изчисления.



**Фиг. 2.** Месечен темп на изменение на ХИПЦ и на цените на най-често купуваните стоки

*Забележка:* Защрихованата в зелено област показва годината на въвеждане на еврото. Индексът на цените на най-често купуваните стоки е конструиран от Евростат.

*Източник:* Евростат, собствени изчисления.

## Ефекти от въвеждането на еврото върху възприятията на домакинствата за инфлацията

Въпреки че според статистическите данни замяната на националната парична единица има само слабо изразен ефект върху общата инфлация в страните, въвели еврото, по-голямата част от домакинствата считат, че приемането на еврото е предизвикало значително увеличение на ценовото равнище. Това е показано на фиг. 3, на която са съпоставени годишните темпове на изменение на ХИПЦ и възприятието на домакинствата за инфлацията<sup>5</sup> според регулярно провежданите от ЕК наблюдения на потребителите. Така например, въпреки че годишната инфлация в еврозоната през 2002 г. варира в диапазона от 1.9 до 2.6%, от началото на 2002 г. се наблюдава устойчиво покачване на оценките на домакинствата за нейния размер. Според Brachinger (2006) основната причина за това се дължи на обстоятелството, че домакинствата обикновено формират своите възприятия за нивата на инфлация по тенденциите в цените на най-често купуваните продукти, които се характеризират с малка стойност, а в литературата е доказано, че увеличението на техните цени по време на замяната на паричната единица е по-силно изразено. Изследване на Fluch и Stix (2005) за Австрия показва, че растежът на цените на най-често купуваните от потребителите стоки е надхвърлял средната инфлация в периода след януари 2002 г., което се е отразило на оценките на домакинствата за интензитета на ценовите процеси и е било погрешно отдадено на въвеждането на еврото.

Други обяснения в литературата за разликите между действителната и възприеманата инфлация са свързани с: предварително формирани субективни нагласи у домакинствата за неизбежно покачване на цените след присъединяване към еврозоната (Traut-Mattausch et al., 2004), повишаване на

---

<sup>5</sup> Възприятията на домакинствата за инфлацията се основават на субективни впечатления за движението на цените. Често потребителите формират своите впечатления на база личен опит докато пазаруват или чрез медиите. Данните за възприятията на домакинствата традиционно се събират от националните статистически институти или ЕК като част от регулярно провежданите извадкови проучвания на потребителското доверие. В проучването на ЕК на домакинствата се задава следният въпрос: „Как мислите, че са се променили потребителските цени през последните 12 месеца?“. На тази база се изчислява агрегиран индикатор за възприятията за инфлация, който се нарича баланс на мненията, и представлява разликата (измерена в процентни пунктове) между дела на респондентите, които смятат, че цените са се повишили много или умерено през последните дванадесет месеца, и дела на респондентите, които смятат, че цените са паднали или са останали същите. Въз основа на развитието на този индикатор, който по своята същност представя качествена оценка за инфлацията, могат да се направят изводи за промените в посоката на възприятията (т.е. дали по-малък или по-голям дял от потребителите смятат, че цените са се повишили през последните дванадесет месеца), но не и за нивото на инфлацията според потребителите.

броя и честотата на новините в общественото пространство за динамиката на цените и тяхното сравнение преди и след въвеждането на еврото (Lamla and Lein, 2015). Освен това Brachinger (2006) твърди, че увеличението и пониженията на цените оказват несиметрично влияние върху възприятията на потребителите, като те са склонни да отдават по-голямо значение на повишенията на цените. Това се дължи на факта, че повишенията на цените са свързани с усещане за загуба, а от психологическа гледна точка повечето хора се стремят към избягване на загубите и за тях ползите (пониженията на цените) имат по-ниска полезност отколкото загубите (повишенията на цените). До подобни заключения за Италия достигат също Del Giovane and Sabbatini (2006).

(а) Еврозона



(б) Словения





(в) Словакия



(г) Естония



(д) Латвия



(е) Литва



**Фиг. 3.** Годишен темп на изменение на ХИПЦ и възприятия на домакинствата за инфлацията през последните 12 месеца

*Забележка:* Заштрихованите области показват годината на въвеждане на еврото в съответната страна.

*Източник:* Евростат, ЕК, собствени изчисления.

Въвеждането на еврото трябва да бъде съпроводено с мерки, които подобряват информираността на потребителите и не допускат трайно и неподкрепено от макроикономическите фундаменти повишаване на възприятията на домакинствата за ценовите развиятия. В противен случай по-високите инфлационни очаквания биха оказали натиск за предоговаряне на заплатите и съществуващите в икономиката договори, което е потенциален източник на рискове за ценовата стабилност. В допълнение, от ЕЦБ (2002)<sup>6</sup> отбелязват, че ако потребителите надценяват текущата инфлация, те могат едновременно с това да подценят промените в реалните заплати и покупателната си способност, което може да доведе до неоптимални решения за разходите и спад на потреблението.

\*\*\*

Резултатите от различни изследвания показват, че ефектът от конвертирането на националните валути в евро оказва влияние върху потребителските цени в посока увеличение, но като цяло е слаб и еднократен. По оценки на Евростат ефектът от преизчислението на цените в евро през януари 2002 г. върху общия ХИПЦ за еврозоната е между 0.1 и 0.3 пр. п. Увеличенията на цените най-често се предизвикват от пренасяне на разходите за смяна на валутата върху потребителите; закръгляване на цените до ново

<sup>6</sup> European Central Bank (2002) pp. 18 – 19.

атрактивно ниво; убеждението на търговците, че потребителите са склонни да пренебрегват малки промени в цените, докато свикват с новата валута. От друга страна, има фактори, които могат да съдействат за понижаване на някои цени – наличието на висока конкуренция в някои икономически сектори, предприетите от държавата мерки за повишена прозрачност по процеса на преизчисление на цените, както и намаляването на транзакционните разходи и валутния риск за икономиката.

Опитът на държавите, които вече са въвели еврото, показва, че повишението на цените поради смяната на валутата е концентрирано в малък брой продукти, предимно в сектора на услугите, като обществено хранене, услуги по настаняване, фризьорски услуги, различни ремонтни дейности, услуги за химическо чистене, развлекателни и спортни услуги и др. Тъй като делът на тези продукти в потребителската кошница е сравнително нисък, ефектът от поскъпването им върху ХИПЦ инфлацията е малък.

Въвеждането на еврото често е съпроводено с необосновано повишение на възприятията на домакинствата за инфлацията, което може да доведе до формирането на негативни нагласи към единната валута. Освен това, ако потребителите надценяват текущата инфлация, те могат същевременно да подценят промените в реалните заплати и покупателната си способност, което може да ги накара да решат да намалят разходите. В такава ситуация въвеждането на еврото би могло да допринесе за краткосрочни негативни ефекти в реалната икономика. Разминаването между действителната и възприеманата инфлация при въвеждане на еврото е по-слабо изразено в новите държави членки, което отчасти се дължи на проведените информационни кампании и други мерки за защита на потребителите, както и насърчаване на фирмите към справедливо ценообразуване.

## Литература

- Aucremanne L., and Cornille, D. (2001) Attractive Prices and Euro-rounding Effects on Inflation. Working Paper, No. 17, National Bank of Belgium, Bruxelles.
- Brachinger, H. W. (2006) Euro or 'Teuro'? The Euro-induced Perceived Inflation in Germany. Department of Quantitative Economics Working Paper, No. 5, University of Fribourg.
- Del Giovane, P., and Sabbatini, S (2006) Perceived and measured inflation after the launch of the euro: explaining the gap in Italy. – *Giornale degli Economisti e Annali di Economia*, Vol. 65(2), 155 – 192.
- Ehrmann, M. (2006) Rational Inattention, Inflation Developments and Perceptions After the Euro Cash Changeover. ECB Working Paper Series, No. 588.
- Ehrmann, M. (2011) Inflation developments and perceptions after the euro cash changeover. – *German Economic Review*, Vol. 12(1), 33 – 58.
- Eife, T. A. (2006) Price setting behaviour and price setting regulations at the euro changeover. Bank of Estonia Working Papers, No. 6/2006, Bank of Estonia, Talin.

- European Central Bank (2002) Recent developments in consumers' inflation perceptions. *Monthly Bulletin*, July, 18 – 19.
- European Central Bank (2003) Effects of the Introduction of the Euro Banknotes and Coins on Consumer Prices. *Annual Report 2002*, 40 – 42.
- Fluch, M. and Stix, H. (2005) Perceived inflation in Austria – extent, explanations, effects. – *Oesterreichische Nationalbank Monetary Policy and the Economy*, No. 3, 22 – 47.
- Folkertsma, C. K. (2001) The Euro and Psychological Prices: Simulations of the Worst-Case Scenario. *Dutch Research Memorandum*, No. 659.
- Folkertsma, C. K., Van Renselaar, C. and Stokman, A. C. M. (2002) Smooth Euro Changeover, Higher Prices? Results of a Survey Among Dutch Retailers, *Research memorandum*, No. 682, De Nederlandsche Bank, Amsterdam
- Hobijn, B., Ravenna, F. and Tambalotti, A. (2006) Menu Costs at Work: Restaurant Prices and the Introduction of the Euro. – *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 121(3), 1103 – 1131.
- Hüfner, F. and Koske, I. (2008) The Euro Changeover in the Slovak Republic: Implications for Inflation and Interest Rates. *OECD Economics Department Working Papers*, No. 632, OECD, Paris.
- Lamla, M. J., and Lein, S. M. (2015) Information rigidities, inflation perceptions, and the media: lessons from the euro cash changeover. – *Economic Inquiry*, Vol. 53(1), 9 – 22.
- Sturm, J-E., Fritsche, U., Graff, M. Lamla, M., Lein, S., Nitsch, V., Liechti, D. and Triet, D. (2009) The Euro and Prices: Changeover-related Inflation and Price Convergence in the Euro Area. *European Economy Economic Papers*, No. 381, European Commission, Bruxelles.
- Traut-Mattausch, E., Schulz-Hardt, S., Greitemayer, T. and Frey, D. (2004) Expectancy confirmation in spite of disconfirming evidence: The case of price increases due to the introduction of the euro. – *European Journal of Social Psychology*, Vol. 34, 739 – 760.



## Осма глава

### Гъвкавост на пазара на труда

Доц. д-р Мариела Ненова-Амар

*e-mail*: [nenova.m@feb.uni-sofia.bg](mailto:nenova.m@feb.uni-sofia.bg)

Гъвкавостта на икономиката може да се дефинира като способността ѝ да се пренастройва спрямо промените по ефективен начин, с минимални загуби, измерени чрез свиване на производството и намаляване на работни места (НМ Treasury, 2003). Гъвкавостта на пазара на труда е ключов компонент на общата гъвкавост на икономиката. В академичната литература гъвкавостта и в частност гъвкавостта на пазара на труда се дефинират много широко и поради това неясно. Принципното разбиране е, че негъвкави парични режими, като този на фиксиран валутен курс, се нуждаят от гъвкав пазар на труда като средство за преодоляване на макроикономически дисбаланси. Обобщение на теоретичните предпоставки за връзката между гъвкавост на пазара на труда и негъвкавост на паричните режими е представено в изследването на Неновски и Колева (2001). Според авторите гъвкавостта на пазара на труда трябва да компенсира ограниченията на негъвкавия валутен режим, т.е. колкото по-негъвкав е валутният режим – както в случая на България това е паричен съвет с валутен курс, фиксиран към еврото, толкова по-гъвкав трябва да бъде пазарът на труда.

В повечето изследвания всеки от авторите формулира своето разбиране за това как ще интерпретира и измерва гъвкавостта на пазара на труда. Според Писаридес (Pissarides, 1997) понятието гъвкавост на пазара на труда има различни измерения в зависимост от шоковете върху икономиката и начините на реакция на пазара на труда на тези конкретни шокове. Той предлага тясна дефиниция на гъвкавостта – скоростта, с която пазарът на труда, след шок, се пренастройва от едно равновесно състояние към друго. По-конкретна е дефиницията, използвана в изследване на изпълнението на петте теста за членство на Обединеното кралство в еврозоната – гъвкавостта на пазара на труда е способността му да се адаптира към променящите се икономически условия по начин, при който се запазва високо равнището на заетост, равнището на безработица и инфлацията са ниски и се гарантира продължаващ растеж на реалните доходи (НМ Treasury, EMU Study, 2003).

Димитров, Николова и Димитрова (2006) определят като гъвкав онзи пазар на труда, при който фирмите могат лесно и евтино да променят количеството труд, което използват, включително и чрез промяна на отработените от персонала часове. В своето изследване те определят следните аспекти, в които би следвало да се оценява гъвкавостта на пазара на труда в България – институционална рамка, гъвкавост на работната заплата, възможност на работодателите да променят организацията на труда, мобилност на работната сила. Първите два аспекта очертават общата рамка, в която функционира пазарът на труда, а вторите два – доколко работници и работодатели могат да се възползват от свободата и възможностите, които се предоставят от действащата нормативна рамка. Цанов (2007) определя гъвкавостта като способност на пазара на труда да реагира на външни въздействия и да се променя. На база на тази дефиниция авторът определя и показателите, които използва за оценка на гъвкавостта на пазара на труда – показатели, измерващи мобилност на работната сила, продължителност на работното време и характер на трудовите договори.

Разнородният характер на показателите, чрез които може да се измерва гъвкавостта на пазара на труда, не позволява да се изготви един синтетичен показател, особено за целите на международни сравнения, но насочва към различни аспекти на гъвкавостта, които могат да се изследват и измерват. Динамиката на съответните показатели във времето може да се използва като индикатор за това дали гъвкавостта, се повишава или не (HM Treasury, EMU Study, 2003).

Целта на това изследване е да представи многомерността на понятието гъвкавост на пазара на труда с акцент върху най-важните му аспекти по отношение на макроикономическата стабилност и да анализира степента на гъвкавост на пазара на труда в България в сравнителен план спрямо пазара на труда в еврозоната. Икономическата политика може да използва резултатите от изследването, за да конкретизира мерките, които предприема в посока повишаване гъвкавостта на пазара на труда в България. Анализът представя основните теоретични постулати по темата и ги обвързва с широк спектър от емпирични изследвания, насочени към оценка на гъвкавостта на пазара на труда в България. Най-важните аспекти, върху които се фокусира представеният анализ са:

- гъвкавост на пазара на труда и „вътрешна девалвация“;
- анализ и оценка на законодателството в областта на пазара на труда и нормативната рамка за прилагане на гъвкави форми на организация на труда;
- анализ и оценка на гъвкавостта на работните заплати и цените;
- анализ и оценка на ефективността на процеса на уравнивяване на търсенето и предлагането на труд.

Структурата на изследването е следната. Задачата на следващия раздел е да очертае ролята на гъвкавостта на пазара на труда за оптимално пренастройване на икономиката след шокове при фиксиран валутен курс посредством т.нар. вътрешна девалвация. В третия раздел е направен преглед на научни публикации, даващи оценки за качеството на българското трудово законодателство и възможностите, които то предоставя за прилагане на гъвкави форми на заетост. В четвъртия раздел са представени анализи на база на анкетни проучвания за гъвкавостта на работните заплати и цените в България. Петият раздел акцентира върху ефективността на процеса на уравнивяване на търсенето и предлагането на труд в страната и факторите, които определят икономическата активност на трудоспособното население. В заключителната част е направено обобщение на представените резултати.

## **„Вътрешна девалвация“ и гъвкавост на пазара на труда**

В икономическата теория се приема, че при конкурентни пазари процесът на пренастройване на икономиката обикновено се извършва чрез пазарни механизми като движение на валутния курс, цените, работните заплати, разместване на работната сила по сектори, професии, региони (HM Treasury, 2003) при минимални отклонения в производството и заетостта. Икономическата политика също има роля, като би следвало да разполага с необходимите инструменти за противодействие на шоковете и омекотяване силата им на въздействие.

При неконкурентни пазари се наблюдават процеси на номинална и реална негъвкавост, които се определят като неспособност на цените и заплатите да се променят бързо при шокове върху икономиката<sup>1</sup>. Промяна в търсенето например води до по-слаби колебания в цените и заплатите и по-големи колебания в количествата (производство и заетост), в сравнение с конкурентни пазари (Blanchard and Fischer, 1989). При номинална и реална негъвкавост нарасналото равнище на безработица може да се задържи за продължителен период след шока, тъй като безработните изпитват затруднения да се върнат на пазара на труда (HM Treasury, 2003).

Плаващият валутен курс е много удобен инструмент за бързо извършване на необходимите промени в икономиката при шокове, особено ако тя

---

<sup>1</sup> Макроикономическите шокове са свързани с внезапна промяна на търсенето или предлагането на стоки и услуги. При малки отворени икономики, като българската, тези шокове почти винаги водят до дебалансиране на външната позиция на страната като например нарастване на дефицита по текущата сметка на платежния баланс, нарастване на външната задлъжнялост, изчерпване на международните валутни резерви. Т.е. в повечето случаи шоковете водят до криза на платежния баланс.



се характеризира с номинална и реална негъвкавост (Mundell, 1961)<sup>2</sup>. При криза на платежния баланс например валутният курс се обезценява, цените на вносните стоки поскъпват и допринасят за повишаване на инфлацията, а тя на свой ред понижава реалните доходи, включително от работна заплата, и свива вътрешното търсене (Blanchard et al., 2013; Sau, 1991). Обезценката на валутния курс стимулира износа на стоки и услуги и ограничава вноса им, което е желан резултат, когато е необходимо да се коригира дефицит по текущата сметка на платежния баланс и да се стимулира производството. Или девалвацията/обезценката на валутния курс почти моментално и за всички едновременно намалява реалната работна заплата и повишава печалбата (Sau, 1991). Това се нарича „външна девалвация“, т.е. корекция на дисбалансите в икономиката чрез обезценка/девалвация на националния номинален валутен курс.

Когато валутният курс е фиксиран или изобщо липсва като инструмент за разрешаване на дисбаланси, каквито могат да се появят между страни членки на паричен съюз, необходимото понижение на реалната работна заплата и доходите, свиването на вътрешното търсене и корекцията на дефицита по текущата сметка трябва да се извършат с инструментите на икономическата политика. Този процес се нарича „вътрешна девалвация“ и може да се дефинира като обезценка на реалния валутен курс без промяна в номиналния валутен курс (Shambaugh et al., 2012).

Вътрешната девалвация се оказва много по-сложна за осъществяване в сравнение с възможностите на девалвацията на номиналните валутни курсове. Това е основният аргумент на икономистите, които подкрепят гъвкавите валутни курсове: защо да се променят хиляди договори за работни заплати или за цени, когато просто може да се промени валутният курс, т.е. „външната девалвация“ е по-лесна за осъществяване от „вътрешната девалвация“, още повече, че при външна девалвация цените и заплатите най-вероятно ще продължат да нарастват. Вътрешната девалвация може да бъде успешна само ако международните цени нарастват по-бързо от инфлацията в индивидуалната държава и съответно ще бъде възможно номиналните заплати и доходи да продължат да нарастват при относително забавяне на растежа или намаление на реалните доходи<sup>3</sup>. Освен чрез директно понижение на

---

<sup>2</sup> В тази статия на с. 657 Мъндел пише: „A system of flexible exchange rates is usually presented, by its proponents, as a device whereby depreciation can take the place of unemployment when the external balance is in deficit, and appreciation can replace inflation when it is in surplus.“ (Mundell, 1961).

<sup>3</sup> В изследване на панел от 26 развити държави в периода от 1964 до 2010 г. се наблюдават само 68 епизода на вътрешна девалвация, използвана в половината от страните, докато реална обезценка на валутния курс при промяна на номиналния валутен курс е много по-често срещано явление – 440 епизода (Shambaugh, Reis, Rey, 2012).

реалните заплати и доходи, вътрешната девалвация може да се осъществи и чрез промяна в данъчните закони („фискална девалвация“), при което ако се понижат данъците върху труда това директно свива разходите за труд на единица продукция. За да компенсират намаленото облагане на работната заплата и за да обезкуражат вноса, властите могат да повишат данъците върху потреблението (Engler et al., 2017).

Вътрешната девалвация може да протече по различни начини и Дорнбуш предупреждава, че конкретните инструменти, чрез които ще се проведе тя, трябва да се подберат след дълбок анализ на конкретната икономика и нейните специфични особености (Dornbusch, 1975). Например в Латвия вътрешната девалвация през 2008 – 2009 г. води до повишаване на производителността на труда и конкурентоспособността на икономиката при относително слабо понижение на работните заплати, но на цената на значително намаляване на заетостта, повишаване на безработицата и емиграция (Blanchard et al., 2013). В Гърция провежданата вътрешна девалвация няма същия успех, както в Латвия. Критиците на приложените към Гърция стабилизационни програми през 2010 – 2012 г. считат, че вътрешната девалвация, извършена чрез насилствено понижение на заплатите и значително намаление на заетите, без структурни реформи (например разбиване на олигополистичния пазар в страната), не води до повишаване на конкурентоспособността (Mitsopoulos&Pelagidis, 2014).

Членството в еврозоната повишава ролята на гъвкавостта на пазара на труда, по-конкретно гъвкавост на относителните цени, номиналните заплати и предлагането на труд (Pissarides, 1997). На теория, при членство в паричен съюз проблем представляват специфични национални шокове, които не могат да бъдат обект на противодействие от страна на общата парична политика. Но в еврозоната се наблюдава асиметрична реакция на националните икономики дори и при симетрични шокове (HM Treasury, EMU Study, 2003). Това не е изненадващо, защото еврозоната е паричен съюз на независими държави и ефектите на кризите се увеличават заради различията между страните членки по отношение на конкурентоспособност, задлъжнялост, други специфични особености на националните пазари, най-вече на пазара на труда.

Създаването на еврозоната доведе до това, че проблеми, които са се решавали преди на национално ниво, сега се превръщат в общи проблеми на паричния съюз (Shambaugh et al., 2012). Това поставя под стрес засегнатите държави, които трябва да реагират на шока, и в същото време поставя и останалите страни членки на еврозоната под риск, тъй като те имат по-малки възможности да се изолират от сътресенията в техните съседи. Тези проблеми произтичат от общата парична политика и нискоинфлационния режим на паричната политика при липсата на инструмента национален валутен курс. Например, ако спад във външното търсене може бързо да се

коригира чрез обезценка на номиналния валутен курс на една държава, при членството ѝ в паричен съюз преодоляването на дисбалансите в отношението ѝ с другите страни членки на паричния съюз трябва да се случи чрез понижаване на относителните цени и дефлация на заплатите спрямо останалите държави в паричния съюз, т.е. чрез вътрешна девалвация.

Според изследване на икономиката на Италия създаването на еврозоната не е довело до съществени промени в трансмисионния механизъм на асиметрични шокове в търсенето и шокове в предлагането върху икономиката на страната (Amisano et al., 2009). Според оценка на авторите положителният ефект на еврозоната се заключава в това, че общата парична политика елиминира създаването преди влизането на Италия в паричния съюз значителни колебания в националната парична и фискална политика, които са влияели неблагоприятно върху динамиката на икономиката. В изследването се подчертава, че членството в еврозоната не променя автоматично структурните фактори, които улесняват или пречат на пренастройването на икономиката, което означава, че структурните реформи, особено реформите на пазара на труда, остават от най-голямо значение за успешно функциониране на една икономика в рамките на паричен съюз.

У нас, след макроикономическата дестабилизация през 1996 – началото на 1997 г., се проведе дискусия за избор на режим на валутен курс – фиксиран или плаващ, която завърши с въвеждане на фиксиран валутен курс в рамките на паричен съвет. Българският лев бе фиксиран към германската марка – към този момент това бе решение от стратегическо значение с оглед на възможното бъдещо членство на България в Европейския съюз (ЕС) и евентуално в еврозоната. Още тогава беше ясно, че влизането на България в еврозоната е най-безопасният начин за излизане на страната от режима на паричен съвет. По скълата на възможните типове валутни курсове фиксираният в рамките на паричния съвет валутен курс на лева представлява предпоследния по сила на ограниченията режим на валутен курс, след който, като най-ограничителен, е паричен режим, отказал се от национална валута и използващ чуждестранна валута (IMF, 2020). По тази причина сравнението между настоящия паричен режим в България и паричния режим, който ще се въведе с влизането на страната в еврозоната, не би следвало да промени коренно условията и правилата, по които функционира икономиката на страната ни.

Динамиката на икономическо развитие на България е в голяма степен свързана с растежа в еврозоната поради множество фактори: значителен дял на еврозоната във външнотърговския оборот на България, наличие на множество функциониращи на територията на България компании и банки, които са със седалище в еврозоната. Чуждестранните компании в България създават над половината от добавената стойност, а чуждестранните банки притежават над 70% от финансовите активи. Данните за последните 22 години от

създаването на еврозоната позволяват да се направи задълбочен анализ не само на влиянието на еврозоната върху икономиката на България, но и за скоростта на трансмисия на паричната политика на Европейската централна банка (ЕЦБ) към българската икономика. Паричната политика на ЕЦБ се пренася бързо през финансовата система върху лихвените проценти в България и чрез външната търговия върху износа и вноса (Nenova et al., 2019). От 2012 г. краткосрочните лихви на паричния пазар в еврозоната и България са на много близки нива. Положителният спред между средносрочните и дългосрочните лихви в България и тези в еврозоната се дължи най-вече на начисляването на премия за риск. Приемането на еврото ще елиминира сянката на потенциален валутен риск от промяна на режима, вследствие на което ще се повиши доверието към страната и положителните спредове в средносрочните и дългосрочните лихвените проценти ще се свият. И двете следствия от приемането на еврото ще имат пряко положително влияние върху инвестиционните нагласи и съответно върху икономическия растеж.

В емпирично изследване, търсещо отговор на въпроса дали България, Хърватия и Румъния са готови за членство в еврозоната и най-вече дали антицикличната парична политика на ЕЦБ би била подходяща за трите страни (Deskar-Skrbic et al., 2019) авторите стигат до заключението, че икономическите шокове, които засягат еврозоната, имат сходен ефект върху икономиките на трите държави, като различията в реакцията са минимални. Според тях разходите, свързани с приемането на еврото и отказа от автономна антициклична парична политика, особено в България и Хърватия, ще бъдат относително ниски.

В обобщение, преминаването на икономиката на България през две дълбоки световни кризи – глобалната финансова и икономическа криза от 2008 – 2009 г. и пандемията от COVID-19 през 2020 – 2022 г., при относително слабо свиване на икономическия растеж и сравнително бързо понижаване на равнището на безработица, позволява да се направи извод, че пазарните механизми за адаптиране към промените работят и икономическите агенти у нас са създали стратегии за смекчаване на ефектите от шоковете и бързо възстановяване без помощта на промяна във валутния курс или възползващи се единствено от динамиката на еврото към останалите валути. В следващите раздели са представени публикации, които определят конкретните инструменти, чрез които българската икономика реагира на кризите.

## **Трудово законодателство – гъвкави форми на заетост**

Функционирането на пазара на труда се определя от нормативната рамка, която трябва да разреши по най-ефективен начин дилемата между регламентиране на гъвкави форми на заетост и създаване на сигурност и

защита на участниците на пазара на труда. Измененията в Кодекса на труда от 1990 г. досега могат да се определят като положителни в посока към повишаване на гъвкавостта на пазара на труда у нас. Според Терзиев (Терзиев, 2016) провежданата политика „все повече се съобразява със съществуващите зависимости и взаимодействия между периодите на развитие на икономиката и пазара на труда“ (с. 23). Комплексното изследване на Белева за пазара на труда в България (Beleva, 2018) предлага също положителна оценка на промените в трудовото законодателство след 1990 г. като заключава, че промените са насочени към обогатяване на видовете трудов договор, гъвкавост по отношение на продължителността на работното време; въвеждане на дуално обучение за безработни без квалификация, разширяване на достъпа на всички заети до обучение по закона за насърчаване на заетостта – законодателни промени, позволяващи по-голяма гъвкавост в организацията на пазара на труда. Анализ на гъвкавостта на пазара на труда на Димитров, Николова и Димитрова (2006) прави извода, че като цяло Кодексът на труда предлага гъвкави форми на работно време и на трудови договори, които могат да се използват от работници и работодатели за създаване на гъвкава организация на трудовия процес.

Към момента Кодексът на труда на България освен стандартния и най-широко прилаган у нас трудов договор, който е за неопределено време, правно урежда прилагането на гъвкави форми на трудови договори като: срочен договор; за временни, сезонни и краткотрайни работи и дейности; за работа и дейности, които нямат временен, сезонен и краткотраен характер; трудов договор за допълнителен труд; работа през определени дни от седмицата за краткотрайна сезонна селскостопанска работа; надомна работа; работа от разстояние; работа чрез предприятие, което осигурява временна работа<sup>4</sup>. По отношение на работното време Кодексът на труда регламентира освен стандартното редовно работно време, също и гъвкави форми на организация на работното време като работно време с променливи граници; разпределение на работния ден на части; намалено работно време; възможност за удължаване на работното време; непълно работно време; извънреден труд; нощен труд; труд на смени. Съществува възможността работодателите сумарно да изчисляват работното време, което също е компонент на гъвкаво управление на работното време във фирмата. Съгласно Кодекса на труда страните в трудово правните отношения – работодатели, професионални съюзи, работници, могат да договарят допълнителни условия, свързани с предоставянето на работна сила, които не са уредени в разпоредбите на за-

---

<sup>4</sup> В световната теория и практика за гъвкави форми на заетост се приемат трудови договори с ограничена продължителност, за извършване на определена работа за кратък период, за работа, възложена от посреднически трудови агенции, за заетост на непълно работно време, самонаети лица, работа по граждански договори, работа на повече от едно работно място, работа от разстояние.

кона. Съществуват 52 основания за прекратяване на трудовото правоотношение по инициатива на работника и работодателя<sup>5</sup>. Профсъюзните организации в страната също не са фактор, ограничаващ гъвкавостта на пазара на труда, или поне не в голяма степен (Димитров, Николова и Димитрова, 2006; Владимирова и Атанасова, 2008).

Институтът за свободен пазар на Литва публикува сравнителен анализ на трудовите регулации в страните от Централна и Източна Европа, като фокусът е върху прилагането на гъвкави форми на заетост (Lithuania Free Market Institute, 2019). Изследването се провежда ежегодно и обхваща 41 държави, включително държави членки на ЕС и на Организацията за икономическо сътрудничество и развитие (ОИСР)<sup>6</sup>. Съставя се индекс „Гъвкавост на заетостта“, който подрежда държавите на база сравнение на нормативната уредба по отношение на три групи показатели: наемане на труд; работно време; правила за прекратяване на трудово правоотношение и обезщетения при съкращение<sup>7</sup>. В тази класация България е на девето място, което може да се тълкува като относително висока гъвкавост на нормативната уредба на заетостта. На първите три места са САЩ, Япония и Нова Зеландия.

Фактът, че в Кодекса на труда у нас се съдържат множество гъвкави форми на трудови договори и работно време все още не означава, че те се прилагат масово и се използват като буфер, запазващ заетостта, в периоди на криза. Наличните данни за брой наети според продължителност на работното време – пълно и непълно; и според вида на работата – постоянна и временна, показват, че възможностите на трудовото законодателство в България за гъвкава организация на труда и работното време не се използ-

---

<sup>5</sup> Василева, М. Съчетаването на гъвкавостта и сигурността за работници/служители и работодатели – отговор на глобализацията и начин за усъвършенстване на трудовото законодателство. <http://trudipravo.bg/mesechni-spisania/10-bestmat/informatzionen-byuletin-po-truda/282-sachetavaneto-na-gavkavostta-i-sigurnostta-za-rabotnitzi-sluzhiteli-i-rabotodateli-otgovor-na-globalizatziyata-i-nachin-za-usavarshenstvane-na-trudovoto-zakonodatelstvo>.

<sup>6</sup> <https://en.llri.lt/labour>.

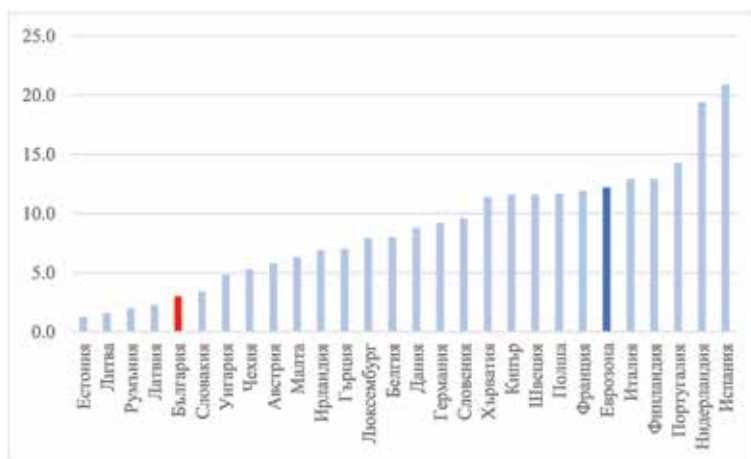
<sup>7</sup> Индексът „Гъвкавост на заетостта“ се съставя съвместно от независими неправителствени организации в България, Чешката република, Естония, Полша, и Словакия като използва методология на Световната банка. Държавите се подреждат на база сравнение на нормативната уредба по отношение на три групи показатели: 1. Наемане на труд. Условието за наемане се оценяват на база на правилата за сключване на срочни договори, за определяне на минимална работна заплата и изпитателен срок. 2. Работно време. Регулациите на работното време включват законодателната продължителност работното време за седмица, работа през почивните дни и национални празници, извънреден труд, ношен труд, годишна работна заплата, които не са предмет на договаряне на секторно ниво. 3. Правила за прекратяване на трудово правоотношение и обезщетения при съкращение. Показателите за правилата за съкращаване и уволняване на заети и анализ на разходите включват основанията за приключване на трудовото правоотношение, допълнителни изисквания да се информират трети страни, ограничения за освобождаване от работа, период на предизвестие и правила за изплащане на обезщетения при прекратяване на трудовото правоотношение.

ват. У нас процентът на работещите на непълно работно време (фиг. 1) и на временен трудов договор (фиг. 2) е най-нисък в сравнение с другите страни членки на ЕС, и особено спрямо еврозоната.



**Фиг. 1.** Наети лица на непълно работно време през 2021 г. (в процент към общо наетите)

Източник: Евростат. [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/LFSI\\_PT\\_A/default/table?lang=en](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/LFSI_PT_A/default/table?lang=en).



**Фиг. 2.** Наети лица на временен трудов договор през 2021 г. (в процент към общо наетите)

Източник: Евростат. <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/TESEM110/default/table>.

В повечето изследвания на пазара на труда се заключава, че за работещите ниското ниво на работните заплати на пълен работен ден е основният

фактор за непопулярността на работата на непълен работен ден, тъй като при нея автоматично се понижава трудовото възнаграждение (Lithuania Free Market Institute, 2019; Найденова и колектив, 2005; Цанов, 2007). Работодателите от своя страна също не проявяват голям интерес към работа на непълен работен ден, защото тя не води до съществено редуциране на разходите им за труд. Има критики и към самата нормативна уредба на гъвките форми на заетост. Според някои автори липсват законодателни и колективно договорени стимули за използване на гъвкави режими на работно време, съответстващи не само на интересите на работодателите, а и на работниците (Найденова и колектив, 2005; Цанов, 2007; Lithuania Free Market Institute, 2019). В други изследвания също се посочва необходимостта от подобряване на законодателството, като се отчитат особеностите на икономическото развитие и на пазара на труда, значението на гъвкавостта на пазара на труда и важноста на сигурността за работодатели и работници в трудово правните им отношения (Пантелеева, 2009).

Резултатите от проведено през 2007 г. проучване на гъвките форми на заетост сред малки и средни предприятия у нас са представени и анализирани от Владимирова и Атанасова (2008). При около 70% от анкетираните предприятия продължителността на работния ден и седмица са точно определени – работа на пълен работен ден от 8 часа и петдневна работна седмица. Според резултатите от анкетата работниците не познават добре правата и задълженията си по Кодекса на труда, а в малките и средните предприятия професионалните съюзи на практика отсъстват, което също може да е причина за слабото използване на гъвкави форми на заетост.

Изводите в повечето анализи на трудовото законодателство в България, въпреки че съдържат и критични бележки, могат да се обобщят със следното твърдение, че то „не е причина за намаляване на гъвкавостта на пазара на труда или поне не в по-голяма степен, отколкото в останалите страни членки на ЕС“ (Димитров, Николова и Димитрова, 2006).

## **Гъвкавост на работната заплата и цените**

Глобалната финансова и икономическа криза от 2008 – 2009 г. и реакцията на българските фирми дават възможност да се изследват важни характеристики на пазара на труда у нас. През 2009 г. Българската народна банка финансира провеждането на представително за страната проучване сред фирми от секторите преработваща промишленост, търговия и пазарни услуги с цел да се идентифицират практиките, прилагани в България при формиране на работните заплати, и да се направи оценка за връзката между механизмите за формиране на работната заплата и гъвкавостта на пазара



на труда<sup>8</sup>. Същото изследване е проведено във всички страни членки на еврозоната, което позволява да се направи сравнителен анализ за степента на гъвкавост на пазара на труда в България спрямо гъвкавостта на пазара на труда в еврозоната. В този обзорен анализ на публикации в България, изследващи гъвкавостта на пазара на труда, са разгледани само няколко аспекта от проучването, подробните резултати от което и сравнението с пазарите на труда в еврозоната и ЕС са представени в Лозев, Владова и Паскалева (Lozev et al., 2011).

На въпроса как фирмите биха реагирали на следните шокове: свиване на търсенето, увеличение на цените на суровини, материали и енергийни ресурси, повишаване на заплатите по причини извън фирмата (например увеличение на нивото на минималната работна заплата), отговорите на българските фирми са сходни с тези в другите страни членки на ЕС, а именно фирмите биха намалили броя работещи на временни договори, в по-редки случаи биха намалили и броя на работещи на постоянен договор, т.е. първата реакция на фирмите е да свият броя на заетите като средство за понижаване на разходите си.

Специфично за българските фирми е, че те се въздържат да прехвърлят повишените разходи в цената на продуктите. Фирмите, работещи в конкурентна среда, както и големите фирми, са по-склонни да използват алтернативни средства за намаление на разходите си, като намалят гъвкавите компоненти на възнагражденията за труд като бонуси и социални придобивки, предоставяни от работодателя, задържат кариерните повишения на служителите си, в някои случаи са склонни да понижат нормата на печалбата. От друга страна, работодателите рядко прилагат замразяване или намаление на основната работна заплата, защото според тях това ще демотивира работниците, без да допринесе за значително понижаване на трудовите разходи. В този аспект основната работна заплата може да се характеризира като негъвкава, без това да е специфично само за България. Част от фирмите са определили наличието на колективни трудови договори и минималната работна заплата като институционална причина за негъвкавост на основната работна заплата. За разлика от колективните трудови договори, които обхващат малка част от работещите, наличието на значителен дял на работещи на минимална работна заплата в 20% от фирмите е основателна причина за негъвкавост на основната работна заплата.

---

<sup>8</sup> Анкетата в България е проведена в периода септември–октомври 2009 г. сред 502 фирми с 19 403 заети. Използван е общият за страните членки на ЕС въпросник по проекта „Мрежа за изследване динамиката на работните заплати“ (Wage Dynamics Network) на Евросистемата и е допълнен с въпроси от анкета, проведена по по-ранен изследователски проект „Мрежа за изследване устойчивостта на инфлацията“ (Inflation Persistence Network) на Евросистемата.

Използвайки информацията от същата анкета, Владова (Vladova, 2012) анализира политиката на ценообразуване на българските фирми. Резултатите от проучването показват, че цените в България могат да се характеризират като гъвкави – най-честата практика за определяне на цените сред 40% от компаниите в извадката е следването на цените на конкурентите. Второто най-често използвано правило за ценообразуване е чрез надценка върху разходите (отчита се от една трета от всички компании). Основният фактор, който води до повишаването на цените на фирмено ниво, са разходите за междинно потребление (суровини, материали, горива), докато разходите за труд са много по-маловажни при определянето на корекциите на цените нагоре, което е в рязък контраст със страните от еврозоната, където те са един от основните фактори за ценовите увеличения. Основните резултати от проучването насочват към цялостното заключение, че цените у нас са гъвкави и съществува сравнително слаба връзка между заплатите и цените.

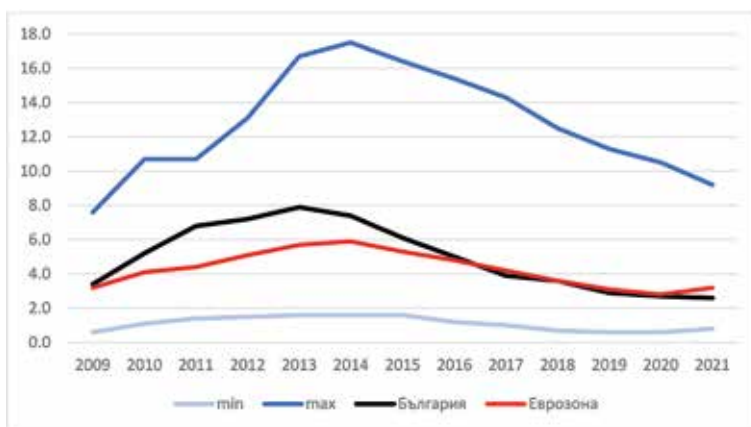
През втората половина на 2014 г. проучването на пазара на труда в България е проведено повторно с цел да се събере информация за поведението на българските фирми в следкризисния период 2010 – 2013 г.<sup>9</sup> Подробен анализ на резултатите на анкетата са представени в изследването на Паскалева (Paskaleva, 2016). Специфичното за този период е продължаващият процес на свиване на съвкупното търсене и нарастване неплатежоспособността на потребителите. В изследването си Паскалева прави връзка между макроикономическите показатели за периода 2009 – 2013 г. и информацията на микрониво от анкетата. Според данните на макроикономическо ниво пренастройването на пазара на труда след глобалната икономическа и финансова криза се реализира основно чрез намаление на заетите при продължаващо нарастване на номиналните работни заплати. Данните от анкетата потвърждават, че фирмите са предприели предимно намаление на заетите като средство за съкращаване на разходите за труд (28% от фирмите съкращават работещи на постоянен договор, 17% от фирмите съкращават работещи на временен договор), докато 17% от фирмите намаляват променливата част на работната заплата, а 10% намаляват основната работна заплата. Инфлационната индексация се прилага от около една четвърт от фирмите. По отношение на правилата за определяне на це-

---

<sup>9</sup> Проучването е проведено в периода август – ноември 2014 г. едновременно в 25 страни членки на ЕС в рамките на проекта „Мрежа за изследване динамиката на работните заплати“. Извадката за България включва 528 фирми с 14 545 заети. Първоначалната идея да бъдат анкетирани същите фирми, участвали в анкетата от 2009 г., не може да бъде реализирана, защото повече от половината от тях отказват да участват, но в новата извадка от фирми е запазена структурата на извадката от 2009 г.

ните, повечето от компаниите в извадката следват цените на конкурентите или определят цените си въз основа на разходите и нормата на печалбата. Около една четвърт от фирмите не са имали независима ценова политика поради определянето на цената от компанията майка, ценовия регулатор или основния клиент.

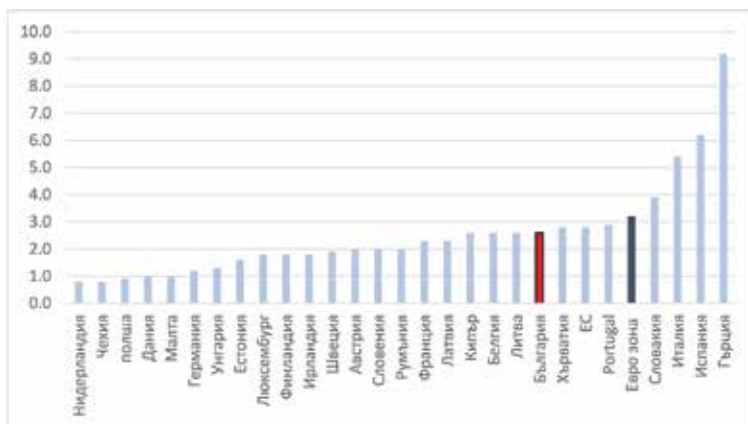
Показател, чрез който може да се оцени степента на гъвкавост на пазара на труда е равнището на дългосрочна безработица. При негъвкавост на пазара на труда след първоначалното повишение на равнището на безработица като реакция на шока се наблюдава запазване на относително висок дял на дълготрайно безработните, които не могат да намерят нова реализация на пазара. Тенденцията на понижение на дългосрочно безработните в България може да се интерпретира като показател за подобрене на гъвкавостта на пазара на труда (фиг. 3 и 4). Освен това равнището на дългосрочната безработица в България клони по-скоро към минималното равнище на този показател за еврозоната и тенденцията на понижение е стабилна, за разлика от слабо повишение на показателя средно за еврозоната.



**Фиг. 3.** Равнище на дългосрочна безработица по страни членки на ЕС (в процент\*)

*Забележка:* \*Коефициентът на дългосрочна безработица изразява броя на дългосрочно безработните (12 месеца и повече) на възраст 15 – 74 години като процент от активното население на същата възраст. Индикаторът се основава на проучването на работната сила в ЕС.

*Източник:* Евростат. [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/UNE\\_LTU\\_A/default/table?lang=en](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/UNE_LTU_A/default/table?lang=en).



**Фиг. 4.** Равнище на дългосрочна безработица за 2021 г. по страни членки на ЕС (в процент\*)

*Забележка:* \*Коефициентът на дългосрочна безработица изразява броя на дългосрочно безработните (12 месеца и повече) на възраст 15 – 74 години като процент от активното население на същата възраст. Индикаторът се основава на проучването на работната сила в ЕС.

*Източник:* Евростат. [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/UNE\\_LTU\\_A/default/table?lang=en](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/UNE_LTU_A/default/table?lang=en).

Мерки, които са насочени към защита и стимулиране на конкуренцията в България, биха допринесли за повишаване на цялостната гъвкавост на икономиката с благоприятен ефект върху процеса на конвергенция и конкурентоспособността.

Резултатите на двете анкетни проучвания могат да се сведат до следните важни поведенчески характеристики на пазара на труда в България. Основната стратегия на работодателите е да съкращават заети с цел понижаване на разходите на труд като работодателите съкращават първо зетите на временен трудов договор, а впоследствие, ако е необходимо, и зети на постоянен трудов договор. Практиката на работодателите е възнаграждението на работещите да се състои от две части – негъвкава част, т.е. основната работна заплата, и гъвкава част – бонуси и социални придобивки, предоставяни от работодателите. Понижаването на основната работна заплата се счита за неприемливо от страна на работодателите, защото според тях то демотивира работещите, а в някои случаи това е невъзможно поради институционални причини. Ако се намалява възнаграждението на работещите, то практиката е работодателите да съкращават предимно гъвкавите форми – бонуси и социални придобивки, предоставяни от работодателите. Цените в България са гъвкави и при повечето фирми зависят от цените на конкурентните производители. И в двете проучвания на пазара на труда в

България се установява важната роля на конкуренцията за повишаване на гъвкавостта на пазара на труда.

В обобщение пазарът на труда в България се характеризира с негъвкавост на основната работна заплата надолу по икономически и институционални причини, поради което работодателите съкращават работници и свиват бонусите и социалните придобивки, които по тяхно решение се предоставят на работниците, с цел съкращаване на трудовите разходи. Фирмите са ограничени и по отношение на възможностите да прехвърлят повишени трудови разходи върху цените, тъй като те са подложени на конкурентен натиск, поради което основният принцип в ценовата им политика е да следват цените на конкурентите си. Допълнителен анализ върху институционалните пречки за гъвкаво изменение на работните заплати ще даде насоки за промяна на трудовото законодателство в този аспект.

## **Ефективност на процеса на уравнивяване на пазара на труда**

Относително високо и устойчиво равнище на дългосрочна безработица е индикатор за проблеми на пазара на труда, най-вече произтичащи от неравновесие между търсене и предлагане на труд. Поради негативните демографски тенденции, в повечето изследвания на пазара на труда в България фокусът е върху факторите, които ограничават предлагането на труд и качеството на разполагаемите трудови ресурси. Ускореният процес на намаляване на населението и свързаното с него застаряване се изтъкват като най-значимите ограничители за нормалното функциониране на пазара на труда (Beleva, 2018; Петров, 2014; Simeonova-Ganeva et al., 2019; Ivanov et al., 2022; Ivanov et al., 2019). Според прогноза на Националния статистически институт (НСИ) през следващите шестдесет години населението на България ще намалява средногодишно с 0.6%, като през 2080 г. то ще представлява около 70% от нивото си през 2020 г.<sup>10</sup>

Комплексно изследване на факторите, които влияят върху предлагането на труд, е представено в Иванов, Карагъзова-Маркова, Василев и Владова (Ivanov et al., 2022). Авторите използват голяма база от анонимизирани индивидуални данни от Наблюдението на работната сила за България за периода 2000 – 2019 г. и обвързват движещите сили, мотивиращи участието на пазара на труда, с характеристики на индивидите и домакинствата. Според основните резултати от изследването участието в работната сила

---

<sup>10</sup> НСИ. Прогноза за населението. [https://infostat.nsi.bg/infostat/pages/reports/result.jsf?x\\_2=341](https://infostat.nsi.bg/infostat/pages/reports/result.jsf?x_2=341).

зависи от възрастта, нивото на образование и специфични характеристики на домакинствата като брой, активност или неактивност на членовете на домакинството. Един от изводите е, че образованието играе ключова роля за икономическата активност на работната сила (Ivanov et al., 2022).

Някои автори посочват и проблеми от страна на търсенето, основно институционални. Според Ганев (2012) осигурителните и трудовите регулации са пречка пред създаването на нови работни места, като тук той включва: минималните осигурителни прагове, минималната работна заплата, правилата за допълнително трудово възнаграждение, колективните трудови договори и насилственото им разпространение, административна тежест по отношение на условията на труд и др., и тези проблеми следва да се разрешат чрез промени в трудовото законодателство. Белева (Beleva, 2018) също посочва, че най-същественят въпрос е този за създаването на качествени и с висока производителност работни места, като според нея това може да се реализира чрез стимулиране на инвестициите в качествени работни места при своевременното подсигуряване на адекватно подготвена работна сила спрямо търсенето на труд.

На база на анкетното проучване на пазара на труда, проведено през 2014 г. могат да се изследват също факторите за ниския темп на създаване на работни места в България (Paskaleva, 2016). Дори компаниите, които не са заявили директно необходимост от намаляване на вложения труд или промяна на неговия състав, са били изправени пред пречки при наемането. Освен несигурността на икономическите условия, високите данъци върху заплатите се посочват като пречки за наемането. Фирмите, прилагащи колективен трудов договор на ниво отрасъл, е по-вероятно да бъдат ограничени при решенията си за наемане. Фирмите с преобладаващ дял на служители на минимална работна заплата по-често заявяват, че икономическата несигурност, високите данъци върху заплатите и промените в трудовото законодателство възпрепятстват наемането.

Задълбочен анализ на ефективността на процеса на осигуряване на съответствие между търсенето и предлагането на труд в България е представен в Иванов, Паскалева и Василев (Ivanov et al., 2019). Авторите използват данни за броя и потоците безработни, наети и свободни работни места по региони и степени на образование, и прилагат различни взаимодопълващи се подходи при анализа. Те обосновават динамиката в ефективността на осигуряване на съответствие между търсене и предлагане на труд с редица фактори, основният от които са демографските процеси в страната. Отрицателният естествен прираст на населението и значителната външна емиграция, улеснена от премахването на ограниченията върху движението на работна сила от България към другите страни членки на ЕС<sup>11</sup>, понижа-

---

<sup>11</sup> Авторите на изследването посочват, че според данни на Организацията за икономическо сътрудничество и развитие (ОИСР) за миграцията общият поток на български граждани

ват потенциала за предлагане на работна сила у нас. В допълнение високата емиграция води до промени в образователната и квалификационната структура на наличната работна сила у нас, вследствие на което се създава недостиг на работна сила с определени степени на образование и в някои сектори. Авторите посочват, че демографските процеси са в основата на различията в ефективността на изравняване на търсенето и предлагането на труд по региони. Както дескриптивният, така и иконометричният анализ в изследването показват, че в северните части на България търсенето на труда е по-ниско от предлагането, и следователно северните части на България са по-чувствителни към негативни шокове в търсенето на труд, защото подобни шокове биха довели до сравнително високо равнище на безработица. Неравномерното разпределение на търсенето на труд по региони на страната (факт е, че икономическите дейности са концентрирани в големите градове, разположени в южната част на страната и по черноморското крайбрежие) влошава общата ефективност на процеса на осигуряване на съответствие между търсенето и предлагането на труд.

В същото изследване се посочва, че неравновесия между търсене и предлагане на труд се наблюдават и по степени на образование. Под въздействие на фактори като дигитализацията и бързите промени в потребителските предпочитания икономическата среда се променя динамично, обновяването на работните позиции със съответните нови изисквания за квалификации и умения на работната сила се реализира през по-кратки интервали от време. Образователната система изостава в предлагането на работна сила с търсените нови знания и квалификации. В същото време съществува неизползван човешки потенциал с начално и средно образование, който в момента е извън работната сила, като преобладаваща част от безработните също са с начално и средно образование. Адекватното включване на този потенциал в пазара на труда изисква целенасочени мерки на политиката, като чрез повишаване на квалификацията и преквалификацията да се помогне за привеждането на знанията и уменията им в съответствие с изискванията на търсенето на труд (Ivanov et al., 2019).

Недостигът на трудови ресурси в сектори като образованието и здравеопазването, също може да бъде коригиран чрез мерки на икономическата политика. В краткосрочна перспектива стимулиращи фактори за предлагане на труд в тези две сфери е повишаване на възнагражденията, предлагане на различни форми на квалификация и обучение, като същевременно се запазва фискалната стабилност и се спазват съображенията за ефективност на разходите (Ivanov et al., 2019).

---

към държавите членки на ЕС е нараснал три пъти за периода 2007 – 2015 г. спрямо периода 2000 – 2006 г. (Ivanov et al., 2019).

Въз основа на всеобхватен анализ на пазара на труда в България и прогноза на средносрочните и дългосрочните тенденции Симеонова-Ганева, Ганев, Василев и Димитров (Simeonova-Ganeva et al., 2019) формулират основните предизвикателства пред пазара на труда в средносрочен и дългосрочен хоризонт – намаляване на населението и на населението в трудоспособна възраст, застаряване на населението в трудоспособна възраст, недостиг на квалифицирани работници със средно образование, излишък на работещи с висше образование, излишък на работна сила с начално и по-ниско образование, ниска технологична интензивност на икономическите дейности, изоставане в развитието на здравеопазването и образованието в сравнение с равнището им в другите страни от ЕС, значително изоставане на равнището на работните заплати от тези в ЕС, задълбочаване на регионалните дисбаланси. В това изследване авторите оценяват тенденциите в развитието на пазара на труда по професии, региони, степени на образование. Те идентифицират тясната положителна връзка между степените на образование и равнището на възнаграждения. В прогнозата си за развитието на пазара на труда по отношение на образованието те очакват в близко бъдеще да се запази недостигът на специалисти със средно образование, както и излишъкът на предлагане на хора с висше и с начално и под начално образование. Като стратегическо решение на неравновесието в търсене и предлагане на труд по степени на образование авторите препоръчват да се предприемат мерки за мобилизиране на потенциала от човешки ресурси, които към момента са извън работната сила или са безработни, а в дългосрочна перспектива фокусът трябва да бъде върху развитието на човешкия капитал (Simeonova-Ganeva et al., 2019).

В обобщение ефективността на процеса на уравновесяване на търсенето с предлагането на труд се определя от силата на ограниченията на пазара на труда в България, произтичащи от негативните демографски процеси и външната емиграция, наличието на дефицити на работници със средно образование и излишък на хора с висше и с начално и под начално образование, неравновесия в някои сектори на икономиката. Тези неефективности на пазара на труда могат да се компенсират с подобряване на образователната и квалификационната структура на заетите, по-широко разпространение на гъвкави форми на заетост, които ще позволят хора в трудоспособна възраст, които по различни причини са извън работната сила или са безработни, да се включат активно на пазара на труда.

Между равнището на образование и качеството на създаваните работните места съществува много тясна права и обратна връзка. Създаването на качествени работни места с високо равнище на производителност предполага наличието на адекватно образована и квалифицирана работна сила; наличието на хора в трудоспособна възраст с подходящо образование дава възможност за създаването на качествени работни места.



\* \* \*

Представеният анализ на гъвкавостта на пазара на труда в България в следните аспекти – гъвкавост на пазара на труда и „вътрешната девалвация“, трудово законодателство, работни заплати и цени, процес на уравнивяване на търсенето и предлагането на труд, представи основните проблеми и пречки пред развитието на пазара на труда в България. Трудовото законодателство включва различни типове режими на гъвкава заетост, но тези режими на практика не се използват. Основната причина е в ниското ниво на заплащане на труда и неясноти в прилагането на гъвкавите форми на заетост. Ниското заплащане на труда се изтъква и като причина за негъвкавост на работната заплата надолу. В кризисни ситуации работодателите се въздържат от понижение на основната работна заплата, защото според тях това ще демотивира работещите и защото съкращението на трудовите разходи ще бъде незначително. По тези причини работодателите най-често прибегват до съкращение на заети, вследствие на което нараства равнището на безработица и най-вече външната емиграция<sup>12</sup>. Цените в България, от друга страна, са гъвкави и при повечето фирми зависят от цените на конкурентните производители.

Изследвания върху търсенето и предлагането на труд осветляват най-важните структурни проблеми, специфични за българския пазар на труда. В основата на структурните дисбаланси отново са ниските трудови възнаграждения, но и негативните демографски тенденции (ускореното намаляване и застаряването на населението). Най-важните дисбаланси са: недостиг на специалисти във високотехнологичните сектори, което пречи на създаването на качествени работни места и повишаване на производителността на труда; регионални дисбаланси в търсенето и предлагането на труд; дисбаланси между търсене и предлагане на труд по степени на образование. Във всички цитирани изследвания се подчертава значението на образованието за създаване на гъвкава работна сила. Но обучението, квалификацията и преквалификацията на работната сила не може да бъде отговорност само на държавните институции. Към момента средствата, които работодателите заделят за обучение и класификация на своите работници са нищожни, а ученето през целия живот все още не се е превърнало в начин на живот (Найденова и колектив, 2005), което оформя още един структурен проблем, който ограничава гъвкавостта на пазара на труда.

---

<sup>12</sup> Според критериите за оптимална валутна зона (Mundell, 1961) неравновесията по региони в рамките на паричния съюз се разрешават именно чрез мобилност на работната сила, която следва по-високите нива на заплащане. Това, което на практика се случва в рамките на ЕС е нетно изтичане на работна сила от страните с ниски доходи, което понижава потенциала им за развитие, към страните с високи доходи, независимо дали има дисбаланси между тях или не.

Гъвкавостта на пазара на труда е важна характеристика на икономиката *per se*. Но когато страната е член на паричен съюз гъвкавостта на пазара на труда трябва да се оценява спрямо характеристики на пазара на труда на другите страни членки на паричния съюз. Теоретично, ако страна с по-гъвкав пазар на труда се присъедини към паричен съюз, където преобладават страни с негъвкави пазари, това може да ѝ създаде проблеми (Narodowy Bank Polski, 2015). Различната степен на гъвкавост на пазара на труда на страните членки на паричен съюз създава затруднения пред общата парична политика. Дори симетрични шокове, общи за всички страни в паричния съюз, могат да имат асиметричен ефект върху националните икономики, което означава, че скоростта на възстановяване ще бъде различна – по-бърза за страните с по-гъвкави пазари на труда и по-бавна за останалите. Тъй като общата парична политика се определя от средните за паричния съюз показатели, а не от показателите на отделните страни, участващи в съюза, за известен период от време общата парична политика ще бъде експанзионистична за тези, чиито икономики се възстановяват по-бързо, и ще бъде рестриктивна за тези, които се възстановяват по-бавно. Това води до разлики в темпа на реален растеж, в инфлацията и в равнището на безработица по страни и е възможно да стане причина за възникване на дисбаланси между страните. Тези дисбаланси в условията на паричен съюз ще трябва да се разрешават чрез процеса на вътрешна девалвация.

Каква точно би била реакцията на пазара на труда се определя от конкретния характер на шоковете. Възможно е при някои шокове пазарът на труда в България да реагира по-гъвкаво в сравнение с този на еврозоната, а при други да прояви основно негъвкавите си характеристики.

Представените резултати на различни изследвания на гъвкавостта на пазара на труда в България не могат да се тълкуват като категорично потвърждение, че пазарът на труда в България е гъвкав или негъвкав поради разнородния и разнопосочен характер на показателите, с които се измерва гъвкавостта. Затруднено е и сравнението с пазара на труда в еврозоната. При характерното за България ограничено разпространение на колективните трудови договори, отсъствие на договаряне на равнище отрасъл, слабо покритие на работещите от профсъюзи би могло да се твърди, че пазарът на труда в България е по-гъвкав в сравнение с този на еврозоната. По отношение на номиналната и реалната негъвкавост на основната работна заплата пазарът на труда в България и в еврозоната имат сходни характеристики, т.е. те са еднакво негъвкави. Приложението на гъвкави форми на заетост е най-слабо застъпено в България и в това отношение пазарът на труда у нас е негъвкав в сравнение с този в еврозоната.

Процесът на реална конвергенция – постигането на равнище на доходи и производителност на труда близки до средните в еврозоната, е източник

на специфични за българската икономика шокове. Ако България влезе в еврозоната в близко бъдеще, може да се очаква процесът на реална конвергенция да се ускори, особено ако има нова вълна от чуждестранни инвестиции, както беше в периода 2005 – 2008 г. Теоретично процесът на реална конвергенция ще бъде съпроводен от по-висока инфлация. Ако лихвените проценти в България са близки до тези в еврозоната, каквито са очакванията, по-високата инфлация у нас ще означава ниски или отрицателни реални лихви, стимулиращи търсенето на дълг за финансиране на потребителски и инвестиционни разходи, и съответно ще доведе до нарастване на задлъжнялостта на домакинствата и фирмите. Процесът на изравняване на доходите ще продължи да се изразява във висок темп на растеж на работната заплата, при което е възможно да се наруши неписаното правило, че устойчивостта на развитието зависи от равенството в темпа на нарастване на заплатите и производителността на труда. Ако нарастването на работните заплати изпреварва темпа на повишение на производителността на труда, делът на работната заплата в добавената стойност ще нараства и ще потиска нарастването на печалбата, а следователно и инвестициите. Макроикономическите дисбаланси, които могат да възникнат, ще трябва да бъдат коригирани чрез процес на вътрешна девалвация, която ще бъде толкова по-безболезнена, колкото по-гъвкави в посока намаление са работните заплати и колкото по-добре образована е работната сила. Към момента българската икономика показва, че се справя с кризисни ситуации при твърдия режим на паричен съвет.

Разрешаването на структурните проблеми на пазара на труда е дългосрочен процес, който ще продължи и след влизането на страната в еврозоната. Той може да се превърне в източник на специфични за българската икономика шокове.

Какви действия се предприемат за повишаване гъвкавостта на пазара на труда? Известно е, че пазарът на труда в еврозоната се характеризира като негъвкав от редица икономисти и страните членки, осъзнавайки проблемите, които различията в институциите на пазара на труда създават за единната парична политика, се стремят да повишават гъвкавостта на пазара на труда. Европейската стратегия за заетостта изисква от страните членки да изпълняват общи цели и приоритети в политиката си за заетост с основната цел да се създават повече и по-качествени работни места в ЕС.<sup>13</sup> Ежегодно ЕК публикува Проект на съвместен доклад относно заетостта на Комисията и Съвета, чиято задача е да наблюдава и да дава оценки на ситуацията със заетостта в ЕС, изпълнението на Насоките по заетостта и да даде оценка на Таблото със социални показатели по ключови показатели за

---

<sup>13</sup> <https://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=101&langId=en> .

заетост и социална защита (European Commission, 2021), където се наблюдават значителни различия по отношение на заетостта и социалната защита по страни и съответно могат да се очакват различия в реакциите на икономиките дори при симетрични шокове. Като ключов проблем в еврозоната се оценява структурната разлика между страните, които формират ядрото на еврозоната и периферията (Pessoa, 2017). Структурните разрыви между основни и периферни страни членки се считат за системен проблем в еврозоната, който ще бъде постоянен източник на кризисни ситуации за еврозоната като цяло. Реформите след глобалната икономическа и финансова криза от 2008 – 2009 г. имат за цел да се преодолеят структурните различия в страните членки.

Като страна член на ЕС България участва в изработването на национални стратегии и програми, които да включат общите за ЕС директиви и насоки за развитие на пазара на труда. Известен факт е, че новите технологии и производства изискват наличието на квалифицирана и мотивирана работна сила, а България изостава в създаването на високопроизводителни работни места. Във всички цитирани изследвания се подчертава значението на образованието за създаване на гъвкава работна сила, както и положителната връзка между трудово възнаграждение и степен на образование и квалификация. Именно в тази насока са действията на държавните институции, формулирани в Стратегията по заетостта до 2021 – 2030 г. (Стратегия по заетостта на Република България 2021 – 2030 г., 2021) и Националния план за действие по заетостта. Стратегията обхваща широк спектър от мерки, чиято цел е да се повиши гъвкавостта на пазара на труда. В нея най-общо са включени мерки, свързани с подобряване качеството на образованието, включително стимулиране ученето през целия живот, обхванати са и гъвкави форми на трудови договори, повишаване на икономическата активност. Високообразованата работна сила по-гъвкаво реагира на шокове, по-лесно сменя работното си място, има нагласа за изучаване на нови умения.

## Литература

- Владиминова, К., Атанасова, М. (2008) Гъвкави форми на заетост в малките и средни предприятия: състояние и възможности за развитие. – *Годишник на УНСС (Yearbook of UNWE)*, бр. 1, 7 – 44.
- Ганев, П. (2012) Заетост по време на криза: политика на нови работни места. София, Институт за пазарна икономика.
- Димитров, Л., Николова, А., Димитрова, П. (2006) Гъвкавост на пазара на труда в България. Серия Икономически изследвания, Агенция за икономически изследвания и прогнози.
- Найденова, З., Томев, Л., Даскалова, Н., Михайлова, Т., Сотирова, М., Христов, Ч., Сапунджиев, Н., Кирчева, Д., Николова, А. (2005) Договаряне на гъвкаво работно време – европейският опит и възможности за приложението му в България. неизв., Институт за социални и синдикални изследвания и фондация „Фридрих Еберт“.

- Неновски, Н., Колева, Д. (2001) Ригидност (негъвкавост) на реалните работни заплати и избор на паричен режим. Дискуссионни материали, Българска народна банка, DP/18/2001.
- Пантелеева, С. (2009) Гъвкавата сигурност (flexicurity) на трудовия пазар в България. – *Диалог*, бр. 4, 45 – 72.
- Петров, М. (2014) Пазар на труда-идентифициране на основните проблеми. Насоки за разрешаването им. Научни трудове на Русенския университет, том 53, серия 5.1, 29 – 33.
- Стратегия по заетостта на Република България 2021 – 2030 година, 2021. неизв.: Приета от Министерския съвет с Решение № 515 от 15 юли 2021 г.
- Терзиев, В. (2016) Развитие на пазара на труда в България и влияние на провежданите политики в областта на заетостта и безработицата. – *Икономика* 21, бр. 2, 23 – 64.
- Цанов, В. (2007) Оценки на гъвкавостта на пазара на труда в България. – *Икономическа мисъл*, бр. 3, 3 – 23.
- Amisano, G., Giammarioli, N., Stracca, L. (2009) EMU and the Adjustment to Asymmetric Shocks. The Case of Italy. – *Working Paper Series*, European Central Bank, Issue No 1128.
- Beleva, I. (2018) Пазарът на труда с хоризонт 2020: стратегически цели, оценки и политики. Munich Personal RePEc Archive (MPRA), Paper No 87163.
- Blanchard, O. and Fischer, St. (1989) Lectures on Macroeconomics. неизв.: MIT Press.
- Blanchard, O., Griffiths, M., Gruss, B. (2013) Boom, Bust, Recovery: Forensics of the Latvia Crisis. Brookings Papers on Economic Activity, FALL 2013, 325 – 371.
- Deskari-Skrbic, M., Kotarac, K., Kunovac, D. (2019) The Third Round of the Euro Area Enlargement: Are the Candidates Ready? – *Working Papers*, Croatian National Bank, Issue W-57.
- Dornbusch, R. (1975) Exchange Rates and Fiscal Policy in a Popular Model of International Trade. – *The American Economic Review*, 65(5 (Dec)), 859 – 871.
- Engler, Ph., Ganelli, G., Tervala, J., Voigts, S. (2017) Fiscal Devaluation in a Monetary Union. – *IMF Economic Review*, 65(2), 241 – 272.
- European Commission (2021) Proposal for a Joint Employment Report, Brussels: European Commission.
- HM Treasury, EMU study (2003) EMU and Labour Market Flexibility. London: Crown copyright 2003.
- HM Treasury (2003) 2 Flexibility. Or: UK Membership in the Single Currency. An Assessment of the Five Economic Tests. London: HM Treasury Public Enquiry Unit, 81 – 136.
- IMF (2020) Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions. s.l.: International Monetary Fund.
- Ivanov, V., Karagyozova-Markova, K., Markova, G., Vassilev, A., Vladova, Z. (2022) Determinants of Labour Force Participation in Bulgaria: Empirical Evidence from Micro data. Discussion Papers Series, DP/120/2022, Bulgarian National Bank.
- Ivanov, V., Paskaleva, D., Vassilev, A. (2019) Labour Market Functioning and Matching Efficiency in Bulgaria over the Period 2004–2017: Qualification and Regional Aspects. Discussion Papers, Bulgarian National Bank, DP/114/2019.
- Kasabov, D., Kotseva, P., Vassilev, A., Yanchev, M. (2017) Relationship between Inflation, Potential Output and Structural Unemployment in Bulgaria. Discussion Paper Series, Bulgarian National Bank, Том DP/104/2017.
- Lithuania Free Market Institute (2019) Employment Flexibility Index 2020. EU and OECD Countries, неизв.
- Lozev, I., Vladova, Z., Paskaleva, D. (2011) Wage-setting Behaviour of Bulgarian Firms: Evidence from Survey Data. Discussion Papers Series, DP/87/2011, Bulgarian National Bank.
- Mitsopoulos, M., Pelagidis, Th. (2014) Why Did Forceful Internal Devaluation Fail to Kick-Start Export-Led Growth in Greece? Challenge, 57(6, November–December), 85 – 102.
- Mundell, R. (1961) A Theory of Optimum Currency Areas. – *The American Economic Review*, Vol. 51, No. 4 (Sep., 1961), 657 – 665.

- Narodowy Bank Polski (2015) The Economic Challenges of Poland's Integration with the Euro area, Warsaw: Narodowy Bank Polski.
- Nenova, M., Ivanov, E., Ivanova, N., Kasabov, D., Zahariev, B., Markova, G., Karagyozova-Markova, K. (2019) Transmission of ECB's Monetary Policy in Bulgaria: Insights from a Large Macro-econometric Model. Discussion Papers, Bulgarian National Bank, DP/115/2019.
- Paskaleva, D. (2016) Labour Cost and Price Adjustment Practices of Bulgarian Firms in the Period 2009 – 2013, Wage Dynamics Network Firm-level Survey Evidence. Discussion Paper Series, DP/101/2016, Bulgarian National Bank.
- Pesoa, A. (2017) The Euro Zone Crisis. – *Revue d'économie politique*, 127(1), 1 – 24.
- Pissarides, C. A. (1997) The need for labor-market flexibility in a European economic and monetary union. – *Swedish Economic Policy Review*, Vol. 4, 513 – 516.
- Sau, R. (1991) Some Aspect of Stabilisation Programme: A Superior Alternative to Devaluation. – *Economic and Political Weekly*, 26(45), 2585 – 2586.
- Shambaugh, J. C., Reis, R., Rey, H. (2012) The Euro's Three Crises [with Comments and Discussion]. Brookings Papers on Economic Activity, Spring, 157 – 231.
- Simeonova-Ganeva, R., Ganev, K., Vassilev, A., Dimitrov, L. (2019) Medium-term and Long-term Forecasts for the Development of the Labour Market in Bulgaria: Employment and Employment and Labour Market Imbalances, Determinants of Labour Supply (2008 – 2034), Sofia: Ministry of Labour and Social Policy.
- Vladova, Z. (2012) Survey Evidence on Price-setting Behaviour of Firms in Bulgaria. Discussion Papers Series, DP/89/2012, Bulgarian National Bank.



## Девета глава

# Конкурентоспособност на българската икономика

Д-р Дилян Василев

e-mail: vassilev.d@bnbank.org

Конкурентоспособността на една икономика представлява концепция с многопластово значение, което е формирано само по аналогия с понятието конкурентоспособност на микрониво – стопански субект, който е пазарен участник или фирма. Дефиницията за конкурентоспособност на фирмата е относително ясна и се заключава в нейната способност да увеличава пазарния си дял на определен пазар за сметка на неконкурентни съперници. Неконкурентните фирми са принудени да излязат от определени пазари, тъй като неустойчивата им позиция се определя от това, че разходите им са по-големи от приходите. На микрониво конкуренцията се счита за „игра с нулев резултат“, ако една фирма отстъпи пазарен дял, то друга го печели.

На ниво макроикономика, концепцията за конкурентоспособност е трудно дефинируема, тъй като националните икономики не се конкурират (директно) една с друга. Вместо това, съгласно теорията те се специализират в производство (и износ) на стоки и услуги, които могат да произведат най-ефективно от гл. т. на сравнителните си предимства. Освен това националните икономики са и политически субекти, те не престават да съществуват, дори и да са слабо- или неконкурентоспособни. Националната конкурентоспособност не е задължително да е „игра с нулев резултат“. Например високата конкурентоспособност на страна като Германия чрез веригите за доставка и генериране на стойност благоприятства икономиките в цяла Източна Европа, включително България.

Не съществува универсално приета дефиниция за конкурентоспособност на националните икономики, а броят и характерът на индикаторите, използвани за измерване на конкурентоспособността, покриват голям и разнопосочен спектър от показатели. Съществуват дори мнения, най-известното от които на П. Кругман, че използването на понятието конкурентоспособност на микрониво е подвеждащо и всъщност става въпрос за производителност (Krugman, 1996, 1994).

В литературата по въпроса още от 90-те години на XX век се оформят две ясно различими групи дефиниции. Едната е съсредоточена относно це-



новите аспекти на националната конкурентоспособност и разглежда концепцията по-скоро в краткосрочен план като конкурентоспособност от гл. т. на цените на произведените стоки и услуги и разходите за труд на единица продукция спрямо идентични като развитие други икономики. Според нея цените на факторите за производство, вложени в произведената продукция определят до голяма степен нейната конкурентоспособност на (най-често) международния пазар.

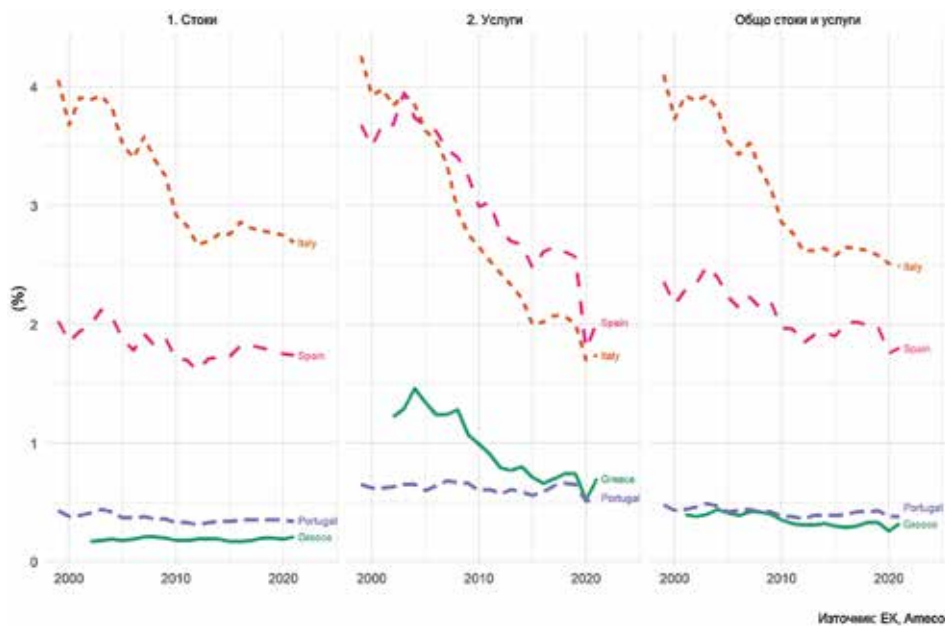
Втората група дефиниции се концентрира в по-дългосрочен план и търси корените на конкурентоспособността в производителността на труда и съответно факторите, които я определят. Тя има подчертано по-дългосрочен хоризонт и засяга увеличаването и поддържането на високо ниво на благосъстояние, жизнен стандарт и качество на живот.

Общото между всички дефиниции от втората група е акцентът върху производителността и устойчивия характер на нарастващото благосъстояние на населението, както и дългосрочния хоризонт на понятието. Това означава, че факторите, влияещи в дългосрочен план на производителността и ефективността на факторите на производство са ключов елемент на глобалната конкурентоспособност на една икономика.

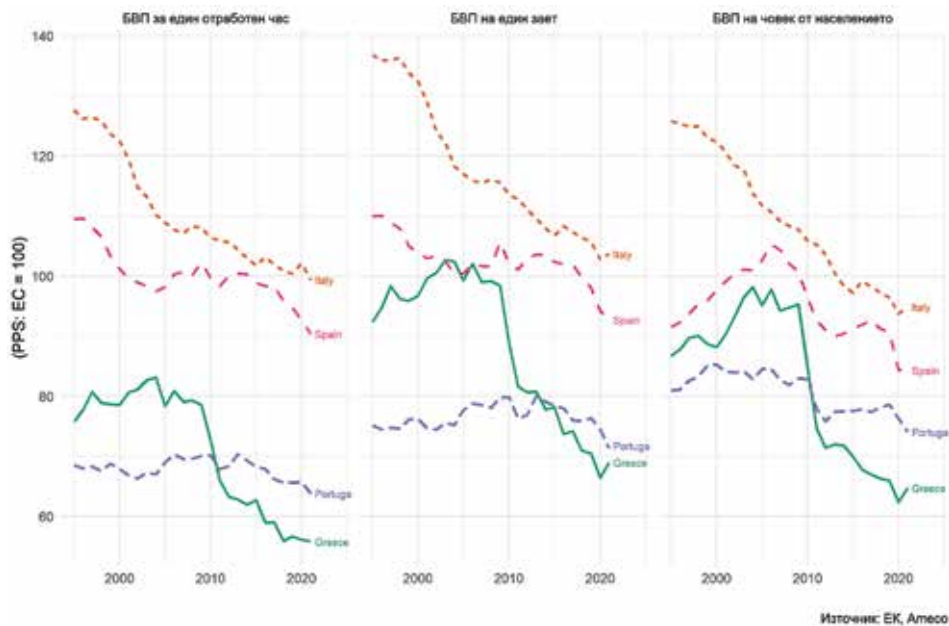
## **Значение на конкурентоспособността при приемането на еврото и след това**

Характеристиките и динамиката на конкурентоспособността на една икономика при приемането на еврото и след това е въпрос, предизвикан основно от историята на няколко кризи с държави от еврозоната (т.нар. периферни страни – Италия, Испания, Португалия, Гърция), които през периода 1999 – 2008 г. постепенно влошаваха своята национална конкурентоспособност, а през 2010 – 2013 г. предизвикаха криза, поставила на изпитание институционалната рамка и начина на функциониране на еврозоната.

Фиг. 1 описва понижението на пазарния дял на периферните страни спрямо глобалния обем на износа както при стоките, така и при услугите, а фиг. 2 показва (низходящата) динамика на производителността на труда, измерена по няколко критерия. И двете фигури красноречиво илюстрират загубата на конкурентоспособност на страните от т.нар. периферия след приемането на еврото.



Фиг. 1. Пазарен дял на износа на стоки и услуги на световния пазар



Фиг. 2. Производителност на труда спрямо нивата в еврозоната

## Периферни страни

Съществуват различни обяснения за загубата на конкурентоспособност от т.нар. периферни страни след приемането на еврото. Според Айхенгрийн, както и Чен и Милеси-Ферети (Eichengreen, 2010; Chen, Milesi-Ferretti, and Tressel, 2012), приемането на еврото от страните от т.нар. първа вълна през периода 1999 – 2003 г. води до сближаване/понижение на лихвените проценти в периферните страни до нивата в основните държави, което в комбинация с нарастващия приток на капитал към тях поради по-интензивната финансова интеграция, предизвиква прекомерно потребление, кредитен растеж и прегряване в сектора на недвижимите имоти. Тези развития подкрепят относително висок икономически растеж, но и увеличават фискалните дефицити, частния и публичния дълг в тези страни, формирайки в голяма степен макроикономически дисбаланси.

Според Пуцело (Puzzello and Gomis-Porqueras, 2018) кризата (с публичния дълг на периферните държави от 2010 – 2012 г.) е следствие на необходимостта от понижение на задлъжнялостта (деливъридж) при липса на възможност за девалвиране на валутния курс. В резултат реалният ефективен валутен курс в тези държави поскъпва релативно и води до загуба на ценова конкурентоспособност, понижение на износа спрямо вноса и нарастващи дисбаланси по текущата сметка.

Впоследствие литературата оспорва частично този наратив като според ЕЦБ (Dierpe et al. 2012) факторите на конкурентоспособността, които допринасят за външните дисбаланси в страните от еврозоната, са силно хетерогенни и няма категорични доказателства, че изоставането в ценовата конкурентоспособност на т.нар. периферни държави в периода 1999 – 2007 г. са единственият източник на техните проблеми. Ефектите на неценова конкуренция също допринасят до голяма степен за търговския излишък в основните страни от еврозоната, но въпреки това за някои периферни страни влияние върху търговския баланс оказват предимно ценовите фактори, т.е. загубата на конкурентоспособност.

Според други изследвания структурните проблеми на периферните страни са акумулирани още преди приемането на еврото, а еврото само е ускорило проявата им в периода 1999 – 2008 г. Част от структурните проблеми се дължат на дълги години политическа нестабилност, политически кризи и слаба ефективност на политическите им системи да генерират политическа воля за реформи, адресиращи структурните им слабости (Mascitelli and Gerstman 2008; Keuschnigg et al. 2020).

Според Фернандес и Гарсия-Перейра (Fernández and Garcia-Perea, 2015) приемането на еврото има разнопосочно влияние върху дългосрочната кон-

курентоспособност на икономиките на еврозоната, т.е. в трайната им способност да генерират висока производителност и благосъстояние. Според тях за страни като Германия, Австрия и Нидерландия приемането на еврото не носи значителни изменения в благосъстоянието над или под хипотетичен сценарий на неприемане на еврото. Второ, групата държави като Испания, Ирландия и Гърция имат силно изразена полза от присъединяването към еврото, но само в години на експанзия в икономическия цикъл, а за третата група – Италия, Португалия и Белгия – относителните преимущества от приемането на общата валута са били с много кратък живот за периода 1999 – 2005 г.

### **Източна Европа – различен подход и резултат**

Страните<sup>1</sup>, които се присъединиха към еврозоната след 2008 г. не показаха никакви признаци на загуба на конкурентоспособност в средносрочен план в сравнение с „периферните страни“ от първата вълна (фиг. 6). Според изследване на Лалински (Lalinský, 2010), след приемането на еврото през 2008 г. поради настъпването на глобалната финансова криза е наблюдавано краткосрочно понижение на ценовата конкурентоспособност на словашката икономика, което много бързо е възстановено поради преобладаващия обем на търгуеми стоки в износа на страната.

Според Фидрмук (Fidrmuc and Wörgötter, 2013) комбинацията от стабилен финансов сектор, ориентирана към стабилност рамка на макроикономическата политика и благоприятни за конкуренцията регулации на трудовия и продуктивния пазар са от ключово значение за способността на Словакия да абсорбира неблагоприятните външни влияния от глобалната финансова криза 2008 – 2009 г.

Поляк (Polyak 2016), прави директно сравнение между представянето на износа на чешката и словашката икономика, които имат идентичен секторен профил и структурни характеристики, но през 2008 – 2009 г. Словакия вече е член на еврозоната, а Чехия прилага инфлационно таргетиране с плаващ валутен курс. Изследването показва, че след 2008 г. няма почти никакви различия в представянето на двете икономики в този период, като и двете икономики преминават през кратък период на влошаване на показателите на износа, след което бързо се възстановяват с идентичен темп.

Според Матисек (Matysek-Jędrzych, 2012) всички от прибалтийските страни са претърпели само краткосрочни негативни влияния върху конку-

---

<sup>1</sup> Словакия приема еврото през 2008 г., Естония – 2011 г. Литва – 2013 г., Латвия – 2015 г.

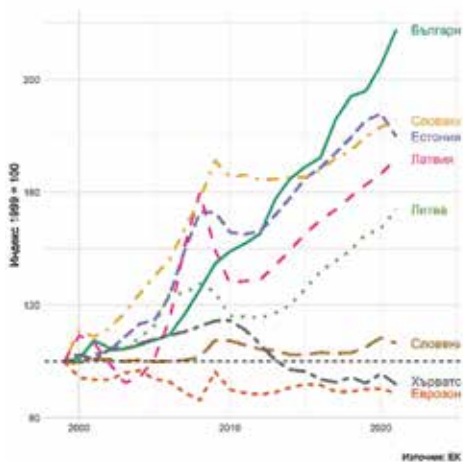
рентоспособността на икономиките си в периода 2008 – 2009 г., но след това бързо се връщат към дългосрочния си темп на нарастване на производителността и благосъстоянието си. Идентични изследвания има и при групата на балтийските държави (Auzina-Emsina 2014; Sekliuckienė 2014).

За разлика т.нар. периферни страни от първата вълна, новоприсъединените страни от Централна и Източна Европа (ЦИЕ) показват относително устойчив темп на подобряване на конкурентоспособността за целия изследван период след приемането на еврото.

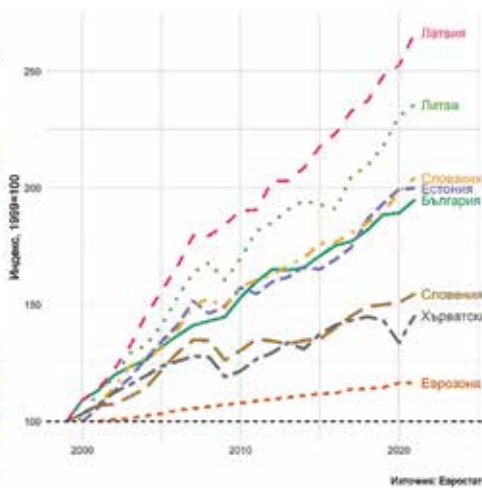
## Конкурентоспособност на българската икономика в краткосрочен план – роля на ценовите фактори

### *Ценова конкурентоспособност на българската икономика*

Съгласно повечето от дефинициите за конкурентоспособност на икономиката мярката за ценова конкурентоспособност в краткосрочен план е реалният ефективен валутен курс на страната, дефлиран с индекс на разходите за единица продукция. Това е един от най-разпространени методи за измерване и сравнение на конкурентоспособността на различни икономики и е наложен като стандарт от МВФ (Bayoumi et al., 2013).

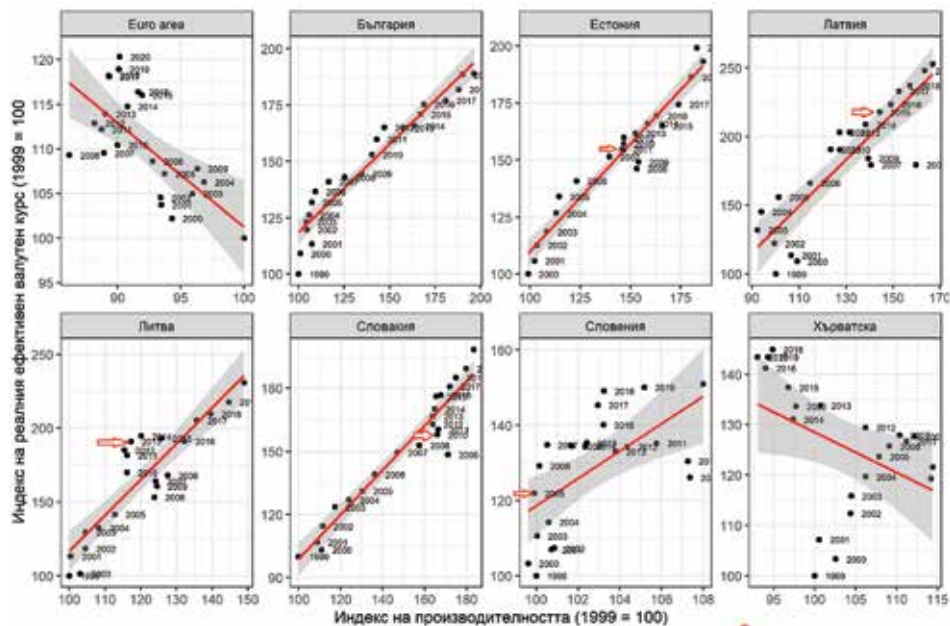


**Фиг. 3.** Индекс на изменението на реалния ефективен валутен курс



**Фиг. 4.** Индекс на реална производителност за отработен човекочас

Свеждането на концепцията за конкурентноспособната до един индикатор, като реалния ефективен валутен курс, има и недостатъци, които я правят невинаги приложима за някои икономики. (Marsh and Tokarick, 1996) Но въпреки някои несъвършенства, към момента е най-популярният и относително лесно разбираем индикатор за измерване на конкурентоспособността. Например данните за България и повечето от останалите страни от Централна и Източна Европа за периода след 1999 г. (фиг. 3) показват недвусмислено силно увеличение на реалния ефективен валутен курс, особено в периода 1999 – 2008 г. На пръв прочит това би трябвало да се интерпретира като понижаване на конкурентоспособността на една икономика тъй като повишава цените на факторите за производство (труда). (IMF, 2019) В случая относителното повишение на индикатора се дължи на силното увеличение на производителността на труда (фиг. 4), а не на разходите за труд на единица продукция. Фиг. 3 показва също, че в периода 2008 – 2011 г. трите прибалтийски страни и до някъде Словакия отбелязват краткосрочно понижаване на реалния ефективен валутен курс. Това би трябвало да означава повишение на конкурентоспособността, но на практика е точно обратното – тяхната конкурентоспособност се понижавала поради негативното влияние на глобалната икономическа криза върху производителността на труда.



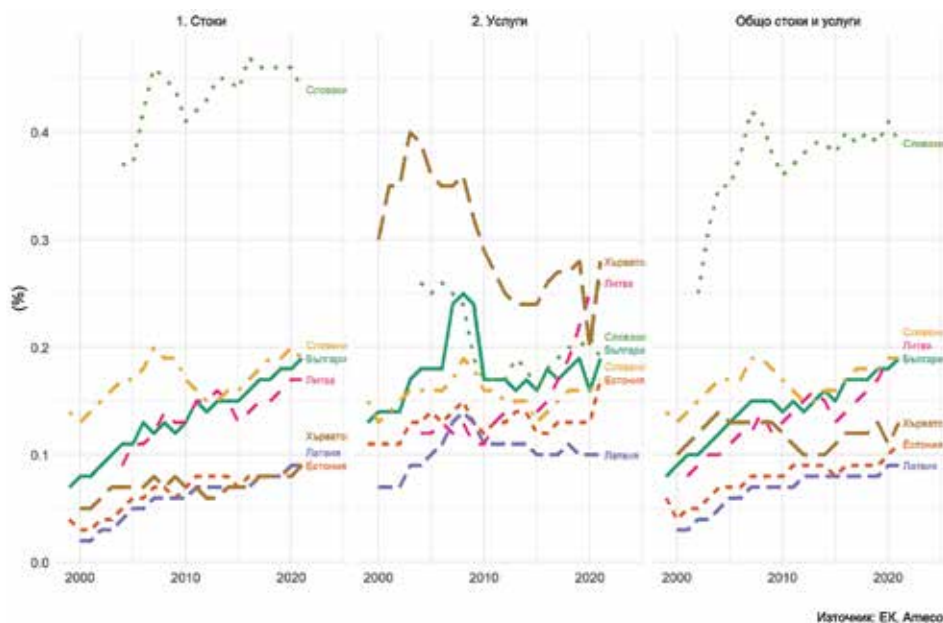
Фиг. 5

Фиг. 5 изобразява зависимостта между производителността на труда и реалния ефективен валутен курс на еврозоната и на повечето от страните от ЦИЕ. Теоретично постулираната зависимост, че повишението на реалния ефективен валутен курс се дължи на спад в производителността и следователно води до загуба на конкурентоспособност е в сила единствено в еврозоната (негативен наклон на кривата), докато при останалите страни от ЦИЕ се наблюдава положителен наклон на кривата. Т.е. зависимостта е, че повишението на реалния ефективен валутен курс се дължи на повишаващата се производителност и не е знак за загуба на конкурентоспособност. В този смисъл индикаторът е слабо релевантен по отношение измерването на конкурентоспособността, защото предполага директно сравнение само между страни със сходни нива на доходи, нива на цените, технологичен напредък, производителност и др., т.е. те трябва да са преки конкурентни от гл. т. на специализацията им в производството на определени стоки (компоненти) или услуги (Ivanov and Ivanova, n.d.; Sorsa et al. 2004; Myant, 2016).

### ***Пазарен дял на българската икономика***

Конкурентоспособността на една икономика, разгледана само в аспекта на цени и разходи, т.е. валутен курс и разходи за труд, пропуска съществен фактор, а именно неценовите аспекти на конкурентоспособността. Поради това е важно да се разгледа адекватно крайният резултат от глобалната конкуренция между отделните икономики, а именно увеличава ли се пазарният дял на съответната страна под формата на дял от глобалния експорт. В този смисъл ако разгледаме дефиницията за конкурентоспособност на една икономика буквално като пазарен дял от глобалния износ, което също може да се интерпретира като краткосрочен индикатор за конкурентоспособност, ще видим, че българската икономика устойчиво повишава своята конкурентоспособност въпреки силното нарастване на реалния ефективен валутен курс и разходите за единица продукция. Т.е. неценовите фактори на конкурентоспособността преобладават значително над ценовите.

На фиг. 6 е показано равнището и динамиката на пазарния дял на страните от Централна и Източна Европа (включително България) спрямо глобалния обем на износа както при стоките, така и при услугите. Визуалният преглед на данните показва, че поради идентичната структурна трансформация на българската икономика, тя увеличава идентично с останалите нивата си на пазарен дял в глобалния износ.



Фиг. 6. Пазарен дял в износа на стоки и услуги на световния пазар

Увеличаването на пазарния дял на страните от ЦИЕ в глобалния износ на стоки през последните 20 години се дължи най-вече на структурната трансформация на тези икономики и избора им на модел на растеж, ориентиран към износа, дълбока интеграция на индустриалния им сектор във веригите за доставка на еврозоната и постепенно „изкачване“ в стълбицата на добавената стойност. Според Бенковскис и др. именно неценовите фактори са основната движеща сила на разширяването на пазарните дялове на страните от ЦИЕ в глобалния износ (Benkovskis et al., 2020). Най-силно това си личи при данните за Словакия, която има значително по-голям пазарен дял в глобалния износ поради големия дял на автомобилните производители в структура на износа. Следователно основният фактор, влияещ на постепенното, но устойчиво като тренд увеличение на пазарния дял в износа на стоки през периода е сравнително общ и идентичен за всички страни от ЦИЕ – потокът ПЧИ и свързаните с него новоизградени експортноориентирани производствени мощности.

За разлика от износа на стоки, то в износа на услуги в по-малка степен се наблюдава възходящ тренд. В структурно отношение определяща роля за динамиката на пазарния дял на услугите има туризмът, който се влияе от множество местни фактори. Пример за това са данните за Хърватия от фиг. 6.



В структурно отношение българската икономика като модел на икономически растеж наподобява силно останалите страни от ЦИЕ. Това дава основание да се прогнозира, че приемането на еврото няма да окаже в *краткосрочен* и средносрочен план (5 – 10 г.) осезаемо въздействие върху конкурентоспособността на българската икономика. Т.е. ефектите от присъединяването към еврозоната биха били идентични с тези на Словакия и прибалтийските страни, които не са претърпели сътресения по отношение на конкурентоспособността си след приемането на еврото.

## **Конкурентоспособност на българската икономика в дългосрочен план – роля на институционалните фактори**

Целта на настоящия раздел е да разгледа развитието на конкурентоспособността на българската икономика в *дългосрочен* план, като анализира бъдещите ефекти от приемането на еврото, т.е. дали икономиката трайно ще подобри или влоши конкурентоспособността си. В тази връзка ще акцентираме на определящото значение, което имат институционалните фактори, които трябва да гарантират честна конкуренция между икономическите агенти и високи нива на съвкупно предлагане в икономиката. Качеството на функциониране на институционалната рамка, което често е наричано *правила на играта*, определя връзката между стимулите на икономическата среда и рационалните решения на пазарните участници по отношение на дилемата спестяване/инвестиции и потребление.

Връзката между качеството на институциите и конкурентоспособността на една икономика почива на значително количество теоретична и емпирична литература<sup>2</sup>, която ясно демонстрира силната линейна връзка между качеството на институциите и нивото на конкурентоспособността на една икономика. Според Хал и Джоунс (Hall and Jones, 1999), институционалната, правната и икономическата среда в една страна са от ключово значение за определяне на рентабилността на технологичните промени. Държави със силни институции защитават отличаващите се с производителност икономически субекти от различни посегателства като кражби, самоуправство, защита от престъпления, отнемане на собственост и корупция. Те са склонни да създават икономическа среда, която подкрепя производителните икономически дейности и насърчава натрупването на капитали. На практика такъв тип институции са ключов фактор, обясняващ разликите в производи-

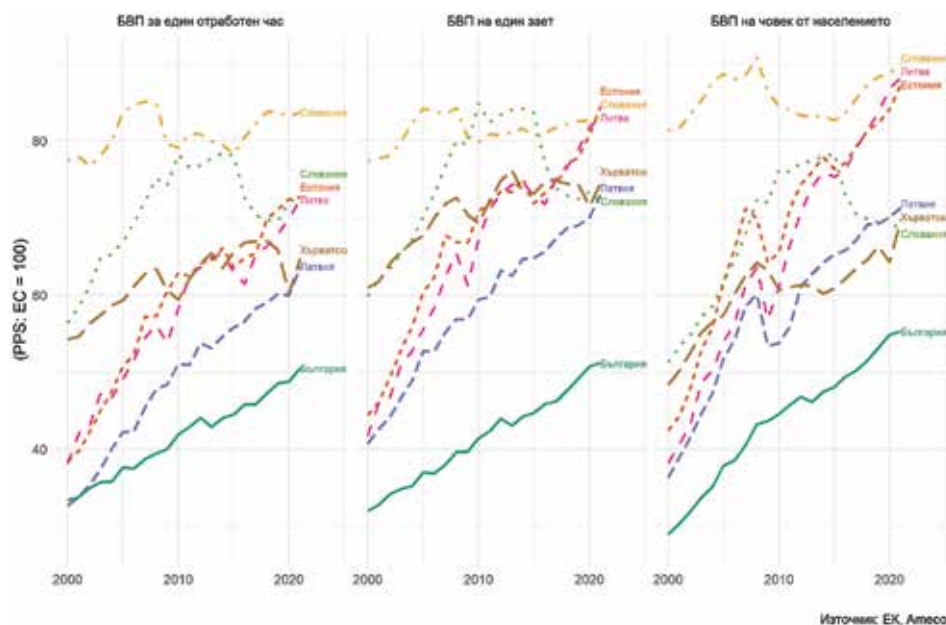
---

<sup>2</sup> Robinson, Acemoglu, and Johnson 2005; Flachaire, García-Peñalosa, and Konte, 2014; Pérez-Moreno, Bárcena-Martín and Ritzen, 2020.

телността на труда между отделните страни в дългосрочен план. Линејната връзка, обаче, не винаги показва ясно посоката и степента на въздействие, т.е. дали първо е необходима качествена институционална рамка или първо са необходими определени политики, подпомагащи производителността.

Автори като Глезер и др. (Glaeser et al., 2004) считат, че процесът е стъпаловиден, т.е. с процеса на постепенно прилагане на подходящи икономически политики конкурентоспособността на една икономика нараства, като всяко следващо нарастване изисква ново постепенното подобряване на институционалната рамка.

Емпиричните данни за икономиките на ЦИЕ, с които разполагаме, подкрепят частично и двете хипотези (фиг. 7 и 8). Например процесите на сближаване на нивата на производителност на труда към тези на еврозоната са устойчиви и като темп и като достигнати равнища (въпреки известна волатилност в определени страни).

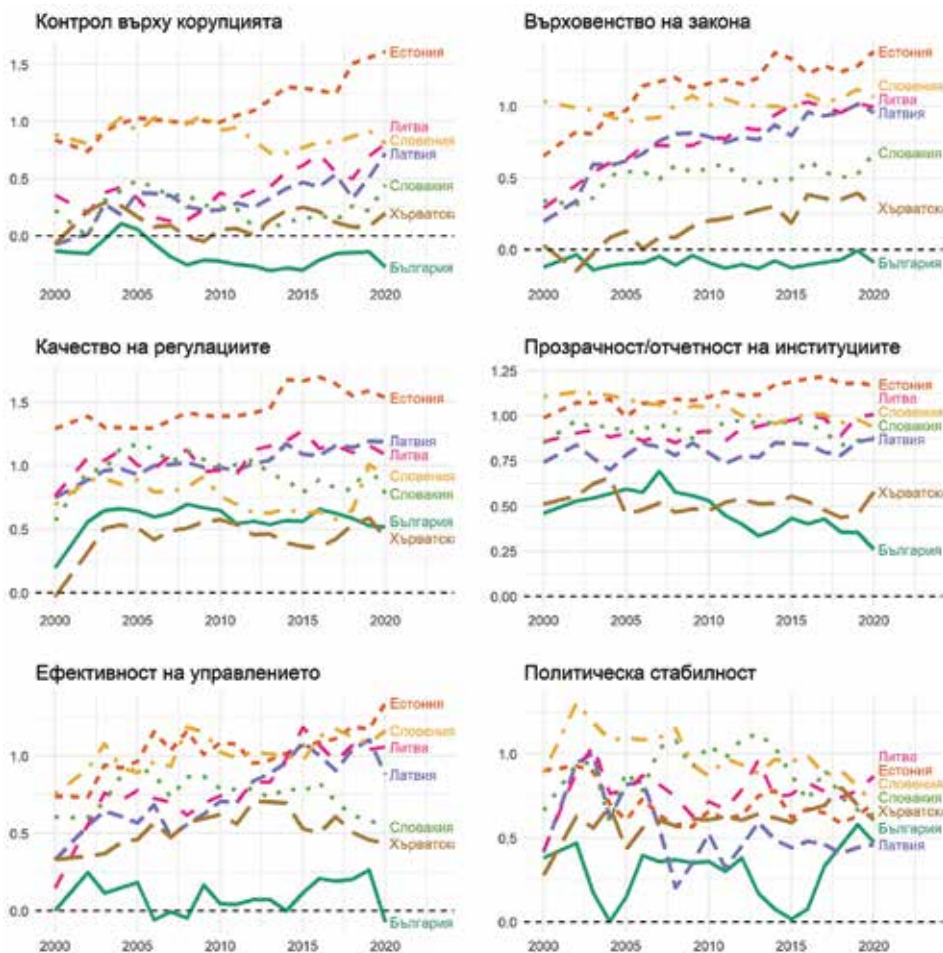


**Фиг. 7.** БВП на човек от населението и производителност на труда спрямо нивата в еврозоната

На фиг. 7 е показана производителността на труда на България и страните от ЦИЕ, приели или очакващи да приемат еврото като дял от тази на ЕС<sup>3</sup> в PPS = 100. Визуалната инспекция на данните показва по-

<sup>3</sup> Поради липса на данни за специфично за еврозоната (PPS = 100) ползваме този индикатор на ЕС = 100.

бавен темп на сближаване на България спрямо нивото на производителност в ЕС, отколкото демонстрират другите страни от ЦИЕ. Например БВП на един зает при шестте страни от ЦИЕ за 2020 г. е в рамките на 70 – 80% от този на ЕС (в PPS), докато същият показател за България е „едва“ 50%. Причините за това развитие са множество, например България тръгва от по-ниска база след финансово икономическата катастрофа



Фиг. 8. Индикатори на качеството на институциите

от 1997 – 1998 г., но и темпът на догонване е осезателно по-слаб спрямо повечето избрани за сравнение страни. Този по-бавен темп на догонване подлежи на по-внимателен анализ, защото съдържа в себе си елементите, които се отнасят до факторите на дългосрочната конкурентоспо-

собност, а именно **качеството на институционалната рамка**<sup>4</sup>.

Фиг. 8 показва равнището и динамиката на отделни индикатори<sup>5</sup> на качеството на институциите в избраните страни от ЦИЕ, а табл. 1 – съдържанието и обхвата на индикаторите за качество на институциите. Съществува силно изразена връзка между поддържането на висока конкурентоспособност на една икономиката в дългосрочен план и качеството на институционалната рамка, която гарантира работеща система, която да регулира икономическите отношения.

**Таблица 1.** Съдържание и обхват на индикаторите за качеството на институциите

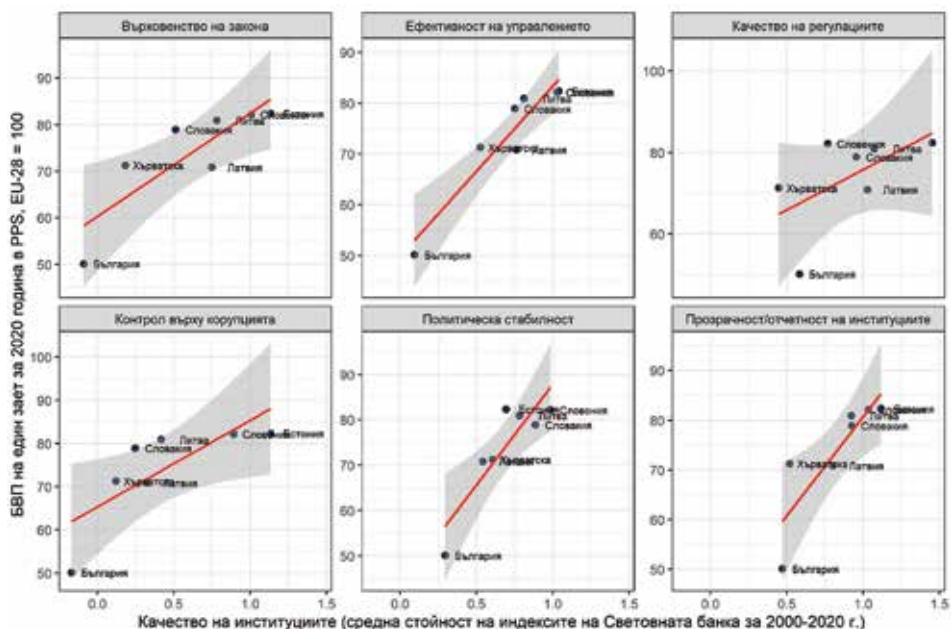
<b>Прозрачност/ отчетност на институциите</b>	Гласът и отчетността улавят възприятията за степента, до която гражданите на дадена страна могат да участват в избора на своите правителство, както и свобода на изразяване, свобода на сдружаване и свободни медии.
<b>Контрол върху корупцията</b>	Контролът върху корупцията улавя възприятията за степента, до която публичната власт се упражнява за лична облага, включително както дребни, така и големи форми на корупция, както и „завземане“ на държавата от елити и частни интереси.
<b>Върховенство на закона</b>	Улавя възприятията за степента, до която агентите имат доверие и спазват правилата на обществото, и по-специално спазване на изпълнението на договорите, права на собственост, полиция и съдилища, както и вероятността от престъпления и насилие.
<b>Качество на регулациите</b>	Обхваща възприятията за способността на правителството да формулира и прилага стабилни политики и регулации, които насърчават развитието на частния сектор.
<b>Ефективност на управлението</b>	Обхваща възприятията за качеството на обществените услуги, качеството на държавната администрация и степента на нейната независимост от политически натиск, както и качеството на формулирането и прилагането на политики.
<b>Политическа стабилност</b>	Политическа стабилност и липса на насилие/тероризъм измерва възприятията за вероятността от политическа нестабилност и/или политически мотивирано насилие.

Фиг. 9 описва графично именно тази връзка, като поставя в подчертана линейна зависимост качеството на институциите и последните данни (2020 г.) за това до колко е близо всяка една от тези икономики като произведен БВП на един зает до средното за ЕС. На самата фигура са изобразени

<sup>4</sup> В настоящата глава от монографията институциите са разгледани от гледна точка на конкурентоспособността на българската икономика. Тяхното значение в процеса към присъединяване към еврозоната се разглежда и в четвъртата глава от настоящата монография.

<sup>5</sup> Според индексите на Световната банка: <https://info.worldbank.org/governance/wgi/Home/Documents>, Индикатори: „Върховенство на закона“, „Качество на регулациите“, „Контрол върху корупцията“, „Прозрачност/отчетност на институциите“, „Ефективност на управлението“, „Политическа стабилност“.

само седемте новоприсъединени държави заедно с България и Хърватия, но зависимостта е още по-силна като в извадката се включат всички държави от ЕС.



Фиг. 9

## Моделиране на дългосрочната връзка между качеството на институциите и дългосрочната конкурентоспособност

За целите на това изследване моделирането на връзката между дългосрочната конкурентоспособност, апроксимирана чрез БВП на един зает, и качеството на институционалната рамка по индикаторите на Световната банка е направено чрез опростен регресионен модел за зависимостта в дългосрочен план между качеството на институциите и скоростта на конвергенция на една икономика към средното за ЕС.

$$\text{БВП на 1 зает} = \alpha + \beta(\text{Качество на институциите}) + \varepsilon$$

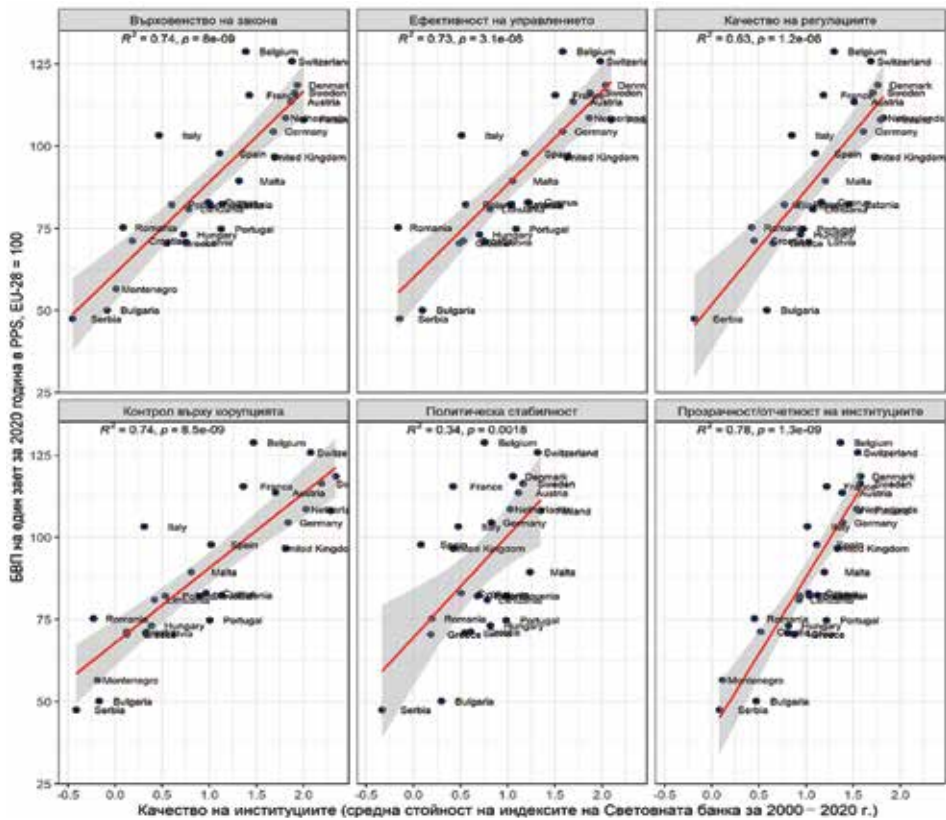
Табл. 2 показва в сравнителен план формализираната и моделираната зависимост на влиянието на отделните елементи на качеството на инсти-

туциите върху конкурентоспособността на една икономика в дългосрочен план измерено чрез производителността на един зает. Данните показват, на първо място, силна положителна връзка между двете променливи при индивидуалните регресии на зависимата и независимите променливи.

Таблица 2

Качество на институциите	БВП на един зает до средното за ЕС					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Върховенство на закона</i>	33.526***					
	(5.775)					
<i>Качество на регулациите</i>		46.170***				
		(8.388)				
<i>Контрол върху корупцията</i>			27.830***			
			(4.956)			
<i>Прозрачност/ отчетност на институциите</i>				46.870***		
				(9.425)		
<i>Ефективност на управлението</i>					34.483***	
					(6.667)	
<i>Политическа стабилност</i>						30.915***
						(10.092)
Constant	61.525***	46.057***	68.756***	49.055***	59.635***	77.097***
	(7.510)	(10.503)	(6.698)	(10.745)	(8.783)	(8.843)
Observations	35	34	35	35	34	34
R <sup>2</sup>	0.505	0.486	0.489	0.428	0.455	0.227
Adjusted R <sup>2</sup>	0.490	0.470	0.473	0.411	0.438	0.203
Residual Std. Error	25.313 (df = 33)	25.662 (df = 32)	25.735 (df = 33)	27.207 (df = 33)	26.425 (df = 32)	31.486 (df = 32)
F Statistic	33.697*** (df = 1; 33)	30.300*** (df = 1; 32)	31.527*** (df = 1; 33)	24.732*** (df = 1; 33)	26.754*** (df = 1; 32)	9.384*** (df = 1; 32)
Note:	* ** *** p<0.01					

Добавяме за информация и множествен регресионен анализ, чиито резултати са идентични като значимост и посока на коефициентите (фиг. 10).



	<i>Dependent variable:</i>				
	<b>БВП на един зает до средното за ЕС</b>				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Върховенство на закона</i>	16.579	12.700	22.929	23.637	37.365
	(20.858)	(34.446)	(37.544)	(38.132)	(44.992)
<i>Качество на регулациите</i>	24.143	24.042	29.996	28.255	26.595
	(28.968)	(29.445)	(30.825)	(31.560)	(32.054)
<i>Контрол върху корупцията</i>		3.409	2.397	1.381	12.820
		(23.861)	(24.098)	(24.574)	(31.468)
<i>Прозрачност/отчетност на институциите</i>			-21.694	-12.468	-12.947
<i>Политическа стабилност</i>				-6.941	-7.807
				(16.840)	(17.101)
<i>Ефективност на управлението</i>					-27.360
					(46.135)
Constant	52.868***	53.623***	59.620***	56.961***	63.573***
	(13.602)	(14.800)	(17.105)	(18.515)	(21.799)

Observations	34	34	34	34	34
R <sup>2</sup>	0.497	0.497	0.506	0.509	0.515
Adjusted R <sup>2</sup>	0.464	0.447	0.438	0.421	0.407
Residual Std. Error	25.811	26.228	26.443	26.830	27.146
F Statistic	15.291***	9.879***	7.418***	5.798***	4.779***
Note:	* ** *** p<0.01				

**Фиг. 10.** Връзка между качеството на институциите и дългосрочната конкурентоспособност (пълна извадка)

На второ място трябва да се отбележи силната корелация между независимите променливи. Т.е. не е възможно да се наблюдават високи нива на например „*Върховенство на закона*“ с ниски нива на „*Контрол върху корупцията*“ или друг индикатор, характеризиращ качеството на институциите.

**Таблица 3**

	<i>Контрол върху корупцията</i>	<i>Ефективност на управлението</i>	<i>Политическа стабилност</i>	<i>Върховенство на закона</i>	<i>Качество на регулациите</i>	<i>Прозрачност/ отчетност на институциите</i>
<i>Контрол върху корупцията</i>	-----	0.983***	0.792***	0.978***	0.948***	0.929***
<i>Ефективност на управлението</i>	0.983***	-----	0.784***	0.980***	0.946***	0.931***
<i>Политическа стабилност</i>	0.792***	0.784***	-----	0.827***	0.795***	0.887***
<i>Върховенство на закона</i>	0.978***	0.980***	0.827***	-----	0.961***	0.955***
<i>Качество на регулациите</i>	0.948***	0.946***	0.795***	0.961***	-----	0.937***
<i>Прозрачност/ отчетност на институциите</i>	0.929***	0.931***	0.887***	0.955***	0.937***	-----

*Computed correlation used pearson-method with listwise-deletion.*

Табл. 3 показва резултатите от корелационния анализ на независимите променливи. Високата степен на корелация показва силна мултиколинеарност на отделните индикатори ако ги дефинираме като независими променливи<sup>6</sup>. Тази ендогенност на проявлението на отделните индикато-

<sup>6</sup> Мултиколинеарността засяга коефициентите и р-стойностите, но не влияе върху прогнозите, прецизността на прогнозите и статистиката за съответствие.



ри показва, че вероятно съществува общ фактор, който определя проявлението им.

Оценката на институционалното качество чрез операционализирането ѝ в числови критерии има известни методологични слабости, които са надлежно описани в литературата и поради това този тип критерии не са включени в рамката за определяне на готовността на една страна да приеме еврото. Вместо това, от гл. т. на самия политико-правен процес на присъединяване е въведен критерий на *институционална конвергенция*, който обхваща изрично само и единствено законовата и подзаконовата нормативна рамка, която трябва да бъде хармонизирана.

В този смисъл niskият показател на България (фиг. 9) по отношение на качеството на институциите не е (формално) препятствие за присъединяване на страната към еврозоната, но предвид показаната линейна зависимост евентуално поддържане на ускорен темп на догонване на производителността на един зает спрямо средното в ЕС ще бъде затруднено или забавено. Това означава, че поддържането на дългосрочната конкурентоспособност на икономиката ще бъде силно уязвим процес на усилията по формирането на адекватна като качество институционална рамка, която да регулира икономическите отношения.

\* \* \*

Влизането на България в еврозоната ще постави местната икономика пред своеобразно изпитание по отношение на конкурентоспособността. От гл. т. на изходните условия макроикономическите характеристики на България я поставят много по-близо в структурно отношение до страните от Централна и Източна Европа отколкото до периферните страни от южния фланг на монетарния съюз. Моделът на икономически растеж, основан на малка отворена и силно интегрирана в ЕС икономика, поставя силно стеснени рамки пред палитрата от икономически политики, които бъдещите правителства в България могат да водят. Институционалното наследство на паричния съвет показва, че разумна фискална и икономическа политика в сравнително дълъг период може устойчиво да преведе икономиката през пиковите и спадовете на икономическите цикли. Кризата от 2008 – 2009 г. показа, че и при фиксиран валутен курс българската икономика е достатъчно гъвкава, за да коригира в кратък срок натрупалите се външни дисбаланси в периода 2003 – 2008 г. и да промени траекторията на нарастването на задлъжнялостта на частния сектор. България има все още значително пространство за догонване на нивата на възнаграждения, производителност и ниво на цените до тези на еврозоната. Това означава, че темповете на увеличение на производителността в краткосрочен и ве-

роятно средносрочен план няма да се променят спрямо наблюдаваните от последните 20 години. Т.е. в краткосрочен и средносрочен план България не е застрашена от загуба на конкурентоспособност дори и след приемането на еврото.

От друга страна, България освен към страните от Централна и Източна Европа принадлежи и има някои сходства със страните от т.нар. периферия, а именно прекомерно силното влияние на политическия цикъл върху устойчивостта на провежданите икономически политики и стабилността на институциите, осигуряващи функционирането на икономическата система. Това създава предизвикателства пред провеждането на структурни политики, които имат за цел да актуализират структурата на икономиката по начин, който е подходящ и адекватен на измененията на глобалната икономика с цел запазване и увеличаване на конкурентоспособността ѝ. Това означава, че дългосрочната конкурентоспособност ще зависи от това дали ще се пристъпи към оздравяване и подобряване на институционалната рамка, което е основополагащ фактор за дългосрочното нарастване на производителността на факторите за производство или ще се води политика на ускорено догонване на доходите в монетарния съюз.

Различни индикатори – измерители като зрелостта на институциите, върховенството на закона и качеството на регулациите, показват, че в сравнение със страните членки на еврозоната, както и сред тези, които са кандидати (Хърватия) България има съществено изоставане по тези показатели. Историческият опит на еврозоната от последните 20 години показва, че това не е пречка за реалната икономическа конвергенция на новоприсъединилата се страна, но ще се превърне в такава с доближаване на нивото на доходите и цените до нивата на благосъстояние в еврозоната.

## Литература

- Auzina-Emsina, A. (2014) “Labour Productivity, Economic Growth and Global Competitiveness in Post-Crisis Period”. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 19th International Scientific Conference “Economics and Management 2014 (ICEM-2014)”, 156 (November): 317 – 21. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.11.195>.
- Bayoumi, T., Mika, S., and Jarkko, T. (2013) “Measuring Competitiveness: Trade in Goods or Tasks?,” *IMF Working Papers* 13 (100): 1. <https://doi.org/10.5089/9781484325803.001>.
- Benkovskis, K., Bluhm, B., Bobeica, E., Osbat, C., and Zeugner, S. (2020) “What Drives Export Market Shares? It Depends! An Empirical Analysis Using Bayesian Model Averaging.” *Empirical Economics* 59 (2): 817 – 69. <https://doi.org/10.1007/s00181-019-01727-z>.
- Buitrago, R., Ricardo, E., and Camargo, M. (2021) “Institutions, Institutional Quality, and International Competitiveness: Review and Examination of Future Research Directions.” – *Journal of Business Research* 128 (May): 423 – 35. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.02.024>.

- Chen, R., Milesi-Ferretti, G., and Tressel, T. (2012) "External Imbalances in the Euro Area." IMF Working Papers 2012 (236). <https://doi.org/10.5089/9781475524673.001.A001>.
- Dieppe, A., Dees, S., Jacquinot, P., Karlsson, T., Osbat, C., Ozyurt, S., Vetlov, I. et al. (2012) "Competitiveness and External Imbalances within the Euro Area." SSRN Scholarly Paper ID 2174899 <https://papers.ssrn.com/abstract=2174899>.
- Eichengreen, B. (2010) "Imbalances in the Euro Area." Research Paper. Berkeley: University of California, November.
- Fernández, C., and Garcia-Perea, P. (2015) "The Impact of the Euro on Euro Area GDP Per Capita." SSRN Scholarly Paper ID 2690211. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2690211>.
- Fidrmuc, J., and Wörgötter, A. (2013) "Slovakia: The Consequences of Joining the Euro Area before the Crisis for a Small Catching-up Economy." CESifo Forum 14 (1): 57 – 63.
- Flachaire, E., Garcia-Peñalosa, C. and Konte, M. (2014) "Political versus Economic Institutions in the Growth Process." – *Journal of Comparative Economics* 42 (1): 212 – 29.
- Glaeser, E., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. (2004) "Do Institutions Cause Growth?" – *Journal of Economic Growth* 9 (3): 271 – 303. <https://doi.org/10.1023/B:JOEG.0000038933.16398.ed>.
- Hall, R., and Jones, C. (1999) "Why Do Some Countries Produce So Much More Output Per Worker than Others?" – *The Quarterly Journal of Economics* 114 (1): 83 – 116. <https://doi.org/10.1162/003355399555954>.
- IMF, International Monetary Fund, European Department (2019) "Bulgaria: 2019 Article IV Consultation – Annex I. Competitiveness and External Sector Assessment." IMF Staff Country Reports 2019 (083). <https://doi.org/10.5089/9781498304665.002.A001>.
- Ivanov, E. and Ivanova, N. (2021) "Determinants of Bulgarian Exports: The Role of Price and Non-Price Competitiveness," 74.
- Keuschnigg, C., Kirschner, L., Kogler, M. and Winterberg, H. (2020) "Italy in the Eurozone." Working Paper 8416. CESifo Working Paper. <https://www.econstor.eu/handle/10419/223488>.
- Krugman, P. (1994) "Proving My Point." *Foreign Affairs*, Jul. – Aug., 1994, Vol. 73, No. 4, 198 – 203. 1994. <https://www.jstor.org/stable/20046820>
- Krugman, P. (1996) "Making Sense of the Competitiveness Debate." – *Oxford Review of Economic Policy* 12 (3): 17 – 25. <https://doi.org/10.1093/oxrep/12.3.17>.
- Lalinský, T. (2010) "Business Competitiveness after Euro Adoption in Slovakia." National Bank of Slovakia Occasional paper (3): 41.
- Marsh, I. and Tokarick, S. (1996) "An Assessment of Three Measures of Competitiveness." *Weltwirtschaftliches Archiv* 132 (4): 700 – 722. <https://doi.org/10.1007/BF02707590>.
- Mascitelli, B., and Gerstman, J. (2008) "Italy's Readiness for the 1998 Euro in View of the Country's Declining Competitiveness." – *European Review* 16 (1): 5 – 22. <https://doi.org/10.1017/S1062798708000033>.
- Matysek-Jędrych, A. (2012) "Competitiveness and Crisis – The Case of Baltic States Economies." SSRN Scholarly Paper ID 2015776. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2015776>.
- Myant, M. (2016) "Unit Labour Costs: No Argument for Low Wages in Eastern and Central Europe." SSRN Scholarly Paper ID 2854935. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2854935>.
- Neary, P., Measuring Competitiveness (2006). IMF Working Paper No. 06/209, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=941271>
- Pérez-Moreno, S., Bárcena-Martin, E. and Ritzén, J. (2020) "Institutional Quality in the Euro Area Countries: Any Evidence of Convergence?" – *Journal of Contemporary European Studies* 28 (3): 387 – 402. <https://doi.org/10.1080/14782804.2020.1779044> .
- Polyak, O. (2016) "Euro Adoption and Export: A Case Study of the Czech Republic, Slovakia and Old EU Member States." *Prague Economic Papers* 25 (January): 1 – 17. <https://doi.org/10.18267/j.p.p.568> .

- Robinson, J., Acemoglu, D. and Johnson, S. (2005) "Institutions as a Fundamental Cause of Long-Run Growth." *Handbook of Economic Growth* 1A: 386 – 472.
- Sekliuckienė, J. (2014) "Changes of Emerging Central and Eastern European Countries Business Conditions: Case of Lithuania." *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 19th International Scientific Conference "Economics and Management 2014 (ICEM-2014)," 156 (November): 350 – 54. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.11.201> .
- Sorsa, P., Chobanov, D. (2004) "Competitiveness in Bulgaria: An Assessment of the Real Effective Exchange Rate." *IMF Working Papers* 04(37): 1. <https://doi.org/10.5089/9781451845600.001> .



## Десета глава

### Лихвени проценти и спредове в съпоставителен план

Д-р Таня Карамешева

*e-mail:* Karamisheva.T@bnbank.org

#### **Очаквани ефекти върху лихвените проценти на междубанковия паричен пазар и задължителните минимални резерви**

Функционирайки в режим на паричен съвет, България не провежда независима парична политика, съответно БНБ не извършва операции на открития пазар и не определя нивото на основния лихвен процент. В условията на паричен съвет фиксираният валутен курс на лева към еврото позволява бърза трансмисия на паричната политика на ЕЦБ към българската икономика, като лихвените проценти на междубанковия пазар в еврозоната оказват значително влияние върху лихвите на междубанковия пазар в България. Инструмент на трансмисионния механизъм е банковата система, като трансмисията на паричната политика на ЕЦБ се улеснява не само от паричния режим, но и от значителния пазарен дял на чуждестранните банки и банкови клонове от ЕС<sup>1</sup> в България.

Основният инструмент, с който БНБ може да влияе върху монетарните условия в страната, е регулацията на задължителните минимални резерви (ЗМР), които банките поддържат в БНБ. Този инструмент позволява на БНБ да освобождава или да изтегля ликвидност от банковата система и по този начин да влияе върху развитието на междубанковия паричен пазар, в допълнение към трансмисията на паричната политика на ЕЦБ. В исторически план лихвените проценти за предоставяне на овърнайт депозити на междубанковия паричен пазар в България следват много близо тези в еврозоната, като по-съществено разширяване на спреда<sup>2</sup> между тях се наблюдава единствено в периода септември 2007 г. – декември 2009 г. (вж. фиг. 1).

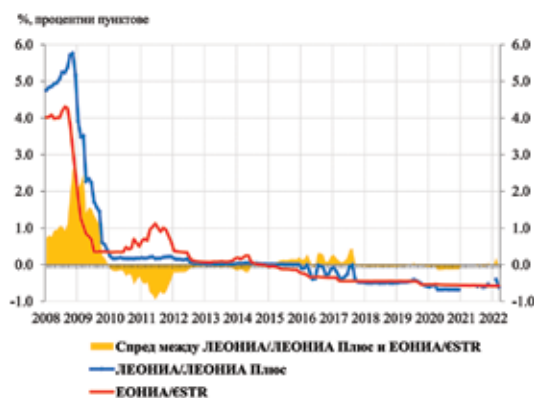
---

<sup>1</sup> В края на 2021 г. този дял възлиза на 75.4%.

<sup>2</sup> Спредът е изчислен като разлика между индекса ЛЕОНИА/ЛЕОНИА Плюс и индекса ЕОНИА/ЕСТР. Вж. забележката към фиг. 1. Лихвени проценти на междубанковия паричен пазар.

Първоначално тези развития са резултат от предприетото от БНБ повишаване на нормата на задължителните минимални резерви (ЗМР) в сила от 1 септември 2007 г., с което БНБ изтегля ликвидност от банковата система. Целта на тази мярка е да се повлияе върху високата кредитна активност на банките в посока към постигане на по-умерени темпове на растеж на кредита за частния сектор. Нуждата от допълнителна ликвидност на търговските банки е причина за увеличаване на търгуваните обеми на междубанковия паричен пазар и за повишаване на лихвените проценти след предприетото от БНБ увеличение на нормата на ЗМР.

С изострянето на ефектите от глобалната финансова и икономическа криза, в края на 2008 г. БНБ предприема промени в Наредба № 21 за задължителните минимални резерви с цел предоставяне на по-голяма гъвкавост на търговските банки при управление на ликвидността им. Промените включват признаване на 50% от касовите наличности на банките за резервен актив и улесняване на достъпа на банките до резервите им в БНБ, намаляване на ставката на ЗМР върху всички привлечени средства на банките от 12 на 10%, намаляване на ставката на ЗМР върху привлечените от банките средства от чужбина от 10 на 5% и премахване на ЗМР върху привлечените средства от държавния и местните бюджети. Общият ефект от мерките на БНБ се изразява в освобождаване на ликвидност в размер на около 3 млрд. лв., което в комбинация с предприетите намаления на основните лихвени проценти и мерките за осигуряване на ликвидност от ЕЦБ в отговор на кризата води и до съществено понижение на лихвените проценти на междубанковия паричен пазар в България. В периода 2010 – 2012 г. спредът между ЛЕОНИА и ЕОНИА е отрицателен, което се дължи на повишението на европейските лихвени проценти вследствие на операциите на ЕЦБ по изтегляне на ликвидност при запазване на лихвите на междубанковия пазар в България на ниски равнища. Фактори за тази динамика са голямата ликвидност в българската банкова система в резултат от високата норма на спестяване на домакинствата и предпазливата кредитна политика на банките.



**Фиг. 1.** Лихвени проценти на междубанковия паричен пазар

*Забележка:* Серията ЕОНИА /€STR е съставена от: ЕОНИА в периода от 2008 г. до 14 март 2017 г.; предварителен-€STR (pre-€STR) в периода от 15 март 2017 г. до 30 септември 2019 г.; €STR в периода след 30 септември 2019 г.

Считано от 01.07.2017 г. индексът ЛЕОНИА Плюс замени ЛЕОНИА. Месечните стойности на индекса ЛЕОНИА Плюс са изчислени като средноаритметични от стойностите за дните, в които на междубанковия пазар има сключени сделки за предоставяне на необезпечени овърнайт депозити в левове.

*Източници:* БНБ, ЕЦБ.

След въвеждането от ЕЦБ на отрицателен лихвен процент по депозитното улеснение през 2014 г. в отговор на дълговата криза в еврозоната, банките в България започват да поддържат значителни по размер свръхрезерви по сметките си в БНБ, за които лихвата е 0%. С цел да повлияе върху нивото на свръхрезервите и за да засили действието на трансмисионния механизъм на политиката на ЕЦБ към българската икономика, в края на 2015 г. Управителният съвет на БНБ приема нова Наредба № 21 за задължителните минимални резерви. Основните нови разпоредби в нея са въвеждането на определение за „свръхрезерви“ на банките в БНБ и прилагането върху свръхрезервите на лихвения процент на ЕЦБ по депозитното улеснение, когато този лихвен процент е отрицателен<sup>3</sup>. БНБ запазва прилагането на нулев лихвен процент за свръхрезерви, когато лихвеният процент по депозитното улеснение на ЕЦБ е положителен или равен на нула. От октомври 2017 г. влизат в сила изменения в методологията за определяне на лихвените проценти по сметки в БНБ, като върху свръхрезервите на банките се прилага по-ниското между 0% и лихвения процент по депозитното улеснение на ЕЦБ, намален с 20 базисни точки<sup>4</sup>. Тези решения намират отражение в пре-

<sup>3</sup> От 9 декември 2015 г. лихвеният процент по депозитното улеснение на ЕЦБ е  $-0.30\%$ .

<sup>4</sup> От 16 март 2016 г. лихвеният процент по депозитното улеснение на ЕЦБ е  $-0.40\%$ , а от 18 септември 2019 г. той е понижен до  $-0.50\%$ .



минаване на лихвените проценти по овърнайт депозити на междубанковия паричен пазар в България в отрицателна територия, като нивото им се доближава до отрицателния лихвен процент по свръхрезервите на банките.

Междубанковият паричен пазар в България има по-скоро спомагателна роля в управлението на ликвидността на търговските банки. За да финансират кредитната си дейност банките в България разчитат до голяма степен на депозити, които през 2021 г. формират около 80% от пасивите на банковата система. Към края на 2021 г. българската банкова система се характеризира с високи нива на ликвидност, значително надхвърлящи минималните регулаторни изисквания, в резултат от дългогодишната тенденция на нарастване на спестяванията и от последователната антициклична политика, провеждана от БНБ.

С оглед на бързата трансмисия на паричната политика на ЕЦБ към лихвените проценти на междубанковия паричен пазар в България и високата ликвидност в банковата система, евентуалното приемане на България в еврозоната не би оказало съществено влияние върху развитието на този пазар. При отчитане на факта, че в българската банкова система преобладават главно чуждестранни банки и клонове на банки от ЕС, поради което управлението на ликвидността не е изцяло независимо от банките майки, може да се предполага, че по-съществени промени при управлението на ликвидността с влизането в еврозоната могат да бъдат очаквани при местните банки в страната. Основното значение на депозитите от резиденти като източник на финансиране на банките най-вероятно ще се запази.

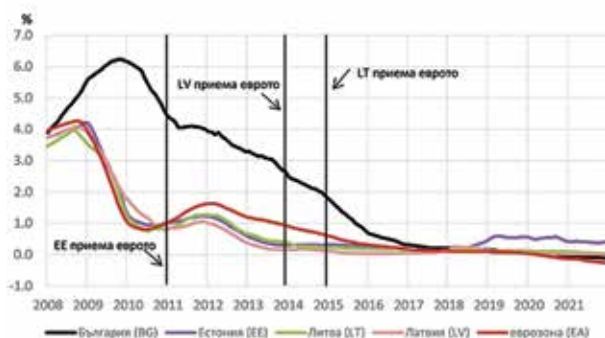
С присъединяването на България към еврозоната промяна ще настъпи в размера на изискуемите ЗМР на търговските банки: от ефективна ставка на ЗМР<sup>5</sup> в размер на 9.4% към края на 2021 г. до 1% от депозитната база, влизаща в паричния агрегат М3, и 0% за останалите депозити, каквато е общата ставка за еврозоната. Първоначално това ще доведе до значително освобождаване на ликвидност в банковата система. Предвид много високата ликвидност в банковия сектор и продължаващото поддържане на значителни по размер свръхрезерви в БНБ от търговските банки през последните години, освобождаването на тази допълнителна ликвидност най-вероятно няма да допринесе за съществено понижение на лихвените проценти по депозитите и кредитите. Към края на 2021 г. лихвените проценти по депозитите са на исторически ниски, близки до 0% нива, а поради ускоряването на инфлацията са силно отрицателни в реално изражение. Отрицателни са и реалните лихвени проценти по жилищните кредити.

---

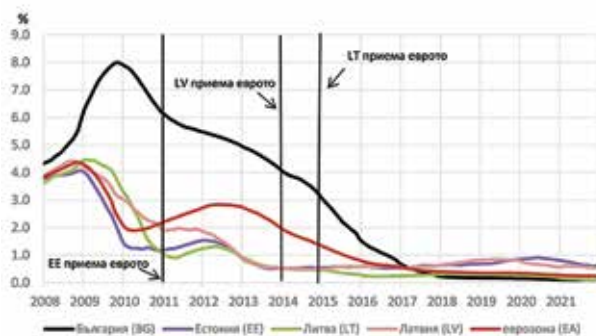
<sup>5</sup> Текущо нормата на задължителните минимални резерви за привлечените средства от резиденти е 10% от депозитната база, от нерезиденти – 5%, а от държавния и местните бюджети – 0%.

## Очаквани ефекти върху лихвените проценти по нови депозити и кредити

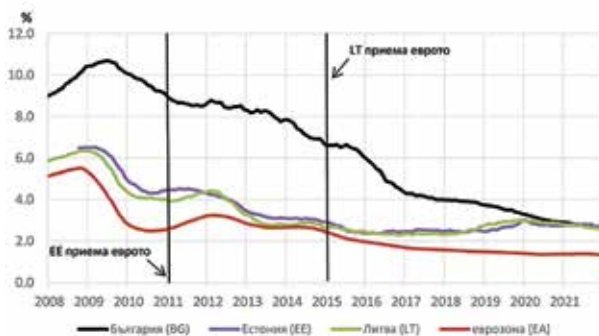
За анализиране на потенциалните ефекти от членството в еврозоната върху лихвените проценти по депозитите и кредитите в страната, е целесъобразно да се проследят настъпилите промени в равнището на лихвените проценти в най-новите държави членки преди и след съответната дата на присъединяването им към еврозоната. Трите балтийски републики – Естония, Латвия и Литва, са най-скоро присъединилите се към Евросистемата. Обвързването на анализа по отношение на очакваните ефекти в България с тези, наблюдавани в балтийските републики, е подходящо и от гледна точка на режима на паричната политика в тези страни преди влизането им в еврозоната. Режимът на парична политика в Естония и Литва, преди приемането на еврото, е както и в България, режим на паричен съвет (фиксиран валутен курс към еврото), а в Латвия – на квазипаричен съвет, с фиксиран валутен курс към еврото и допустим коридор на отклонение от +/-1 процент.



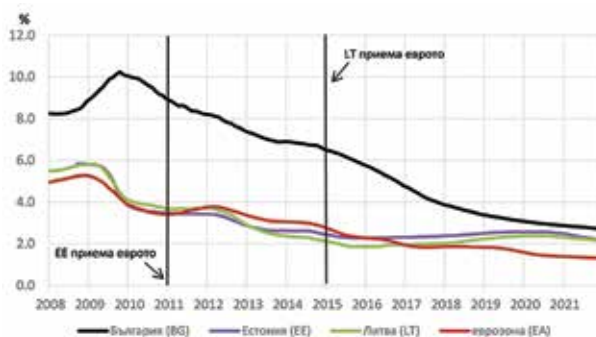
Фиг. 2. Лихвени проценти по нови депозити на НФП



Фиг. 3. Лихвени проценти по нови депозити на домакинства



**Фиг. 4.** Лихвени проценти по нови кредити на НФП



**Фиг. 5.** Лихвени проценти по нови жилищни кредити

*Забележка:* Представените на фиг. 2 – 5 лихвени проценти по депозити и кредити за еврозоната, Естония, Литва и Латвия са в евро, а за България са в местна валута.

*Източници:* БНБ, ЕЦБ.

При анализа на наблюдаваните тенденции по отношение на нивото на лихвените проценти в балтийските републики трябва да се има предвид, че е трудно да се разграничи само ефектът от присъединяването към еврозоната и да се изолира от общата политика на ЕЦБ по понижаване на лихвените проценти. Същевременно влияние върху рисковата премия на всяка държава оказват и фактори от местен характер. Въпреки това, отчитането на наблюдаваните развиятия в най-новите държави членки, непосредствено преди и след приемането на еврото, може да помогне да се направят изводи относно очакваните ефекти върху лихвените равнища в България след евентуално присъединяване към еврозоната.

Нивата на лихвените проценти по нови депозити на нефинансовите предприятия (НФП) и домакинствата в трите балтийски държави се движат паралелно и в много тесни граници помежду си, като още от края на 2010 г.

спадат под средното ниво за еврозоната (вж. фиг. 2 и 3). Въвеждането на еврото в Латвия (2014 г.) и в Литва (2015 г.) не оказва съществена промяна в лихвените проценти, а след 2016 г. нивата им са сходни с тези в еврозоната и близки до 0%. При лихвените проценти по нови депозити на НФП и домакинства в Естония и по нови депозити на домакинства в Латвия се наблюдава известно повишение от края на 2018 г., което най-вероятно е свързано с фактори от локален характер. В България, след наблюдаваните значителни спредове с лихвите в еврозоната през 2009 г. и 2010 г., свързани с агресивната политика на банките по набиране на депозити и предлаганите високи лихвени проценти, от 2011 г. тенденцията е към понижение, като спредовете с трите балтийски републики и с еврозоната като цяло постепенно се свиват. От края на 2017 г. лихвените проценти по нови депозити на частния сектор в България на практика се изравняват с тези в еврозоната, а в сектора на домакинствата са дори по-ниски. Тези тенденции са повлияни от общата политика на ЕЦБ по понижение на основните лихвени проценти и от високата ликвидност в българската банкова система.

Лихвените проценти по нови кредити за домакинства и НФП в балтийските държави също следват общоевропейските тенденции, но в сектора на нефинансовите предприятия спредът със средните нива за еврозоната остава положителен през целия изследван период (вж. фиг. 4 и 5). Същевременно от края на 2011 г. лихвените проценти по жилищните кредити в балтийските републики спадат под средноевропейските нива и спредът се запазва отрицателен до края на 2015 г. Следва период на известно покачване, което може да е свързано както с повишение на цената на привлечения ресурс, така и с нарастване на рисковата премия. В България, както при лихвените проценти по депозитите, така и при тези по кредитите в периода 2009 – 2010 г. спредовете със средните нива за еврозоната са значителни и в определени месеци надхвърлят 6 процентни пункта при ипотечните кредити и 7 процентни пункта при тези за нефинансови предприятия. През следващите години тенденцията е към трайно понижение и свиване на спредовете с европейските лихви, като към края на 2021 г. спредът между лихвените проценти по новите фирмени кредити в България и еврозоната е 1.3 процентни пункта и е на исторически най-ниското си равнище. Същевременно през 2021 г. лихвите по новите кредити за предприятия в България са на практика изравнени с тези в балтийските държави. При жилищните кредити се наблюдават аналогични тенденции, като в края на 2021 г. спредът между лихвените проценти в България и еврозоната се свива до 1.4 процентни пункта, въпреки че спредът с лихвите в балтийските републики се запазва положителен. Както и при лихвените проценти по новите кредити за предприятия, така и при ипотечните кре-

дители към края на 2021 г. спредът с лихвите в еврозоната е на исторически най-ниското си ниво.

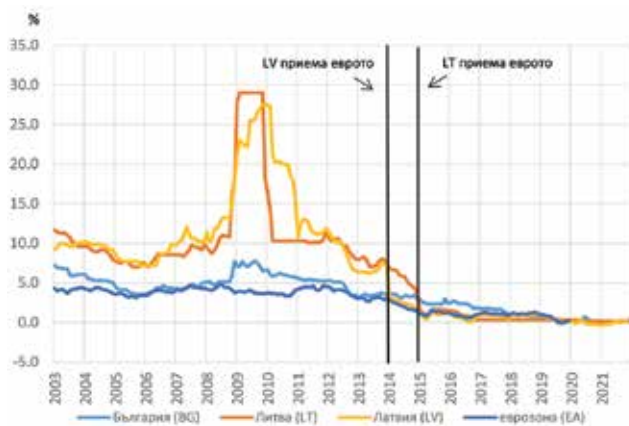
Изводът, който може да се направи след краткия преглед на динамиката на лихвените проценти по нови депозити и кредити в най-новите страни членки на еврозоната в исторически план, е че не може да се открие ясно изразено понижение на лихвените нива непосредствено преди или след присъединяването им към общата валутна зона. Динамиката на лихвените проценти в България следва общоевропейските тенденции, като към края на 2021 г. лихвените проценти по депозитите са на нива, които са много близки, а при домакинствата дори по-ниски от тези в еврозоната. Лихвените проценти по кредитите следват дългогодишна тенденция на понижение и свиване на спредовете с европейските лихви, като към 2021 г. тези спредове са положителни, но на най-ниските си равнища в исторически план. При сравнение с нивата на лихвените проценти по кредитите в най-новите страни членки на еврозоната, към 2021 г. не се открояват значителни различия. Въз основа на анализа на наблюдаваните тенденции може да се твърди, че евентуалното членство на България в еврозоната само по себе си не би довело до съществено понижение на лихвените проценти, които и към момента са много близки до тези в еврозоната. Възможни фактори, които могат да повлияят в тази посока са икономическият растеж, финансовата стабилност на страната и благоразумната фискална политика, които при други равни условия биха довели до понижение на рисковата премия.

## **Очаквани ефекти върху дългосрочния лихвен процент за оценка на степента на конвергенция<sup>6</sup> и кредитния рейтинг на България**

За анализиране на потенциалните ефекти от членството в еврозоната върху доходността по 10-годишните ценни книжа на българското правителство и върху кредитния рейтинг на страната отново е целесъобразно да се проследят настъпилите промени в най-новите държави членки.

---

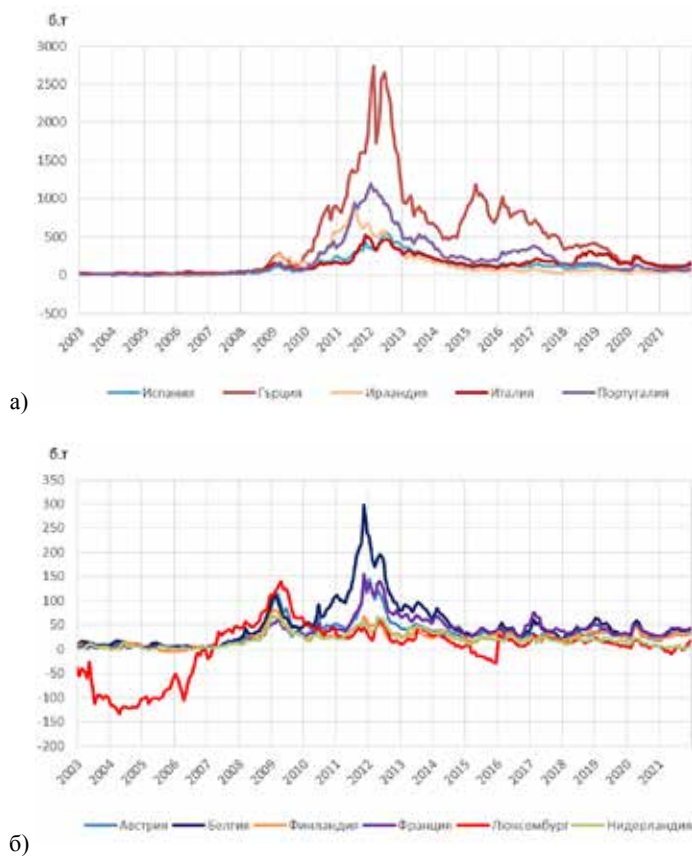
<sup>6</sup> Дългосрочният лихвен процент за оценка на степента на конвергенция се определя на базата на доходността до падежа по дългосрочните правителствени ценни книжа (обикновено с остатъчен срок до падежа 10 години).



Фиг. 6. Дългосрочен лихвен процент за оценка на степента на конвергенция



Фиг. 7. Спредове на доходност по 10-г. ДЦК на Литва, Латвия и България спрямо ДЦК на Германия



**Фиг. 8.** Спредове на доходност по 10-г. ДЦК на старите страни членки на еврозоната спрямо ДЦК на Германия

Източник: ЕЦБ.

Прегледът на динамиката на доходността по 10-годишните правителствени облигации в балтийските държави (Литва и Латвия<sup>7</sup>) показва, че в периода непосредствено след присъединяването им към ЕС и валутен механизъм ERM II доходността по 10-годишните им ДЦК е над средната доходност в еврозоната (вж. фиг. 6). В същото време доходностите по 10-годишните ДЦК на „старите“ страни членки на еврозоната в периода 2003 – 2008 г. се движат в сравнително тесни граници, а спредовете им с ДЦК на Германия са незначителни (вж. фиг. 7). Ниските нива на спредовете отразяват липсата на съществено разграничение от страна на пазар-

<sup>7</sup> За Естония липсват данни по отношение на доходността на 10-годишните правителствени облигации, тъй като Естония не издава 10-годишен дълг, или издава такъв в малки размери.

ните участници на рисковете, произтичащи от различните фискални позиции на страните членки. Сътресенията на международните финансови пазари през втората половина на 2008 г., понижаването на склонността на инвеститорите за поемане на риск и навлизането на държавите в рецесия повлияват за постепенно повишаване на спредовете по ДЦК. През периода 2009 – 2012 г. дълговата криза в еврозоната променя съществено оценката на риска за отделните страни, като спредовете на доходностите по ДЦК се повишават значително при Гърция, Португалия, Ирландия, и в по-ниска степен – при Италия и Испания. За разлика от периода преди 2008 г., динамиката на доходностите по ДЦК започва да отразява специфичната за всяка страна премия за кредитен риск, съответстваща основно на устойчивостта на фискалната ѝ позиция, икономическите ѝ показатели, състоянието на банковия сектор на страната и предоставената публична подкрепа за него.

През 2009 г. доходността по 10-годишните правителствени облигации на Латвия достига 13.8%, а на Литва съответно 14.5%, като се наблюдава съществено разширяване на спредовете с 10-годишните ДЦК на Германия. По-съществено понижение на дългосрочните лихвени проценти в Латвия и Литва се наблюдава от средата на 2014 г. и особено в началото на 2015 г., като подобни тенденции се наблюдават и при доходностите по ДЦК на „старите“ страни членки. Това най-вероятно е свързано с изпълнението на програмата на ЕЦБ за закупуване на ценни книжа, обезпечени с активи и на програмата за закупуване на обезпечени облигации, емитирани от банки в еврозоната от четвъртото тримесечие на 2014 г., както и с разширяването на обхвата на покупките на активи от първото тримесечие на 2015 г. с държавни облигации. Програмите за оказване на финансова помощ на отделни страни от еврозоната и предприятиите от ЕЦБ нестандартни мерки, включително програмите за закупуване на ДЦК, повлияват за намаляване на напрежението на финансовите пазари и подобряване на функционирането на трансмисионния механизъм на паричната политика. В периода след 2015 г. доходността по дългосрочните ДЦК на Литва и Латвия е близо до средната за еврозоната, а спредът им с доходността на 10-годишни ДЦК на Германия се движи в сравнително тесни граници (вж. фиг. 6 и 8).

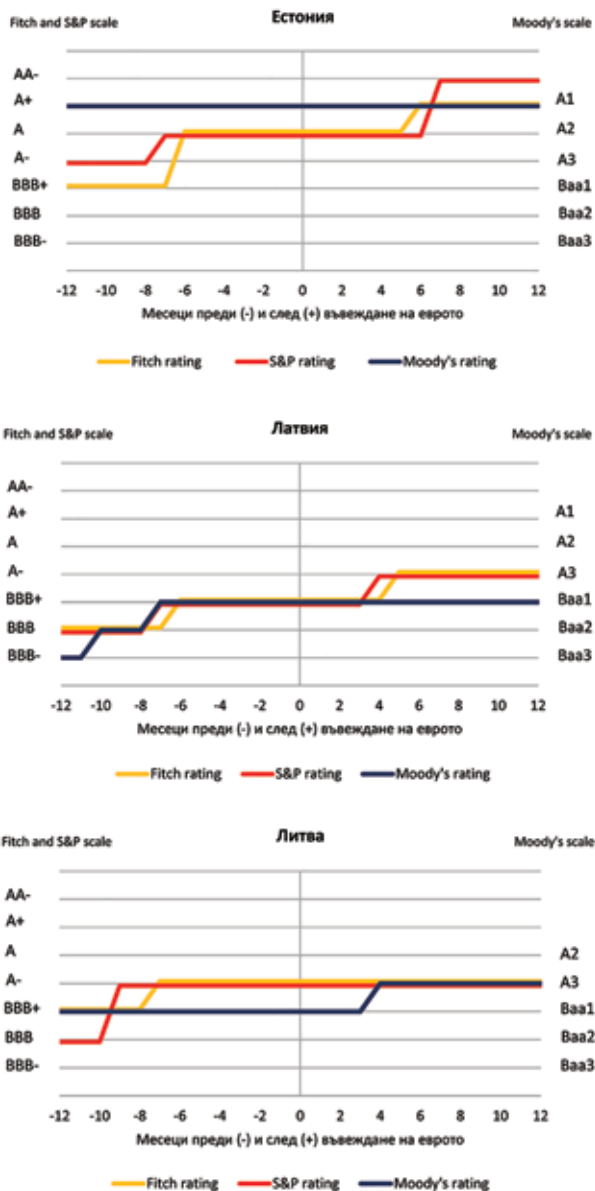
В България доходността по 10-годишните книжа на българското правителство след 2009 г. следва общата тенденция на понижение, но в периода след средата на 2014 г. спредовете с 10-годишните ДЦК на Германия се разширяват. Това най-вероятно е частично свързано със събитията около фалита на „Корпоративна търговска банка“ АД. В периода 2014 – 2016 г. спредовете между 10-годишните книжа на българското правителство и 10-годишните ДЦК на Германия са около 200 базисни точки. От края на



2017 г. доходността на 10-годишните ДЦК на България се доближава както до съответните доходности по 10-годишните книжа на Литва и Латвия, така и до средните нива за еврозоната. Тази тенденция се запазва до края на 2021 г. включително, като към декември 2021 г. доходността по българските 10-годишни ДЦК възлиза на 0.44% спрямо 0.14% средно за еврозоната. Същевременно спредът с 10-годишните ДЦК на Германия се доближава до спредовете на Литва и Латвия, като към декември 2021 г. възлиза на 82 базисни точки.

Доходността по ДЦК на държавите зависи от различни фактори като устойчивост на фискалната позиция, показатели като бюджетен дефицит и държавен дълг, икономически растеж, стабилност на финансовата система и други макроикономически индикатори, които оказват влияние върху възприятията за риск на пазарните участници и съответно върху рисковата премия, която те изискват. Доходността по ДЦК на държавите се влияе и от кредитния им рейтинг, който се определя от рейтинговите агенции въз основа на отчитане на горепосочените макроикономически индикатори и на други фактори. Един от тези фактори по отношение на страните в ЕС е присъединяването им към валутен механизъм (ВМ II). Друг фактор е приемането им в еврозоната. Приемането на дадена държава във ВМ II или в еврозоната е много често свързано с повишаване на кредитния ѝ рейтинг или на перспективата пред него от рейтинговите агенции, което може да даде сигнал на пазарните участници за по-голяма сигурност на инвестициите в ДЦК на съответната държава. Това от своя страна може да повлияе за понижение на изискваната рисковата премия спрямо приетите за „безрискови“ или много ниско рискови ДЦК на Германия и да доведе до известно понижение на доходността по ДЦК на съответната държава, т.е. това би ѝ дало възможност да се финансира по-евтино на международните капиталови пазари.

Прегледът на промяната в дългосрочния кредитен рейтинг на трите балтийски републики – Естония, Литва и Латвия, непосредствено преди и след приемането им в еврозоната показва, че и в трите държави се наблюдава повишение на кредитния рейтинг от поне една от рейтинговите агенции (вж. фиг. 9).



**Фиг. 9.** Кредитен рейтинг на Естония, Латвия и Литва една година преди и след приемане на еврото

Източник: [tradingeconomics.com](https://tradingeconomics.com)<sup>8</sup>.

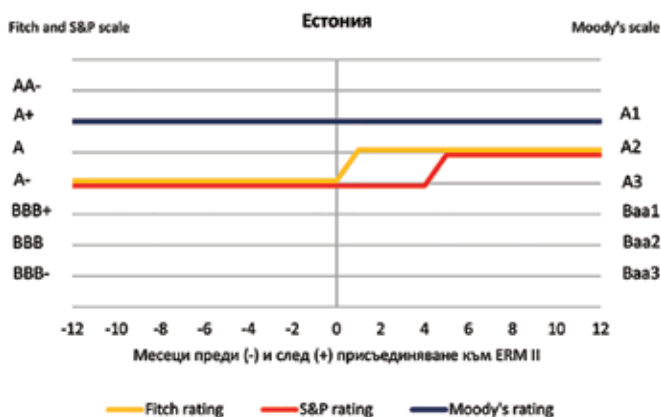
<sup>8</sup> <https://tradingeconomics.com/>.

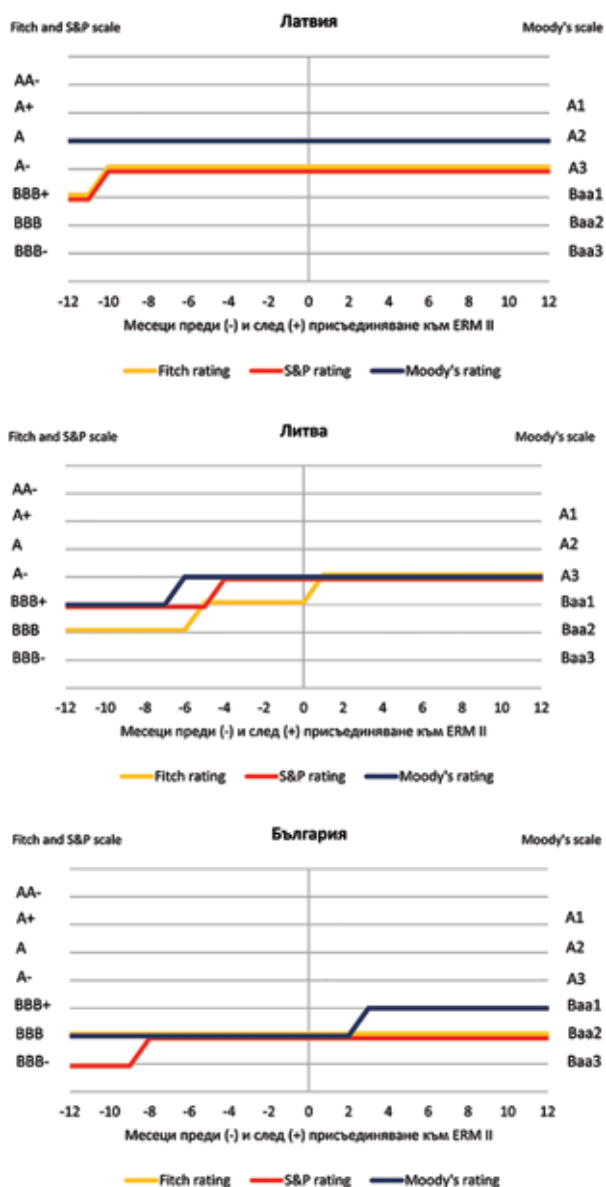
При Естония се наблюдава повишение на дългосрочния кредитен рейтинг в чуждестранна валута от Fitch и S&P между 7 и 8 месеца преди и между 6 и 7 месеца след приемането на еврото. Същевременно Moody's не променя кредитния рейтинг на Естония през наблюдавания период.

В случая на Латвия Moody's предприема две повишения на дългосрочния кредитен рейтинг на страната преди приемането ѝ в еврозоната, едното 10 месеца по-рано, а второто съответно 7 месеца по-рано и не повишава рейтинга ѝ след въвеждането на еврото. Същевременно Fitch и S&P предприемат по едно повишение между 6 и 7 месеца преди и между 4 и 5 месеца след влизането на Латвия в еврозоната.

В случая на Литва Fitch и S&P повишават кредитния ѝ рейтинг между 7 и 9 месеца преди приемането на еврото, а Moody's го повишава 4 месеца след това.

Прегледът на промяната в кредитния рейтинг на Естония, Литва и Латвия непосредствено преди и след присъединяването им към Валутен механизъм II също показва повишение на рейтинга (вж. фиг. 10). В Естония повишението е след присъединяването на страната към ERM II от две от рейтинговите агенции – Fitch и S&P, а в Латвия е преди присъединяването – отново от същите агенции. В случая на Литва както Fitch и S&P, така и Moody's предприемат повишение на дългосрочния кредитен рейтинг между 5 и 6 месеца преди влизането на страната в ERM II, а Fitch предприема и второ повишение един месец след това.





**Фиг. 10.** Кредитен рейтинг на Естония, Латвия, Литва и България една година преди и след присъединяване към валутен механизъм ERM II

Източник: tradingeconomics.com .

България се присъедини към Валутния механизъм II през юли 2020 г. Осем месеца преди това S&P повиши кредитния рейтинг на страната от

BBB- на BBB, а Moody's предприе повишение от Baa2 на Baa1 3 месеца след присъединяването. Обвързването на промяната в кредитния рейтинг с динамиката на доходността по 10-годишните ДЦК на България показва, че в периода непосредствено преди и след влизането във валутен механизъм не се наблюдават съществени изменения в доходността, която същевременно е на исторически ниски равнища. Това дава основание да се предположи, че евентуалното присъединяване на България към еврозоната, дори да е съпроводено с повишаване на дългосрочния кредитен рейтинг на страната от рейтинговите агенции, не е задължително да се отрази в понижение на доходността по 10-годишните книжа на българското правителство. Влияние за това могат да окажат постигането на устойчив икономически растеж, благоразумната фискална политика и поддържането на финансова стабилност, които биха се отразили на оценката на пазарните участници за риска на страната и биха допринесли за намаление на рисковата премия.

\* \* \*

Към края на 2021 г. българската банкова система се характеризира с високи нива на ликвидност, значително надхвърлящи минималните регулаторните изисквания, в резултат от дългогодишната тенденция на нарастване на спестяванията и от последователната антициклична политика, провеждана от БНБ.

С оглед на бързата трансмисия на паричната политика на ЕЦБ към лихвените проценти на междубанковия паричен пазар в България и високата ликвидност в банковата система, евентуалното приемане на България в еврозоната не би оказало съществено влияние върху развитието на този пазар.

Въз основа на анализа на наблюдаваните тенденции при лихвените проценти по депозитите и кредитите в най-новите страни членки на еврозоната и в България може да се твърди, че евентуалното членство на България в еврозоната само по себе си не би довело до съществено понижение на тези лихвени проценти, които и към момента са много близки до средните нива за еврозоната. Възможни фактори, които могат да повлияят в тази посока са икономическият растеж, финансовата стабилност на страната и благоразумната фискална политика, които при други равни условия биха довели до понижение на рисковата премия.

Анализът на динамиката на доходността по дългосрочните правителствени ценни книжа и на промяната в кредитния рейтинг на най-новите държави членки и в България след приемането им в еврозоната, съответно във ВМII, дава основание да се предположи, че евентуалното присъединяване на България към еврозоната, дори да е съпроводено с повишаване на дългосрочния кредитен рейтинг на страната, не е задължително да се от-

рази в понижение на доходността по 10-годишните книжа на българското правителство. Влияние за това могат да окажат постигането на устойчив икономически растеж, благоразумната фискална политика и поддържането на финансова стабилност, които биха се отразили на оценката на пазарните участници за риска на страната и биха допринесли за намаление на рисковата премия.

## **Литература**

Наредба № 21 на БНБ от 26 ноември 2015 г. за задължителните минимални резерви, които банките поддържат при Българската народна банка (Обнародвана в „Държавен вестник“, бр. 94 от 4 декември 2015 г.; в сила от 4 януари 2016 г.; изм., бр. 44 от 2021 г.).



## Единадесета глава

### **Устойчивост на публичните финанси. Рискове за фискалната стабилност**

**доц. д-р Димитър Златинов**

*e-mail: dzlatinov@feb.uni-sofia.bg*

Един от често дискутираните въпроси, свързани с функционирането на еврозоната, е какви промени в нейното функциониране следва да се предприемат, за да бъде тя оптимална валутна зона и респективно напълно да се отговори на условията, заложиени от Робърт Мъндел още през 60-те години на XX век. В голяма степен уникалността на Икономическия и паричен съюз в Европа се обуславя от запазването на националната дискреция при провеждането на фискална политика, което е както чисто исторически заложено, така и императив за членството в Европейския съюз за някои държави членки. И докато в исторически план Германия има водеща роля за изграждането на еврозоната и налага нейната архитектура по отношение на субординацията и координацията на макроикономическата политика, понастоящем наслагването на шокове от различен характер (включително и неочаквани като пандемията от COVID-19) налага по-гъвкави фискални рамки и отклонение от фискалния консерватизъм и политиката на бюджетна строгост, възприета в отговор на световната финансова и икономическа криза от 2008 – 2009 г. В тези условия фискалната експанзия не може да се определи като категорично нежелана и не може изцяло да се пренебрегне стабилизационната роля на правителството, което прави от съществено значение очертаването на рисковете пред запазването на фискалната стабилност, с оглед истинска стабилизация на икономиката, а не жертване на макроикономическата устойчивост и по линия на бюджетната устойчивост. Благоразумното провеждане на фискална политика, насочена не само към подпомагане на икономическия растеж, но и към изграждането на устойчив модел на икономическо развитие, което се явява първостепенна цел на Европейския съюз, изисква анализ и оценка и на потенциалните опасности и заплахи от разхлабването на фискалната дисциплина.

Целта на настоящата глава от монографията е да зададе фундамента и да проследи промените в рамката за устойчивост на публичните финанси в



ЕС и в частност в еврозоната. Така се очертават потенциалните изменения в провеждането на фискалната политика при присъединяването на България към еврозоната. Този анализ се основава на нормативни документи и заложените правила и процедури за бюджетно управление и до голяма степен показва, че въпреки запазването на националната дискреция в областта на фиска, управлението на публичните финанси се подчинява на ясни правила, които България също вече е възприела по линия на запазване на стабилността на паричния съвет в страната. Във втората част от изложението се прави анализ на приходната и разходната страна на бюджета в България в съпоставителен план с ЕС, еврозоната и прибалтийските държави, с оглед открояване на някои устойчиви процеси във фискалната сфера, независимо от фазите на икономическия цикъл, и изясняване на структурните характеристики на управлението на публичните финанси. Очертават се също рисковете пред провеждането на фискалната политика в страната, които са в две насоки – структурни и текущи, предвид наслагването на кризи от различен характер. Тяхното извеждане се основава на две основни задачи – да се покаже текущото състояние на фискалната позиция на България и да се акцентира на потенциалните затруднения в бюджетната сфера в процеса на присъединяване.

## **Рамка за устойчивост на публичните финанси в ЕС и еврозоната и институционална конвергенция на България по отношение на фискалното управление**

Основната рамка за координиране на фискалните политики на държавите членки в ЕС е Пактът за стабилност и растеж (Stability and Growth Pact), който е приет през 1997 г. Той представлява съвкупност от правила за осигуряване на устойчивост на публичните финанси и неговата основна цел е да гарантира доброто функциониране на Икономическия и паричен съюз, който „се характеризира с тясно интегрирани икономики, децентрализирана фискална и икономическа политика и централизирана парична политика в рамките на еврозоната“ (De Angelis&Mollet, 2021). Пактът за стабилност и растеж съдържа два вида мерки: предпазни и корективни.

Предпазните мерки имат за цел да осигурят устойчиви фискални политики по време на икономическия цикъл чрез постигането на средносрочна бюджетна цел (medium-term objective), която е различна за всяка държава членка и се отнася до равнището на структурното бюджетно салдо (бюджетното салдо при достигнат потенциален БВП или с други думи – бюджетното салдо, коригирано с цикличните икономически ко-

лебания). Като общо правило средносрочната бюджетна цел не трябва да надхвърля 0,5% от БВП структурен дефицит, а за държавите членки с правителствен дълг под 60% от БВП и нисък риск за дългосрочната устойчивост на публичните финанси, този дефицит може да възлиза до -1% от БВП. Средносрочната бюджетна цел се залага, за да се предпази дадена държава срещу риска от нарушаване на заложения праг от 3% от БВП общ бюджетен дефицит и се преразглежда на всеки 3 години. Напредъкът, който държавите следва всяка година да постигат по изпълнението на тази цел, се нарича „план за корекции за постигането на средносрочната бюджетна цел“ и е специфичен за всяка държава. Оценката на напредъка се основава на постигнатия структурен бюджетен баланс и включва анализ на бюджетните разходи, в които не се отчитат дискреционните мерки по отношение на приходите съгласно Регламент (ЕС) № 1175/2011. С реформата от 2011 г. и въвеждането на т.нар. пакет от шест законодателни акта (six pack legislation) се заложи и допълнителен разходен критерий, според който увеличение на бюджетните разходи, надхвърлящо средносрочния потенциален темп на икономически растеж на страната, е допустимо само ако бъде съпроводено с допълнителни дискреционни мерки по отношение на приходната страна на бюджета.

Корективните мерки в Пакта за стабилност и растеж имат за цел да гарантират, че държавите членки на ЕС предприемат коригиращи действия, ако бюджетният им дефицит или държавният им дълг превиши посочените в Договора за функционирането на ЕС референтни стойности. Тези стойности са съответно 3 и 60% от БВП. Допълнително условие, свързано с дълговия критерий, е стойността, с която той надвишава 60% от БВП, да намалява със задоволителни темпове, т.е. с най-малко 1/20 годишно за период от три години. Съгласно чл. 1 от Регламент (ЕС) № 1177/2011 целта на Процедурата при прекомерен дефицит е да възпира възникването на прекомерни бюджетни дефицити, а в случай, че те възникнат – да способства за тяхното бързо коригиране, като спазването на бюджетната дисциплина се проверява въз основа на критериите за бюджетния дефицит и за държавния дълг. Ако Съветът по препоръка и въз основа на анализ от страна на Европейската комисия приеме решение, че в държава членка е налице прекомерен дефицит, се определя максимален срок от 6 месеца за предприемането на ефективни действия. Когато Съветът реши, че не са предприети ефективни действия от съответната държава членка и тя е част от еврозоната, може да ѝ бъдат наложени санкции под формата на глоба. Размерът на глобата се определя въз основа на фиксиран компонент, възлизащ на 0.2% от БВП, и променлив компонент от една десета от абсолютната стойност от разликата между бюджетното салдо като процент от БВП за предходната година и референтната стойност за салдото на държавния бюджет, или – в случай, че

неспазването на бюджетната дисциплина включва критерия за дълга – бюджетното салдо като процент от БВП, което е трябвало да бъде постигнато през същата година (чл. 12 от Регламент (ЕС) № 1177/2011).

Основният референтен документ в областта на провеждането на фискалната политика, който съгласно Пакта за стабилност и растеж държавите членки трябва да представят, са програмите за стабилност и конвергенция. Програми за стабилност изготвят държавите членки от еврозоната като изискванията за тях са да бъдат спазени минималните условия, необходими за осигуряване на фискалната стабилност в зоната на единната валута. С реформата от 2013 г. и въвеждането на т.нар. пакет от два законодателни акта (two pack legislation) беше въведен по-строг механизъм за мониторинг на фискалната политика на държавите членки от еврозоната в допълнение към изготвянето на програми за стабилност. От 2014 г. в съответствие с Регламент (ЕС) № 473/2013 се въведе общ бюджетен график за държавите членки от еврозоната, който е времево детерминиран и включва следните етапи:

- Не по-късно от 30 април всяка година държавите членки от еврозоната представят своите национални средносрочни фискални планове в съответствие със средносрочната си бюджетна рамка, заложена в техните национални програми за реформи и програми за стабилност. Съгласно чл. 4 от Регламент (ЕС) № 473/2013 националните средносрочни фискални планове и проектобюджетите се базират на независими макроикономически прогнози и в тях се посочва дали бюджетните прогнози са били изготвени или одобрени от независим орган.
- До 15 октомври всяка година държавите членки от еврозоната представят своите проектобюджети за анализ и оценка от страна на Европейската комисия. Детайлно се посочват параметрите, които трябва да съдържа проектът на бюджетен план, като се акцентира на оценката на въздействието на планираните мерки в областта на фискалната политика и тяхната устойчивост. Европейската комисия изготвя становище за проекта на бюджетен план и може да поиска неговото коригиране в кратки срокове, ако „установи особено сериозно несъответствие със задълженията относно бюджетната политика, определени в Пакта за стабилност и растеж“ (чл. 7 от Регламент (ЕС) № 473/2013).
- Не по-късно от 31 декември се приемат и публикуват бюджетите за следващата година.

Това е едно от съществените различия в областта на фискалното управление, което ще се наблюдава в България след присъединяването към еврозоната. В по-широк план това е начинът за координиране на фискалната

политика на равнище Икономически и паричен съюз, без да се постига общ фискален капацитет, както през 2012 г. беше заложено в Доклада на четиримата председатели „Към истински икономически и валутен съюз“, известен още като Докладът Ван Ромпой. Фискалният капацитет беше замислен като общ фонд или бюджет за покриване на специфични икономически шокове, който се допълва от засилена координация на икономическите политики в областта на данъчното облагане и заетостта. По същество този фискален капацитет трябваше да е първата стъпка към изграждане на бюджет на еврозоната, с който тя да се приближи към оптимална валутна зона, но очевидно държавите членки не са готови все още за такава стъпка. Това би отговорило и на известни опасения дали България би загубила фискална независимост като част от еврозоната.

Освен бюджетния график, по преценка на Европейската комисия държава членка може да бъде подложена на засилено наблюдение, ако изпитва или е застрашена от сериозни затруднения по отношение на фискалната си стабилност, които е вероятно да доведат до разпространяване на отрицателен ефект и върху други държави членки в еврозоната (чл. 2 от Регламент (ЕС) № 472/2013). Негативна оценка за стабилността на бюджетната рамка и дългосрочната устойчивост на публичните финанси на дадена държава членка може да е основание тя да предприеме превантивни коригиращи мерки или да подготви проект за програма за макроикономически корекции. Пакетът от два законодателни акта от 2013 г. предвижда и когато за държава членка от еврозоната се установи прекомерен дефицит, тя да разработва програма за икономическо партньорство, в която се посочват „политическите мерки и структурните реформи, необходими за гарантиране на ефективно трайно коригиране на прекомерния дефицит, и която съдържа разработката на националната програма за реформи и на програмата за стабилност, като изцяло се вземат под внимание препоръките на Съвета във връзка с прилагането на интегрирани насоки за икономическите политики и политиките в областта на заетостта на съответната държава членка“ (чл. 9 от Регламент (ЕС) № 473/2013).

До момента на присъединяването си към еврозоната конвергентни програми изготвят държавите членки, чиято парична единица не е еврото, като спазването на Пакта за стабилност и растеж е важен аспект от постигането на фискална устойчивост и изискване към всяка държава, за да се присъедини към еврозоната. Както и програмите за стабилност, и конвергентните програми се представят заедно с националните програми за реформи всяка година през м. април. Като структура и обхват, програмите за стабилност и конвергентните програми са сходни и се изготвят за 3-годишен период, като съдържат следната информация, чиито специфики зависят от участието или неучастието в Икономическия и паричен съюз:

- средносрочната бюджетна цел и плана за корекции за постигане на целта за общото бюджетно салдо като процент от БВП и очакваното развитие на съотношението на brutния правителствен дълг към БВП;
- информацията относно неявни задължения, свързани със застаряване на населението, както и условни задължения като публичните гаранции;
- основните допускания за очакваното икономическо развитие и важни икономически променливи като правителствени разходи за инвестиции, реален растеж на БВП, заетост и инфлация и др.;
- количествена оценка на предприетите или предвижданите бюджетни и други мерки на икономическата политика, съдържаща анализ на разходите и ползите на основните структурни реформи, които имат преки положителни ефекти върху бюджета в дългосрочен план, включително чрез повишаване на потенциалния устойчив растеж.

Описаните механизми на прилагане на Пакта за стабилност и растеж функционират относително безпроблемно при въвеждането на еврото в периода 1999 – 2002 г., за което много спомага и периодът на Голямата умереност (The Great Moderation) в световен план. Джеймс Сток и Марк Уотсън (Stock&Watson, 2002) изследват в икономически план периода между 1987 г. и 2002 г., за който са характерни ниски лихвени проценти, ниска инфлация и слаби колебания на икономическия цикъл, а респективно и ниски рискове пред фискалната стабилност. Промяната в икономическата конюнктура с избухването на световната финансова и икономическа криза от 2007 – 2008 г. и последвалата я дългова криза в еврозоната налага и нови механизми за гарантиране на бюджетната устойчивост на Икономическия и паричен съюз. През м. март 2012 г. е подписан междуправителственият Договор за стабилност, координиране и управление (Treaty on Stability, Coordination and Governance) в Икономическия и паричен съюз, чийто фискален компонент е Фискалният пакт (Fiscal Compact), приет от 22 държави членки, включително и България, Румъния и Дания, които са извън еврозоната. С този акт България още веднъж демонстрира своята готовност за тясна интеграция с еврозоната и провеждането на бюджетните политики, гарантиращи този процес.

Фискалният пакт е насочен към засилване на прилагането и спазването на фискалните правила в ЕС в допълнение към Директива 2011/85 относно изискванията за бюджетните рамки на държавите членки при запазване на националната дискреция в областта на данъчната политика. Той предвижда правилото за балансиран бюджет с по-ниска граница на структурния дефицит от  $-0.5\%$  от БВП (ако държавният дълг е под  $60\%$  от БВП, тази по-ниска граница се определя на  $-1\%$  от БВП) да залегне в националното законода-

телство. За предпочитане е това да стане на конституционно равнище, за да се гарантира т.нар. дългова спирачка (debt brake), като е оставена достатъчна свобода на държавите членки да разработят своите механизми за корекция в случай на отклонения от заложената цел (Larch, Busse&Jankovics, 2021). Фискалният пакт предвижда държавите членки да започват производства срещу други държави членки пред Съда на Европейския съюз в случаите, в които това правило не е било приложено достатъчно отговорно, както и ясни ангажименти за въвеждане на национални корективни механизми със задължителна сила, постоянен характер и предварително обявен график. Допълнителни разпоредби включват автоматично задействане на механизма за корекции и принудителни правила за държави членки в процедура при прекомерен дефицит. Освен това финансова помощ от Европейския механизъм за стабилност<sup>1</sup> (European Stability Mechanism) се предоставя само на държавите членки, подписали Фискалния пакт.

Посочените правила и процедури при управлението на публичните финанси в ЕС показват тенденцията към все по-голям фискален консерватизъм, предварително залагане на механизми за ограничаване на дискреционната фискална политика и фискалната експанзия, които в зоната на единната валута сякаш се приемат като синоними на нестабилност за валутния блок като цяло, като се има предвид опитът със страните от Южна Европа. Тази тенденция отговаря на съвременния начин за провеждане на макроикономическа политика, основана на правила, които са приложими и в условията на паричния съвет в България. Тук следва да се посочи и Законът за публичните финанси в България, приет през 2014 г., който съдържа специална глава с фискални правила, по-важните от които са, че бюджетният дефицит не трябва да надвишава 3% от БВП, максималните разходи на правителството да не превишават 40% от БВП, а правителственият дълг – 60% от БВП. В този смисъл не следва да се очакват големи промени в бюджетната политика на страната, наложени пряко от присъединяването към еврозоната, като се имат предвид спецификите на паричния съвет, който по същество представлява „експлицитен ангажимент за поддържане на правила за парична политика, които предполагат провеждане на фискална политика, базирана на ниски бюджетни дефицити и устойчиви нива на правителствения дълг“ (Заимов и Христов, 2003).

---

<sup>1</sup> Европейският механизъм за стабилност е основният механизъм за подпомагане на държавите членки от еврозоната, които изпитват временни затруднения при заемането на парични средства на финансовите пазари поради равнищата на своя дълг. Неговият първоначален максимален капацитет за отпускане на средства е 500 млрд. евро при капитал от 704.8 млрд. евро. Заемите се финансират чрез заемане на средства на финансовите пазари и те се гарантират от неговите акционери (държавите членки от еврозоната). Заемите се предоставят при строги условия, включително възстановяването на публичните финанси до устойчиви нива.

До голяма степен посочените принципи на фискален консерватизъм както на европейско равнище, така и предвид паричния режим в България, бяха сериозно нарушени при кризата, причинена от COVID-19 през 2020 г. На равнище ЕС и еврозона беше възприет различен подход за преодоляване на кризисните процеси спрямо приложения по време на световната финансова и икономическа криза от 2007 – 2008 г. Новият подход се основаваше на фискална експанзия, насърчавана по линия на допустимото отклонение от средносрочната бюджетна цел според Пакта за стабилност и растеж за периода 2020 – 2022 г., с оглед преодоляване на извънредната икономическа и здравна ситуация, породена от COVID-19. В средата на 2020 г. бе приет временният инструмент за възстановяване „Следващо поколение ЕС“, в който се предвиждат над 806 млрд. евро безвъзмездни и под формата на заеми средства за преодоляване на последиците от здравната криза и за прехода към устойчив модел на икономическо развитие. Основната част от средствата по този инструмент са свързани с Механизма за възстановяване и устойчивост, целящ отпускането на безвъзмездни средства и заеми на проектен принцип на държавите членки на стойност 723.8 млрд. евро. Допълнително 50.6 млрд. евро са планирани за възстановяване и насърчаване на сближаването между държавите членки чрез инструмента REACT-EU. Усвояването на тези финансови средства е свързано с изготвянето на национални планове за възстановяване и устойчивост от държавите членки, които се одобряват от Европейската комисия. Понастоящем тези планове се превърнаха в основен референтен документ в областта на правителствената намеса в икономиката, на чиято база ЕК ще проследява напредъка за изпълнението на реформите за екологичния преход, цифровия преход и справедливостта, финансирани с европейски средства. Така представените от държавите членки инвестиционни проекти прераснаха в основа на икономическото възстановяване и устойчивото развитие в бъдеще, което се подкрепя от европейско и национално финансиране, и ясен фискален ангажимент. Предвид тези процеси стабилността на публичните финанси се явява основен императив и всички рискове в бюджетната сфера следва да бъдат овладяни на достатъчно ранен етап, което ще гарантира дългосрочния потенциал за растеж, сближаване и устойчивост.

## **Анализ на приходната и разходната страна на бюджета – приликите и разликите с ЕС, еврозоната и прибалтийските държави**

За да очертаем тенденциите в процеса на бюджетиране на приходите и разходите в България, проследяваме тяхната динамика в периода 2000 – 2021 г. Анализът ни е насочен към открояване на някои устойчиви процеси във фискалната сфера, независимо от фазите на икономическия цикъл, с оглед изясняване на структурните характеристики на управлението на публичните финанси. Сравнението със средните стойности на бюджетните показатели за ЕС, еврозоната и наскоро присъединилите се страни – Естония (2011 г.), Латвия (2014 г.) и Литва (2015 г.) – поставя наблюдаваните тенденции в конкретен контекст. Трите страни не са подбрани случайно, като се има предвид, че преди присъединяването си към еврозоната икономиките на Естония и Литва оперираха в режим на паричен съвет, а Латвия поддържаше фиксиран валутен курс към еврото. Също така като структура на икономиките могат да се търсят най-много сходни черти между България и прибалтийските държави.

За целия период 2000 – 2021 г. усреднената стойност на приходите и помощите и общите разходи по консолидираната фискална програма в България като съотношение към БВП приблизително възлиза на 36.5% от БВП (фиг. 1). В зависимост от конкретните фази на икономическия цикъл тези съотношения варират – приходите и помощите устойчиво са между 37 и 39% от БВП преди 2007 г. и се стабилизират около 36% в периода 2013 – 2020 г. За ЕС и еврозоната процентът на бюджетните приходи от БВП за разглеждания период е 45.5%, но съпоставката с трите прибалтийски страни показва, че България не се отличава съществено като дял на приходите – като средна стойност в Литва и Латвия те варират между 34.5 и 36%. Тези изводи биха били подвеждащи обаче, ако не се отчитат следните обстоятелства: след 2008 г. в България е въведена пропорционална ставка по преките данъци от 10%, което не е валидно за другите разглеждани страни, както и сериозният ефект от световната финансова и икономическа криза върху икономиките на Литва (–14.8% спад на БВП за 2009 г.) и Латвия (–14.4% спад на БВП), което се отразява и върху събираемостта на приходите в бюджета.

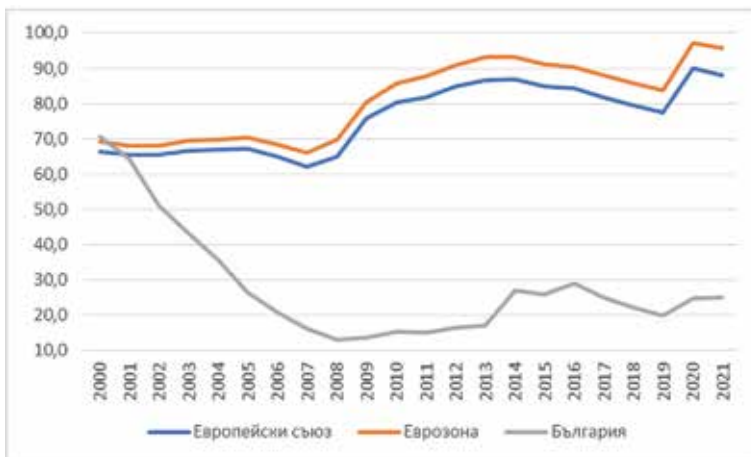




**Фиг. 1.** Бюджетни приходи, разходи и бюджетно салдо в България (% от БВП)

*Източник на данните:* Министерство на финансите.

По отношение на съотношението на общите бюджетни разходи към БВП, то отново е значително по-високо за ЕС и еврозоната (48% от БВП между 2000 и 2020 г.), но сходно като дял за България и другите три разглеждани държави – между 37 и 38% от БВП. Това не е изненадващо, като се има предвид и по-ниският дял на бюджетните приходи от БВП в тези страни, но като динамика се наблюдават някои различия. За прибалтийските държави не е изключение бюджетните разходи да надвишават 40% от БВП и това отчетливо се наблюдава като антикризисна мярка в периода 2009 – 2011 г., докато в България тяхната стойност се поддържа над 40% от БВП през 2020 и 2021 г., което е нарушение на чл. 28.1 от Закона за публичните финанси. Следва да се отбележи, че и в другите страни понастоящем се наблюдава съществено увеличаване на бюджетните разходи, с оглед справяне с предизвикателствата от здравната и икономическата криза, причинена от COVID-19, като фискалната експанзия се насърчава по линия на допустимото отклонение от средносрочната бюджетна цел при прилагане на общата клауза за дерогация от 2020 до края на 2022 г. според Пакта за стабилност и растеж. Не следва да се пренебрегва обаче, че при вече реализиран висок растеж на правителствените разходи, възможностите на правителството за провеждане на антициклична фискална политика се ограничават, а с това и потенциалните способности за реагиране при задълбочаване на негативните шокове върху икономиката.



**Фиг. 2.** Динамика на правителствения дълг като % от БВП

*Източник на данните:* Евростат.

Що се отнася до стабилността на фискалната позиция, България отчетливо поддържа най-добри показатели за бюджетно салдо и държавен дълг след Естония. Най-големи отклонения от балансирания бюджет в България се наблюдават между 2009 и 2015 г. (средно  $-2.7\%$ ), когато се поддържа отрицателно бюджетно салдо, но правителственият дълг запазва устойчиво стойности под  $20\%$  от БВП (фиг. 2). Средният бюджетен дефицит за ЕС и еврозоната за периода 2000 – 2021 г. е много близо до референтната стойност според Пакта за стабилност и растеж от  $-3\%$  от БВП, до която се доближават и Литва и Латвия ( $-2.5\%$  от БВП). Средната стойност на правителствения дълг за ЕС и еврозоната варира между  $76$  и  $81\%$ , а конкретно за Литва и Латвия се наблюдава съществено повишаване на правителствения дълг към БВП след 2009 г. и неговото удвояване за период от 13 години до 2021 г. В България правителственият дълг също се покачва след 2014 г. и е устойчиво над  $25\%$  от БВП (с изключение на 2019 г.), което приближава страната до дълговото поведение на Латвия и Литва и все повече я отдалечава от Естония, в която правителственият дълг до 2020 г. е трайно под  $10\%$  от БВП.

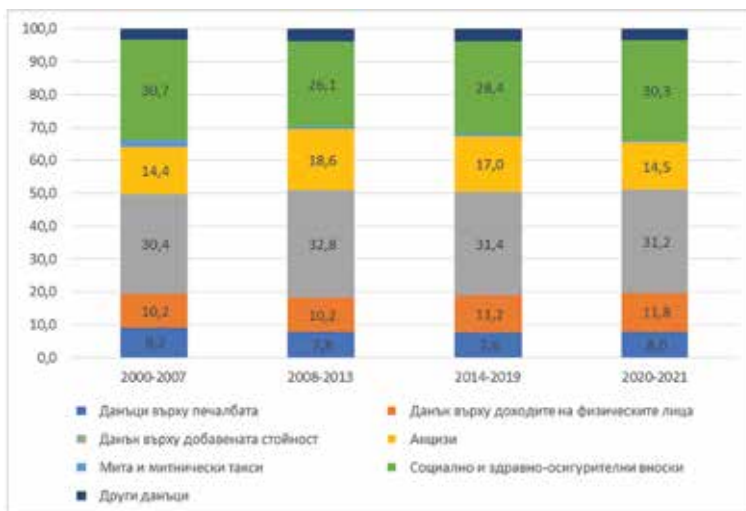
Не може еднозначно да се заключи обаче, че присъединяването към еврозоната води до нарастване на правителствения дълг, като се имат предвид данните за Литва и Латвия, тъй като и двете страни започват да трупат много по-високи задължения след световната финансова и икономическа криза, последиците от която върху техните икономики са съществени, а този период съвпада и с присъединяването към еврозоната. Вижда се, че и

България през същите години увеличава правителствения си дълг, без да е държава членка на еврозоната, което прави цикличното влияние върху дълговото поведение на правителствата много по-сериозен фактор от преките ефекти от влизането в зоната на единната валута. Това е показателно и от динамиката на държавния дълг на Естония, който не нараства съществено след 2011 г., когато страната се присъединява към еврозоната, а през 2020 и 2021 г. като резултат от кризата от COVID-19.

Отвъд процеса на бюджетиране, по-детайлният анализ изисква да се проследи структурата на данъчните приходи и бюджетните разходи, за да могат да се открият устойчивите характеристики на провежданата фискална политика в България в съпоставителен план. За тази цел, като отчитаме спецификите на цикличното развитие в ЕС и еврозоната, сравняваме показателите в приходната и разходната страна на бюджета през четири етапа:

- 2000 – 2007 г., който обхваща годините на установяване на паричния съвет в България преди присъединяването към ЕС и избухването на световната финансова и икономическа криза;
- 2008 – 2013 г., през който икономиката на ЕС е силно засегната от световната финансова и икономическа криза, последвана от кризата на суверенните дългове в еврозоната от 2012 г.;
- 2014 – 2019 г., когато е налице вторично възстановяване от двойната рецесия в еврозоната, завършващо с ясни сигнали за възходящо икономическо развитие през 2017 и 2018 г., които се пренасят и в България;
- 2020 – 2021 г., когато икономиките в световен план са белязани от здравната и икономическата криза, причинена от COVID-19.

От гледна точка на структурата на данъчните приходи, в България не се наблюдават съществени промени в отделните периоди между 2000 и 2021 г. (фиг. 3). Делът на преките данъци устойчиво варира между 18 и 20%, докато косвените данъци надхвърлят 50% в годините на икономически колебания между 2008 и 2019 г., докато преди и след това техният дял е приблизително 47% от общите данъчни приходи. Това показва известна по-силна циклична зависимост при постъпленията от косвени данъци, чието преодоляване в развитите държави членки на ЕС се търси по линия на изграждане на данъчна стабилност върху постъпленията от преки данъци. Социално и здравно-осигурителните вноски също се колебаят около 30%.



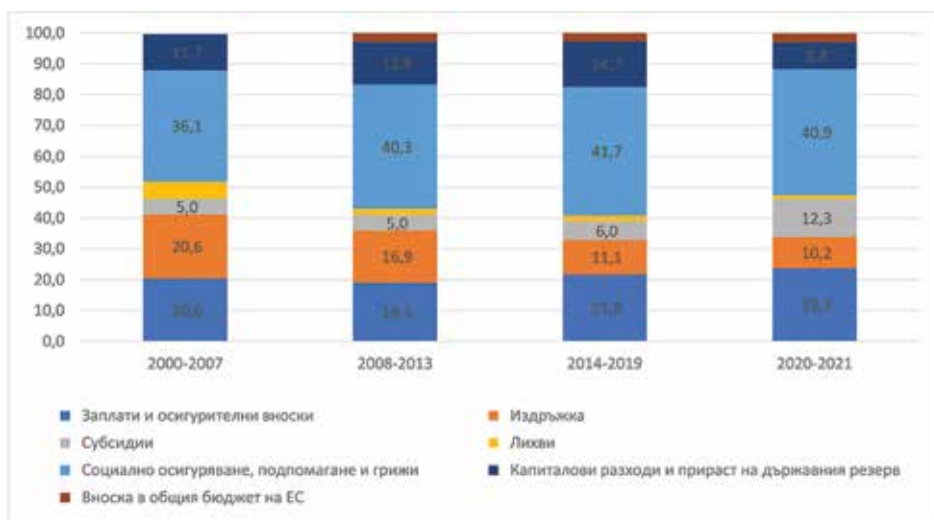
**Фиг. 3.** Структура на данъчните приходи (%)

*Източник на данните:* Министерство на финансите.

Разгледани като процент от БВП, данъците върху доходите, богатството и други са най-ниски в България (средно 6% от БВП за периода 2000 – 2021 г.) при над 12% от БВП за ЕС и еврозоната и над 7% за трите прибалтийски държави. По сходен начин постъпленията от социални и здравни осигуровки в България са най-ниски (средно 8.4% от БВП за разглеждания период), докато този дял в ЕС и еврозоната е между 14 и 15% от БВП, а за прибалтийските страни – средно 10% от БВП. По отношение конкретно на приходите от ДДС, България е с най-висок дял сред разглежданите страни – 9% от БВП, което се доближава до Естония, при 7% от БВП среден дял за ЕС, еврозоната, Латвия и Литва.

Посочените данни показват различния данъчен модел в България, който се различава от възприетия в еврозоната и ЕС и който може да е обект на промени при по-задълбочена интеграция в Икономическия и паричния съюз. Същественният превес на косвеното пред прякото данъчно облагане в страната се дължи на поддържания вече 14 години плосък данък, чиято икономическа обосновка включва повишаване на конкурентоспособността на икономиката и нейното „изсветляване“, както и привличане на чуждестранни инвеститори. Данните за реинвестирането на печалбата на българските предприятия и високият дял на репатрирана печалба на чуждестранни предприятия от страната (през 2021 г. инвестиционният доход, изнесен от страната, възлиза на 6.3% от БВП) обаче не потвърждават подобни процеси. Същевременно ниската ставка по преките данъци създава силна циклична

зависимост на бюджетните приходи от потреблението и вноса в страната, които се облагат с косвени данъци, и ограничава възможностите на правителството за провеждане на антициклична политика на база собствени приходи. Относително стабилният размер на данъчните приходи, независимо от цикличните колебания в икономиката, е индикатор за изчерпвания капацитет на данъчната политика в страната при постигнати пределно ниски данъчни ставки и прехвърляне на цялата тежест по запазване на фискалната устойчивост върху разходната политика, която е обект на много повече дискреционни решения от страна на правителството, а респективно и източник на нестабилност<sup>2</sup>. Не на последно място, базирането на данъчната система на приходите от косвени данъци с пропорционално облагане на различни доходни групи от обществото е допълнителен фактор за засилване на доходното неравенство, което е най-високото в ЕС при 8,1 пъти разлика през 2020 г. между доходите на 20% от населението с най-високи и най-ниски доходи (т.нар. Коефициент S80/S20).



**Фиг. 4.** Структура на бюджетните разходи (%)

*Източник на данните:* Министерство на финансите.

<sup>2</sup> Подобна позиция се съдържа и в Заключителното изявление на екипа на мисията на Международния валутен фонд по член IV за 2022 г.: „Реформата на ниската плоска ставка на данъка върху доходите на физическите лица може да помогне за създаването на фискално пространство и за намаляване на неравенствата“. Сходно мнение е изразявано и в Годишните доклади на ИИИ на БАН. Вж. Икономическо развитие и политики в България: оценки и очаквания, Годишен доклад за 2018, 2019, 2020 и 2021 г., Институт за икономически изследвания при Българската академия на науките, изд. ГорексПрес, София.

Разходната политика на българското правителство в периода 2000 – 2021 г. не е така хомогенна, както структурата на данъчните приходи в различните фази на икономическия цикъл. Фискалните средства за заплати и осигурителни вноски варират около 20%, като постепенно нарастват след 2014 г. и достигат 24% през 2021 г. За сметка на тях разходите за издръжка намаляват двойно през разглеждания период – от 20.6% средна стойност за 2000 – 2007 г. до 10.2% през 2020 – 2021 г. (фиг. 4). Подобни разнопосочни тенденции се наблюдават при разходите за субсидии (нарастват от 5 до 12.3% от общите бюджетни разходи между четирите изследвани периода), докато лихвените разходи намаляват от 5.6% до 1.2% от общите правителствени разходи. Въпреки че през последната година се реализира съществено нарастване на социалните разходи, техният дял устойчиво възлиза на над 40% от общите разходи на правителството след 2008 г. Наблюдава се свиване на капиталовите разходи на правителството, които между 2008 и 2019 г. възлизат средно на 14 – 15%, а през 2020 – 2021 г. са 8.8%. Вноската на България в бюджета на ЕС за целия разглеждан период е под 3% от правителствените разходи по консолидираната фискална програма.

Както вече видяхме, съпоставката със средноевропейските равнища на бюджетните разходи показва, че в България правителството изразходва приблизително 10 пр. п. по-малко като дял от БВП. Тази разлика е съвместима с различията в приходната част на бюджета и се наблюдава и по отношение на Литва, която от разгледаните е страната с едни от най-ниските равнища на данъчните приходи като процент от БВП. Показателно е, че по данни на Евростат към 2020 г. България има най-висок дял от БВП на разходите за публичен ред и сигурност (2.6% при средно 1.7% за ЕС и еврозоната и 2.2% за Естония и Латвия) и на последно място по дял на публичния ресурс за образование (3.8% при средно 4.7% за ЕС и еврозоната и около 6% от БВП в прибалтийските държави). Делът от БВП на разходите за социална защита в България и другите три страни от еврозоната е идентичен и възлиза средно на 12% от БВП между 2000 и 2021 г., но е много по-нисък от средното за ЕС и еврозоната – 19%. По разходи за здравеопазване, чиято значимост особено се подчерта в настоящата здравна криза, България не изостава като съотношение на публичните разходи от БВП спрямо страните от Прибалтика – делът им от БВП е идентичен и възлиза около 4.5 – 5.0%, но той отново е по-нисък спрямо средноевропейските равнища от 7% от БВП.

Посочените данни показват, че и в съпоставителен аспект може да се очертае недофинансирането в България на обществени сектори като образование и здравеопазване. Това налага разходната политика на правителството да се ориентира в много по-голяма степен към провеждането на структурни реформи с дългосрочен ефект в ключови сектори за развитието на икономиката при ясно изразена необходимост от формиране на работ-

ни умения в дигитална среда и демографски срив, което да се обвърже с конкретни реформи за повишаване на ефективността при използването на бюджетните средства в различни направления. Единствено по този начин фискалната политика в страната може да излезе от традиционно наложената ѝ роля на процес на бюджетиране и администриране на приходите и разходите и да прерасне в макроикономическа политика с реален потенциал за стимулиране на догонващото развитие на страната, още повече че „всички останали мерки и политики се финансират също през държавния бюджет, така че може да се приеме, че те имат подчинен характер на фискалната политика.“ (Ганев, 2015).

## **Рискова ли е провежданата фискална политика в България за членството в еврозоната?**

Като имаме предвид заложените институционални ограничения при провеждането на фискална политика в България и нейните специфики в съпоставителен план, можем да изведем някои рискове, които потенциално биха оказали ефект върху готовността на страната да се присъедини към еврозоната, както и върху нейното успешно членство в Икономическия и паричния съюз. Анализът изхожда от текущите параметри на правителствената политика и се опитва да очертае текущите предизвикателства във фискалната сфера от гледна точка на приходната и разходната страна на държавния бюджет и дълговото поведение на правителството.

През 2021 г. общите бюджетни приходи нарастват с 18.4% на годишна база, което освен по линия на ускоряващата се инфлация, се задвижва и от високия растеж на доходите, включително и в бюджетната сфера (17% годишен прираст на разходите за заплати и социални осигуровки). Номиналното нарастване на приходите в бюджета при възходяща инфлационна динамика не е изненадващо, но следва да се отчита, че крие рискове догонващият инфлацията растеж на доходите по линия на фискалната експанзия да задвижва допълнителни инфлационни процеси. Въпреки че активната социална и доходна политика на правителството е необходима както с оглед на компенсиране на загубата на покупателна способност при растящи цени, така и по отношение на сближаването на доходите със средноевропейските, тя не би била устойчива в средно- и дългосрочен план без създаване на функциониращи икономически механизми за генериране на по-високи приходи от страна на реалния сектор. Промените в осигурителната политика не могат да компенсират ниските ставки върху преките данъци и нарастващото значение на социално- и здравно-осигурителните вноски (устойчиво около

30% от общите бюджетни приходи след 2018 г.) за приходния капацитет на правителството създава рискове за фискалната стабилност предвид намаляващото и застаряващо население в страната, регистрирания спад на наетите лица след 2019 г. и постигнатата пълна заетост при безработица в рамките на 5 – 6%.

Базирането на данъчната система на приходите от регресивните косвени данъци, които формират между 46 и 48% от общите постъпления в бюджета след 2018 г., освен че задълбочава доходното неравенство в страната, през последните години е поставено в риск и от гледна точка на манипулирането със стойностите на ставките по ДДС за политически или конюнктурни цели. Промените в косвеното данъчно облагане имат предимно секторни ефекти, които зависят от степента на сива икономика, както и от механизмите на правителството да контролира цените, които с изключение на административно определяните цени, са почти нулеви. Мултипликационното въздействие върху заетостта и работните заплати от промените на ставките по ДДС в годините след 2019 г. остава неясно, но чрез манипулирането на данъчната система се създават рискове за фискалната стабилност. Така с много повече политически отколкото икономически аргументи се жертва в известна степен основният източник на правителствен капацитет за реализиране на разходна политика от правителството.

Общите бюджетни разходи нарастват със 17.6% на годишна база през 2021 г. и възлизат на 42.4% от БВП. Приблизително 28% от БВП за годината са изразходени от правителството като социални разходи и разходи за работни заплати и осигурителни вноски в бюджетния сектор, което задава роля на правителството на „доходен стабилизатор от последна инстанция“ в условията на колебливо възстановяване на икономическата активност, наслагдащи се външни рискове, политическа нестабилност и постепенно растяща инфлация. И доколкото разхлабването на фискалните правила по линия на дерогацията на Пакта за стабилност и растеж и приемането на правила за временна държавна помощ за подпомагане на домакинствата и фирмите се превърна в общоевропейски подход за справяне с негативните последици от COVID-19, българският ракурс бе ясно поставен върху наваксването на сериозното изоставане на доходите и социалните трансфери от средноевропейските равнища.

Въпреки че социалните разходи изпълняват функцията на автоматичен стабилизатор в икономиката с пряк ефект върху вътрешното търсене и поддържат приходната част на бюджета, тяхното проинфлационно действие не следва да се пренебрегва. Нещо повече, при социалните разходи се проявява висока обществена чувствителност и трудно би се приело последващо съкращаване, доколкото то е възможно изобщо предвид застаряването на населението в страната и сериозния политически негатив, който би донесло



това. За да се провежда активна разходна политика в сферата на доходите, е необходимо да се осигурят устойчиви приходоизточници с ниска циклична зависимост, което не може да стане чрез стимулиране на търсенето предвид малкия по размери национален пазар, отворения характер на икономиката и нейната висока степен на зависимост от процесите в ЕС и еврозоната. Така неблагоприятна фискална експанзия в сферата на доходите и социалните разходи би поставила в риск присъединяването на страната към еврозоната при непокриване на бюджетния и инфлационния Маастрихтски критерий в средносрочна перспектива.

В последните години се реализира и сериозно нарастване на публичните средства, отпуснати под формата на субсидии за запазване на заетостта и подпомагане на домакинствата и бизнеса при високите цени на енергийните ресурси (средно 42% годишен растеж на правителствените субсидии за периода 2018 – 2021 г.). Наслагването на кризи от различен характер в българската икономика изисква реципрочни на социалните мерки за развиване на бизнес средата. Споделеният ангажимент между правителството и бизнеса за запазване на работните места е по-добрият вариант за провеждане на разходна политика спрямо директното отпускане на обезщетения и социални помощи, които в краткосрочен план могат да поддържат покупателната способност на домакинствата, но нямат капацитета за динамизиране на вътрешното търсене и осигуряването на бюджетни приходи. Мерки на икономическата политика в тази насока са създаването на функциониращи механизми за генериране на по-високи доходи от страна на реалния сектор на базата на изпреварващ прираст на инвестициите, които през 2021 г. по линия на инвестиционните разходи на правителството бяха сериозно подценени.

Като съотношение към БВП, капиталовите разходи през 2021 г. възлизат на 2.9%, което е най-ниската регистрирана стойност, откакто е налична статистическа информация от Министерството на финансите след 1998 г., а на годишна база намаляват с 32.7% през 2020 г. и с 24% година по-късно. Подобна разходна политика показва, че правителственият ангажимент към бизнес средата се състои предимно в поддържането на ниските корпоративни данъчни ставки, манипулирането със ставките на ДДС за различни сектори и субсидиране при нужда, но не и за изграждането на подходяща инфраструктура и физически капитал за устойчиво развитие. Това показва липса на дългосрочна стратегия за управление на публичните финанси в България, която да надхвърля конкретни конюнктурни и политически съображения. Необходимо е на политическо равнище да се приоритизира постигането на съществен институционален прогрес в ограничаването на корупцията, регулативното облекчаване на бизнес средата и изграждането на капацитет за по-висока степен на усвояване на евро-

пейските средства, от което пряко зависи реализирането на заложените проекти в Националния план за възстановяване и устойчивост. Системното недофинансиране на инфраструктурни проекти и ограничаването им само до усвояването на европейски средства не съдейства за изграждането на производствен капацитет за догонващо развитие и сближаване с държавите членки от ЕС и еврозоната и пряко влияе върху степента на реална конвергенция на страната. Не трябва да се пренебрегва и това, че осъществяването на инвестиционни проекти е възможност да се осигурят достатъчно надеждни източници на бюджетни приходи, на база на които провежданата доходна и социална политика не би изглеждала в такава степен рискова.

В среда на растящи цени, вече започнало повишаване на лихвените проценти от водещите централни банки в световен план в опит за ограничаване на инфлацията, геополитически рискове и неяснотите относно развитието на военния конфликт в Украйна и неговото отражение върху местната икономика, включително по линия на доставките на енергийни и хранителни ресурси, разходите относно бежанската криза или необходимостта от допълнителни военни разходи, следва да се осигурят и достатъчно фискални буфери. Натрупването на фискални буфери е важно условие за общата макроикономическа стабилност в страната с оглед спецификите на паричния съвет и на това, че цялата тежест за стабилизиране на икономиката при евентуални кризи се поема от правителството. И въпреки че при съпоставка с останалите държави членки от ЕС и еврозоната правителственият дълг остава нисък, не бива да се пренебрегват неблагоприятните демографски тенденции в страната и очакваното постепенно намаляване на работната сила, които в дългосрочна перспектива ограничават възможностите за понасяне на по-висока дългова тежест, а респективно – са още една предпоставка за изграждане на буферен фискален капацитет вместо прехвърлянето на сериозна данъчна тежест към следващите поколения в средно- и дългосрочен план.

\* \* \*

Направеният институционален и приходно-разходен анализ на бюджетния сектор в България показва, че понастоящем управлението и състоянието на публичните финанси не се отличава съществено от прибалтийските държави, които вече използват еврото като национална валута, но по отношение на средните равнища за ЕС и еврозоната се наблюдават сериозни различия. Рискове относно присъединяването на страната към еврозоната се идентифицират от гледна точка на ускоряващата се инфлация и провежданата фискална експанзия през 2020 и 2021 г., която мо-

же да затрудни приемането на еврото през 2024 г. Най-сериозни промени след присъединяването към еврозоната в областта на фискалната политика могат да се очакват в данъчния модел, което е вероятно да се задвижи както по линия на усилията за изграждане на фискален капацитет в Икономическия и паричния съюз, така и с оглед устойчивостта на фискалната позиция на България.

Въпреки краткосрочните положителни ефекти от предприетите мерки на правителството в сферата на доходите и социалната политика и тяхното благоприятно влияние върху източниците на бюджетни приходи, не следва да се пренебрегва, че те са силно циклично зависими и функцията на провежданата разходна политика от страна на правителството при възприет модел на регресивно данъчно облагане и сериозен принос на косвените данъци в общите бюджетни разходи. Нарастването на социалните разходи на правителството, които изпълняват и ролята на автоматични стабилизатори, е необходимо с оглед на конвергенцията към средноевропейските равнища на доходите, но не би било устойчиво в средно- и дългосрочен план без създаване на функциониращи икономически механизми за генериране на по-високи доходи от страна на реалния сектор. Именно в тази насока буди опасения сериозното редуциране на капиталовите разходи на правителството през 2020 и 2021 г., които са катализатор на дългосрочно икономическо развитие и изграждане на производствен капацитет за догонващо развитие, а респективно – и източник както на фискални средства, така и на работни заплати. Нарастването на правителствения дълг все още не може да се определи като макроикономически риск за България не само в хода на присъединяване към еврозоната, но и при цялостното управление на публичните финанси. Въпреки това поддържането на фискални буфери следва да се приоритизира предвид наслабващите се рискове пред икономиката на страната, застаряването на населението и намаляването на работната сила. Така би се изградил устойчив модел на провеждане на фискална политика, която не просто администрира бюджетните приходи и разходи, а е реален инструмент за икономическо сближаване с останалите държави членки.

## Литература

- Ганев, К. (2015) Бизнес цикли (Теории и модели). СУ „Св. Климент Охридски“, Стопански факултет, ISBN 978-954-9399-35-6.
- Займов, М., Христов, К. (2003) Паричната политика и икономиката: петте години на българския паричен съвет. Дискуссионни материали на БНБ 27/2002.
- European Council (2012) Towards a Genuine Economic and Monetary Union.

- Council Directive No 2011/85/EU of 8 November 2011 on requirements for budgetary frameworks of the Member States.
- Council Regulation (EU) No 1177/2011 of 8 November 2011 amending Regulation (EC) No 1467/97 on speeding up and clarifying the implementation of the excessive deficit procedure.
- Regulation (EU) No 473/2013 of the European Parliament and of the Council of 21 May 2013 on common provisions for monitoring and assessing draft budgetary plans and ensuring the correction of excessive deficit of the Member States in the euro area.
- Regulation (EU) No 1176/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances.
- Regulation (EU) No 1174/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 on enforcement measures to correct excessive macroeconomic imbalances in the euro area.
- Stock, J., Watson, M. (2022) Has the Business Cycle Changed and Why?, NBER Macroeconomics Annual 2002, Volume 17.
- Larch, M., Busse, M., Jankovics, L. (2021) Enforcement of fiscal rules: Lessons from the Fiscal Compact, Secretariat of the European Fiscal Board, Discussion paper 21 – 085/11/2021.



## Дванадесета глава

# Валутен статус и устойчивост на финансовите пазари към макроикономически шокове – теоретични аргументи и емпирични доказателства от два „естествени експеримента“

Гл. ас. д-р Любен Иванов

*e-mail: l.ivanov@feb.uni-sofia.bg*

Настоящата глава разглежда влиянието на разликите в статуса на националната валута върху скоростта на възстановяване на финансовите пазари след макроикономически шокове.<sup>1</sup> Емпиричните данни от два „естествени експеримента“ (глобалната финансово-икономическа криза и пандемията от COVID-19) в България, еврозоната и САЩ показват, че и в двата случая възстановяването на финансовите пазари е най-силно в САЩ, страната емитент на най-широко използваната резервна валута в света. Предлаганият в настоящата разработка модел на определяне на стойността на пазарните индекси при хетерогенни инвеститори показва механизмите, през които статусът на валутата може да влияе на устойчивостта на финансовите системи към макроикономически шокове. Представените от автора данни за паричната и фискалните политики в България, еврозоната и САЩ по време на „естествените експерименти“, подкрепят теоретичните изводи от предлагания модел. Заключението на изследването е, че присъединяването на България към еврозоната би трябвало да направи пазарите на акции в България по-устойчиви на макроикономически шокове.

През последните години в България се води дискусия за възможните ползи и рискове от присъединяването на България към еврозоната. Този дебат има много аспекти, тъй като присъединяването на България към еврозоната е комплексен процес, който влияе на множество различни пазари

---

<sup>1</sup> Под „статус на валутата“ в настоящото изследване се разбира степента, в която дадена валута се използва за международни разплащания, за получаване и отпускане на заеми и за резервна валута на централните банки. Допускането е, че по-високото използване на дадена валута в международната финансова и икономическа система дава по-висок статус и води до по-големи привилегии за страната или политико-икономическия съюз, който емитира съответната валута.

и сектори в икономиката. Една от ключовите характеристики на еврозоната е, че всички страни членки използват една и съща валута – еврото. Според Voz et al. (2022), които анализират данни за международната търговия на 115 страни за периода 1990 – 2019 г., делът в световната търговия на страните, които продават продукцията си на световните пазари срещу заплащане в евро нараства, издигайки статуса на еврото като втората по значимост валута в света. Това се дължи донякъде на факта, че през разглежданият от Voz et al. (2022) период, страните членки на Европейския съюз и еврозоната, както и страните в процес на присъединяване към Европейския съюз, започват да използват в международната търговия евро за сметка на използвания преди това щатски долар. Макар и към края на разглеждания от тях период доларът да остава доминираща валута за развиващите се пазари и икономики, в Европа и Африка се наблюдава неговото изместване от еврото, което се налага като основна валута за разплащане между различните икономики. Според данни на Европейската комисия, към 2020 г. еврото се използва от 19 държави с 343 млн. души население, а още 60 държави или територии с население от около 175 млн. д. са обвързали валутите си пряко или косвено с еврото. Делът на международните плащания в щатски долари и евро е почти еднакъв (около 40%), а около 20% от международните валутни резерви в света са деноминирани в евро (спрямо близо 60% дял на валутните резерви, деноминирани в щатски долари).<sup>2</sup> Според Европейската комисия две от ползите от силната международна роля на еврото са повишена устойчивост на сътресения на международната финансова система и икономика и по-ниски търговски рискове за предприятията от Европейския съюз.

Предимствата и недостатъците на статуса на валутата на една страна могат да бъдат разглеждани от различни теоретични и емпирични гледни точки. Например Dornbusch (2001) се фокусира върху ползите от възприемането на режим на паричен съвет (при който дадена страна обвързва стойността на националната си валута със стойността на „твърда“ чуждестранна валута, в случая щатския долар) и неговият най-краен вариант – доларизацията (при която дадена страна се отказва от валутния си суверенитет, спира да емитира национална валута и започва да използва щатски долари като законно платежно средство в националната икономика). Dornbusch (2001) изброява пет традиционни аргумента срещу доларизацията и противопоставя на тях два основни аргумента в подкрепа на загубата на валутен суверенитет, които са подкрепени с конкретни казуси (валутните режими на Аржентина и Мексико). Първият аргумент е, че лихвените проценти в страната, която се отказва от валутен суверенитет

---

<sup>2</sup> <https://www.consilium.europa.eu/bg/infographics/the-euro-in-the-world/> .

драматично намаляват. Вторият аргумент е, че доларизацията/институцията на паричния съвет водят до макроикономическа стабилност, стимулират инвестициите и поемането на предприемачески риск, и по този начин повишават икономическия растеж в дългосрочен план. Заключениеето на Dornbusch (2001) е, че доларизацията не е просто крайна мярка, която да се прилага при икономики с огромни макроикономически проблеми, а институционално решение, което може да подобри макроикономическата среда и перспективите за дългосрочен растеж дори при икономики, които се справят доста приемливо от икономическа гледна точка. Според него позитивните ефекти на едностранната доларизация са сходни с позитивните ефекти от едностранната търговска либерализация, като печалбите от подобен процес са не само за страната, която губи валутния си суверенитет, но и за регионалния валутен център.

Темата за плюсовете и минусите за регионалния център, емитент на резервна валута, е разгледана и от Canzoneri et al. (2013), които анализират модел на две държави, които търгуват помежду си. В този модел едната държава емитира резервна валута, която и двете използват за международни разплащания и за резервен актив. Според предлагания от Canzoneri et al. (2013) модел, статусът на резервна валута е „прекомерна привилегия“ поради повишените приходи от сенъораж за страната емитент, способността на страната емитент да реагира асиметрично на екзогенни шокове в цените на финансовите активи и по-големият потенциал на паричната и фискалната политики, провеждани от страната емитент на резервна валута.

През 1997 г. България, чрез институцията на паричния съвет, се отказва от воденето на собствена парична политика и фиксира курса на българският лев първоначално към германската марка, а след това към еврото. Чрез този акт България намалява приходите си от сенъораж и свободата да провежда независима парична политика, но реализира ползите, описани от Dornbusch (2001). За да реализира ползите, описани от Canzoneri et al. (2013), България трябва да се откаже от националната си валута и да я замени с еврото. От особен интерес за настоящото изследване е хипотезата на Canzoneri et al. (2013), че ставайки част от съюз, емитиращ резервна валута, българският финансов сектор би трябвало да е по-устойчив на макроикономически шокове, водещи до спад на цената на финансовите активи.

Предметът на настоящия теоретичен и емпиричен анализ е възможното влияние на присъединяването на България към еврозоната върху устойчивостта на финансовите пазари на България (и еврозоната) към макроикономически шокове. Изследването има три основни предимства. Първо, представен е теоретичен модел, който свързва текущата пазарна стойност на търгуваните на финансовите пазари акции с пазарното поведение на три хетерогенни групи от пазарни участници с различни механизми за взимане



на решения за търговия. Второ, предложен е механизъм, чрез който държавните макроикономически политики могат да влияят на поведението на пазарните участници и, следователно, на цените на финансовите активи. Трето, анализирани са емпирични данни от два „естествени експеримента“ през периода от 2007 г. до 2021 г., които подкрепят предлаганото от автора теоретично обяснение за връзките между статуса на националната валута и способността на местните власти да влияят върху динамиката на финансовите пазари при негативни макроикономическите шокове с висок интензитет.

Изследването е организирано по следния начин. Първият раздел е от правна точка на изследването и представя емпирични данни, подсказващи потенциална зависимост между статуса на националната валута в световната икономика и скоростта на възстановяване на националните финансови пазари от негативни макроикономически шокове. Вторият раздел представя теоретичен модел и механизмите, чрез които държавните макроикономически политики за стимулиране на съвкупното търсене могат да повлияят върху поведението на пазарните участници, за да обърнат спада на цените на финансовите активи, дължащ се на силен негативен макроикономически шок. Третият раздел представя емпирични данни от световната финансова и икономическа криза и от пандемията от COVID-19, които подкрепят теоретичните изводи от предложението от автора модел. В четвъртия раздел са представени основните изводи от анализа и са предложени насоки за бъдещи изследвания.

## **Основните борсови индекси на България, еврозоната и САЩ по време на два „естествени експеримента“**

Този раздел представя дескриптивен анализ на борсовите индекси по време на два екстремни макроикономически шока, които засягат три икономики с различен статус на валутата в световната финансова и икономическа система – България, държава в режим на паричен съвет; еврозоната, политически и икономически съюз, чиято обща валута е втората по популярност резервна валута в света; и Съединените американски щати (САЩ), чиято национална парична единица е най-популярната резервна валута в света. И трите икономики преживяват макроикономически шокове с един и същи произход и по приблизително едно и също време, но един от факторите, по които се различават, е статусът на валутата им. Тази разлика, макар и не единствена, представлява до известна степен „естествен експеримент“ и да-

ва възможност да се открият някои закономерности и потенциални връзки между статуса на националната валута и скоростта и силата на възстановяването на финансовите пазари след негативен макроикономически шок с голям интензитет.

### ***Световна финансова и икономическа криза***

През 2007 и 2008 г. в САЩ се разрази най-голямата финансова криза от Голямата депресия до наши дни. Спадът на цените на недвижимите имоти принуди банките да отпишат ипотечни кредити на стойност няколкостотин милиарда долара. Тази огромна сума бледнееше пред потенциалните загуби на финансовите институции, притежаващи или издаващи деривативни инструменти, базиращи стойността си на стойността на секюритизирани от банките ипотечни кредити. Финансовият трус доведе до загуба на богатство на пазарите на акции в размер на 8 трлн. долара за периода от достигнатия през октомври 2007 г. връх до октомври 2008 г. (Brunnermeier, 2009). Огромното напрежение в американската финансова система доведе до заплахата за вълна от фалити във финансовия сектор и принуди Федералния резерв на САЩ да инициира безпрецедентна по мащабите си програма за осигуряване на ликвидност на финансовата система (Mizen, 2008). Изправено пред най-голямата рецесия от Голямата депресия насам, американското правителство инициира две агресивни програми за антициклична фискална политика – „Закон за икономическо стимулиране от 2008 г.“ и „Закон за американското възстановяване и данъците върху реинвестициите от 2009 г.“ (Auerbach and Gale, 2009).

### ***Пандемия от COVID-19***

Вирусното заболяване COVID-19, което се появи в началото на 2020 г., бързо се разпространи по целия свят и засегна негативно както животите на милиарди хора, така и световната икономика. На 11 март 2020 г., Световната здравна организация официално обяви COVID-19 за пандемия.<sup>3</sup> Паниката сред населението и ограничителните мерки, наложени от правителствата по света за да ограничат (или поне забавят) разпространението на вируса, също се отразиха негативно на световната икономика. Ограничителните мерки включваха затваряне на училища, ограничения върху пътуването, забрани за събиране на обществено място и др. (Hale et al., 2021). По време на

---

<sup>3</sup> <https://www.who.int/director-general/speeches/detail/who-director-general-s-opening-remarks-at-the-media-briefing-on-covid-19—11-march-2020> .

първите няколко месеца от пандемията не бяха ясни ефектите върху финансовата стабилност, дължащи се на промените в поведението на населението и на държавните рестрикции върху производствените вериги. Рекордният спад на борсовия индекс S&P 500 в САЩ между 19 февруари 2020 г. и 2 март 2020 г. (както и на повечето други борсови индекси по света) бе водещият индикатор за рекордните спадове на БВП през второто тримесечие на 2020 г. в САЩ и повечето европейски държави (Burdekin and Harrison, 2021). Една от особеностите на пандемията е, че тя доведе едновременно до макроикономически шокове на търсенето и макроикономически шокове на предлагането. Според изследването на Ваqаее and Farhi (2022), всеки един от двата типа шокове допринася приблизително поравно за спада на БВП в американската икономика през периода от февруари до май 2020 г. Поради особеностите на пандемията, ефективността на политиките за стимулиране на съвкупното търсене е в пъти по-малка отколкото при типичната рецесия (Ваqаее and Farhi, 2022), което вероятно е една от причините за безпрецедентните по своя размер мерки за стимулиране на икономиката в САЩ и други развити страни.

## **А. Описание на борсовите индекси**

### *S&P 500*

За да бъде анализирано възстановяването на финансовите пазари в САЩ, страната, която емитира водещата резервна валута в света, след глобалната финансова и икономическа криза от 2007 – 2008 г. и след пандемията от COVID-19 в настоящото изследване са използвани данни от Dow Jones Indices, доставчик на информация и съставител на борсови индекси, който се притежава от собственика на S&P Global Ratings.<sup>4</sup> Избраният от автора представителен индекс S&P 500 е водещия индекс за компании „сини чипове“, опериращи във всички основни сектори на икономиката на САЩ, а от друга страна, при изчисляването на стойността на индекса теглата на дружествата, включени в него, се определят на базата на пазарната им капитализация и се коригират с коефициент, отразяващ процента от емитираните акции, които са свободно търгуеми. В резултат, по-големите (от гледна точка на пазарна стойност дружества) оказват по-голямо влияние върху динамиката на индекса. Ето защо S&P 500 представя относително добре динамиката на пазара на акции в САЩ като цяло.<sup>5</sup>

<sup>4</sup> Данните са получени от Yahoo Finance с библиотеката **BatchGetSymbols** в софтуерната среда за статистически анализ и графичен дизайн **R** (Perlin 2022); (R Core Team 2022).

<sup>5</sup> Подробна информация за този индекс е налична на <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-500/#overview>.

## *EURO STOXX 50*

За да се анализира възстановяването на финансовите пазари в еврозоната, политико-икономическия съюз, който емитира втората по популярност резервна валута в света, след глобалната финансова и икономическа криза от 2007 – 2008 г. и след пандемията от COVID-19, са използвани данни от STOXX, доставчик на информация и съставител на борсови индекси, който се притежава от собственика на Франкфуртската фондова борса.<sup>6</sup> Избраният представителен индекс е EURO STOXX 50.<sup>7</sup> От една страна, това е водещият индекс за компании „сини чипове“, опериращи във всички основни сектори на осем страни членки на еврозоната, а от друга страна, подобно на американският индекс S&P 500, при изчисляването на стойността на индекса теглата на дружествата, включени в него, се определят на базата на пазарната им капитализация. В резултат по-големите (от гледна точка на пазарна стойност дружества) оказват по-голямо влияние върху динамиката на индекса. Ето защо EURO STOXX 50 представя относително добре динамиката на пазара на акции в еврозоната като цяло.

## *SOFIX*

За да бъде анализирано възстановяването на финансовите пазари в България след глобалната финансова и икономическа криза от 2007 – 2008 г. и след пандемията от COVID-19, са използвани публично достъпни данни от Българската фондова борса (БФБ).<sup>8</sup> Избраният представителен индекс е SOFIX, тъй като, подобно на американския индекс S&P 500, при изчисляването на стойността на индекса теглата на дружествата, включени в него, се определят на базата на пазарната им капитализация. В резултат по-големите (от гледна точка на пазарна стойност дружества) оказват по-голямо влияние върху динамиката на индекса. Също така SOFIX включва само най-ликвидните емисии (с пазарна капитализация не по-малка от 50 млн. лева и поне 500 акционери). Ето защо SOFIX представя относително добре динамиката на пазара на акции в България като цяло.

---

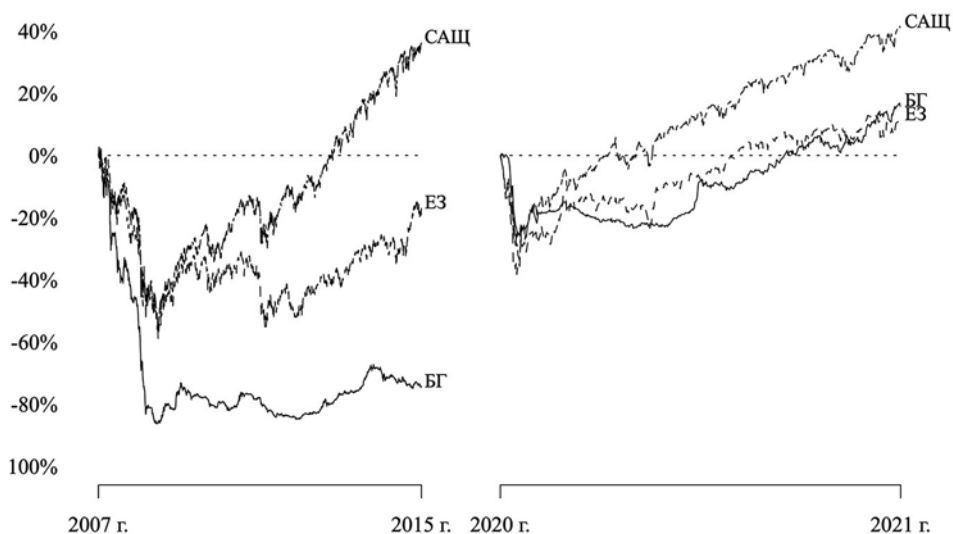
<sup>6</sup> Данните са получени с помощта на Google Finance и връзка към таблицата с данни може да бъде предоставена при поискване.

<sup>7</sup> Подробна информация за този индекс е налична на: <https://www.stoxx.com/index-details?symbol=SX5E>.

<sup>8</sup> Данните и подробна информация за този индекс са налични на <https://www.investor.bg/indexes/index/235/17/>.

А. Световна финансова криза

Б. Пандемия от COVID-19



**Фиг. 1.** Възстановяване на финансовите пазари от два макроикономически шока

*Забележка:* Трите индекса са преизчислени, за да приемат стойност 0 в началото на всеки от двата времеви периода. В резултат на преизчислението стойностите на всеки от индексите в даден момент показват процентната промяна спрямо стойността на индекса в началото на периода. На графиките S&P 500 е обозначен като САЩ, EURO STOXX 50 е обозначен като ЕЗ, а SOFIX е обозначен като БГ.

### **Световна финансова криза**

Панел А на фиг. 1 показва развитието на трите индекса за периода от 9 октомври 2007 г., когато S&P 500 достига своя предкризисен максимум, до 21 май 2015 г., когато S&P 500 завършва цикъла от спад, възстановяване и растеж и достига нов максимум. Прегледът на фиг. 1 показва, че в началото на световната финансова и икономическа криза спадът на основите борсови индекси в САЩ и еврозоната протича по сходен начин от гледна точка на скорост и дълбочина, но след като тенденцията се обръща и започва възстановяването на индексите, възстановяването на щатския индекс е много по-силно и продължително. Друг важен емпиричен факт е, че макроикономическият шок в резултат на глобалната финансова криза има най-силен негативен ефект върху българския фондов пазар, тъй като спадът на SOFIX е най-голям, а възстановяването – най-слабо. Данните в табл. 1 показват, че при достигането на своето дъно индексът SOFIX е загубил 86% от своята стойност, докато спадът при EURO STOXX 50 и S&P 500 е почти иден-

тичен (59% и 57% респективно). Същевременно на щатския индекс са му необходими 1480 дни, за да достигне рекордното си ниво от началото на периода, а през разглеждания период от общо 2781 дни нито българският, нито европейският индекс успяват да се възстановят до нивото си от началото на периода.

**Таблица 1.** Дескриптивен анализ на динамиката на борсовите индекси

	Спад (%)	Възстановяване (%)	Възстановяване (дни)
<i>Финансова криза</i>			
САЩ	57	215	1480
Еврозона	59	104	–
България	86	86	–
<i>Пандемия</i>			
САЩ	34	114	148
Еврозона	38	80	365
България	26	57	455

*Забележка:* Спадът е изчислен като разликата в проценти между стойността в началото на периода и стойността, когато съответният индекс достига дъното; Възстановяването (%) е изчислено като разликата в проценти между стойността на индекса в дъното и стойността в края на разглеждания период. Възстановяването (дни) е изчислено като броя дни, които са необходими на съответния индекс за да достигне отново стойността си от началото на периода.

Също така втората колона на табл. 1 ни показва, че възстановяването на щатския индекс е много по-силно от възстановяването на останалите два индекса – S&P 500 се повишава с 215% от достигането на дъното си до края на разглеждания период, EURO STOXX 50 нараства със 104% от достигането на дъното до края на периода, а SOFIX е на трето място по сила на възстановяване с ръст от 86%.

### ***Пандемия от COVID-19***

Панел Б на фиг. 1 показва развитието на трите индекса за периода от 19 февруари 2020 г., когато S&P 500 достига своя предпандемичен максимум, до 31 декември 2021 г. Дължината на разглеждания период е определена от наличието на данни към момента на изготвяне на това изследване и е значително по-кратка от периода с данни, показващи възстановяването от

световната финансова криза – 681 дни спрямо 2781. Прегледът на фиг. 1 показва, че в началото на пандемията от COVID-19 спадът на основите борсови индекси в САЩ, еврозоната и България е силно синхронизиран, но след като тенденцията се обръща и започва възстановяването на индексите, възстановяването на щатския индекс отново е много по-силно и се случва по-рано отколкото при другите два индекса. Друг важен емпиричен извод е, че за разлика от предишната голяма световна криза, спадът и възстановяването на SOFIX са почти идентични със спада и възстановяването на S&P 500. Възможно е това да е индикатор, че след 13 години членство в Европейския съюз българската финансова система е значително по-интегрирана и синхронизирана с финансовата система на еврозоната. Данните в табл. 1 показват, че при достигането на своето дъно индексът SOFIX е загубил 26% от своята стойност, докато спадът при EURO STOXX 50 и S&P 500 е почти идентичен (38% и 34% респективно). Както и при предишния голям макроикономически шок, щатският индекс се възстановява най-бързо – необходими са 148 дни за достигне рекордното си ниво от началото на периода, срещу 365 дни за индекса на еврозоната и 455 дни за индекса на България. Както и след световната финансова и икономическа криза, възстановяването на българската борса е най-бавно. Също така втората колона на табл. 1 ни показва, че възстановяването на щатския индекс отново е много по-силно от възстановяването на останалите два индекса – S&P 500 се повишава със 114% от достигането на дъното си до края на разглеждания период, EURO STOXX 50 нараства със 80% от достигането на дъното до края на периода, а SOFIX е на трето място по сила на възстановяване с ръст от 57%.

Може да направим извод, че и в двата разглеждани епизода при трите икономики се вижда ясна закономерност между статуса на валутата в световната икономика, скоростта на възстановяване от макроикономически шокове и силата на възстановяване – тези показатели са най-добри при САЩ, държавата, чиято валута е на първо място по популярност в света, следвани от еврозоната, политико-икономическият съюз, чиято валута е на второ място по популярност в света, и чак след това, на последно място от разглежданите икономики, е България, държавата чиято валута няма статус на резервна валута (като същевременно няма и възможност за независима парична политика поради ограниченията на режима на паричен съвет).

## Модел

В този раздел е направен опит да бъдат обяснени изложените в първия раздел емпирични закономерности. По-конкретно в раздела е предложен модел от три типа пазарни участници, които определят динамиката на па-

зарните индекси и чието поведение се влияе от негативни макроикономически шокове, както и от паричната и фискалната политика на съответна държава.

## **А. Спецификация на модела**

От микроикономическа гледна точка стойността на даден борсов индекс в определен момент се определя от оценката на пазарните участници за стойността на компаниите, участващи в индекса. Формула 1 по-долу ни показва, че стойността на даден пазарен индекс  $I_t$  състоящ се от  $i$  на брой компании в момент  $t$  е резултативна величина от пазарната стойност на акциите на отделните компании, включени в него  $P_t^i$ , съпоставена към пазарната стойност на същите акции в момента на включване в индекса  $P_0^i$  и теглото  $w_t^i$  на  $i$ -тата компания в индекса.

$$I_t = \sum_{i=1}^n \frac{P_t^i}{P_0^i} \times w_t^i \times 100. \quad (1)$$

Тъй като и при трите представени в първи раздел индекса теглото  $w_t^i$  на  $i$ -тата компания зависи от пазарната ѝ капитализация (и съответно от пазарната цена  $P_t^i$  на акциите на тази компания), можем да приемем, че динамиката на цената на акциите на отделните компании е ключовият фактор, който определя стойността на съответния индекс  $I_t$  за в момента  $t$ , както и динамиката му във времето. Тази динамика зависи от поведението на различните участници на пазара на акции. Ето защо в настоящото изследване е предложен модел с три типа участници, всеки със специфичен подход при взимане на решения за покупка и продажба на акции.

### ***Фундаментални инвеститори***

Първият тип пазарни участници, които са разгледани, са т.нар. фундаментални инвеститори. Те се опитват да определят каква е стойността на акциите на дадено дружество на база на информацията, съдържаща се във финансовите отчети на съответното дружество. Ако пазарната цена е под определената от тях оценка те купуват акциите на съответното дружество, а ако пазарната цена е над определената от тях оценка те продават акциите на съответното дружество, елиминирайки възможностите за безрискова печалба (арбитраж) чрез търговия с неправилно оценени от останалите пазарни участници финансови активи. При пълно елиминиране на възможностите за арбитраж пазарната стойност  $P_t$  на акциите на дадено дружество



в момент  $t$  ще е равна на фундаменталната им стойност  $V_t$ .

$$P_t = V_t. \quad (2)$$

Един от основните модели за определяне на фундаменталната (вътрешноприсъщата) стойност е моделът на остатъчния доход (Ohlson, 1995). Този модел се базиран на теорията, популяризирана още от Williams (1938), че пазарната стойност на акциите на дадено дружество би трябвало да е равна на сумата от сконтираните с безрисковия лихвен процент, увеличен с единица  $\tilde{R}_f$  очаквани стойности на изплатените на инвеститорите в бъдещето дивиденди  $E_t[\tilde{d}_{t+\tau}]$ ,

$$P_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} R_f^{-\tau} E_t[\tilde{d}_{t+\tau}]. \quad (3)$$

Ohlson (1995) добавя допускането, че счетоводните отчети се изготвени съгласно принципа на чистия излишък, за да свърже пазарната стойност с прогнозни данни от счетоводните отчети на съответното дружество. При този подход пазарната стойност в момент  $t$  се определя от счетоводната стойност на собствения капитал към този момент  $y_t$ , сконтиращия фактор за всеки бъдещ период  $R_f^{-\tau}$ , очакваните стойности на собствения капитал в бъдещите периоди  $\tilde{y}_{t-1+\tau}$ , очакваните стойности на възвръщаемостта на собствения капитал в бъдещите периоди  $\widetilde{roe}_{t+\tau}$  и очакваните стойности на цената на капитала в бъдещите периоди.

$$\widetilde{ce}_{t+\tau} P_t = y_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} R_f^{-\tau} E_t[\tilde{y}_{t-1+\tau} (\widetilde{roe}_{t+\tau} - \widetilde{ce}_{t+\tau})]. \quad (4)$$

Frankel and Lee (1998) посочват, че на практика инвеститорите няма как да се сдобият с прогнози за очакваните аномални печалби за много години напред в бъдещето. В тяхното емпирично изследване на пазарната ефективност, което е базирано на модела на остатъчния доход, те използват прогнозни данни от публично достъпни източници за аномалния доход за максимум три години напред. Според емпиричното изследване на Abarbanell and Bernard (2000), инвеститорите в американски акции за периода 1978 – 1993 г. отдават по-голяма тежест от очакваното на частта от оценката, която се базира на очакваните след една година печалби, за сметка на намаляването на тежестта на частта от оценката, която се базира на терминалната стойност. Изглежда, че инвеститорите изпитват по-голяма увереност в прогнозите си за текущата година (за която данните за печалбата ще излязат в началото на следващата) и за следващата година. От тази гледна точка изглежда оправдано да използваме спецификацията на Frankel and Lee (1998), която базира оценката на прогнозни данни за текущата и

следващата година. При този, по-реалистичен, подход за анализ на поведението на пазарните участници, формула 4 ще изглежда по следния начин:

$$P_t = y_t + y_t R_f^{-1} E_t \left[ \widetilde{roe}_{t+1} - \widetilde{ce}_{t+1} \right] + R_f^{-1} (R_f - 1)^{-1} E_t \left[ \widetilde{y}_{t+1} \left( \widetilde{roe}_{t+2} - \widetilde{ce}_{t+2} \right) \right]. \quad (5)$$

От формула 5 следва, че „фундаменталните инвеститори“ определят оценката си за пазарната стойност на дадена компания на базата на вече известните данни за стойността на собствения капитал на акция  $y_t$ , както и на очакванията си за възвръщаемостта на собствения капитал през настоящата година  $\widetilde{roe}_{t+1}$ , очакванията си за цената на капитала за настоящата година  $\widetilde{ce}_{t+1}$ , очакванията си за възвръщаемостта на собствения капитал през следващата година  $\widetilde{roe}_{t+2}$ , и очакванията си за цената на капитала за следващата година  $\widetilde{ce}_{t+2}$ .

### ***Шумови трейдъри***

Shiller (1981) доказва, че за периода 1971 – 1979 г. волатилността на цените на акциите е твърде голяма, за да бъде обяснена от постъпване на нова информация за очакваните в бъдещето дивиденди (коригирани за инфлацията), грешки в данните, проблеми с ценовите индекси, или промени в данъчните закони. Едно от възможните обяснения за прекомерната волатилност на цените на акциите е, че съществува група от пазарни играчи, които не търгуват акции на базата на оценка на тяхната вътрешноприсъща стойност. Black (1986) нарича подобни играчи „шумови трейдъри“ и смята, че тяхното поведение води до отклонение на пазарната стойност на акциите от фундаменталната им стойност, до повишени обеми на търговията на финансовите пазари и до по-голяма волатилност на цените на финансовите активи спрямо пазари, в които инвеститорите търгуват само на базата на информация. Разработеният от Shleifer and Vishny (1997) теоретичен модел показва, че наличието на „шумови трейдъри“ може при определени условия (например висока волатилност, ограничен достъп до ликвидност в резултат на финансов стрес), да доведе до пазарни цени, които се отклоняват от фундаменталната стойност за продължителни периоди от време. Shleifer and Vishny (1997) допускат, че „шумовите трейдъри“ са винаги песимистично настроени и, съответно, винаги тласкат пазарната цена под фундаменталната стойност. Предлаганият в настоящото изследване теоретичен модел приема, че „шумовите трейдъри“ могат, в среда на положителни новини, да бъдат и оптимистично настроени и, съответно, да тласкат пазарната цена в

посока над фундаменталната стойност. При относително нормални условия и сравнително ефективни пазари, поведението на „шумовите трейдъри“ би могло да доведе до повишаване на пазарната цена за някои активи над фундаменталната им стойност, а за други да доведе до понижаване на пазарната цена под пазарната стойност. Като цяло ефектът от поведението на „шумовите трейдъри“ за даден финансов актив ще е повишена волатилност в краткосрочен план – тъй като, според хипотезата на Black (1986), шумът е независим от информацията, когато дисперсията на движението на цените, причинена от „шум“, е равна на дисперсията на движението на цените, причинена от промени във фундаменталната стойност, дисперсията на процентните промени в цените на дневна база ще е приблизително два пъти по-голяма от дисперсията на процентните промени във фундаменталната стойност (Black, 1986). В относително нормална среда ефектът от по-голямата дисперсия няма да се проявява, но в среда на оправдан и широко разпространен песимизъм/оптимизъм, който води до продажби/покупки едновременно и от фундаменталните инвеститори, и от „шумовите трейдъри“, посоченият от Black (1986) ефект би следвало да доведе до движения в пазарните цени, които са в краищата на теоретичното разпределение (спадове и ръстове, които не могат да бъдат обяснени от рационална оценка на постъпващата информация за очакваните промени в икономическите перспективи на публичните дружества).

Наличието на „шумови трейдъри“ на пазара на акции означава, че към формула 5 трябва да се добави параметър  $\epsilon_t$ , описващ отклонението на цената  $P_t$  от фундаменталната стойност  $V_t$  в резултат на търговията на „шумовите трейдъри“.

$$P_t = y_t + y_t R_f^{-1} E_t \left[ \widetilde{roe}_{t+1} - \widetilde{ce}_{t+1} \right] + R_f^{-1} (R_f - 1)^{-1} E_t \left[ \widetilde{y}_{t+1} \left( \widetilde{roe}_{t+2} - \widetilde{ce}_{t+2} \right) \right] + \epsilon_t . \quad (6)$$

Параметърът  $\epsilon_t$  е пропорционален на текущата пазарна цена  $P_t$ . Той приема положителни стойности, когато „шумовите трейдъри“ са оптимистично настроени, и отрицателни стойности, когато „шумовите трейдъри“ са песимистично настроени. Интензитетът на позитивните и негативните новини на пазарите определя и конкретната стойност на този параметър.

### ***Инерционни трейдъри***

Подобно на Black (1986), авторът на настоящото изследване разграничава и трети вид пазарни играчи – технически трейдъри, които търгуват, като екстраполират наблюдаваните от тях движения на цените на финан-

совите активи. В предлагания от автора модел за техническите трейдъри наименованието е използвано „инерционни трейдъри“. За разлика от „шумовите трейдъри“, които използват при решенията си за търговия информация, която не би трябвало да е релевантна за пазарната оценка или вече би трябвало да е отразена в пазарната цена от фундаменталните инвеститори, „инерционните трейдъри“ се опитват да използват т.нар. ефект на инерцията (Jegadeesh and Sheridan, 1993); (Nedev, 2021) и се фокусират само и единствено върху движението на цените на акциите. Наличието на „шумови трейдъри“ на пазара на акции означава, че към формула 6 трябва да се добави параметър  $m_t$  описващ отклонението на цената  $P_t$  от фундаменталната стойност  $V_t$  в резултат на търговията на „инерционните трейдъри“.

$$P_t = y_t + y_t R_f^{-1} E_t \left[ \widetilde{roe}_{t+1} - \widetilde{ce}_{t+1} \right] + R_f^{-1} (R_f - 1)^{-1} E_t \left[ \widetilde{y}_{t+1} \left( \widetilde{roe}_{t+2} - \widetilde{ce}_{t+2} \right) \right] + \epsilon_t + m_t. \quad (7)$$

Параметърът  $m_t$  е пропорционален на текущата пазарна цена  $P_t$ . Той приема положителни стойности, когато едновременно и „фундаменталните инвеститори“, и „шумовите трейдъри“ купуват дадена акция, защото инерционните трейдъри забелязват тенденцията в движението на цената и също започват да я купуват, повишавайки пазарната цена  $P_t$ . Параметърът  $m_t$  приема отрицателни стойности, когато едновременно и „фундаменталните инвеститори“, и „шумовите трейдъри“ продават дадена акция, защото „инерционните“ трейдъри забелязват тенденцията в движението на цената и също започват да я продават, понижавайки пазарната цена  $P_t$ . Така „инерционните трейдъри“ допринасят за повишаването на волатилността на пазарните индекси. Скоростта на движението на пазарната цена определя конкретната стойност на този параметър.

## Б. Механизъм на действие

Механизмът, чрез който фискалната и паричната политика могат да предотвратят негативната обратна връзка и да обърнат негативната тенденция в периоди на екстремен стрес върху финансовата система, причинен от негативен макроикономически шок с голям интензитет, е директно следствие от описания чрез формула 7 модел на хетерогенни пазарни участници с различни степени на рационалност и различни стратегии за използване на наличната информация.

## **Макроикономически шок, причиняващ цикъл с негативна обратна връзка**

При негативен макроикономически шок „фундаменталните инвеститори“ ревизират в посока надолу очакванията си за икономическите перспективи и съответно за възвращаемостта на собствения капитал през настоящата година  $\widetilde{roe}_{t+1}$  и за възвръщаемостта на собствения капитал през следващата година  $\widetilde{roe}_{t+2}$  на търгуваните на фондовата борса публични дружества. От формула 7 може да се направи извод, че тези ревизии следва да понижат този компонент от оценката за пазарната стойност, който се базира на оценката на „фундаменталните инвеститори“ за вътрешноприсъщата стойност на съответната акция. Ако макроикономическият шок повишава вероятността и за вълна от фалити на публично търгувани дружества, „фундаменталните инвеститори“ ревизират в посока нагоре и очакванията си за цената на капитала за настоящата година  $\widetilde{ce}_{t+1}$  и за цената на капитала за следващата година  $\widetilde{ce}_{t+2}$ . От формула 7 може да се направи извод, че тези ревизии следва още повече да понижат този компонент от оценката за пазарната стойност, който се базира на оценката на „фундаменталните инвеститори“. В резултат на тези ревизии, „фундаменталните инвеститори“ започват да продават надценените според тях акции, водейки до натиск върху цените в посока надолу. Същевременно, поради негативните новини и пазарни настроения, „шумовите инвеститори“ се настройват песимистично – параметърът  $\epsilon_t$  във формула 7 приема отрицателна стойност и това допълнително тласка цената надолу. Тъй като и „фундаменталните инвеститори“, и „шумовите трейдъри“ продават акции, понижаването на пазарните цени изпраща ясен сигнал към „инерционните трейдъри“, които също започват да продават акции, допълнително понижавайки пазарната цена. Във формула 7 това поведение на „инерционните инвеститори“ се отразява като негативна стойност на параметъра  $m_t$ . В резултат на спадомете на пазарната цена финансирането на публичните дружества чрез емитиране на акции бива затруднено, а дълговото финансиране се оскъпява поради увеличеното съотношение на привлечения капитал към пазарната капитализация на собствения капитал. Увеличената цена на дълговото финансиране и увеличеният риск от фалити допълнително намаляват прогнозите за възвръщаемостта на собствения капитал през настоящата година  $\widetilde{roe}_{t+1}$  и за възвръщаемостта на собствения капитал през следващата година  $\widetilde{roe}_{t+2}$  на търгуваните на фондовата борса публични дружества, увеличават очакваната цена на собствения капитал за настоящата година  $\widetilde{ce}_{t+1}$  и за следващата година  $\widetilde{ce}_{t+2}$ , при което предизвикват нова вълна от преоценки на „фундаменталните инвеститори“, още по-голям песимизъм сред „шумовите трейдъри“ и усилване на сигналите

за продажба към „инерционните трейдъри“. Нещо повече, повишеният пессимизъм и усилените сигнали повишават абсолютните стойности на параметрите  $\epsilon_t$  и  $m_t$  допълнително намалявайки оценката за пазарната цена  $P_t$  и увеличавайки интензитета на разпродажбите. Ако този механизъм на негативна обратна връзка не бъде прекъснат от намеса на правителството е възможно цените на акциите да достигнат необосновано ниски нива, включително и засягайки цените на акциите и повишавайки риска от изпадане в неплатежоспособност на публични дружества, които са били в отлично финансово състояние преди макроикономическия шок и не са пряко засегнати от този шок. Ако хипотезата на Shleifer and Vishny (1997), че в моменти на финансов стрес достъпът до капитал на „фундаменталните инвеститори“ (които би трябвало да повишават цените на активите, ако те спаднат под фундаменталната им стойност) е ограничен, подобна динамика би трябвало да увеличи влиянието на „шумовите трейдъри“ и „инерционните трейдъри“ върху пазарните цени. Описаният от автора на настоящото изследване процес може да застраши финансовата стабилност и да причини дългосрочни щети върху финансовата и икономическата система, ако не бъде спрян още в началото чрез подходящи макроикономически политики. Колкото по-интензивен е процесът на спад на цените на финансовите активи, толкова по-силен трябва да е отговорът на правителството, за да се предотврати ефектът на доминото и да се обърне тенденцията.

### ***Макроикономически политики, стартиращи цикъл с позитивна обратна връзка***

При спад на цените на акциите в резултат на негативен макроикономически шок, централната банка на страната може да опита да обърне тенденцията, като осигури ликвидност на застрашените от изпадане в неплатежоспособност дружества и намали разходите за финансиране на всички дружества. Правителството пък може да осъществи експанзионистична фискална политика, която да е насочена директно към подкрепа на засегнатите дружества и/или да стимулира съвкупното търсене в икономиката като цяло и така индиректно да подобри перспективите пред публичните дружества, търгувани на фондовата борса. При екзогенен макроикономически шок в резултат на експанзивна парична и/или фискална политика, „фундаменталните инвеститори“ ревизират в посока нагоре очакванията си за икономическите перспективи и съответно за възвръщаемостта на собствения капитал през настоящата година  $\widetilde{roe}_{t+1}$  и за възвръщаемостта на собствения капитал през следващата година  $\widetilde{roe}_{t+2}$  на търгуваните на фондовата борса публични дружества. От формула 7 може да се направи

извод, че тези ревизии следва да повишат този компонент от оценката за пазарната стойност, който се базира на оценката на „фундаменталните инвеститори“ за вътрешноприсъщата стойност на съответната акция. Ако правителствената подкрепа намалява вероятността и за вълна от фалити на публично търгувани дружества, „фундаменталните инвеститори“ ревизират в посока надолу и очакванията си за цената на капитала за настоящата година  $\widetilde{ce}_{t+1}$  и за цената на капитала за следващата година  $\widetilde{ce}_{t+2}$ . От формула 7 може да се направи извод, че тези ревизии следва допълнително да повишат този компонент от оценката за пазарната стойност, който се базира на оценката на „фундаменталните инвеститори“. В резултат на тези ревизии „фундаменталните инвеститори“ започват да купуват подценените според тях акции, водейки до натиск за повишение на цените. Същевременно, поради позитивните новини и пазарни настроения, „шумовите инвеститори“ се настройват оптимистично – параметърът  $\epsilon_t$  във формула 7 приема положителна стойност и това допълнително тласка цената нагоре. Тъй като и „фундаменталните инвеститори“, и „шумовите трейдъри“ купуват акции, повишаването на пазарните цени изпраща ясен сигнал към „инерционните трейдъри“, които също започват да купуват акции, допълнително повишавайки пазарната цена. Във формула 7 това поведение на „инерционните инвеститори“ се отразява като положителна стойност на параметъра  $m_t$ . В резултат на повишаването на пазарната цена, финансирането на публичните дружества чрез емитиране на акции бива улеснено, а дълговото финансиране става по-евтино заради намаленото съотношение на привлечения капитал към пазарната капитализация на собствения капитал. Намалената цена на дълговото финансиране и намаленият риск от фалити допълнително увеличават прогнозите за възвръщаемостта на собствения капитал през настоящата година  $\widetilde{roe}_{t+1}$  и за възвръщаемостта на собствения капитал през следващата година  $\widetilde{roe}_{t+2}$  на търгуваните на фондовата борса публични дружества, намаляват очакваната цена на собствения капитал за настоящата година  $\widetilde{ce}_{t+1}$  и за следващата година  $\widetilde{ce}_{t+2}$ , при което предизвикват нова вълна от преоценки на „фундаменталните инвеститори“, още по-голям оптимизъм сред „шумовите трейдъри“ и усиление на сигналите за покупки към „инерционните трейдъри“. Нещо повече, повишеният оптимизъм и усилените сигнали повишават абсолютните стойности на параметрите  $\epsilon_t$  и  $m_t$  допълнително увеличавайки оценката за пазарната цена  $P_t$  и увеличавайки интензитета на покупките. По този начин цикълът на негативната обратна връзка бива обърнат и дори, ако правителствената подкрепа е прекомерна и/или продължи твърде дълго, се създава риск от пазарна еуфория и неоправдано високи цени на акциите.

За да може държавата да осъществи описаните по-горе макроикономически политики и да повлияе на очакванията на инвеститорите е необходимо централната банка и правителството да имат капацитета да осъществят необходимите парични и фискални политики в нужния за това мащаб. Този капацитет може да бъде значително увеличен, ако националната парична единица е със статус на световна резервна валута. От една страна, подобен статус намалява инфлационният натиск и инфлационните очаквания в местната икономика, свързани с повишаването на паричната база. От друга страна, ако местното правителство може да емитира дълг, деноминиран в националната валута на световните финансови пазари, това значително увеличава способността на правителството да поеме нов дълг, с който да финансира произтичащите от експанзивната фискална политика дефицити, като намалява рисковете от изтласкване на местните дружества от пазарите на дълг и оскъпяване на тяхното финансиране.

### ***Макроикономически политики за подкрепа на икономиката по време на глобалната финансова и икономическа криза и по време на пандемията***

Този раздел представя емпирични данни в подкрепа на описания във втория раздел механизъм на връзка между макроикономическите шокове, паричната и фискалната политика и динамиката на цените на акциите.

## **А. Дескриптивен анализ на паричната политика**

### ***Данни за паричната политика в САЩ***

За да бъде анализирана паричната политика в САЩ, са използвани данни за консолидираните активи на банките от системата на Федералният резерв на САЩ.<sup>9</sup> Основното допускане при използването на данни за консолидираните активи на Федералния резерв на САЩ за анализ на паричната политика на САЩ е, че тяхното нарастване е показател за експанзионистична парична политика, тъй като е резултат от създаването на нови резервни пари от централната банка на САЩ и използването им за покупка

---

<sup>9</sup> Данните са предоставени от Федералният резерв на САЩ и са публично достъпни в базата данни FRED, която се поддържа и управлява от Федералната резервна банка на Сейнт Луис. Времевият ред е извлечен и обработен с помощта на библиотеката **fredr** в софтуерната среда за статистически анализ и графичен дизайн **R** (Boysel and Vaughan, 2021); (R Core Team 2022) Подробна информация за времевия ред е налична на <https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL>.



на финансови активи от банките и други финансови институции. Нарастването на финансовите активи на Федералният резерв за определен период от време е измерител за потока от ликвидност, който тече от Федералния резерв към финансовата система. Съпоставянето на този поток от ликвидност към brutния вътрешен продукт на САЩ за същия период ни позволява да сравним паричната експанзия в САЩ с паричната експанзия на други, значително по-малки икономики. Използваните от автора данни за brutния вътрешен продукт на САЩ са предоставени от Бюрото за икономически анализи на САЩ.<sup>10</sup>

### *Данни за паричната политика в еврозоната*

За да бъде анализирана паричната политика в еврозоната, са използвани данни за активите на Европейската централна банка.<sup>11</sup> Основното допускане при използването на активите на Европейската централна банка при анализ на паричната политика на еврозоната е, че тяхното нарастване е показател за експанзионистична парична политика, тъй като е резултат от създаването на нови резервни пари от централната банка на еврозоната и използването им за покупка на финансови активи от банките и други финансови институции. Нарастването на финансовите активи на Европейската централна банка за определен период от време е измерител за потока от ликвидност, който тече от Европейската централна банка към финансовата система. Съпоставянето на този поток от ликвидност към brutния вътрешен продукт на страните членки на еврозоната за същия период ни позволява да сравним паричната експанзия в еврозоната с паричната експанзия на други икономики. Използваните данни за brutния вътрешен продукт на страните членки на еврозоната са предоставени от Европейския съюз чрез системата ЕВРОСТАТ.<sup>12</sup>

---

<sup>10</sup> Данните са публично достъпни в базата данни FRED, която се поддържа и управлява от Федералната резервна банка на Сейнт Луис, и са извлечени и обработени с помощта на библиотеката **fredr** в софтуерната среда за статистически анализ и графичен дизайн **R** (Boysel and Vaughan, 2021); (R Core Team 2022). Подробна информация за времевия ред е налична на <https://fred.stlouisfed.org/series/NA000334Q>.

<sup>11</sup> Данните са предоставени от Европейската централна банка и са публично достъпни в базата данни FRED, която се поддържа и управлява от Федералната резервна банка на Сейнт Луис. Времевият ред е извлечен и обработен с помощта на библиотеката **fredr** в софтуерната среда за статистически анализ и графичен дизайн **R** (Boysel and Vaughan, 2021); (R Core Team 2022). Подробна информация за времевия ред е налична на <https://fred.stlouisfed.org/series/ECBASSETSW>.

<sup>12</sup> Данните са публично достъпни в базата данни FRED, която се поддържа и управлява от Федералната резервна банка на Сейнт Луис, и са извлечени и обработени с помощта на библиотеката **fredr** в софтуерната среда за статистически анализ и графичен дизайн **R** (Boysel

## *Данни за паричната политика в България*

За да бъде анализирана паричната политика в България, са използвани данни за нетните вътрешни активи на Българска народна банка.<sup>13</sup> Тъй като България е в режим на паричен съвет и не упражнява парична политика, динамиката на нетните активи се определя от поведението на правителството и на търговските банки. Когато правителството осъществява разплащания от фискалния си резерв (който се управлява от Българска народна банка) задълженията на Българска народна банка към сектор „Държавно управление“ намаляват и това автоматично води, при равни други условия, до ръст на нетните активи. В резултат се наблюдава нарастване на резервните пари в икономиката на България, но не в резултат на създаване на резервни пари от централната банка, а в резултат на пренасочване на ликвидност, която се е била натрупала във фискалния резерв на правителството в предходни периоди, към икономиката (чрез разплащания от правителството към частния сектор). Когато частният сектор на България се сдобие с повече евро от необходимите му (в резултат на положителен баланс по текущата и финансовата сметка), търговските банки могат да поискат от Българска народна банка да купи от тях неограничено количество от резервната валута евро, като ги обмени за левове по фиксирания обменен курс. Съпоставянето на нарастването на нетните активи на Българска народна банка към brutния вътрешен продукт на България за същия период ни позволява да сравним паричната експанзия в България с паричната експанзия на други икономики. Тъй като в случая централната банка е просто фискален агент или „обменно бюро“ без собствена воля, повишаването на ликвидността в икономиката не е следствие от паричната политика на централната банка, а от фискалната политика на централното правителство на България или от икономически процеси в частния сектор.<sup>14</sup> Използваните данни за brutния вътрешен продукт на България са предоставени от Националният статистически институт на България чрез системата ИНФОСТАТ.<sup>15</sup>

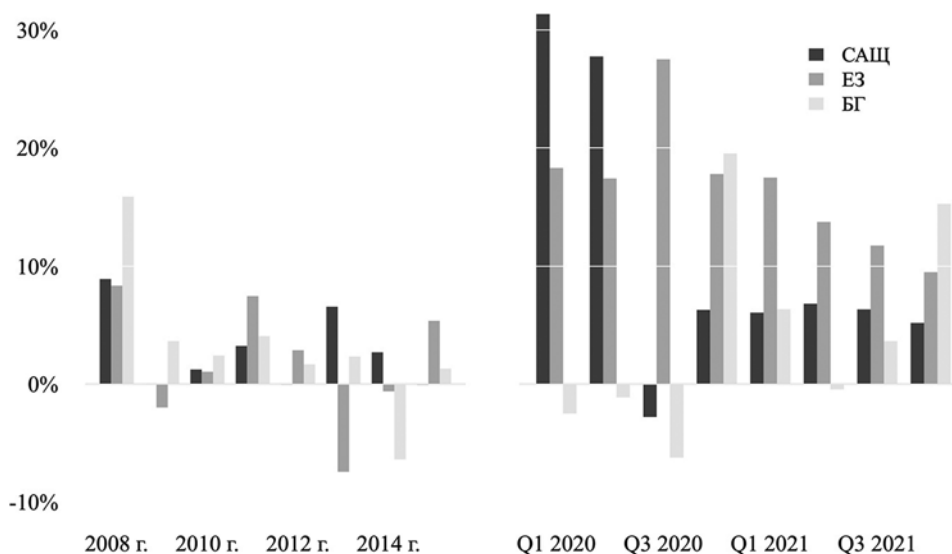
---

and Vaughan, 2021); (R Core Team 2022). Подробна информация за времевия ред е налична на <https://fred.stlouisfed.org/series/EUNNGDP>.

<sup>13</sup> Данните са предоставени от Българската народна банка и са публично достъпни на страницата с парична статистика на Българската народна банка: <https://www.bnb.bg/Statistics/StMonetaryInterestRate/StMonetarySurvey/index.htm>.

<sup>14</sup> Повече информация за механизмът на действие на паричния съвет в България може да намерите в тримесечното издание на Българска народна банка „Икономически преглед“, бр. 1 от 2009 г. ([https://www.bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/bnb\\_publication/pub\\_ec\\_r\\_2009\\_01\\_bg.pdf](https://www.bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/bnb_publication/pub_ec_r_2009_01_bg.pdf)).

<sup>15</sup> Данните и подробна информация за тях са публично достъпни на: [https://infostat.nsi.bg/infostat/pages/reports/query.jsf?x\\_2=1117](https://infostat.nsi.bg/infostat/pages/reports/query.jsf?x_2=1117).



**Фиг. 2.** Парична експанзия след двата макроикономически шока

*Забележка:* Данните са представени като нарастването на (нетните) финансови активи, притежавани от централните банки на трите икономики, включени в настоящето изследване, и изразено като процент от БВП на съответната икономика. На графиките Съединените американски щати са обозначени като САЩ, еврозоната е обозначена като ЕЗ, а България е обозначена като БГ. Данните в панел А са представени на годишна база, а данните в панел Б са представени на тримесечна база.

Фиг. 2 показва паричната експанзия, изразена чрез нарастването на активите на централните банки на САЩ, еврозоната и България, по време на световната финансова и икономическа криза и по време на пандемията от COVID-19.

### **Световна финансова криза**

Панел А на  $brh=2$  показва динамиката на нарастването на (нетните) активи, притежавани от централните банки за периода от 2008 г., когато S&P 500 достига своя предкризисен максимум до 2015 г. Прегледът на  $brh=2$  показва, че за първите три години на разглеждания период централната банка на САЩ, страната емитент на водещата резервна валута в света, повишава притежаваните от нея финансови активи с по-високо темпо отколкото централната банка на еврозоната. Интересен факт е, че през същия период най-голям в относително изражение е ръстът на нетните активи на

българската централна банка. Тъй като, в режим на паричен съвет, българската централна банка е задължена да обменя неограничени количества евро за левове при поискване от търговските банки, ръстът на нетните активи не е следствие от провежданата парична политика, а следствие от рекордния приток на чуждестранни инвестиции към българската икономика. Тези чуждестранни инвестиции са резултат от два основни фактора. Първият фактор е излишъкът от спестявания и високият апетит за поемане на риск в световен план, които се наблюдават преди началото на световната финансова криза. Вторият фактор е процесът на присъединяване на България към Европейския съюз, който приключва през 2007 г., и който довежда до безпрецедентен ръст на преките и портфейлните инвестиции от страни членки на Европейския съюз към България. Излишъкът по финансовата сметка достига рекордни стойности на годишна база през второто тримесечие на 2008 г. и превишава дефицита по текущата сметка на платежния баланс с близо 15% от БВП за същия период. През четвъртото тримесечие на 2008 г. излишъкът по финансовата сметка на платежния баланс рязко спада, но допълнителните социални и инвестиционни разходи за стимулирането на икономиката, предприети от правителството, водят до вливането на ликвидност от бюджета в полза на частния сектор. В резултат на тази фискална политика през четвъртото тримесечие на 2008 г. депозитът на правителството в БНБ спада с близо 20% от българския вътрешен продукт за тримесечието, автоматично водейки до много значително повишаване на нетните активи на БНБ през четвъртото тримесечие на 2008 г.<sup>16</sup> Можем да заключим, че високите стойности на нарастването на нетните активи на Българската народна банка за 2008 г. не са в резултат на дискреционна парична политика, а следствие от набраната допреди кризата инерция на чуждестранните инвестиции в частния сектор на България и активната фискална политика на правителството в края на 2008 г. Данните в табл. 1 показват, че за периода от 2008 до 2015 г. средното годишно нарастване на активите на централната банка на САЩ (2.8% от БВП) е с близо 1 процентен пункт годишно по-високо от средното годишно нарастване на активите на централната банка на еврозоната (1.9% от БВП). От данните в табл. 1 се вижда и, че макар и за трите разглеждани страни нарастването на (нетните) активи на централните банки да е най-високо през кризисната 2008 г., стимулирането на икономиката чрез провежданата парична политика изглежда малко по-силно в САЩ (8.9% от БВП) спрямо това в еврозоната (8,4% от БВП). В светлината на данните от табл. 1 може да изглежда парадоксално, че в България, при

---

<sup>16</sup> Тримесечно издание на Българска народна банка “Икономически преглед”, бр. 1 от 2009 г. ([https://www.bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/bnb\\_publication/pub\\_ec\\_r\\_2009\\_01\\_bg.pdf](https://www.bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/bnb_publication/pub_ec_r_2009_01_bg.pdf)).

която и максималното нарастване на активите, и средната стойност на нарастването на активите са най-високи като процент от БВП сред разглежданите икономики, възстановяването на основния борсов индекс е най-слабо. Този парадокс намира своето обяснение във факта, че в резултат на еуфорията, предхождаща присъединяването на България към Европейския съюз, както и на излишъка на спестявания и повишения апетит за риск в света, предхождащ световната финансова криза, индексът SOFIX нараства с изумителните 1.850% от стартирането си през октомври 2000 г. до пика си през октомври 2007 г. За сравнение през същия период S&P 500 нараства с 15%! При подобни спекулативни ръстове на SOFIX в периода на световната финансова и икономическа криза никаква фискална или парична политика не би могла да предотврати неизбежния спад при смяна на конюнктурата или пък да доведе до възстановяване след спада, при което SOFIX да достигне отново до предкризисния си максимум.

**Таблица 2.** Дескриптивен анализ на паричната експанзия

	Максимална стойност (%)	Средна стойност (%)
<i>Финансова криза</i>		
САЩ	8.9	2.8
Еврозона	8.4	1.9
България	16.0	3.1
<i>Пандемия</i>		
САЩ	31.4	11.0
Еврозона	27.5	17.0
България	19.5	4.3

*Забележка:* Данните за нарастването на (нетните) активи, притежавани от централните банки на икономиките, включени в изследването са представени в таблицата като процент от брутния вътрешен продукт на съответната икономика.

### ***Пандемия от COVID-19***

Панел Б на фиг. 2 показва динамиката на нарастването на (нетните) активи, притежавани от централните банки за периода от началото на 2020 г., когато S&P 500 достига своя предпандемичен максимум, до края на 2021 г. Дължината на разглеждания период е определена от наличието на данни към момента на изготвяне на това изследване и е значително по-кратка от

дължината на периода за възстановяването от световната финансова криза – 2 години спрямо 8 години. Тъй като по време на пандемията от COVID-19 и спадът на борсовите индекси и реакцията на правителствата и централните банки се случват много по-бързо, данните в този панел са представени по тримесечия, а не по-години. Представянето на данните по тримесечия показва по-голяма волатилност в разглежданите променливи, но и позволява да се навлезе в по-големи детайли при анализа на паричната политика.

Прегледът на фиг. 2 показва, че паричната експанзия в САЩ е най-агресивна в първите две тримесечия на 2020 г. в сравнение с останалите две икономии, разглеждани в настоящото изследване. Най-високата стойност на нарастването на активите на централната банка на САЩ (31.4% от БВП за тримесечието) се наблюдава още през първото тримесечие на 2020 г., когато става ясно, че пандемията от COVID-19 ще причини тежък макроикономически шок на щатската и световната икономики. Паричната експанзия на Федералния резерв е много агресивна и през второто тримесечие на 2020 г., когато активите на централната банка нарастват с още 27,8% от БВП за тримесечието. Същевременно паричната експанзия на Европейската централна банка е най-агресивна през третото тримесечие на 2020 г. (27.5% от БВП за тримесечието). Друго интересно наблюдение от табл. 2 е, че интензитетът на паричната експанзия в САЩ намалява през остатъка от разглеждания период, а интензитетът на паричната експанзия в еврозоната се задържа относително висок. В резултат от тази динамика средното нарастване на активите на централната банка в еврозоната за периода (17% от БВП на тримесечие) е значително по-високо от средното нарастване на активите на централната банка в САЩ (11% от БВП на тримесечие). Може да изкажем хипотезата, че в съгласие с теоретичния модел във втория раздел, в централната банка на САЩ са преценили, че трябва да действат агресивно в началото на цикъла с негативно обратна връзка, за да избегнат ускоряване на спадовете във финансовите пазари и да обърнат тренда в по-ранен етап. Важно е да се отбележи, че само централна банка, която емитира световна резервна валута, може да си позволи да действа толкова решително при увеличаването на баланса си, без да се притеснява от рискове, като повишаване на инфлацията и срив в обменния курс на националната валута.

Друго интересно наблюдение от фиг. 2 и табл. 2 е, че промяната на нетните активи на българската централна банка изглежда изцяло движена от нуждите на сектор „Държавно управление“, а в динамиката на държавния депозит в БНБ не се забелязва опит икономиката и финансовите пазари да се стимулират още в самото начало на цикъла с негативна обратна връзка чрез фискална политика – ръстът на нетните активи на Българската народна банка е най-висок през четвъртото тримесечие на 2020 г. (19.5% от БВП за тримесечието), когато правителството на България традиционно използва

средства от натрупания през останалата част от годината фискален излишък, за да се разплати с получателите на бюджетни средства за направени разходи, които не са били предварително предвидени в Закона за държавния бюджет. Също така през разглеждания период средната стойност на нарастването на нетните активи на централната банка на България е 4.3% от БВП – значително по-малко спрямо стойността на този показател в еврозоната и САЩ. Изводът за липса на специфична фискална политика за стимулиране на икономиката и финансовата система се потвърждава и от данните, представени на фиг. 3 и в табл. 3. Бихме могли да заключим, че сходното по сила (макар и по-бавно) възстановяване на българския фондов пазар спрямо възстановяването на фондовия пазар в еврозоната се дължи не на дискреционна парична политика за осигуряване на ликвидност и стимулиране на съвкупното търсене в България, а на повишената интеграция на България с Европейския съюз, позволяваща трансмисия на позитивните ефекти от стимулирането на съвкупното търсене и осигуряването на ликвидност от експанзионистичната парична политика на Европейската централна банка.

## **Б. Дескриптивен анализ на фискалната политика**

### *Данни за фискалната политика в САЩ*

За да бъде анализирана фискалната политика в САЩ след глобалната финансова и икономическа криза от 2007 – 2008 г. и след пандемията от COVID-19 са използвани данни за бюджетния дефицит или излишък на федералното правителство на САЩ.<sup>17</sup> Основното допускане при използването на данни за бюджетния дефицит или излишък на федералното правителство на САЩ за анализ на фискалната политика на САЩ е, че бюджетният дефицит на федералното правителство е показател за експанзионистична фискална политика, тъй като намаляването на федералния бюджетен баланс е резултат от комбинация между повишаване на федералните разходи и намаляване на федералните приходи (например от данъци и такси). Част от този дефицит се дължи на задействането на автоматични стабилизатори по време на икономически спад, но ако дефицитът е прекомерно висок може

---

<sup>17</sup> Данните са предоставени от Бюрото за икономически анализи на САЩ и са публично достъпни в базата данни FRED, която се поддържа и управлява от Федералната резервна банка на Сейнт Луис. Времевият ред е извлечен и обработен с помощта на библиотеката **fredr** в софтуерната среда за статистически анализ и графичен дизайн **R** (Boysel and Vaughan, 2021); (R Core Team 2022) Подробна информация за времевия ред е налична на <https://fred.stlouisfed.org/series/M318501A027NBEA>.

да заключим, че част от него е в резултат на дискреционна фискална политика. Реализирането на бюджетен дефицит на федералното правителство за определен период е измерител за потока от ликвидност, който тече от правителството към неправителствения сектор. Съпоставянето на този поток от ликвидност към brutния вътрешен продукт на САЩ за същия период ни позволява да сравним фискалната подкрепа за икономиката в САЩ с фискалната подкрепа в други, значително по-малки икономики. Използваните данни за brutния вътрешен продукт на САЩ са предоставени от Бюрото за икономически анализи на САЩ.<sup>18</sup>

### *Данни за фискалната политика в еврозоната*

За да бъде анализирана фискалната политика в еврозоната след глобалната финансова и икономическа криза от 2007 – 2008 г. и след пандемията от COVID-19, са използвани данни за дефицита/излишъка на правителствата в Европейския съюз, предоставени от системата ЕВРОСТАТ.<sup>19</sup> Основното допускане при използването на консолидирани данни за бюджетния дефицит или излишък на правителствата на страните членки на еврозоната за анализ на фискалната политика на еврозоната е, че общият бюджетен дефицит на всички страни членки е показател за експанзионистична фискална политика за еврозоната като цяло, тъй като намаляването на консолидирания бюджетен баланс на правителствата е резултат от комбинация между повишаване на държавните разходи и намаляване на държавните приходи (например от данъци и такси). Част от този дефицит се дължи на задействането на автоматични стабилизатори по време на икономически спад, но ако дефицитът е прекомерно висок може да заключим, че част от него е в резултат на дискреционна фискална политика. Реализирането на бюджетен дефицит на правителствата от еврозоната за определен период от време е измерител за потока от ликвидност, който тече от правителствата на еврозо-

---

<sup>18</sup> Данните са публично достъпни в базата данни FRED, която се поддържа и управлява от Федералната резервна банка на Сейнт Луис, и са извлечени и обработени с помощта на библиотеката **fredr** в софтуерната среда за статистически анализ и графичен дизайн **R** (Boysel and Vaughan, 2021); (R Core Team 2022). Подробна информация за времевия ред е налична на <https://fred.stlouisfed.org/series/NA000334Q>.

<sup>19</sup> Данните са за статистически сектор S13 (General government), а конкретният индикатор за бюджетният баланс от системата за национални сметки ESA 2010 е Net lending (+)/Net borrowing (-), като данните са представени като процент от БВП на съответната страна членка. Подробна информация за времевия ред е налична на [https://ec.europa.eu/eurostat/cache/metadata/en/gov\\_10dd\\_esms.htm](https://ec.europa.eu/eurostat/cache/metadata/en/gov_10dd_esms.htm), а самите данни са публично достъпни на [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/GOV\\_10DD\\_EDPT1\\_\\_custom.\\_2685491/default/table?lang=en](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/GOV_10DD_EDPT1__custom._2685491/default/table?lang=en). При изчисляването на показателя за еврозоната като цяло е отчетен фактът, че страните членки на еврозоната нарастват през анализирания от автора период.



ната към неправителствения сектор. Съпоставянето на този поток от ликвидност към brutния вътрешен продукт на еврозоната за същия период ни позволява да сравним фискалната подкрепа за икономиката на еврозоната с фискалната подкрепа в други, различни по размер икономики.

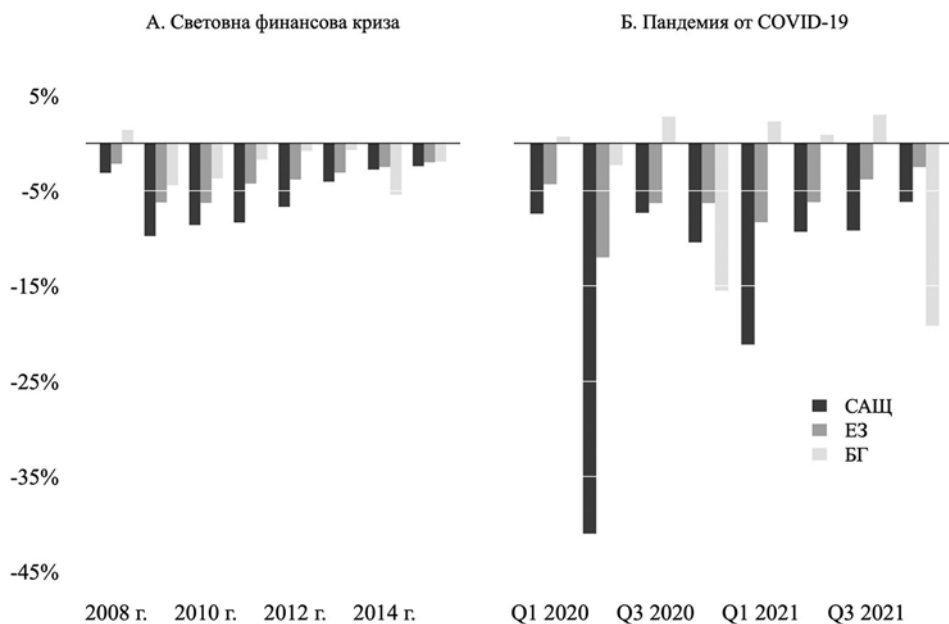
### *Данни за фискалната политика в България*

За да бъде анализирана фискалната политика на България след глобалната финансова и икономическа криза от 2007 – 2008 г. и след пандемията от COVID-19 са използвани данни за дефицита/излишъка на държавния сектор в България, предоставени от системата ЕВРОСТАТ.<sup>20</sup> Основното допускане при използването на консолидирани данни за бюджетния дефицит или излишък на правителството на България за анализ на фискалната политика на България е, че общият бюджетният дефицит на всички страни членки е показател за експанзионистична фискална политика за еврозоната като цяло, тъй като намаляването на консолидирания бюджетния баланс на правителствата е резултат от комбинация между повишаване на държавните разходи и намаляване на държавните приходи (например от данъци и такси). Част от този дефицит се дължи на задействането на автоматични стабилизатори по време на икономически спад, но ако дефицитът е прекомерно висок може да заключим, че част от него е в резултат на дискреционна фискална политика. Реализирането на бюджетен дефицит на държавния сектор на България за определен период от време е измерител за потока от ликвидност, който тече от правителството на България към неправителствения сектор. Съпоставянето на този поток от ликвидност към brutния вътрешен продукт на България за същия период ни позволява да сравним фискалната подкрепа за икономиката на България с фискалната подкрепа в други, различни по размер икономики.

Фиг. 3 показва фискалната подкрепа, изразена чрез бюджетния баланс, на България, еврозоната и САЩ по време на световната финансова и икономическа криза и по време на пандемията от COVID-19.

---

<sup>20</sup> Данните са за статистически сектор S13 (General government), а конкретният индикатор за бюджетният баланс от системата за национални сметки ESA 2010 е Net lending (+)/Net borrowing (-), като данните са представени като процент от БВП на съответната страна членка. Подробна информация за времевия ред е налична на [https://ec.europa.eu/eurostat/cache/metadata/en/gov\\_10dd\\_esms.htm](https://ec.europa.eu/eurostat/cache/metadata/en/gov_10dd_esms.htm), а самите данни са публично достъпни на [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/GOV\\_10DD\\_EDPT1\\_\\_custom\\_2685491/default/table?lang=en](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/GOV_10DD_EDPT1__custom_2685491/default/table?lang=en).



**Фиг. 3.** Фискална подкрепа след двата макроикономически шока

*Забележка:* Данните са представени като бюджетният баланс на правителствата на трите икономики, включени в настоящето изследване е изразен като процент от БВП на съответната икономика. На графиките Съединените американски щати са обозначени като САЩ, еврозоната е обозначена като ЕЗ, а България е обозначена като БГ. Данните в панел А са представени на годишна база, а данните в панел Б са представени на тримесечна база.

### **Световна финансова криза**

Панел А на фиг. 3 показва динамиката на консолидираните бюджетни баланси на правителствата, включени в изследването за периода от 2008 г., когато S&P 500 достига своя предкризисен максимум, до 2015 г. Прегледът на фиг. 3 показва, че почти през целия разглеждан период федералното правителство на САЩ, страната емитент на водещата резервна валута в света, реализира по-висок дефицит, отколкото са дефицитите на страните членки на еврозоната, политико-икономическият съюз, който емитира втората по популярност резервна валута в света. Табл. 3 показва, че средният дефицит на федералното правителство на САЩ за периода е 5.7% от БВП, което е с 1.9 процентни пункта годишно повече от средния дефицит за периода на правителствата на еврозоната и с 3.6 процентни пункта годишно повече от средния дефицит за периода на правителството на България. Сравнението с данните в табл. 1 за нарастването на баланса на централните банки по време на същия период навежда на извода, че САЩ материализират ползите от

това, че са емитент на водещата резервна валута в света и успяват да получат финансиране за относително по-голям дял от бюджетния си дефицит от източници, различни от централната банка (най-вероятно чуждестранни за САЩ институционални инвеститори, които купуват американски държавни ценни книжа, за да повишат количеството на своите международни валутни резерви, деноминирани в долари). Фиг. 3 показва и, че САЩ са най-агресивни във фискалната подкрепа за своята икономика през 2009 г., когато влиза в сила „Закон за американското възстановяване и данъците върху реинвестициите от 2009 г.“ (Auerbach and Gale, 2009). Според табл. 3 бюджетният дефицит на федералното правителство на САЩ достига 9.8% от БВП за 2009 г. и е с 3.5 процентни пункта по-висок от същия показател за еврозоната за 2009 г. Може да направим извода, че фискалното пространство на САЩ, донякъде резултат от способността на федералното правителство да взема пари назаем от световните финансови пазари в местната си валута, им позволява да адресират цикъла с негативна обратна връзка, произтичащ от световната финансова и икономическа криза, относително рано и по-агресивно отколкото правителствата на България и страните членки на еврозоната като цяло.

### ***Пандемия от COVID-19***

Панел Б на фиг. 3 показва динамиката на консолидираните бюджетни баланси на правителствата, включени в изследването за периода от началото на 2020 г., когато S&P 500 достига своя предпандемичен максимум, до края на 2021 г. Дължината на разглеждания период е определена от наличието на данни към момента на изготвяне на това изследване и е значително по-кратка от дължината на периода за възстановяването от световната финансова криза – 2 години спрямо 8 години. Тъй като по време на пандемията от COVID-19 и спадът на борсовите индекси, и реакцията на правителствата и централните банки се случват много по-бързо, данните в този панел са представени по тримесечия, а не по години. Представянето на данните по тримесечия показва по-голяма волатилност в разглежданите променливи, но и позволява да се навлезе в по-големи детайли при анализа на фискалната политика.

**Таблица 3.** Дескриптивен анализ на фискалната подкрепа

	Минимална стойност (%)	Средна стойност (%)
<i>Финансова криза</i>		
САЩ	-9.8	-5.7
Еврозона	-6.3	-3.8
България	-5.4	-2.1
<i>Пандемия</i>		
САЩ	-41.0	-14.0
Еврозона	-12.0	-6.2
България	-19.0	-3.4

*Забележка:* Данните за консолидирания бюджетен баланс на правителствата, включени в изследванията, са представени в таблицата като процент от brutния вътрешен продукт на съответната икономика.

Прегледът на фиг. 3 показва, че подобно на периода на възстановяване след световната финансова и икономическа криза, бюджетният дефицит на федералното правителство на САЩ, страната емитент на водещата резервна валута в света, е най-висок като процент от БВП почти през целия разглеждан период. От табл. 3 се вижда, че средната стойност на този показател е 14% от БВП на тримесечие за САЩ – с цели 7,8 процентни пункта повече от средната стойност за еврозоната и с 11,6 процентни пункта повече от средната стойност за България. Сравнението с данните в табл. 1 за нарастването на баланса на централните банки по време на същия период навежда на извода, че САЩ отново материализират ползите от това, че са емитент на водещата резервна валута в света и успяват да получат финансиране за относително по-голям дял от бюджетния си дефицит от източници, различни от централната банка (най-вероятно чуждестранни за САЩ институционални инвеститори, които купуват американски държавни ценни книжа, за да повишат количеството на своите международни валутни резерви, деноминирани в щатски долари). Фиг. 3 показва и, че САЩ и еврозоната са най-агресивни във фискалната подкрепа за своите икономики през второто тримесечие на 2020 г., но федералното правителство на САЩ си позволява много по-агресивен отговор, отколкото правителствата на еврозоната като цяло. Според табл. 3 бюджетният дефицит на федералното правителство на САЩ достига изумителните 41% от БВП през четвъртото тримесечие на 2020 г.

и е с 29 процентни пункта по-висок от консолидирания бюджетен дефицит на правителствата от еврозоната за същото тримесечие. Може да направим извода, че фискалното пространство на САЩ, донякъде резултат от способността на федералното правителство да взема пари назаем от световните финансови пазари в местната си валута, им позволява да адресират цикъла с негативна обратна връзка, произтичащ от пандемията от COVID-19 относително рано и по-агресивно, отколкото правителствата на България и страните членки на еврозоната като цяло. Може да изкажем хипотезата, че в съгласие с теоретичния модел във втори раздел, във федералното правителство на САЩ са преценили, че трябва да действат агресивно в началото на цикъла с негативно обратна връзка, за да избегнат ускоряване на спадовете във финансовите пазари и да обърнат тренда в по-ранен етап. Важно е да се отбележи, че само правителство, което емитира световна резервна валута може да си позволи толкова голям бюджетен дефицит спрямо големината на икономиката си, без да си притеснява от негативните последици, произтичащи от финансирането на този дефицит от световните пазари или чрез изкупуване на държавни ценни книжа от централната банка.

Друго интересно наблюдение от фиг. 3 и табл. 3 е, че динамиката на бюджетния баланс през разглеждания период изглежда се определя от ежегодния бюджетен процес на правителството, а не от желание икономиката и финансовите пазари да се стимулират още в самото начало на цикъла с негативна обратна връзка чрез фискална политика – консолидираният дефицит на българското правителство е най-висок през четвъртите тримесечие на 2020 г. и 2021 г., когато правителството на България традиционно използва средства от натрупания през останалата част от годината фискален излишък, за да се заплати с получателите на бюджетни средства за направени разходи, които не са били предварително предвидени в закона за държавния бюджет. Интересен факт от фиг. 3 и табл. 3 е, че най-високата стойност на бюджетния дефицит в България е през четвъртото тримесечие на 2021 г. (19% от БВП за тримесечието), което е изоставане с почти две години от пика на фискалното стимулиране в САЩ и еврозоната, и изглежда много повече продиктувано от политическата турбуленция през 2021 г. отколкото от желание да се минимизират още в зародиш негативните ефекти от COVID-19 върху икономиката и финансовата система. Също така през разглеждания период средната стойност на консолидирания бюджетен дефицит на правителството на България е 3,4% от БВП – значително по-малко спрямо стойността на този показател в еврозоната и САЩ. Бихме могли да заключим, че сходното по сила (макар и по-бавно) възстановяване на българския фондов пазар спрямо възстановяването на фондовия пазар в еврозоната се дължи не на дискреционна фискална политика за стимулиране на съвкупното търсене в България, а на повишената интеграция на България

с Европейския съюз, позволяваща трансмисия на позитивните ефекти от стимулирането на съвкупното търсене с дискреционна фискална политика на Европейския съюз и еврозоната.

\* \* \*

На базата на настоящото изследване може да направим няколко основни извода. Първо, емпиричните данни за САЩ, еврозоната и България от два „естествени експеримента“ подкрепят хипотезата, инспирирана от работата на Canzoneri et al. (2013), че по-високият дял на валутата на дадена страна в световната търговия влияе положително на способността на страната емитент на резервната валута да реагира асиметрично на ефектите от негативни макроикономически шокове върху цените на финансовите активи. Второ, ако цените на акциите на публичните дружества се определят от поведението на хетерогенни групи от инвеститори и само част от тях търгуват на базата на (прогнозна) информация от финансовите отчети, негативните макроикономически шокове могат да причинят цикъл с негативна обратна връзка, който да доведе до финансова паника и вълна от фалити, ако държавата не се намеси в началото на процеса с агресивна парична и/или фискална политика, за да обърне тенденцията преди спадът да се е задълбочил и очакванията за бъдещето да са се влошили допълнително. Трето, емпиричните данни от два „естествени експеримента“ потвърждават хипотезата, че по-високият дял на националната валута действително осигурява фискално пространство за по-бързи и агресивни реакции към негативни макроикономически шокове на САЩ, държавата емитент на водещата резервна валута в света, допринасяйки за по-бързото и силно възстановяване на водещия пазарен индекс спрямо възстановяването на пазарните индекси на икономики, чиито валути не са толкова широко използвани в световната търговия. Четвърто, с напредването на интеграцията на българската икономика към икономиката на Европейския съюз и предвид режима на паричен съвет с национална валута, обвързана към еврото, възстановяването на българския финансов пазар от световни макроикономически шокове корелира все по-силно с възстановяването на финансовите пазари на еврозоната и е все по-зависимо не от макроикономическите политики на българското правителство, а от макроикономическите политики на Европейската централна банка и на правителствата на страните членки на еврозоната.

Можем да изкажем хипотезата, че предвид статуса на еврото, като втората по популярност резервна валута в света, са налични теоретични и емпирични доказателства в подкрепа на аргумента, че присъединяването към еврозоната би трябвало не само да даде възможност на България да участва в разпределянето на ползите от сенъоража и да повиши дългосрочния икономически растеж, но и поради допълнително повишената интеграция на

българската и европейската финансова система, да направи пазара на акции в България по-устойчив на макроикономически шокове. От тази гледна точка присъединяването на България към еврозоната би донесло двустранни ползи по отношение на устойчивостта на фондовите борси в България и в еврозоната към макроикономически шокове. Ползите за страните членки на еврозоната от приемането на България се дължат на факта, че при равни други условия, колкото по-голяма е дадена икономика, толкова по-търсена на световните пазари е нейната валута, а статусът на валутата пък дава повече свобода и повишава ефективността при прилагането на фискални и парични политики за овладяването на последствията върху финансовата система от екстремни макроикономически шокове.

Ограничение на настоящото изследване е, че разликите в скоростта и силата на възстановяване на SOFIX, EURO STOXX 50 и S&P 500 от макроикономическите шокове през двата разглеждани периода от началото на пандемията вероятно могат да бъдат допълнително обяснени чрез изследвания на разликите в рентабилността, качеството и перспективите на компаниите, включени в използваните индекси, разпределението на компаниите в индексите по сектори, и регулаторни и институционални фактори, които влияят върху динамиката на разглежданите фондови пазари.

## Литература

- Abarbanell, J. and Bernard, V. (2000) „Is the U.S. Stock Market Myopic?“ – *Journal of Accounting Research* 38 (2): 221 – 242. <http://www.jstor.org/stable/2672932>.
- Auerbach, A. and Gale, W. (2009) „Activist Fiscal Policy to Stabilize Economic Activity.“ Working Paper 15407. Working Paper Series. National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w15407>.
- Baqae, David, and Farhi, E. (2022) „Supply and Demand in Disaggregated Keynesian Economies with an Application to the COVID-19 Crisis.“ – *American Economic Review* 112 (5): 1397 – 1436. <https://doi.org/10.1257/aer.20201229>.
- Black, Fischer (1986) „Noise.“ – *The Journal of Finance* 41 (3): 528 – 543. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1986.tb04513.x>.
- Boysel, Sam, and Vaughan, D. (2021) Fredr: An R Client for the 'FRED' API. <https://CRAN.R-project.org/package=fredr>.
- Boz, E., Casas, C., Georgiadis, G., Gopinath, G., Le Mezo, H., Mehl, A., and Nguyen, T. (2022) „Patterns of Invoicing Currency in Global Trade: New Evidence.“ – *Journal of International Economics*, 103604. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2022.103604>.
- Brunnermeier, M. (2009) „Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008.“ – *Journal of Economic Perspectives* 23: 77 – 100.
- Burdekin, R. and Harrison, S. (2021) „Relative Stock Market Performance During the Coronavirus Pandemic: Virus Vs. Policy Effects in 80 Countries.“ – *Journal of Risk and Financial Management* 14 (4): 1–18. <https://ideas.repec.org/a/gam/jjrfmx/v14y2021i4p177-d534337.html>.
- Canzoneri, M., Cumby, R., Diba, B. and López-Salido, D. (2013) „Key Currency Status: An Exorbitant Privilege and an Extraordinary Risk.“ – *Journal of International Money and Finance* 37: 371 – 393. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2013.06.006>.

- Dornbusch, R. (2001) „Fewer Monies, Better Monies.“ – *The American Economic Review* 91 (2): 238 – 242. <http://www.jstor.org/stable/2677766>.
- Frankel, R. and Lee, C. (1998) „Accounting Valuation, Market Expectation, and Cross-Sectional Stock Returns.“ – *Journal of Accounting and Economics* 25 (3): 283 – 319. <https://EconPapers.repec.org/RePEc:eee:jaecon:v:25:y:1998:i:3:p:283-319>.
- Hale, T., Angrist, N., Goldszmidt, R., Kira, B., Petherick, A., Phillips, T., Webster, S. (2021) „A Global Panel Database of Pandemic Policies (Oxford COVID-19 Government Response Tracker).“ – *Nature Human Behaviour* 5 (4): 529 – 38.
- Narasimhan, J. and Sheridan, T. (1993) „Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency.“ – *The Journal of Finance* 48 (1): 65 – 91. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04702.x>.
- Mizen, P. (2008) „The credit crunch of 2007 – 2008: a discussion of the background, market reactions, and policy responses.“ – *Review* 90 (Sep): 531 – 568. <https://research.stlouisfed.org/publications/review/2008/09/01/the-credit-crunch-of-2007-2008-a-discussion-of-the-background-market-reactions-and-policy-responses/>.
- Nedev, B. (2021) „Cultural Specifics and the Momentum Effect on the Bulgarian Stock Exchange.“ – *Journal of Business Accounting and Finance Perspectives* 3 (1): 0 – 0. <https://doi.org/10.35995/jbafp3010005>.
- Ohlson, J. (1995) „Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation\*.“ – *Contemporary Accounting Research* 11 (2): 661 – 687. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>.
- Perlin, M. (2022) BatchGetSymbols: Downloads and Organizes Financial Data for Multiple Tickers. <https://CRAN.R-project.org/package=BatchGetSymbols>.
- R Core Team (2022) *R: A Language and Environment for Statistical Computing*. Vienna, Austria: R Foundation for Statistical Computing. <https://www.R-project.org/>.
- Shiller, R. (1981) „Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?“ – *The American Economic Review* 71 (3): 421 – 436. <http://www.jstor.org/stable/1802789>.
- Shleifer, A. and Vishny, R.. (1997) „The Limits of Arbitrage.“ – *The Journal of Finance* 52 (1): 35 – 55. <http://www.jstor.org/stable/2329555>.
- Williams, J. (1938) *The Theory of Investment Value*. Investment Value. Harvard University Press. <https://books.google.bg/books?id=cIhCAAAAIAAJ>.





## **Трети раздел**

# **Секторни анализи на ефектите от присъединяване към еврозоната**



## Тринадесета глава

### Състояние и устойчивост на банковата система

Доц. д-р Калоян Ганев

*e-mail: k\_ganev@feb.uni-sofia.bg*

#### Ролята на банките за бизнес цикъла

Банките са исторически най-старите, най-големите и най-важните компоненти на финансовата система на всяка икономика. Много често това разбиране на обществото води и до поставяне на равенство между финансова и банкова система, въпреки че очевидно са налице и други видове финансови посредници. Ролята на банките за дългосрочния икономически растеж на държавите е изключително важна. Без преувеличение може да се твърди, че колкото по-развита е банковата, а оттам и финансовата система на дадена държава като цяло, толкова по-напреднала е и самата държава в икономическо отношение. Причинно-следствената връзка често не е еднопосочна, като в общия случай тя може да се наблюдава и в двете посоки.<sup>1</sup>

Освен че развитието на финансовата система е определящо за дългосрочната икономическа динамика, то играе ролята на ключов фактор и в краткосрочна перспектива, т.е. за динамиката на бизнес цикъла. Особена роля има кредитната активност на банките – факт, който е отбелязан изрично в множество теории за бизнес цикъла, някои от които възникнали още преди повече от столетие.<sup>2</sup> Тази роля става все по-осезаема и силна след Втората световна война. Както е отбелязвано в Jordà et al. (2016, p. 213),

„...Съотношението между агрегирания кредит за частния сектор и дохода в развитите икономики е нараснало силно до безпрецедентни равнища през втората половина на двадесети век. [...] ...ключовите развития в бизнес цикъла са все по-силно корелирани с финансови променливи...“

---

<sup>1</sup> За обобщения по темата за връзката между развитието на финансовата система и икономическия растеж вж. например Levine (1997).

<sup>2</sup> За подробен обзор на теориите за бизнес цикъла, съществували към края 30-те години на XX в., вж. например Schumpeter (1964[1939]). За аналогичен, но съвременен преглед, вж. също така Ганев (2015).

Динамиката на кредита се свързва по-конкретно и с някои специфични характеристики на бизнес цикъла, а именно неговата асиметричност. Последната се изразява в рецесии, чиято продължителност е значително по-кратка, но и чиято сила и отклонение от траекторията на дългосрочен растеж са същевременно значително по-големи в сравнение с тези, наблюдавани по отношение на фазите на експанзия. Kocherlakota (2000) отдава тази асиметричност на наличието на кредитни ограничения. Ограниченията играят ролята на механизъм на разпространение ("*propagation*") на цикличността при появата на значителни шокове в икономическата среда. На база на анализа на данни за италианската икономика за периода 1861 – 2013 г., Bartoletto et al. (2019) заключават, че тези рецесии, които са причинени от рязко свиване на кредитната активност и сътресения във финансовата система, са значително по-остри отколкото икономически спадове, причинени от други фактори. Също за много дълъг период (1870 – 2008 г.), Jordà et al. (2010) потвърждават това наблюдение относно характера на рецесиите, но за група от 14 икономически развити държави. Според авторите кредитният растеж е факторът, водещ до финансова нестабилност, а оттам и до спадове в икономическата активност. В статията е установена и силна корелация на кредитните експанзии с неравновесия по текущата сметка на платежния баланс, т.е. външните дисбаланси също играят роля, макар и по-второстепенна, при възникването на икономически кризи. Не са принципно по-различни и изводите, направени в Boissay et al. (2013) – банковите кризи се причиняват от бум в кредитирането, а те от своя страна водят до нетипично дълбоки и остри рецесии.

Списъкът с подобни научни свидетелства може лесно да бъде разширен. Дори и ограниченият кръг от цитирани изследвания обаче достатъчно ясно показва, че със своите действия финансовите посредници, в частност банките, могат да предизвикат явления, които означават загуба на производство, заетост, доходи и благосъстояние за обществата. Тези действия най-общо могат да се свържат с неустойчиво управление на тяхната дейност, отнасящо се до прекомерно кредитиране, лошо управление на кредитния риск, крехка ликвидност, свръхливъридж и т.н.

Последната голяма световна икономическа и финансова криза, позната като Великата рецесия (официално датирана за периода 2007 – 2009 г., но със сериозни последици и до настоящето) е най-яркият пример от съвременното за сериозни сътресения на реалната икономика, предизвикани от натрупани проблеми във финансовия сектор. Дълговата кризата на еврото, която последва в Европейския съюз, е пряко свързана не само с рецесионната динамика на макроикономическите показатели, но и със състоянието на балансите на банките на държавите членки.

Въведеният по спешност Европейски банков съюз имаше задачата да адресира именно начина на управление на финансовите институции (и по-специално банките), като повиши тяхната средносрочна и дългосрочна устойчивост посредством унифицирани по-строги надзорни мерки.

Понеже в литературата и практиката понятието „устойчивост“ често се използва без допълнителни пояснения, което оставя читателите в известно неведение какво точно се има предвид, в следващата секция е направен кратък обзор на релевантните дефиниции.

## Устойчивост: дефиниции и смисъл

Терминът „устойчивост“ в българския език може да има различно значение в различен контекст. Тези несъответствия обикновено произтичат от факта, че различни понятия на чужд език имат един и същ еквивалент в българския.<sup>3</sup> Например в екологията и теорията на икономическото развитие терминът е в превод от английската дума *sustainability*. Значението му се свързва с възможността да се поддържа дадена характеристика на средата (най-често обществени или природни ресурси), когато върху нея се оказва определено човешко въздействие, свеждащо се както до производствени дейности, така и до действия на потребители. Понеже опазването на околната среда се е превърнало в много популярна тема през последните десетилетия, често се наблюдава склонност значението на думата да се прехвърля механично и върху различен контекст, в т.ч. и върху финансовата система. Понятието, което е релевантно в случая, обаче има по-различно съдържание, което има връзка с английския термин *resilience*. То се свързва най-общо със способността на система или неин отделен елемент да проявява в определен смисъл еластичност/гъвкавост. С други думи, това означава при наличие на негативно влияние от средата<sup>4</sup> системата (или нейни отделни елементи) да показва способност да се възстанови от понесените поражения сравнително бързо, със собствени сили или с минимална външна помощ, като междувременно не прекратява изпълнението на своите функции.

В случая на финансовата система бързината на възстановяване е от ключово значение. Неспособността на отделна банка или на (части от) системата да извършва дейността си по предоставяне на съответните услуги на обществото дори за няколко дни може да предизвика негативни процеси, касаещи много други обществени системи и икономиката като цяло.

---

<sup>3</sup> Явлението е често срещано в българската научна литература, в т.ч. икономическата, статистическата и пр.

<sup>4</sup> Имат се предвид шокове в икономическия контекст.

В свой документ Базелският комитет за банков надзор неявно дефинира устойчивостта на банковия сектор чрез високи стойности на капиталовата адекватност и ликвидност, като заявява в този контекст следната цел (Basel Committee on Banking Supervision, 2009, p. 1):

„...да се подобри способността на банковия сектор да абсорбира шокове, произтичащи от финансов и икономически стрес, без значение на източника, като по този начин се намали рискът от пренасяне на ефектите от финансовия сектор към реалната икономика...“

Устойчивостта на банковата система има две измерения. От една страна, тя е свързана с това колко устойчива на шокове е всяка отделна банка. В това отношение изискванията за капиталова адекватност и ликвидност в голяма степен носят необходимите гаранции. От друга страна, тя касае характеристиките на системата в нейната цялост. По-конкретно, важно е да се знае доколко всички банки, взети в съвкупност, с параметрите и поведението си формират рискове от появата на напрежения, които могат да произведат кризисни ситуации. От тези две измерения произтичат на практика и изискванията и препоръките съответно за т.нар. микропруденциален и макропруденциален надзор.<sup>5</sup>

Когато става въпрос за шокове в контекста на банковата система, то те не бива да се разглеждат единствено като външни за нея явления. Шоковете могат да бъдат породени както от неблагоприятно управление на отделна банка, така и вследствие на реализация на рисковете, споменати във връзка с поведението на системата като цяло. Ето защо оценката за устойчивост следва да отчита и склонността на банковата система или на нейни обособени части да произвеждат ендеогенни шокове.

Естествено силата на влиянието на шоковете – независимо от това дали те са екзогенни или ендеогенни за системата – се определя от множество нейни характеристики, сборът от които дефинира и механизма на разпространение. Аналогията с импулсите и механизмите на разпространение при бизнес цикъла е както очевидна, така и неслучайна. Състоянието на характеристиките на банковата система по подразбиране е силно корелирано с фазата на бизнес цикъла. По-конкретно, в периоди на подем то предполага по-слаба уязвимост спрямо рисковете и шоковете, отколкото по време на икономически спад. Това е така, тъй като в периоди на експанзия общото състояние на средата дава възможности за относително лесно компенсиране на слабостите (а също и до тяхното прикриване). По време на рецесия същата среда не само, че прави проблемите много по-видими, но и допъл-

---

<sup>5</sup> Ibid., p. 2.

нително допринася за тяхното утежняване. Ето защо част от сравнително новите изисквания на надзорните органи към банките – отново с цел повишаване на тяхната устойчивост – представлява въвеждане на мерки, насочени към намаляване на т.нар. процикличност в техните баланси, съответно създаване на антициклични буфери.<sup>6</sup>

Процикличността се изразява и в склонността на системата като цяло да усилва ефектите от шоковете. Например, когато икономиката е в експанзия, поведението на съвкупността от банки (наред с другите финансови институции<sup>7</sup>) способства за това експанзията да прерасне в бум, т.е. в прегряване на икономиката. Съответно, по време на рецесия тази склонност води до задълбочаване на рецесийните ефекти – както на микроикономическо, така и на макроикономическо ниво. Като се има предвид вече спомената двустранна причинност между финансовата система и съвкупната икономика, различните общоикономически ефекти, наблюдавани в зависимост от отделните фази на цикъла, водят след себе си до възпроизвеждане им по обратен път и по аналогия в балансите на банките и на системата като цяло. Проявява се именно онази склонност финансовият и реалният сектор да се задвижват един друг. Ето защо, подобно на целта на фискалните и паричните политики да се изглади амплитудата на бизнес цикъла, за да се намали загубата на благосъстояние, този комплекс от мерки на надзорната политика има за цел да изглади колебанията в балансите на банките, за да минимизира техните загуби, а оттам и тези на техните акционери, кредитори и клиенти. Нещо повече – в системен план тази политика е насочена към съхраняване на системата като цяло не само краткосрочно, но и в подългосрочен аспект.

Някои изследователски организации отиват още по-далеч, когато става въпрос за дефинирането на устойчивостта на банковата система. New Economics Foundation (2015) например разглежда финансовите системи от гледна точка на теорията за сложните системи.<sup>8</sup> Въпреки че такъв подход е доста нов като приложение в областта на икономиката и финансите, в негова подкрепа са налице силни аргументи. Преди всичко, от една страна, неговите предимства се свързват със стремежа да се избягва т.нар. редуц-

---

<sup>6</sup> Ibid., p. 7.

<sup>7</sup> Често банките са пряко свързани с други видове финансови институции – например когато са собственост на едни и същи лица, когато те самите са собственици на тези финансови институции и пр.

<sup>8</sup> Според една от многото налични дефиниции теорията представлява „... интердисциплинарна научна област, която се стреми да обясни как голям брой сравнително прости съставни части се организират, без необходимост от какъвто и да е централен администратор, в колективно цяло, което създава модели, използва информация, а в някои случаи еволюира и се учи...“ (Mitchell, 2009, p. 4).



ционизъм (т.е. пренебрегване на характеристики на явленията и процесите, които се считат за маловажни, и фокусиране само върху „важните“ такива). От друга страна, те се свеждат до общата насоченост да се търсят начини за описание, моделиране и управление – доколкото е възможно – на цялата съвкупност от идентифицирани взаимовръзки, взаимодействия, зависимости, йерархичност и пр. На база на извършения анализ с помощта на тази теория в цитирания доклад са идентифицирани следните фактори, които оказват влияние върху устойчивостта на системата:<sup>9</sup>

- Разнообразие – т.е. ориентация на различните типове институции към различни ниши на пазара, с което се диверсифицират както рисковете, така и реакциите при шокове;
- Взаимосвързаност – т.е. начините на взаимодействие между отделните елементи на системата, с което се определя и механизмът на разпространение на ефектите от шокове;
- Големина на системата – по-голяма система се свързва с по-големи рискове за икономиката и обратно;
- Състав на активите – най-вече дали балансите на институциите съдържат активи с проциклично поведение;
- Състав на пасивите – дали те са краткосрочни или дългосрочни, дали представляват междубанкови заеми или депозити на клиенти и т.н.;
- Сложност и прозрачност – сложността на системата се свързва с характера на активите и пасивите, като по-сложни такива (например вследствие на секюритизация) обикновено предполагат по-голяма непрозрачност, а оттам и с възможност за погрешно определяне на техните цени; крайният ефект е изкривяване на пазарите;
- Ливъридж – стандартното съотношение между общата сума на пасивите/активите и собствения капитал.

Списъкът от фактори, макар и кратък, добре илюстрира общата идея за анализ на сложна система. Първо, всеки един от факторите може да се анализира за отделен елемент на системата.<sup>10</sup> Това не води до смислово противоречие, тъй като всяка банкова институция сама по себе си може да се разглежда като (сложна) система. Резултатът от такъв тип анализ, съчетан с резултатите от анализа по всички останали фактори, може да помогне да се установи дали разглежданият елемент е устойчив. На база на този анализ може да се прецени дали съответната финансова институция се ха-

<sup>9</sup> New Economics Foundation, *op. cit.*, p. 3.

<sup>10</sup> Може би единствено по отношение на фактора „големина на системата“ това не е съвсем очевидно. Ако обаче се вземе предвид в съвкупност големината на банковата система и делът на конкретната банка в нея, то тогава анализът може да продължи по вече дефинираната логика.

рактеризира с прекомерни рискове, а оттам дали е потенциален генератор на шокове, застрашаващи стабилността на системата. Второ, анализът на факторите може да се приложи към агрегирани измерители за всеки един от тях.<sup>11</sup> Резултатите от анализа, от една страна, биха показали релевантните свойства на системата като цяло – нейните състояние, поведение и склонност да генерира шокове в съвкупност. Тъй като последното не следва непременно от свойствата на нейните съставни части, разгледани поотделно, то тези резултати, съчетани с резултатите за отделните банки могат да дадат много по-завършена картина на устойчивостта на системата.

## **Устойчива ли е българската банкова система?**

Съвременният вид на българската банкова система е резултат от исторически процеси, протекли през последните едва около три десетилетия. Макар че периодът е относително кратък, еволюцията е забележителна. До 1989 г., независимо от плахите реформи от началото на 80-те години на XX в., насочени към децентрализация, тя практически продължаваше да функционира като едностепенна (монолитна).<sup>12</sup> Обяснението се корени във факта, че цялата банкова система беше собственост на държавата, а правителството имаше пълен контрол върху нейното функциониране. Превръщането на клоновете на БНБ в търговски банки през 1989 г. създаде двустепенна система, а приемането на Закона за БНБ през 1991 г. и на Закона за банките и кредитното дело през 1992 г. формализира автономията на търговските банки. Освен банките, които бяха държавна собственост, на пазара навлязоха и някои чужди финансови институции. Като цяло обаче банковата система в този период се характеризираше като регионално фрагментирана. Много от банките продължаваха да бъдат ориентирани към обслужването на тесен кръг клиенти, а капитализацията им бе лоша.<sup>13</sup> Регулаторната рамка беше слабо развита, а освен това се наблюдаваха значителни трудности при привеждането ѝ в действие – още повече, като се има предвид, че правителството се намесваше пряко в работата на централната банка. Липсата на структурни реформи в българската икономика през пери-

---

<sup>11</sup> Разделението на анализа на ниво отделна съставна част от системата и на ниво система в нейната цялост е очевидно аналогично на разделението между микроикономически и макроикономически анализ.

<sup>12</sup> Вж. Bulgarian National Bank (1995, p. 6). Банковата система към този момент се състоеше от БНБ, ДСК и БВТБ. Последните две не функционираха като класически търговски банки, обслужващи населението и предприятията. Създаването на Минералбанк през 1981 г., а по-късно през 1987 г. и на т.нар. секторни банки не промени принципно нейния характер.

<sup>13</sup> Ibid. Вж. също и Miller and Petranov (1996, ch. 2).

ода 1991 – 1996 г., съчетана с политика на „меки“ бюджетни ограничения в държавните предприятия<sup>14</sup> и с описаните слабости на банковия сектор предизвика и голямата икономическа и финансова криза от края на 1996 и началото на 1997 г. Съответно, това доведе и до замяната на функциите на класическа централна банка на БНБ със система на паричен съвет през лятото на 1997 г.<sup>15</sup>

Промените в начина на работа на централната бяха формализирани с приемане на нов Закон за БНБ. През 1997 г. беше приет и нов Закон за банките,<sup>16</sup> а през 1999 г. и Закон за гарантиране на депозитите. Започната беше и приватизация на банките – държавна собственост,<sup>17</sup> като понастоящем единствено Българската банка за развитие е държавна. Извършиха се сериозни промени и в подзаконовата рамка, като бяха приети редица нови наредби на БНБ, регулиращи банковата дейност. В частност беше укрепена значително рамката на банковия надзор. Всички тези промени, съчетани с провеждането на значителни икономически реформи (в т.ч. приватизация, особено в първите години след въвеждането на паричния съвет) и благоприятното макроикономическо развитие на страната доведоха до силно развитие и на финансовото посредничество. Може да се каже, че понастоящем банковата система на България съответства в голяма степен на представата за съвременна банкова система – нещо, което не можеше да се твърди практически до началото на настоящия век. Именно тук възниква въпросът дали постигнатото състояние позволява системата да изпълнява без съществени сътресения своите функции и в следващите години.

От гледна точка на критерия за устойчивост, отнасящ се до разнообразието, българската банкова система не се вписва в него, поне на концептуално ниво. Българските банки са от типа универсални банкови институции, които извършват много широк кръг услуги. Законодателството на страната не позволява функционирането на специализирани институции от вида на например инвестиционните банки, кредитните съюзи, спестовните асоциации и пр., които се наблюдават в банковите системи на други държави. Не се наблюдава и съществено пазарно присъствие на паралелни структури от типа на т.нар. сенчести банки,<sup>18</sup> които да представляват реална конкуренция за стандартните лицензирани банкови институции. Тази характеристика означава, че при равни други условия, при появата на шок, всички

---

<sup>14</sup> Делът на публичния сектор в икономиката през този период бе силно преобладаващ.

<sup>15</sup> За повече подробности относно причините за кризата и нейното развитие, вж. например Baluzov (1999).

<sup>16</sup> През 2006 г. този закон беше отменен с приемането на Закон за кредитните институции (обн. ДВ, бр. 59 от 21 юли 2006 г., в сила от деня на влизане в сила на Договора за присъединяване на Република България към Европейския съюз).

<sup>17</sup> За повече подробности, вж. например Miller and Petranov (2001, ch. 2).

<sup>18</sup> От англ. shadow banking.

елементи на системата се очаква да реагират по сходен начин. В този смисъл не съществуват части от банковата система, които поради характера на дейността си биха останали относително резистентни към проявлението на ефектите от тези шокове. Разбира се, оценката на устойчивостта, от една страна, не може да се основава единствено на този критерий, а на цялата съвкупност от такива. Такова твърдение е пряко свързано и с факта, че допускането „при равни други условия“ по правило е невалидно. Това означава, че както в сравнителен аспект (т.е. когато се прави съпоставка с други банкови системи), така и в абсолютен смисъл, оценката за устойчивостта трябва да отчете изрично националните специфики, съотнесени към целия набор от показатели за устойчивост.

Оценката на устойчивостта по критерия за свързаност е трудна, тъй като публично достъпните данни не разкриват достатъчно детайли за отношенията между банките в България на микро ниво. В частност, на база на тази информация не може да се определи с кои и колко други банки има връзки всяка отделна банка, колко са силни тези връзки (на база на кредитните взаимоотношения с тях), как са структурирани (например, дали задълженията са краткосрочни или по-дългосрочни, какви инструменти са използвани) и т.н. Все пак могат да бъдат направени някои наблюдения в тази посока. Едно от тях е свързано с размера на междубанковото кредитиране. По данни от паричната статистика на БНБ, делът на вземанията от финансови предприятия в активите на банките през 2020 – 2021 г. е около 5%, като този на кредитите е около 4%. Въпреки че част от вземанията или кредитите е възможно да са към небанкови финансови институции, може да се приеме, че в случай на системен стрес приблизително това е размерът на средствата, който може да се окаже изискуем предсрочно от кредитиращите институции. Съответно това са и средствата, които институциите длъжници трябва спешно да осигурят и върнат. Процентът е привидно малък, но на практика е далеч от пренебрежим и като се има предвид, че е свързан с осигуряването на ликвидност, потенциално би предизвикал значителни сътресения в системата. В зависимост от това какъв е размерът на банките – кредитори и банките – длъжници, разбира се, рисковете за системата биха били различни. Например, в случай, че кредитите са отпуснати от големи на малки банки, то системата като цяло би била засегната относително слабо, докато за отделни малки банки ефектите могат да бъдат много значими.

Големината на отделните банки е и един от другите фактори, които определят степента на свързаност, а оттам и на влиянието на този фактор върху устойчивостта. При наличието на голяма банка, която има значителни по обем отношения с много на брой други банки (малки или големи), в случай, че тази банка е подложена на влиянието на шок, това влияние може да се разпространи и към другите банки от нейната мрежа именно по линия-

та на тези отношения. В такива случаи банката е генератор на риск за цялата система. Ето защо, на големите банки се гледа по правило като на системно значими институции. Това обяснява в частност и прекия надзор от страна на ЕЦБ върху банките от еврозоната, съгласно правилата на банковия съюз. Към декември 2021 г. петте най-големи банки по размер на техните активи бяха УниКредит Булбанк, Банка ДСК, Обединена българска банка, Юробанк България и Първа инвестиционна банка.<sup>19</sup>



**Фиг. 1.** Разпределение на активите на банковата система по групи банки

*Източник:* БНБ, собствени изчисления.

Сумарният дял на активите на тези банки в общите активи на банковата система към същия момент се равнява на приблизително на 67%. Този висок процент подсказва, че всяка от посочените институции има потенциала да застраши стабилността на банковата система като цяло, в случай че е налице силна свързаност с множество други банки.<sup>20</sup> Нещо повече – дори активите на най-малката от тях (Първа инвестиционна банка) надхвърлят размера на депозита на Управление „Банково“ в баланса на Управление „Емисионно“ на БНБ. Ето защо, овладяването на евентуална системна криза би затруднило в доста голяма степен централната банка, в случай, че се прибегне до активиране на функцията „кредитор от последна инстанция“. Това недвусмислено подчертава изключителната важност на надзорната

<sup>19</sup> От методологична гледна точка първите пет най-големи банки съставляват т.нар. Група 1. В Група 2 попадат всички останали банки, лицензирани от БНБ, а Група 3 се състои от клоновете на чуждестранни банки (фиг. 1).

<sup>20</sup> Не такъв беше случаят с фалиралата през 2014 г. Корпоративна търговска банка. Въпреки че банката попадеше в Група 1, относително слабата ѝ свързаност с останалите банки не доведе до проявлението на съществени рискове от фалити на други банки. Липсата на системен риск не изиска тогава да се активира и чл. 20 (2) от Закона за БНБ.

функция, изпълнявана съвместно от ЕЦБ и БНБ. Навременното и качествено ѝ приложение би допринесло в огромна степен да се предотврати акумулирането на рискове в която и да е от тези големи институции.<sup>21</sup>

Важен аспект на свързаността е и наличието на чужда собственост върху капитала на банките. Той има отношение към възможността за пренасяне на шокове от банкови системи на чужди държави върху банки в България, които или оперират с капитал, собственост на институции от тези системи, или са техни преки подразделения (клонове). От петте най-големи банки в България, четири са собственост на банки, чиито централи са в държави от Европейския съюз (от тях три от еврозоната). По-конкретно, УниКредит е собственост на италианската UniCredit Group, Банка ДСК – на унгарската ОТП, Обединена българска банка – на белгийската KBC Group, а Юробанк – на гръцката EFG Group. Единствено Първа инвестиционна банка е с мажоритарни собственици, които са местни лица. Чуждестранната собственост на посочените четири банки обаче е оформена като акционерни дружества, които са регистрирани и лицензирани съгласно българското законодателство, т.е. те са местни юридически лица. Това създава известна преграда пред прякото пренасяне на ефектите от евентуалните шокове, на които могат да бъдат подложени т.нар. банки – майки. В този смисъл, свързаността може да породи само косвени рискове, които, от една страна, могат да се свързват с намалени или отсъстващи възможности за допълнително финансиране или капитализация, а от друга – с възможността банките майки да изтеглят капитал от дъщерните си дружества в България. Значението на последното все пак не бива да се преувеличава, тъй като активите на тези дъщерни акционерни дружества представляват много малък дял от общите активи на съответните банкови групи. С други думи, трудно може да се приеме, че те могат да бъдат използвани като съществен фактор при опит да се стабилизируют банките майки.

С оглед на предстоящата консолидационна операция в българския банков сектор, която предполага поглъщането на Райфайзенбанк България от Обединена българска банка, се очаква дялът на активите на банките от Група 1 да се увеличи допълнително.<sup>22</sup> В определен аспект това може да се счита като фактор, който засилва важността на гореописаните съображения,

---

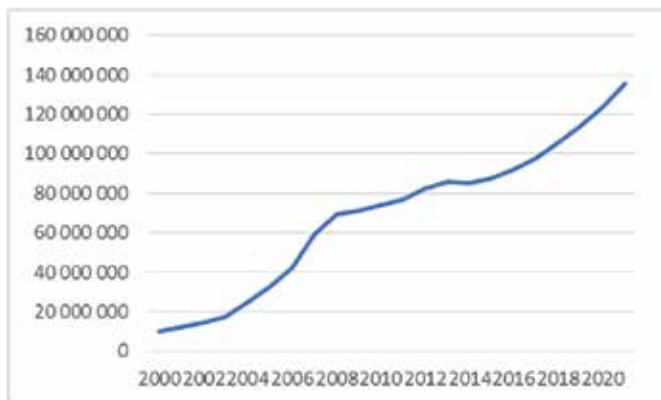
<sup>21</sup> През 2016 г. Българската народна банка проведе преглед на качеството на активите и стрес тест на търговските банки, опериращи в България. Обобщените резултати показаха, че капиталовите съотношения на банките надвишават регулаторно изискуемите минимални равнища. Предписани бяха и корекции на активите. По отношение на стрес теста, изводът бе, че „[к]апиталовите изисквания на банките остават стабилни, потвърждавайки способността на банковата система да поеме шокове при влошени икономически условия“ (БНБ, 2016, с. 21).

<sup>22</sup> При наличните за декември 2021 г. данни, това означава, че дялът на петте най-големи банки ще достигне около 75% от общите активи на системата.

касаещи устойчивостта. Същевременно, очакваното създаване на най-голямата банка в българската банкова система може да доведе и до по-добро управление на риска в новата структура.

Що се отнася до присъствието на клонове на чуждестранни банки, то пренасянето на рискове от банковите системи, в които оперират техните централи, е доста по-реалистично. Като се има предвид размерът на активите на тези клонове, съотнесен към активите на банковата система като цяло, то реализацията на негативен сценарий не се очаква да има сериозно влияние, застрашаващо общата ѝ стабилност. Още повече, че е налице значителна диверсификация по отношение на държавите, от които те произхождат.

Динамиката на сумата на активите на банките в България, чийто общ размер е измерител и за големината на банковата система, показва забележително развитие във времето. Ако през 2000 г. нейният размер бе приблизително 9.7 млрд. лв., то към края на 2021 г. той вече бе 135.4 млрд. лв. (фиг. 2), което представлява нарастване от почти 14 пъти.

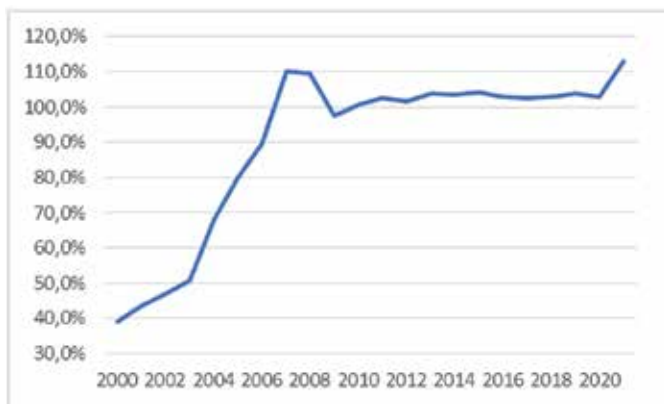


**Фиг. 2.** Активи на българската банкова система, хил. лв.

Източник: БНБ<sup>23</sup>.

Разбира се, стойностите са номинални и те отразяват развитието в номиналния национален доход, който е предпоставка за генерирането и на повече спестявания от страна на гражданите и фирмите. За да се елиминира това влияние, може да се разгледа отношението на сумата на активите и номиналния БВП на страната (фиг. 3).

<sup>23</sup> Данните са от надзорните отчети на БНБ.



**Фиг. 3.** Съотношение на активите на банковата система и номиналния БВП, %

*Източник:* БНБ, НСИ, собствени изчисления.

Несъразмерно по-бързото нарастване на активите на банките е концентрирано в периода до 2007 г. Това съвпада и с периода на ускорен икономически растеж на България. По-конкретно, от 39% през 2000 г. съотношението достига до малко над 110% през 2007 г. Последва задържане на нивото през 2008 г. и спад през 2009 г. вследствие на ефектите от световната финансова и икономическа криза. Нивата, които се наблюдаваха след това (до 2020 г. включително), бяха от порядъка на около 101 – 104%.

Макар и тези стойности да изглеждат високи, като се имат предвид историческите развития, сравнение със средните за еврозоната стойности показва, че България е все още далеч от тях. Към края на 2020 г. активите на банките в еврозоната възлизаха на около 317% от БВП на тази група държави.<sup>24</sup> При това положение, дори нарастването на съотношението за България до приблизително 113% през 2021 г. не може да се счита за притеснително. Независимо от това, фактът, че увеличението е причинено преди всичко от нарастване на кредитирането за домакинства, принуди БНБ да повиши т.нар. антицикличен капиталов буфер от 0.5% от рисковите експозиции на банките на 1% през септември 2021 г. (в сила от октомври 2022 г.), а през декември 2021 г. беше направено второ повишение до 1.5% (в сила от януари 2023 г.).

Съставът на активите и пасивите на банките е друг важен фактор, който оказва съществено влияние върху устойчивостта им. Ако в този състав има компоненти, които, от една страна, са с голям размер, а от друга, динамиката им е силно определена от посоката на бизнес цикъла, то в

<sup>24</sup> Данните за активите са от публикацията EBF (2021). Данните за БВП са от Евростат.



периоди на икономическа експанзия те ще нарастват бързо. Когато обаче настъпи рецесионната фаза на цикъла, тези компоненти бързо ще влошат своето качество и ще генерират рискове за устойчивостта и стабилността на банките. Например, ако по време на експанзия жилищното кредитиране нараства с прекалено бързи темпове спрямо останалите видове активи, то когато настъпи икономически спад и кредитополучателите изпитат сериозни затруднения с изплащането (например поради изпадане в състояние на безработица), това ще доведе до бързо нарастване и на дела на необслужваните кредити.

Ако се разгледа кредитната активност на банките в България през последните няколко години, то прави впечатление, че при кредита за нефинансовите предприятия и този за домакинствата се наблюдават различни тенденции. По-конкретно, при фирмения овърдрафт<sup>25</sup> се наблюдава значителна волатилност, като особено голям спад се наблюдава вследствие на COVID кризата в началото на 2020 г. (максималната стойност от почти 5% на годишна база е достигната през юни). Съответно през 2021 г. се наблюдава бързо нарастване, което практически води до възстановяване на предкризисните нива. При кредитите, различни от овърдрафт над 5 г. (които се асоциират с инвестиционна дейност), се наблюдава относителна устойчивост в темповете на растеж (в диапазон 6 – 9% на годишна база за периода 2019 – 2021 г.), с известна тенденция към забавяне през последните тримесечия. Като цяло, на база на тези факти, не може да се говори за явни индикации за неустойчивост при фирменото кредитиране. Според последни данни (към декември 2021 г.) от надзорната статистика дялът на необслужваните кредити на нефинансовите предприятия е малко под 8%. Макар и този дял да не може да се счита за пренебрежим, то той е далеч от нивата, достигнати вследствие на кризата от 2009 – 2010 г., което потвърждава и направеното заключение относно устойчивостта.

---

<sup>25</sup> Разгледани са само тези видове кредити, които имат най-големи дялове в балансите съответно на нефинансовите предприятия и на домакинствата.



**Фиг. 4.** Годишен темп на нарастване на кредитите за нефинансови предприятия, %  
*Източник:* БНБ, собствени изчисления.

При домакинствата ситуацията е различна. Потребителските кредити отбелязват само положителни темпове на изменение през 2019 – 2021 г., като тези темпове единствено показват известно забавяне вследствие на COVID кризата. През 2021 г. се наблюдава възстановяване на темповете на растеж на този тип кредити.



**Фиг. 5.** Годишен темп на нарастване на кредитите за домакинства и НТООД, %  
*Източник:* БНБ, собствени изчисления.

За разлика от тях обаче, жилищните кредити над 5 г., които съставляват около половината от всички кредити за домакинствата, показват тен-

денция към постоянно ускоряване на своя темп на нарастване (като се изключи сравнително малкото забавяне през 2020 г. вследствие на ефектите от COVID). През 2021 г. този растеж надхвърля стойностите, достигнати преди COVID кризата. Като се има предвид, че секторът на недвижимите имоти е с проциклична ценова динамика, а същото се отнася и до заетостта, съответно доходите на поне част от кредитополучателите, то този тип актив в портфейлите на банките е определено също процикличен. Увеличението на антицикличните буфери от страна на БНБ, споменати по-рано в текста, има пряко отношение именно към тази динамика. Макар и за момента ипотечното кредитиране да не заплашва сериозно устойчивостта на системата, то в никакъв случай не следва да се подценява като фактор, който може да изиграе силно негативна роля при евентуално рязко влошаване на общата икономическа ситуация.

От гледна точка на сложността и прозрачността като критерии за устойчивост на банковата система, то тук оценката може да се направи много лесно. Поради факта, че както българските банки, така и техните клиенти са като цяло консервативни – характеристика, свързана в голяма степен и с негативния опит от миналото – в балансите на банките силно преобладават активи от традиционен тип. Делът на финансови активи от типа на дериватите (опции, фючърси, суапове и пр.) е изключително малък (дериватите съставляват едва 0.01% към декември 2021 г.). Като се отчете все пак непрекъснатото увеличаване на иновативността при кредитирането, може да се приеме, че степента на сложност на активите е ниска до умерена, което води и до много висока степен на прозрачност на структурата и съдържанието на балансите на банките.

Накрая, що се касае до показателите за ливъридж, то тук има пряко отношение изпълнението на регулаторните изисквания както за коефициента на ливъридж, така и на тези за капиталова адекватност.<sup>26</sup> По данни на БНБ,<sup>27</sup> към края на декември 2021 г., коефициентът на ливъридж за капитала от първи ред е 10.5% при изискване за минимум 3%. Съответно при минимални изисквания за базовия собствен капитал от първи ред, на капитала от първи ред и за общата капиталова адекватност съответно от 4.5%, 6.8% и 8.0%, стойностите за системата са съответно приблизително 21.7%,

---

<sup>26</sup> Най-общо понятието „ливъридж“ се свързва с отношението между собствения капитал и сумата на пасивите. Изискванията са установени на ниво ЕС с Регламент (ЕС) № 575/2013 на Европейския парламент и на Съвета от 26 юни 2013 година относно пруденциалните изисквания за кредитните институции и инвестиционните посредници и за изменение на Регламент (ЕС) № 648/2012. В регламента се съдържат и подробни дефиниции на понятията (в т.ч. ливъридж) за целите на надзора – вж. по-специално чл. 4, т. 93.

<sup>27</sup> БНБ, „Състояние на банковата система към края на януари 2022 г.“, налично от [https://bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/bnb\\_download/bs\\_202201\\_a7\\_bg.pdf](https://bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/bnb_download/bs_202201_a7_bg.pdf).

22.0% и 22.6%. Значителното преизпълнение на критериите е добър атестат за банковата система и демонстрира значителен резерв за реакция при неблагоприятно развитие на процесите. В този смисъл цитираните стойности на показателите са индикация за много добро равнище на устойчивост.

\* \* \*

Съвкупността от изводи, направени по отношение на отделните критерии, води логично до заключението, че не съществуват основания за сериозни притеснения относно устойчивостта на българската банкова система. Нейните показатели са добри и дават основания да се счита, че тя може да преодолее успешно и сравнително бързо ефекти от икономическа криза с магнитуд, равен или по-малък на този, характеризиращ приключилата вече Велика рецесия. Същевременно е много трудно да се оцени достатъчно ли е това равнище на устойчивост за преодоляване на ефектите от международна военна криза като тази между Русия и Украйна. Отговорът на този въпрос е свързан с много неизвестни, част от които се отнасят както до продължителността на военните действия, така и до тяхната евентуална ескалация с участието на други държави. Географската близост на военните действия при всички случаи изисква по-изострено регулаторно и политическо внимание за повишаване и гарантиране на тази устойчивост като част от повишаване на общата устойчивост на икономиката.

## Литература

- Българска народна банка (2016) Доклад за прегледа на качеството на активите и стрес теста на българската банкова система. София: Българска народна банка.
- Ганев, К. (2015) Бизнес цикли: Теории и модели. София: Стопански факултет, СУ „Св. Климент Охридски“.
- Balyozov, Z. (1999) “The Bulgarian Financial Crisis of 1996-1997”, Bulgarian National Bank Discussion Paper Series, DP/7/1999, 1 – 20.
- Bartoletto, S., Chiarini, B., Marzano, E., and Piselli, P. (2019) “Business Cycles, Credit Cycles, and Asymmetric Effects of Credit Fluctuations: Evidence from Italy for the Period of 1861 –2013”. – *Journal of Macroeconomics*, 61, 1 – 22.
- Basel Committee on Banking Supervision. (2009) Strengthening the Resilience of the Banking Sector. Basel: Bank for International Settlements.
- Boissay, F., Collard, F., and Smets, F. (2013) “Booms and Systemic Banking Crises”, European Central Bank Working Paper Series No. 1514.
- Bulgarian National Bank (1995) The Bulgarian Banking System. Sofia: Bulgarian National Bank.
- European Banking Federation (2021) Banking in Europe: EBF Facts and Figures 2021 (2020 Banking Statistics). Brussels: European Banking Federation.
- Jordà, Ò., Schularick, M., and Taylor, A. M. (2010) “Financial Crises, Credit Booms, and External Imbalances: 140 Years of Lessons”, NBER Working Paper 16657.
- Jordà, Ò., Schularick, M., and Taylor, A. M. (2016) “Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts”, NBER Macroeconomics Annual, 231 – 262.

- Kocherlakota, N. R. (2000) “Creating Business Cycles Through Credit Constraints”, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Summer 2000, 2 – 10.
- Levine, R. (1997) “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”. – *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688 – 726.
- Miller, J. B., and Petranov, S. (1996) *Banking in the Bulgarian Economy*. Sofia: Bulgarian National Bank.
- Miller, J. B., and Petranov, S. (2001) *The Financial System in the Bulgarian Economy*. Bulgarian National Bank.
- Mitchell, M. (2009) *Complexity: A Guided Tour*. Oxford: Oxford University Press.
- New Economics Foundation (2015) *Financial System Resilience Index: Building a Strong Financial System*. Available from: [https://neweconomics.org/uploads/files/70470851bfaddff2a2\\_xem6ix4qg.pdf](https://neweconomics.org/uploads/files/70470851bfaddff2a2_xem6ix4qg.pdf) [accessed on May 18, 2022]
- Organisation for Economic Cooperation and Development (2021) *The COVID-19 Crisis and Banking System Resilience: Simulation of Losses on Non-Performing Loans and Policy Implications*. Paris: OECD.
- Schumpeter, J. A. (1964[1939]) *Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, Philadelphia: Porcupine Press.
- Vallascas, F., and Keasey, K. (2012) “Bank Resilience to Systemic Shocks and the Stability of Banking Systems: Small is Beautiful”. – *Journal of International Money and Finance*, 31, 1745 – 1775.

## Четиринадесета глава

# Съюзът на капиталовите пазари и България

**Проф. д-р Стефан Петранов**

*e-mail:* spetranov@feb.uni-sofia.bg

Понастоящем Европейската комисия (ЕК) изпълнява широкомащабен План за изграждане на Съюз на капиталовите пазари (СКП). Този план е в ход от 2015 г., а от 2020 г. се изпълнява неговата втора фаза или т.нар. Нов план за СКП. С първоначалния План и с неговата втора фаза ЕК си поставя за цел да стимулира развитието на капиталовите пазари в страните членки и по-специално да се създадат условия за високо ниво на интеграция между тях, като крайната цел е единен капиталов пазар. Такава цел е в съответствие с основната идея, върху която е построен Европейският съюз (ЕС) – единен пазар, базиран на свободното движение на стоки, услуги, хора и капитали.

През всичките години, в които съществува ЕС, движението на капитали в него не е било съществено ограничавано и процесът на либерализация е протичал плавно с постепенно отпадане на съществуващите отделни ограничения. Но все пак, повече от шестдесет години след подписването на Римския договор, по различни причини, капиталовите пазари в Европа са все още фрагментирани. Вече има определени резултати от първия етап на Плана, но сега той продължава да се разширява, като включва и новите инициативи на ЕК – зелената сделка, дигиталната трансформация, устойчивостта на финансовата система.

Какво е постигнато досега и какви са проекциите за България от изпълнението на първата фаза на Плана, както и от неговото разширяване – Новият план? Какви са евентуалните ползи и разходи за страната и има ли потенциални конфликти, произтичащи от формирането на Съюза на капиталовите пазари? Настоящото изследване се фокусира върху тези въпроси, защото на сегашния етап те не са изследвани от гледна точка на развитието на капиталовия пазар в България.

В първия раздел се дискутира необходимостта от създаването на единен СКП. Представени са сравнителни данни и аргументи, подкрепящи тезата, че финансирането на европейската икономика е твърде зависимо от

банковата система и има нужда делът на пазарното финансиране да се увеличи. Във втория раздел се излага първоначалният План на ЕК за изграждане на СКП с неговите основни приоритети и се анализират непосредствените резултати, както и причините за непостигането на достатъчна степен на интеграция на капиталовите пазари в ЕС. Третият раздел е фокусиран върху продължението на инициативата – т.нар. Нов план за изграждане на СКП. Четвъртият раздел обсъжда ефектите върху българската икономика от гледна точка на финансирането на бизнеса и емитентите на финансови инструменти, както и от гледна точка на спестителите и инвеститорите в България. Последният раздел представя основните заключения на настоящото изследване.

## **Необходим ли е съюз на капиталовите пазари?**

Въпросът, поставен като заглавие на настоящия раздел, е по-скоро реторичен. Свободата на движение на капиталите е основна свобода, гарантирана юридически в рамките на ЕС още от 1988 г.<sup>1</sup>, наред с другите основни икономически свободи – движението на стоки, услуги и хора. Тези свободи създават фундамента на Единния пазар, като разширяват и стабилизират търговията между страните членки, допринасят за стабилността на еврото, намаляват и дори премахват (в случая на еврозоната) валутния риск, позволяват лесна сравнимост на цените и производствените разходи.

Важно е да се подчертае, че тези основни свободи следва да са неделими в тяхната съвкупност. Ако една от стратегическите цели на икономическата политика на ЕС е да се създаде Единен пазар, то това не може да стане в случай че някоя от тези свободи липсва или не е на достатъчно високо ниво. Макар технически да е възможно отделянето им една от друга, това би довело до непълноценен Единен пазар, в който различията между

---

<sup>1</sup> Повечето ограничения за капиталови трансакции отпадат още с Първата капиталова директива от 1960 г. Изменения в тази директива от 1985 и 1986 г. водят до по-нататъшна либерализация в области като дългосрочно кредитиране и покупки на ценни книжа, които не се търгуват на фондови борси. Движението на капитали е напълно либерализирано с Директива на Съвета на ЕС през 1988 г., която премахва всички останали ограничения върху движението на капитали между резиденти на държавите членки към 1 юли 1990 г. Тя също либерализира и движението на капитали по отношение на трети страни. Като договорна свобода, свободното движението на капитали е скрепено в Договора от Маастрихт (1992 г.). Но във всички случаи остават възможности за обосноваване на временни изключения, когато има нарушения на националното законодателство или се засягат въпроси за националната сигурност или обществения ред. Такива ограничения, са наложени например в Гърция (2015) и Кипър (2013) за справяне с последствията от кризата на гръцкия суверенен дълг.

страните и ограниченията ще препятстват равномерното им икономическо развитие<sup>2</sup>.

На политическо ниво ЕС ясно е декларира, че ще се стреми да осигурява четирите основни икономически свободи и изграждането на Единен пазар се разглежда като стратегическа цел. Модел с евентуални ограничения за някои от основните икономически свободи не се подкрепя, защото противоречи на целта за интеграция, конвергенция и кохезия на страните членки. В същото време не може да не се отчете, че понякога мерките, осигуряващи основните икономически свободи, се прилагат бавно и не винаги има резултати, отговарящи на очакванията. Но така или иначе, в този контекст Съюзът на капиталовите пазари е част от по-общата политика на Единен пазар и той е безспорно необходим.

Но все пак, с какво точно ще допринесе един такъв съюз, как по-конкретно неговото изграждане ще спомогне за приближаването до стратегическата цел – Единен пазар? При това не само просто Единен пазар, а Единен пазар, който да води до конкурентоспособна европейска икономика и който да генерира устойчив растеж.

По същество капиталовият пазар е институция, която насочва средства от нетни вложители (икономически субекти с временен излишък на финансов ресурс) към кредитополучатели (икономически субекти с временен дефицит на финансов ресурс). Съответно Съюзът на капиталовите пазари, по своя замисъл, трябва да доведе до единен пазар за капитал. Целта е този пазар така да насочва финансовия ресурс (инвестиции и спестявания), че този ресурс да е достъпен за целия ЕС, т.е. да може да се използва от потребителите, инвеститорите и компаниите, независимо от това къде те се намират. В идеалния случай, т.е. при напълно интегрирани капиталови пазари в различните страни, активите с идентични рискови характеристики биха имали една и съща цена, независимо от страната, в която се търгуват. Освен това, свободното движение на финансовите потоци гарантира, че съответните рискови активи имат една и съща очаквана възвръщаемост, независимо от местонахождението им.

Капиталовите пазари осигуряват пазарно финансиране за икономическите проекти на фирми и публични институции. И макар да става дума за достъп до финансов ресурс, трябва да се подчертае, че техният ресурс е принципино различен по своите функции от ресурса, осигуряван при банко-

---

<sup>2</sup> На много места в света съществуват зони за свободна търговия, където тарифните и нетарифните ограничения постепенно се премахват или съществено се намаляват. При тях има пълна или много висока степен на свобода на движението на стоки и услуги, но другите свободи липсват и също така държавите обикновено запазват суверенитет над търговската си политика спрямо трети страни. Такъв пример е NAFTA (Асоциацията за свободна търговия в Северна Америка), която понастоящем е известна като USMCA.



во финансиране. И банките, и капиталовите пазари осъществяват финансово посредничество, но тези два източника на финансиране имат различни функции във финансовата система, които взаимно се допълват. Капиталовите пазари могат да мобилизират „дългосрочни пари“ и да подкрепят редица проекти, които не биха могли да разчитат на банково финансиране, и по този начин допринасят за икономическия растеж. Освен това те са свързани със споделяне на риска от субектите в частния сектор, както и със споделяне на ползите от икономическото развитие, което от своя страна допринася за стабилността на икономическата система.

На фона на тези характеристики на капиталовите пазари ясно се откроява един структурен проблем на европейската финансова система – а именно, че тя е относително непропорционално концентрирана около банките и банковото финансиране. В сравнение с други части на света, предприятията в ЕС разчитат много по-малко на пазарните канали за финансиране. Ето какви са фактите (European Commission, 2015), когато през 2015 г. ЕК взема решение да подкрепи инициативата на тогавашния председател Жан-Клод Юнкер за осъществяване на План за СКП.

Икономиката на ЕС като цяло е приблизително с размерите на икономиката на САЩ, но пазарите на капиталови финансови инструменти в ЕС са повече от два пъти по-малки от тези в САЩ. Малките и средните предприятия (МСП) в САЩ получават пет пъти повече финансиране от капиталовите пазари в сравнение с МСП в ЕС. Спестяванията на домакинствата в ЕС са концентрирани в банковите депозити два пъти повече и съответно два пъти по-малко в инвестиционни фондове и акции в сравнение със САЩ. Ако европейските пазари на рисков капитал бяха толкова развити и толкова дълбоки, колкото тези в САЩ, между 2008 и 2013 г. европейската икономика би разполагала с 90 млрд. евро повече за финансиране на стартиращи компании и иновативни проекти.

И не само това. Положението на европейските капиталови пазари е такова, че на практика финансови инструменти се емитират предимно от големи компании. Малките и средните предприятия, инфраструктурните проекти, иновативните проекти имат проблемен достъп до пазарно финансиране. Освен това финансовите инструменти се предлагат предимно на по-големи пазари, а не на пазари, където финансирането на бизнеса е най-трудно и необходимо. Почти всички национални пазари в ЕС практически нямат значителни обеми ликвидност и се характеризират с липса на достатъчно количество и достатъчно разнообразие на финансови инструменти, което ограничава избора на инвеститорите, както и възможностите за диверсификация (European Commission, 2015).

Междувременно развитието на капиталовите пазари в страните членки е много хетерогенно. Докато съотношението на капитализацията на фон-

довия пазар към БВП в Обединеното кралство<sup>3</sup> е повече от 120%, в страни като Латвия, Литва, Кипър или България този показател е под 10%.

Съществуват и други проблеми. Често участниците на капиталовите пазари, преди всичко индивидуалните инвеститори, проявяват предпочитания към местните емитенти<sup>4</sup>. Това, разбира се, е донякъде естествено, като се има предвид историческото развитие и сегашната политическа структура на ЕС, както и техническите проблеми при трансграничното инвестиране, които до скоро имат своето значение. Но в същото време това означава, че потенциалните рискове и ползи, които са свързани с местните пазари, остават в рамките на националните граници, което не би трябвало да бъде случаят на единен европейски пазар.

Отделна проблематика е свързана с малките и средните предприятия. Макар че достъпът до финансиране за тях е жизненоважен за иновациите и растежа им, добре известно е, че те систематично имат проблеми с финансирането. Трудностите на този достъп се изтъкват обичайно като една от най-големите спънки за тяхната работа. Малките и средните предприятия разчитат в голяма степен на финансиране чрез средства на собственика, а когато имат външно финансиране, то най-често използваните източници са овърдрафт, лизинг и факторинг, търговски кредит и банкови заеми. В много редки случаи те се обръщат към финансиране с инструменти от капиталовите пазари, като разликите в това отношение между по-развитите и по-малко развитите страни членки са съществени. В по-слабо развитите страни членки, тази група предприятия на практика не познават финансовите инструменти и нямат добри условия да се финансират от капиталовите пазари.

Всички факти, изтъкнати по-горе, недвусмислено водят до извода, че няма интеграция на капиталовите пазари в ЕС. Това е слабост в развитието на европейската финансова система, защото води до твърде голяма зависимост от банковото финансиране, което прави европейската икономика по-нестабилна в сравнение с други икономики, където пазарното финансиране играе относително по-съществена роля.

Няма съмнение, че финансирането, основано на банкови заеми или други банкови продукти, има своите предимства. Те се коренят в стабилната връзка, която банките могат да развият с компаниите, които са техни клиенти. Но последната финансова криза (2008 – 2009) разкрива ясно дискутираната тук слабост, че големият дял на банковото финансиране е проблем за растежа на европейската икономика (вж. напр. дискусиата във

---

<sup>3</sup> През 2015 г. Обединеното кралство Великобритания и Северна Ирландия е страна членка на ЕС. След нейното напускане цитираното съотношение в рамките на ЕС е най-високо за Франция – 85.6%. (FRED Economic Data, St. Louis Fed)

<sup>4</sup> Такова поведение е добре изучено и документирано в литературата по Поведенчески финанси.

Wehinger, 2012). При тази криза банките затягат достъпа до кредитиране и това има много отрицателно въздействие върху реалния растеж в Европа, именно защото капиталовите пазари не са развити достатъчно и те не успяват да запълнят празнината, останала след намаленото банково кредитиране<sup>5</sup>. Тази слабост се отразява не само краткосрочно в рамките на цитираната финансова криза, но много изследователи считат, че тя е една от причините европейската икономика в последните години да отстъпва в сравнителен план на конкурентните икономики на САЩ, Канада, Япония, Австралия, Република Корея по редица макроикономически показатели като например темповете на растеж на реалния брутен вътрешен продукт или нормата на безработица<sup>6</sup>.

## Първоначалният план и неговите резултати

При описаните в предходния раздел слабости на европейската финансова система, логично е да се търси решение на тези проблеми. И това става през 2015 г., когато ЕК приема План за действие за Съюз на капиталовите пазари. След като изграждането на Банковия съюз е завършено от нормативна и институционална гледна точка, като се изключи неговият последен стълб – Единната схема за гарантиране на депозитите, създаването на Съюз на капиталовите пазари е следващо естествено действие. От една страна, това е официална стъпка към „повече Европа“. Но по същество това е процес, който цели постигане на по-балансирана структура на финансовата система и по-добро посредничество между спестявания и инвестиции. Целта е подобрен достъп до финансиране за европейски компании, което от своя страна трябва да доведе до така необходимото увеличение на работните места и икономически растеж.

За оценката за този първоначален План и за неговото продължение (Новия план), както и за резултатите от тях, обективността изисква да се тръгне, като отправна точка, от разбирането, че създаването на съюз на капиталовите пазари, чрез интегрирането на множество хетерогенни национални пазари, е нелека задача. Това става ясно, когато се осъзнае, че за да се реализира такъв съюз е необходимо да се постигне висока степен на хармонизация между държавите членки в законодателството за търговия с финансови инструменти, в търговското законодателство и несъстоятелността

---

<sup>5</sup> Ефектът от по-строгите регулации, на които банките следва да отговарят след кризата, се дискутира в Slovik, Courmède (2011).

<sup>6</sup> Дискусия за динамиката на европейската икономика в сравнителен план и връзката с развитието на капиталовите пазари може да се види в Petranov (2018) и Петранов (2016).

на дружествата, както и в данъчното облагане на финансовите продукти. И не само това, необходимо е още наличието на еднакви регулативни норми, еднакви практики на националните регулатори, вероятно един наднационален, европейски надзорен орган. А истински единен пазар предполага и наличието на „безрисков“ европейски актив<sup>7</sup>.

Нито една от тези тактически цели не е лесна за постигане. Към тях може да се прибавят и редица проблеми, причинени и от различията между страните членки в културен план. Те се изразяват в много различните бизнес практики, идващи от формалните и неформалните правила, които са в основата на съществено различни системи за корпоративно управление, възприети в различните страни. Тези системи са от съществено значение за доброто функциониране на капиталовите пазари, но техните различия не могат да бъдат лесно преодоленни (Петранов, Ангелова, 2012).

Още в първоначалния План ЕК смята, че създаването на СКП е дългосрочен проект с хоризонт 2019г., който ще изисква задълбочена работа в различни направления. Като основни краткосрочни приоритети Комисията счита (European Commission, 2015 г.):

- Създаване на условия за висококачествена секюритизация с цел последващо освобождаване на банковите баланси за кредитиране;
- Приемане на актуализирана Директива за перспектите с цел улесняване на набирането на капитал и повишаване на трансграничното инвестиране с фокус върху МСП;
- Работа по организирането на наличността на кредитна информация за МСП с цел да се улеснят инвеститорите;
- Работа с пазарните участници за създаване на процедури за общо-европейско частно пласиране на емисии на различни финансови инструменти с цел стимулиране на преките инвестиции в малки предприятия;
- Подкрепа за създаване на нови дългосрочни инвестиционни фондове с цел пренасочване на инвестиции към инфраструктура и други дългосрочни проекти;
- Мерки за премахване на пречките за трансгранични инвестиции и набиране на капитал;
- Създаване на допълнителни възможности за спестителите и привличане на капитал извън ЕС;

---

<sup>7</sup> След дълговата криза в еврозоната, необходимостта от такъв актив се обосновава на базата на следните аргументи: той би допринесъл за по-диверсифицирани и ликвидни финансови пазари, за намаляване на риска в банковите баланси, за по-голяма привлекателност за чуждестранни инвеститори на суверенни облигации, издавани на иначе малки и неликвидни пазари, както и за предоставяне на нов източник на висококачествено обезпечение за презгранични финансови трансакции. Повече подробности могат да се видят в Constâncio (2019).

- Стимулиране на развитието на пазарите за обезпечени облигации, за инструменти за мецанин финансиране и неформалните канали за капиталово финансиране на стартиращи и иновативни компании от частни инвеститори.

През 2017 г. се извършва междинен преглед на проекта за СКП, който добавя към първоначалния План за действие допълнителни инициативи. Те включват, наред с другото, мерки за общоевропейски лични пенсии, за обезпечени облигации и ценни книжа, както и засилване на надзорната рамка и ангажимент за укрепване на правомощията на Европейския орган за ценни книжа и пазари (ESMA) в отговор на Брекзит.

В периода 2014 – 2019 г. е постигнато споразумение между държавите членки относно повечето (12 от общо 13) инициативи, предложени от ЕК за започване на изграждането на СКП, включително предложения за фондове за рисков капитал, за обезпечаването на ценни книжа и за т.нар. групово финансиране. Също така ЕК придвижва редица законодателни действия и незаконодателни инициативи за достигане на целите на Плана, вариращи от приемането на нормативни актове за Паневропейски личен пенсионен продукт и споразумение за актуализиране на Директивата за проспектите до изследователски проучвания за данъчните стимули за фондовете за рисков капитал и бизнес ангелите.

Въпреки силния начален тласък и безспорния напредък в някои от областите, все пак като цяло Планът за СКП не постига целите си в рамките на определения срок – до 2019 г. Трезвата оценка показва, че към тази дата достъпът до пазарно финансиране на фирмите, особено за МСП, не се е разширил значително, индивидуалните непрофесионални инвеститори все още не са активни на капиталовите пазари и също така няма сериозни стимули за институционалните инвеститори, за да инвестират в стартиращи и иновативни фирми.

През петте години, в които се изпълнява Планът, европейските капиталови пазари не са станали съществено по-унифицирани, а сравненията показват, че ЕС се оказва още по-назад от Съединени щати. В крайна сметка в ЕС все още съществуват 27 капиталови пазари, които не работят като един. Европейските финанси все още остават сегментирани по националните линии, като емитентите на финансови инструменти, спестителите и инвеститорите продължават да зависят силно от националните банкови системи. Или с други думи, към 2019 г. изграждането на СКП остава непостигната цел.

Този факт може да се обясни с три групи причини. От една страна, са принципните трудности на такъв проект, които са разгледани в началото на настоящия раздел – по същество задачата за изграждане на такъв Съюз не е никак лесна. От друга страна, са лаговете в желаните ефекти. Каквито и

подобрения и позитивни ефекти да има от предприетите мерки, не може да се очаква те да се проявят бързо. Има необходимо технологично време, в което наднационалните европейски мерки се приемат на национално ниво, а отделно от това възприемането от пазарните участници и евентуална промяна на тяхното поведение също изисква време.

Трета група фактори са свързани с начина на функциониране на европейската администрация и процедурите за взимане на решения. След 2017 г. изпълнението на Плана видимо се забавя, което е резултат от възстановяването на растежа след преодоляването на финансовата и дълговата криза, както и от нарастване на политическото напрежение в ЕС и приоритизиране на националните въпроси от европейските политически лидери.

Вероятно роля за това забавяне има и Брекзит. Все пак Обединеното кралство има най-големия в Европа и втори в света капиталов пазар и неговото отделяне не може да не повлияе на изпълнението на мерките в Плана. Освен това комисарят по финансовите въпроси, който отговаря непосредствено за изпълнението на Плана – лорд Хил от Обединеното кралство, напуска състава на ЕК след като резултатите от референдума за Брекзит стават известни.

## **Новият план и очакванията за него**

След относителния застой в периода 2017 – 2019, новият състав на ЕК, начело с Урсула фон дер Лайен, отново отчита важността на пазарното финансиране за европейската икономика, за конкурентоспособността на фирмите, както и за конкурентоспособността на самите финансови пазари. Отчита се също така, че остава още много да се направи, за да се изгради наистина един реален СКП.

Критично погледнато, не може да не се стигне до заключението, че напредъкът в постигането на СКП до 2019 г. включително е бил ограничен и предприетите да тогава мерки не са дали задоволителен резултат. Поради това ЕК стартира форум на високо ниво с цел обсъждане на актуалното състояние и търсене на набор от предложения, които да дадат нов тласък на проекта за изграждане на СКП. Междувременно в началото на 2020 г. Европейската централна банка (ЕЦБ) публикува доклад на тема „Финансова интеграция и структури в еврозоната“, като констатира, че финансовата структура на еврозоната продължава да бъде доминирана от непазарни инструменти и изразява силно желание за напредък по проекта за СКП. Отделно от това ЕК изразява същата необходимост от по-нататъшна интеграция на капиталовите пазари в своя Годишен преглед на европейската финансова стабилност и интеграция за 2020 г.

На този фон във втората половина на 2020 г. ЕК приема т.нар. Нов план за действие, който препотвърждава стратегическите цели на първоначалния План – по-добър баланс между банково и пазарно финансиране, по-лесен достъп за фирмите до пазарно финансиране, премахване на пречките за трансгранично инвестиране, насърчаване на дългосрочното инвестиране, интеграция на националните капиталови пазари.

Но Новият план добавя и нови цели. Едната цел е с краткосрочен характер – преодоляване на пандемията от COVID-19, заради което Комисията приема няколко специфични мерки, свързани с възстановяване на капиталовите пазари, включително и известно отпускане, разширяване и леко преработване на правилата за надзор, така че те да работят в контекст на криза. Другата цел е дългосрочна и тя е свързана с дигиталната трансформация и прехода към зелена икономика.

Новият План съдържа общо шестнадесет инициативи на ЕК, обособени около три основни цели, които са:

- Подкрепа за зелено, цифрово, приобщаващо и устойчиво икономическо възстановяване чрез по-достъпно финансирането за европейските компании. За постигането на тази цел са предвидени шест инициативи, насочени към насърчаване на дългосрочното дялово инвестиране, насочване на МСП към алтернативи на банковото финансиране, както и стимулиране на трансграничното инвестиране;
- ЕС да стане още по-безопасно място за хората да спестяват и инвестират в дългосрочен план. За тази цел са предвидени три инициативи, включващи действия за увеличаване на финансовата грамотност, за повишаване на доверието в капиталовите пазари и за подкрепа на хората, които се пенсионират;
- Интегриране на националните капиталови пазари в истински единен пазар. Постигането на тази цел се предвижда да стане чрез седем инициативи, включващи данъчни облекчения за трансграничното инвестиране, развитие на трансграничния сетълмент, унифициране на надзорните практики, подобряване на защитата на инвеститорите.

## **Какви са проекциите за България и има ли потенциални конфликти?**

Както се вижда от целите на Новия план (особено от последната), желаната интеграция е все още далеч от реализация. Въпреки това, тенденцията е ясна, усилията и действията в посока на интегриране на капиталовите па-

зари ще продължават поне до постигането на степен на интеграция, подобна на Банковия съюз. Логиката на тези усилия не се е променила – а именно, че капиталовите пазари могат да допринесат значително за иновациите и растежа. Данните все повече сочат, че докато банките са важни за финансирането на икономическия растеж, небанковото финансово посредничество осигурява относително по-мощен принос към иновациите и дейностите за повишаване на производителността в съвременните сложни икономики (Kremer, Popov, 2018). Добре е да се разбере, че при хармонично развитие на икономиката банките и пазарите взаимно се допълват. Дълбоките капиталови пазари допълват банките като източници на финансиране и по този начин допринасят за икономическия растеж, както и за по-голяма гъвкавост и устойчивост на финансовата система.

Но как изглежда изпълнението на Плана за СКП до сега и тенденциите за Новия план от българска гледна точка? Каква е българската перспектива в този контекст? Концептуално погледнато, инициативата за създаване на такъв съюз може да има положителен ефект върху българската икономика. Причината е, че много от действията в Плана целят преди всичко подобряване, по различни начини, на достъпа до финансиране за малките и средните предприятия, за стартиращите и иновативните бизнеси, както и за акумулирането на средства за изграждане на инфраструктура и други дългосрочни проекти. Тези области са много важни за българската икономика, а те трудно се финансират от банковата система.

Освен това, изпълнението на Плана и на Новия план може да стимулира подобряването на регулаторните практики и развитието на продуктовото многообразие на капиталовия пазар в България, като реален източник на финансиране и като привлекателна алтернатива за инвестиции, което би било благоприятно за спестителите и за инвеститорите. Казано с други думи, изпълнението на тази инициатива на ЕК дава определени потенциални възможности за подобряване на финансирането на българските предприятия и за развитието на българския капиталов пазар.

Но от друга страна, интеграцията на пазарите ще увеличи конкуренцията за финансиране. Предвидените мерки като стандартизация, нови инвестиционни продукти, либерализация, разширени възможности за трансгранични инвестиции и други несъмнено ще стимулират капиталовите потоци. Това може да предостави повече възможности за финансиране на растежа на българската икономика в случай, че потоците текат от страни с големи спестявания и голям финансов ресурс към малки и средни български предприятия или инфраструктура. Но има и друга възможност – българските спестявания да изтичат и да се инвестират в други страни, стимулирайки растежа на други икономики. Тук е важна ролята на заинтересованите страни в България – да участват активно в процеса на институционално и регу-



латорно изграждане на СКП по начин, който да минимизира тези рискове и да доведе до реални ползи за българската икономика.

От приведените аргументи става ясно, че от гледна точка на България, изграждането на СКП има потенциални ползи, но и възможни рискове и съответни разходи. И тук естествено възниква въпросът: Коя тенденция е по-силна до момента и какво може да се очаква в перспектива занапред?

Най-напред трябва да се отчете, че изпълнението на дейностите от Плана е наложило съответни промени в нормативната база в България, което е довело до улесняване на достъпа на МСП до регулираните пазари, създаване на многостранни системи за търговия, възможности за нови форми на инвестиране като колективните инвестиционни схеми от тип „чадър“, алтернативните инвестиционни фондове<sup>8</sup> и др. Това е позитивно развитие, защото създава повече възможности. Изобщо, като цяло, може да се каже, че нормативната база в България е хармонизирана с европейската и пазарната инфраструктура функционира на добро ниво.

Но това далеч не е всичко. По-важното е как и дали се постигат целите на интеграцията от гледна точка на българския капиталов пазар. Какви са фактите, какво може да се отчете на този етап, при едно сравнение на декларираните цели с реалното състояние на пазара? Такова сравнение може да се извърши на базата на данните от табл. 1 където са показани сравнителни данни за търговията на Българската фондова борса (БФБ) към края на 2014 г., когато е приет Планът, и към края на 2021 г.

**Таблица 1.** Допуснати до търговия на БФБ финансови инструменти (бр.)

Година	Общо <sup>9</sup>	Обикновени акции	АДСИЦ	Облигации	Пазар BEAM	MTF BSE International
2014	444	314	64	60	–	–
2021	571	204	53	82	7	191

*Източник на данните:* Отчети на БФБ за съответните години.

Една от основните цели на Плана е улесняване на набирането на капитал и повишаване на трансграничното инвестиране с фокус върху МСП. За тази цел БФБ е създала отделен сегмент – пазарът за растеж на МСП BEAM. За този пазар МСП ползват редица облекчения в сравнение с регулирания

<sup>8</sup> Вж. например Закона за изменение и допълнение на Закона за дейността на колективните инвестиционни схеми и на други предприятия за колективно инвестиране.

<sup>9</sup> Сумата от броя в отделните графи не съвпада точно с броя, показана в графа „Общо“, поради наличието на емисии от компенсаторни инструменти и други борсово търгувани продукти.

пазар, които са именно в резултат на Плана за СКП. Облекченията са както по отношение на процеса на допускане до търговия, така и на последващия период на емисиите като котиращи на борсата<sup>10</sup>. Обаче, както се вижда от табл. 1, броят на търгуваните емисии на пазара ВЕАМ към края на 2021<sup>11</sup> г. е само седем, което е крайно недостатъчно, за да се отчете някакъв успех в това направление.

Друга цел на Плана е подобряване на достъпа до пазарно финансиране на фирмите изобщо, не само МСП, както и създаване на допълнителни възможности за спестителите и привличане на капитал извън ЕС. От тази гледна точка сравнението показва, че на БФБ в края 2021 г. се търгуват общо 571 емисии, докато в края на 2014 г. са се търгували 444 емисии. Но 191 емисии от тези, които се търгуват в края на 2021 г., се търгуват на пазарния сегмент MTF BSE International<sup>12</sup>, което всъщност е многостранна система за търговия, при която БФБ е само посредник, а търгуваните на нея емисии са на чуждестранни компании, които се котират на развити капиталови пазари. Ако тази бройка се отчете, ще се види, че броят на българските емисии, които се търгуват на БФБ, е всъщност 380, което означава, че за разглеждания период има намаление от 64 емисии. Това показва намаление на възможностите за пазарно финансиране на българските фирми като цяло, както и намаление на разнообразието на инструментите на български емитенти, в които може да се инвестира.

Намаленият брой на емисиите, които се търгуват на БФБ е за сметка преди всичко на емисии от обикновени акции на първични емитенти, но също така и за сметка на акционерни дружества със специална инвестиционна цел (АДСИЦ). Освен това, над две трети от търгуваните към края на 2021 г. АДСИЦ и обикновени акции са на пазарния сегмент BaSE Market, който е предназначен за допуснати до търговия на регулиран пазар емисии акции на публични дружества, които не отговарят на минималните изисквания на основния пазар на БФБ, както и такива, които са в открита процедура по ликвидация и несъстоятелност или които не разкриват регулативната информация за дейността си. Видимо тук не може да става дума за постигане на целта „създаване на условия за висококачествена секюритизация с цел последващо освобождаване на банковите баланси за кредитиране“. От една страна, е качеството, което е проблемно при поне две трети от дружествата, и от друга страна, секюритизацията, която тези дружества (АДСИЦ) осъ-

---

<sup>10</sup> Облекченията включват отпадане на необходимостта за одобрен от Комисията за финансов надзор проспект за емисии под 3 млн. евро, задължение за публикуване само на финансови отчети, по-лек режим за разпореждане с активите на дружеството и др.

<sup>11</sup> ВЕАМ е лицензиран още през 2018 г., но реално търговия на него има от 2021 г., когато първата емисия се котира за търговия (акции на Биодит АД).

<sup>12</sup> Пазарът съществува от 2021 г.

ществяват не е иницирана от банки и следователно не може да става дума за освобождаване на банковите баланси за кредитиране.

Изпълнението на инициативите на Плана развива българската нормативна база и в друго направление, което дава възможност да се организират принципно нови форми на финансово посредничество – т.нар. алтернативни фондове (национални инвестиционни фондове и национални борсово търгувани фондове). В България има създадени такива, но на този етап тези форми на колективно инвестиране нямат голяма роля. Техният брой е малък – общо 16 в сравнение със 125 колективни инвестиционни схеми<sup>13</sup>, които са създадени по нормативната база преди тези нови възможности да станат реалност.

И накрая, почти всички инфраструктурни проекти в България се финансират чрез европейските кохезионни и други и фондове и поради това няма създадени дългосрочни фондове за финансиране на такива проекти.

Разгледаните факти показват, че от гледна точка на подобряване и разширяване на достъпа до пазарно финансиране за българските емитенти има известно развитие, но то е крайно ограничено. Явно е, че декларираните цели на Плана са все още далеч от постигането им.

В същото време, от гледна точка на спестителите и инвеститорите картината е променена значително. Нормативното улесняване на трансграничното инвестиране, заедно с напредъка на информационните и комуникационните технологии, създават възможности за инвестиране по отношение на разнообразие от класове активи и емитенти в различните класове, каквито до сега не е имало. Това е добре за тези участници на капиталовите пазари по принцип, но и конкретно в последните години, които се характеризират с отрицателни реални, а в някои случаи дори и номинални лихви по банковите депозити. С други думи, за българските спестители и инвеститори инициативата за създаване на СКП пряко и косвено има положителен ефект.

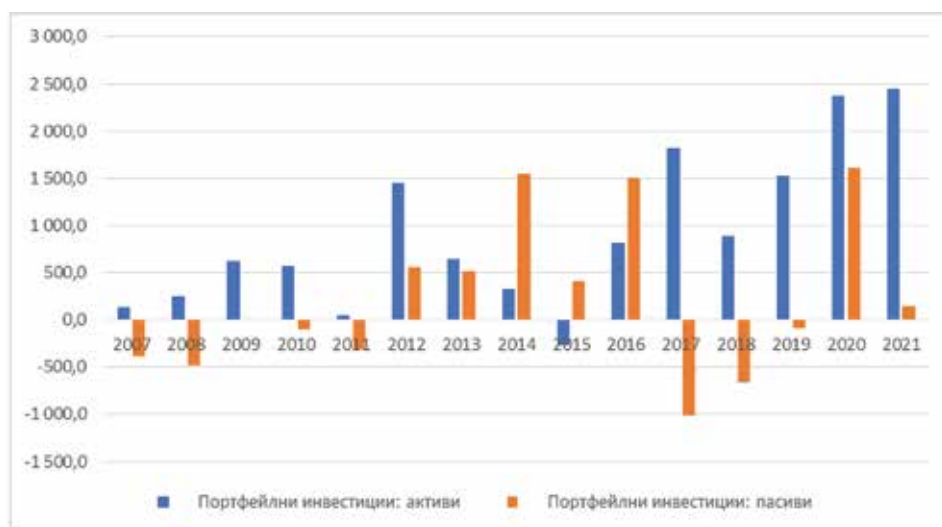
Описаните по-горе факти обхващат развитието на капиталовия пазар в България от гледна точка на публично търгуваните финансови инструменти. Обобщена картина за цялостния ефект може да се получи чрез данните от платежния баланс на страната, тъй като той обхваща входящите и изходящите финансови потоци, както за финансовите инструменти, които се търгуват публично, така и за тези, които са от частни емисии. Това е важно, защото някои от целите на Плана са насочени към стимулиране и на този сегмент на капиталовите пазари.

На фиг. 1. са показани входящите и изходящите финансови потоци на годишна база, генерирани от портфейлни инвестиции, независимо от това

---

<sup>13</sup> По данни на Комисията за финансов надзор към началото на 2021 г.

дали придобиваните финансови инструменти са публично или частно търговани. Както се вижда от данните, през периода, в който реално инициативите на Плана за СКП влизат в действие (2015 – 2021), капиталът има тенденция да изтича от страната. Само през 2015 г. и 2016 г. входящият поток надвишава изходящия, а за всички следващи години е обратното. При това изходящият поток видимо нараства в последните години на разглеждания период. Нетният ефект за целия период 2015 – 2021 г. е, че размерът на изходящия от България финансов ресурс надвишава входящия ресурс с 7,688.8 млн. евро, което е около 11.4% от БВП на страната за 2021 г. Такава картина не може да се счита за благоприятна, тъй като финансов ресурс, който би могъл да развива българската икономика, всъщност се инвестира навън и подкрепя чуждестранни икономики.



**Фиг. 1.** Портфейлни инвестиции (млн. евро)

*Източник на данните:* БНБ, Платежен Баланс, Стандартно представяне.

Причините да се наблюдава такава картина са много. От една страна, на развитите капиталови пазари има натрупан опит, там по-бързо се усвояват новите възможности, доверието към тях е по-високо, инвестиционните продукти са повече и по-разнообразни, новите финансови технологии се използват ефективно. Това създава предпоставки за привличане на инвеститори и спестители и тези участници на капиталовите пазари от България са се възползвали от разширените възможности. Това става чрез многобройни канали – преки и косвени. Косвени канали са частните пенсионни фондове и колективните инвестиционни схеми, повечето от които са „захранващи

схеми“ на чуждестранни управляващи дружества, а преките канали включват дистрибуция на чуждестранни финансови инструменти чрез клоновата мрежа в страната на чуждестранните банки и чрез различни инвестиционни посредници, както и директното инвестиране чрез лични брокерски сметки.

От друга страна, българският капиталов пазар е все още много млад, няма критична маса на ликвидност, а и цялостната инвестиционна среда в разглеждания период се възприема от чуждестранните инвеститори като неблагоприятна, заради неефективно управление, политическа нестабилност и проблеми с върховенството на закона. Също така, практиките на корпоративно управление на публичните дружества, защитата на инвеститорите и дивидентната политика в много случаи не отговарят на високи стандарти. Отделно от всичко това, нивото на финансова грамотност на познаване на финансовите инструменти, както при потенциалните емитенти, така и при индивидуалните спестители, е сравнително ниско.

При тези обстоятелства ефектът от изграждането на СКП на настоящия етап върху Българската икономика е асиметричен и поражда тенденция към изтичане на значителен финансов капитал извън страната.

\* \* \*

Представените в настоящото изследване анализи и аргументи дават основание да се стигне до следните обобщени заключения:

- Европейската комисия продължава да провежда целенасочен процес на изграждане на Съюз на капиталовите пазари с цел повишаване на ролята на пазарното финансиране в европейската икономика. Този процес протича бавно и неравномерно, но включва значителни административни и финансови ресурси и тенденцията е ясна – той няма да спре и ще продължи до достигане на ниво подобно на Банковия съюз.
- Един СКП по принцип може да е полезен за българската икономика, ако доведе до по-улеснен достъп до финансиране на МСП, стартиращи и иновативни фирми и инфраструктурни проекти, както и повече и по-разнообразни възможности за спестяване и инвестиции.
- На този етап ефектът от действията за изграждането на СКП върху българската икономика е асиметричен. От гледна точка на спестителите и инвеститорите ефектът е значим – те имат възможност за избор измежду много голямо множество от инвестиционни алтернативи, имат нормативен и технически достъп до практически всички международни пазари, в редица случаи могат да ползват и данъчни облекчения. Това е благоприятно развитие за тази група пазарни участници, защото води до увеличаване на финансовото богатство на нацията, което съответно ще има благоприятен ефект върху теку-

щото и бъдещото потребление. То е особено благоприятно в период, като сегашния, когато в банките има натрупани относително големи спестявания в условията на съществено отрицателни реални депозитни лихви. Но от гледна точка на емитентите ефектът не е така добър. Независимо че инициативите за СКП са облекчили достъпа до пазарно финансиране на фирмите, и в частност на МСП, и са разширили полето за действие на предприемачите чрез регламентирането на нови форми на колективно инвестиране, тези възможности са използвани до сега в минимална степен. С други думи, ефектът от гледна точка на стимулиране на пазарното финансиране на бизнеса в България на този етап е съвсем ограничен. По този начин реалният сектор на българската икономика практически не е почувствал ползите от инициативите по създаването на СКП, въпреки безспорната необходимост от мащабно технологично модернизиране и дигитализиране и от повишаване на енергийната ефективност за бизнеса, както и от подходяща инфраструктура.

- Като резултат от асиметричния ефект, изходящите капиталовите потоци на портфейлните инвеститори от страната надвишават значително входящите, т.е. има тенденция за изтичане на капитал от страната. Тази тенденция ще се запази в краткосрочен и средносрочен план, защото трудностите, възпрепятстващи развитието на българския капиталов пазар не са малко. При капиталовите пазари няма ефект на скачените съдове, а пазарите, които са по-развити и се ползват с по-високо доверие естествено привличат инвеститорите. Тази тенденция все още не е драматична за българската икономика, поради относително ниския ѝ растеж и свръхликвидността на банките. Но това състояние може да се промени и ако значителни средства системно продължат да изтичат от страната, това ще бъде ограничение за растежа на българската икономика.
- Трудностите пред развитието на българския капиталов пазар не могат да бъдат отстранени бързо и лесно и на тях не може да се въздейства само чрез промени в нормативната уредба. Поради това, необходимо е заинтересованите страни и институции да участват активно в процеса на създаване и осигуряване на условия, при които и българският реален сектор да почувства ползите от единен Съюз на капиталовите пазари. В противен случай тенденцията на изтичане на финансов ресурс от страната ще продължава и доходи, изработени и спестени от българската икономика ще подкрепят растежа не на българската, а на чуждестранни икономики.

## Литература

- Петранов, С. (2016) Съюз на капиталовите пазари – европейска утопия или реална възможност? Алтернативи на икономическото развитие през XXI век, под ред. на Г. Шопов, С. Керемидчиев, Клуб Икономика 2000.
- Петранов, С., Ангелова, М. (2012) Развитие и перспективи на системите за корпоративно управление в Европейския съюз. – *Икономическа мисъл*, 5, БАН.
- Constâncio, V. (2019) European Financial Architecture and the European safe asset, Speech at the Conference on European Financial Infrastructure in the Face of New Challenges, 25 April, Florence. Available at: <https://macroviews.net/wp/2019/05/05/european-financial-architecture-and-the-european-safe-asset/>.
- European Commission (2015) Green Paper on Capital Markets Union.
- Kremer, M., Popov, A. (2018) Financial Development, Financial Structure, and Growth: Evidence from Europe, Special Feature A, Financial Integration in Europe, May, European Central Bank.
- Petranov, S., (2018). Capital markets union and the prospect for Bulgaria. – *Annual of Sofia University "St. Kliment Ohridski"*, Faculty of economics and business administration, Volume 16.
- Slovik, P., Cournède, B. (2011) Macroeconomic impact of Basel III, OECD Economics Department Working Papers, OECD Publishing.
- Wehinger, G. (2012) Bank Deleveraging, the Move from Bank to mMarket-based Financing, and SME financing. – *OECD Journal: Financial Market Trends*, Volume 2012/1.

## Петнадесета глава

### Промените в областта на валутния контрол

Доц. д-р Цветан Мадански

*e-mail:* tzvetan\_madanski@feb.uni-sofia.bg

След като премина през етапа по възприемане на *acquis communautaire* в областта на икономическия и паричен съюз и осъществи подготвителни действия за изпълнение на номиналните критерии за членство, предвидени в Договора от Маастрихт, понастоящем България е пред завършващата фаза на присъединяването към еврозоната. В тази фаза следва да се осъществи официалната замяна на националната валута с единната европейска парична единица – евро. Ефектът от паричната интеграция в рамките на ЕС се оценява положително в съвременната аналитична литература. Подчертават се ниските нива на инфлация, преодоляването на валутния риск чрез единната валута, макроикономическата стабилност, намаляването на уязвимостта на отделните държави членки от валутни и финансови колебания, но също така съкращаването на разходите при трансграничния обмен на стоки и услуги и активирането на търговията в икономическото пространство на ЕС<sup>1</sup>. Посочените предимства са още по-видими при малките икономики, силно отворени за търговски и финансови потоци, каквато е България<sup>2</sup>.

Възприемайки тезата за позитивния ефект от въвеждането на еврото, която се потвърждава от опита при предходните разширявания на еврозоната, настоящата разработка насочва вниманието към въпрос от сферата на валутния контрол, който е малко изследван. Целта е да бъдат анализирани последиците от въвеждането на единната валута върху специфичната регулаторна и контролна функция на държавата, свързана с митническата дейност. Въпросът е важен поради особеното геополитическо разположение на България, която бидейки част от външните граници на ЕС, с приемането на еврото ще стане част от външните граници на еврозоната. Това ще постави

---

<sup>1</sup> В този смисъл вж. Accession Countries and ERM II Briefing Paper on “The Conduct of Monetary Policy and an Evaluation of the Economic Situation in Europe – 3rd Quarter 2003(August 2003)” for the European Parliament.

<sup>2</sup> Buiter & Grafe (2022) са още по-категорични в оценката си и разглеждат националния паричен суверенитет на малките икономики като „скъп и ненужен лукс“.



и нови очаквания към организацията и осъществяването на контрола при пренасянето на парични средства през границите, включително и във връзка с противодействието на прането на пари и финансирането на тероризма.

## **Пренасянето на пари през граница като икономически феномен**

По най-обща дефиниция парите са универсално разплащателно средство, чрез което се осъществява обменът на стоки и услуги. Независимо от усъвършенстването на банковите и разплащателни услуги и появата на нови платежни инструменти, все още физическите пари – банкнотите и монетите, заемат важно място в търговията и потреблението. Извършват се туристически и бизнес пътувания, при които лицата пренасят пари със себе си. В определени случаи парите в брой се явяват ключови за международния бизнес и за частните отношения поради обстоятелството, че в някои части на света банковите преводи и чековете не са предпочитан метод на разплащане, или поради временно търсене на алтернативи на финансовите системи при природни бедствия, военни конфликти или други форсмажорни обстоятелства.

Практиката не разполага с метод, чрез който точно да бъдат определени количеството или стойността на парите в брой, които се пренасят през държавните граници, особено в рамките на ЕС, който се основава на свободното движение на хора, стоки, услуги и капитали<sup>3</sup>. Косвени изводи за физическото пренасяне на пари в брой могат да бъдат направени от официалната информация за парите в обращение. По данни на БНБ в края на декември 2021 г. парите в обращение са достигнали 24 696.7 млн. лв. за едногодишен период, което бележи ръст от 16.3% спрямо края на декември 2020 г. Тенденцията на нарастване на парите в обращение у нас, макар и с по-малки темпове, е ясно изразена и през предходните годишни периоди<sup>4</sup>. Що се отнася до единната европейска валута, според Годишния отчет на ЕЦБ за 2021 г., в края на годината евробанкнотите в обращение са били на обща стойност 1544,4 млрд. EUR, което е с 8% повече спрямо края на 2020 г.<sup>5</sup> Докладът за 2021 г. на ЕЦБ за международната роля на еврото со-

<sup>3</sup> Влайкова (2020), с. 71.

<sup>4</sup> Например ръстът за 2020 г. спрямо 2019 г. е 11.2%, или представено в абсолютна стойност – 2136.1 млн. лв. За повече подробности вж. Преглед на емисионно-касовата дейност на БНБ за октомври–декември 2021 г., достъпен на [https://www.bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/bnb\\_download/nac\\_paydesactivity\\_202112\\_bg.pdf](https://www.bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/bnb_download/nac_paydesactivity_202112_bg.pdf) (31.05.2022 г.).

<sup>5</sup> Източник: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/annualaccounts/html/ecb.annualaccounts.2021~5130ce3be2.bg.html> (достъпен на 20.04.2022 г.).

чи, че през 2019 г. между 30% и 50% от стойността на евро банкнотите се държи в страни извън еврозоната, което е повишение спрямо 2017 г., когато се отчитат нива до 30% от стойността на евро банкнотите<sup>6</sup>. В тази връзка може да се предполага, че пренасянето на парични средства през границите се подчинява на същите тенденции и ако не се е увеличило, то поне със сигурност запазва високите нива от последните години.

Пренасянето на пари в брой през държавните граници не е забранена дейност, но е обект на стриктни регулации и се подчинява на правила и изисквания, спазването на които се гарантира чрез валутния контрол.

## **Национален режим на валутния контрол и трансграничния пренос на финансови средства**

Режимът на физическото пренасяне на парични средства през границите на България е установен с Валутния закон, чрез който са създадени условия за прякото и непосредствено действие на актовете от правото на ЕС в материята на валутния контрол. Според чл. 11а от Валутния закон пренасянето на парични средства в размер на 10 000 EUR или повече, или тяхната равностойност в левове или друга валута за или от трета страна, подлежи на деклариране пред митническите органи. Следователно по отношение на физическите лица, които напускат територията на България към трети държави или съответно влизат в страната от трети държави, се прилага правилото за задължителното деклариране на паричните средства, които носят със себе си и които са в размера, определен от закона. Прилагането на посоченото правило е свързано с правомощието на митническите органи да събират информация относно движенията на пари в брой и когато това е целесъобразно, да обменят тази информация с други органи. В тази връзка и съгласно чл. 10а от Валутния закон митническите органи водят регистри за пренасяните през границата на страната и съответно декларирани парични средства, благородни метали и скъпоценни камъни и изделия със и от тях. За целите на закона под понятието „парични средства“ се разбира валута, т.е. – банкноти и монети, които са в обращение като средство за обмяна и платежни инструменти на носител. „Платежните инструменти на носител“ също са дефинирани в закона и включват пътнически чек, чек, запис на заповед или менителница, или друг платежен инструмент, който е във формата на инструмент на носител, или е предвидена възможност за джирисване без ограничение, или е издаден в друга форма, която позволява да бъде прехвърлен с предаването, както и чек, запис на заповед, менител-

---

<sup>6</sup> European Central Bank (2021).

ница или друг платежен инструмент, който е подписан, но не е посочено името на получателя по него“ (§ 1, т. 6 и 7 от Допълнителните разпоредби на Валутния закон).

С оглед на превантивната си цел и търсения от законодателя възпиращ ефект, задължението за деклариране е в тежест на лицата само при пренасяне на пари в брой в размер над 10 000 EUR и повече, което дава възможност вниманието на митническите органи да се насочи към паричните потоци със съществен размер. Задължението е изпълнимо във формата на писмена декларация – декларация за паричните средства по образец, утвърден от министъра на финансите. В допълнение, в случай че имат основателни съмнения или данни за незаконни дейности, митническите органи могат да извършват контрол на физическите лица, които пренасят парични средства в размер по-малък от 10 000 EUR или съответно тяхната равностойност в левове или друга валута, както и да изискват от лицата да предоставят информация относно тези парични средства.

Движението на пари в рамките на ЕС, т.е. през границата на страната за или от държава членка на ЕС се осъществява свободно, но чл. 11б от Валутния закон предвижда правомощие на митническите органи по своя преценка и в тези случаи да поискат от лицата да декларират пренасяните от тях парични средства, в случай че те са в размер на или над 10 000 EUR, или съответно тяхната равностойност в левове или друга валута.

Въпросът за начина, по който се определя равностойността на другата валута в евро за целите на чл. 11а и сл. от Валутния закон, е уреден в чл. 10 от Наредба № Н-1 от 1 февруари 2012 г.<sup>7</sup>. Според чл. 10 от посочената наредба, равностойността на друга валута в евро се определя по курса за митнически цели, приложим за тази валута в левове, в деня на пренасянето на паричните средства през границата на страната. Нормата е свързана с разпоредбите относно обменните курсове, използвани за преизчисляване на суми в друга валута за целите на определяне на митническата стойност на стоките, и поспециално с чл. 53, параграф 1, буква „а“ от Регламент (ЕС) № 952/2013 г. на Европейския парламент и на Съвета от 9 октомври 2013 г. за създаване на Митнически кодекс на Съюза и чл. 146 от Регламент за изпълнение (ЕС) 2015/2447 на Комисията от 24 ноември 2015 г. за определяне на подробни правила за прилагането на някои разпоредби на Регламент (ЕС) № 952/2013 на Европейския парламент и на Съвета за създаване на Митнически кодекс на Съюза. В тази връзка обменният курс, който се използва, е обменният курс, публикуван от Българската народна банка в предпоследната сряда на

<sup>7</sup> Наредба № Н-1 от 1 февруари 2012 г. за пренасянето през границата на страната на парични средства, благородни метали, скъпоценни камъни и изделия със и от тях и водене на митнически регистри по чл. 10а от Валутния закон, издадена от министъра на финансите, обн. ДВ, бр.10 от 3 февруари 2012 г., изм. и доп. ДВ, бр. 98 от 11 декември 2012 г.

всеки месец. Когато на посочения ден не е публикуван обменен курс, се прилага последният публикуван курс. Обменният курс се прилага за период от един месец, считано от първия ден на следващия месец и се публикува на страницата на Агенция „Митници“<sup>8</sup>.

Нарушенията на правилата на валутното законодателство са основание за ангажиране на административната или наказателната отговорност на лицата<sup>9</sup>. Съгласно чл. 18, ал. 2 от Валутния закон, който извърши или допусне извършване на нарушение на задължението за деклариране на пренасяните парични средства през границата на България, или на нормативните актове по тяхното прилагане, се наказва с глоба за физически лица или с имуществена санкция за юридически лица и еднолични търговци в размер на една пета от стойността на недеklarираните парични средства, ако деянието не съставлява престъпление. Когато паричните средства, предмет на нарушението са укрити, наказанието е глоба за физически лица или имуществена санкция за юридически лица и еднолични търговци в размер на една четвърт от стойността на недеklarираните парични средства, ако деянието не съставлява престъпление. Размерът на глобата е определен като част от размера на стойността на предмета на нарушението, което е в съответствие с изискването за ефективни, пропорционални и възпиращи административни санкции, както и с практиката на Съда на Европейския съюз в областта на административно наказателните разпоредби при неизпълнение на задължението за деклариране по чл. 3 от Регламент (ЕО) № 1889/2005<sup>10</sup>.

---

<sup>8</sup> <https://customs.bg/wps/portal/agency/home/info-business/bank-information/customs-exchange-rates>.

<sup>9</sup> Съответните текстове за деянията, които осъществяват състав на престъпление и се съдържат в Наказателния кодекс, не са предмет на настоящия анализ.

<sup>10</sup> За пълнота следва да се отбележи, че административно-наказателната политика по отношение на нарушенията на режима на пренасяне на парични средства през граница се е развила под влиянието на практиката на Съда на ЕС, който е разглеждал съвместимостта на санкциите по българското законодателство, налагани при недеklarиране на парични средства във връзка с четири преюдициални запитвания. Освен това, в рамките на наказателна процедура по преписка за Нарушение № 2012/2085, Европейската комисия е издала мотивирано становище, че „Съгласно член 258, първата алинея от Договора за функционирането на Европейския съюз: като поддържа в законодателството си система за наказателни и административни санкции, съгласно която във всички случаи се изисква задължително пълно отнемане на недеklarираните парични средства, както и налагане на имуществени глоби или лишаване от свобода, и която предвижда неадекватно определени прагове за налагане на имуществени административни санкции, Република България не е въвела система за налагане на ефективни, пропорционални и възпиращи наказателноправни и административни санкции и поради това не е изпълнила задълженията си по член 4, параграф 2 и член 9, параграф 1 от Регламент (ЕО) № 1889/2005 на Европейския парламент и на Съвета от 26 октомври 2005 г. относно контрола на пари в брой, които се внасят и изнасят от Общността.“ Вж. в тази връзка мотивите към проект на Закон за изменение и допълнение на Валутния закон (902-01-64/02.12.2019), достъпен на <https://www.parliament.bg/bg/bills/ID/157264/> (01.04.2022 г.).

## Единната европейска валута като обект на валутни нарушения

В рамките на ЕС контролът за спазване на валутното законодателство на Съюза и съответните национални правила е възложен на митническите органи. Това обстоятелство отчита функционалната и структурната връзка между правомощията и експертния опит на митническите служители при извършване на контрол на пътниците и товарите, които преминават през външните граници на ЕС, от една страна, и особеностите на валутния контрол, от друга страна. Митническият контрол при пренасянето на валута през границите може да бъде разглеждан и като елемент от институционалната рамка за противодействие на изпирането на пари и финансирането на тероризма.

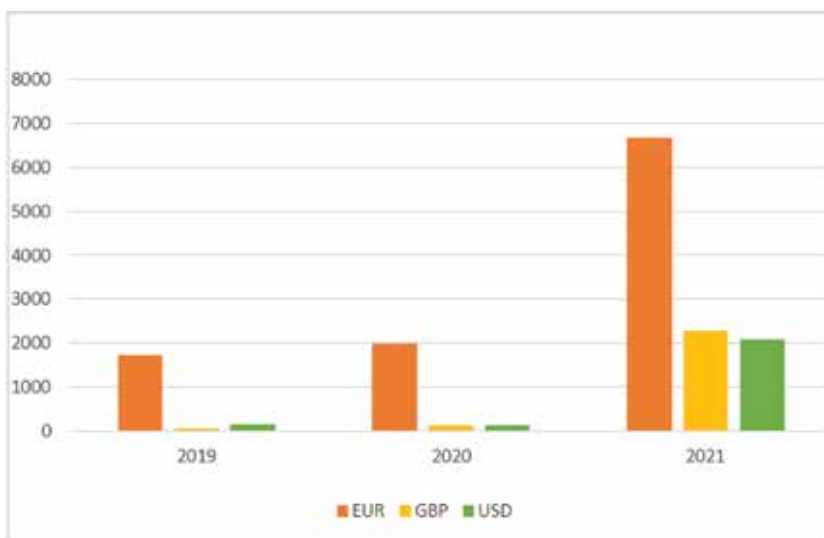
През 2021 г. българските митнически органи са установили общо 94 случая на пренасяни през границата на страната и недеklarирани по съответния ред парични средства, на обща стойност 21 802 211 лв. (в левова равностойност). Разгледани в сравнителен аспект, данните сочат, че стойността на разкритията за пренасяните през границата недеklarирани парични средства за 2021 г. е в размер близо 5 пъти по-голям от левовата равностойност на валутните нарушения през 2020 г. Размерът на установените през 2021 г. недеklarирани парични средства надминава общата сума на разкритите валутни нарушения през предходните пет години, която е 21 043 590 лв. общо за периода 2016 – 2020 г. Една трета от общата стойност на откритите през изминалата година недеklarирани или невярно декларирани пари в брой, е установена на границата с Румъния, която е вътрешна граница за ЕС. Открити са основно при митнически проверки на лица и превозни средства, влизащи в България през границата с държавата членка на ЕС на път за Турция.<sup>11</sup>

Пренасяните недеklarирани парични средства са в различни валути. Най-голям е делът на валутите EUR, GBP и USD. Фиг. 1 по-долу представя тенденциите в нарушенията при пренасяне на парични средства през границата по години и видове валута.<sup>12</sup>

---

<sup>11</sup> Митническа хроника бр.4 2021 г. с. 10, Българските митници през 2021 г., [https://customs.bg/wps/wcm/connect/customs.bg28892/1e098fff-2e02-4fab-a785-9efcb296cc1d/MH\\_04-2021\\_online.pdf?MOD=AJPERES](https://customs.bg/wps/wcm/connect/customs.bg28892/1e098fff-2e02-4fab-a785-9efcb296cc1d/MH_04-2021_online.pdf?MOD=AJPERES) (посетен на 10.04.2022 г.).

<sup>12</sup> Годишни доклади на Агенция „Митници“ – 2019, 2020, 2021 г.



**Фиг. 1.** Разкрити недеklarирани парични средства (хил.)

От официалните данни за задържани недеklarирани парични средства е видно, че еврото е сред водещите по стойност и обем валути, които са обект на нарушения при физическо пренасяне през границата на България. Това състояние на валутните нарушения е симетрично на мястото на единната европейска валута в международния спектър на паричните системи. В периода от въвеждането му в обращение през 2002 г. до днес, значението и ролята на еврото в международните валутни отношения се повишава постъпателно. Единната европейска парична единица се разпространява в рамките на глобалните пазари, а също и в трети страни, където се използва за целите на монетарните политики и в частните отношения – като валута или актив. Тази тенденция остава непроменена и към настоящия момент. В Доклада за 2021 г. на ЕЦБ<sup>13</sup> категорично се сочи, че международната роля на еврото остава стабилна и през 2020 г. Мястото на еврото като втора по значение валута в световната система на паричните единици остава непроменено, независимо от безпрецедентното в съвременната история свиване на световната икономическа активност поради пандемията от коронавирус (COVID-19).

Според анализа на ЕЦБ, основан на статистическа, отчетна и регулаторна информация, специално в частта физическо пренасяне на евро банкноти е налице известен спад, тъй като нетните регистрирани пратки на евро банкноти към дестинации извън еврозоната са намалели с 2% през 2020 г.

<sup>13</sup> European Central Bank, The international role of the euro, June 2021.

Въпреки това в страните, съседни на еврозоната, обемите на износа и вноса на евро банкноти са намалели значително по-малко, а следва да се отчита и запазеното търсене на банкноти в брой за домакинствата в някои икономики от Югоизточна Европа, в които приходите от туризъм играят основна роля<sup>14</sup>. Допълнителни наблюдения на чуждестранното търсене на евро банкноти, които имат за цел да уловят миграцията на банкноти чрез нерегистрирани канали като туризъм и парични преводи, сочат за нарастване на стойността на евро банкнотите, които се държат извън еврозоната, а следователно и за тяхното физическо принасяне през границите.

Или като обобщение, високите стойности на европейската валута, която е обект на нарушения при пренасяне през границата на България, съответстват на международната роля на еврото в легалните транзакции, в това число и при физическото пренасяне на банкноти.

## **Развитие на европейската рамка на валутния контрол и трансграничния пренос на финансови средства**

Като отговор на наблюдаващото се засилено движение през границите на парични средства, които се използват за цели, представляващи потенциална заплаха за финансовата система и вътрешния пазар, през 2005 г. в рамките на Европейската общност е приет и започва да се прилага Регламент (ЕО) № 1889/2005<sup>15</sup>. С този законодателен акт на Общността са въведени международните стандарти за борба с изпирането на пари и финансирането на тероризма, изготвени от Специалната група за финансови действия (Financial Action Task Force (on Money Laundering) – FATF). Регламентът е насочен към предотвратяване и разкриване на случаи на изпиране на пари и финансиране на тероризъм. За целта се установява система за контрол, приложим към физическите лица, които влизат в Съюза или излизат от него с парични средства или прехвърляеми инструменти на приносител в размер на 10 000 EUR или повече, или тяхната равностойност в други валути<sup>16</sup>.

---

<sup>14</sup> European Central Bank, The international role of the euro, June 2021, с. 36 – 37 и графичната информация, представена там.

<sup>15</sup> Регламент (ЕО) № 1889/2005 на Европейския парламент и на Съвета от 26 октомври 2005 г. относно контрола на пари в брой, които се внасят и изнасят от Общността

<sup>16</sup> За изчерпателност следва да бъде спомената и Директива (ЕС) 2015/849 на Европейския парламент и на Съвета от 20 май 2015 г. за предотвратяване използването на финансовата система за целите на изпирането на пари и финансирането на тероризма, за изменение на Регламент (ЕС) № 648/2012 на Европейския парламент и на Съвета и за отмяна на Директива 2005/60/ЕО на Европейския парламент и на Съвета и на Директива 2006/70/ЕО на Комисията. Директивата установява минимално хармонизирано ниво на превантивните действия,

През 2016 г. Европейската комисия извършва оценката на степента, в която Регламент (ЕО) № 1889/2005 относно контрола на парите в брой е постигнал своите цели. След анализ на информацията, получена от държавите членки и отчитане на развитието на международните стандарти за контрол на презграничните потоци на парични средства, ЕК стига до заключението, че като цяло резултатите от прилагането на Регламент (ЕО) № 1889/2005 са добри, но все още някои области създават проблеми и следва да бъдат подсилени, за да се подобри ефектът от неговото прилагане<sup>17</sup>. Една от слабостите, които се установяват е несъвършеното покритие на презграничното движение на парични средства, и по-специално липсата на разпоредби относно контрола върху паричните средства, които се пренасят като пощенски, товарни или куриерски пратки. Налице са сигнали от публични органи за използване на такива пратки именно с цел да бъдат избегнати задълженията за деклариране по Регламент (ЕО) № 1889/2005. Същевременно не е предвидено правомощие на компетентните органи да задържат временно парични средства, когато засичат движения на суми в размер по-нисък от определения праг, но по отношение на които има признаци за незаконна дейност. В допълнение дефиницията на „парични средства“ не обхваща всички хипотези и не съответства на новите реалности в икономическия живот. Оценката на въздействието на Регламент (ЕО) № 1889/2005 в контекста на развитието на съвременния свят е основание за приемане на нов акт с ранг на регламент, който да замени Регламент (ЕО) № 1889/2005 и да въведе набор от общоприложими правила на равнището на Съюза, позволяващи сравним контрол на движението на парични средства в рамките на ЕС и улесняващи значително усилията за предотвратяване на изпирането на пари и финансирането на тероризма.

Поставената цел за нова регулация е постигната с Регламент (ЕС) 2018/1672<sup>18</sup>, приложим считано от 3 юни 2021 г., който има за цел подо-

---

които държавите членки следва да прилагат за предотвратяване използването на финансовата система за пране на пари и финансиране на тероризъм. Освен всичко друго, Директивата третира и плащанията в брой на големи суми като действия с висок риск от изпиране на пари и финансиране на тероризма. Симетрично на изискванията към физическите лица, пренасящи пари през границите, с цел повишаване на бдителността и ограничаване на рисковете, свързани с плащания в брой, Директивата предвижда задължение за държавите членки да гарантират, че задължените субекти прилагат комплексна оценка във всички случаи по отношение на лица, които извършват или получават плащания в брой в размер на 10 000 EUR или повече както и държавите членки да могат да приемат и по-ниски прагове, допълнителни общи ограничения на използването на пари в брой и допълнителни по-строги разпоредби.

<sup>17</sup> Обяснителен меморандум към Предложение на Комисията за регламент относно контрола на паричните средства, които се въвеждат в Съюза или се извеждат от него, и за отмяна на Регламент (ЕО) № 1889/2005, COM(2016) 825 final.

<sup>18</sup> Регламент (ЕС) 2018/1672 на Европейския парламент и на Съвета, относно контрола на паричните средства, които се внасят в Съюза или изнасят от него, официален вестник на ЕС, L 284/6, 12.11.2018 г.



бръване на съществуващата система за контрол върху паричните потоци, които влизат в или излизат от ЕС (entering and living the Union), във връзка с борбата с изпирането на пари и финансирането на тероризма.

Обновените правила на валутното законодателство на ЕС не променят задължението за лицата при влизане или напускане на Съюза да декларират пренасяните от тях парични средства на стойност 10 000 EUR или повече, или тяхната равностойност в други валути. Но на практика задължението за деклариране се разширява, тъй като дефиницията на понятието „парични средства“ за целите на Регламент (ЕС) 2018/1672 е допълнена. Под парични средства вече се имат предвид не само валута и платежни инструменти на приносител, които бяха и до този момент обект на валутен митнически контрол, но също така и стоки, използвани като високоликвидни средства за съхранение на стойност, и предплатени карти. В обхвата на понятието „парични средства“ вече се включват златни монети със съдържание на злато най-малко 90% и златни кюлчета, златни късове или буци със съдържание на злато най-малко 99,5 %, които са посочени в Приложение I към Регламента като стоки, използвани като високоликвидни средства за съхранение на стойност. Понятието „валута“ също има дефиниция в Регламент (ЕС) 2018/1672 и означава банкноти и монети, които са в обращение като средство за обмяна или които са били в обращение като средство за обмяна и все още могат да бъдат обменени чрез финансовите институции или централните банки срещу банкноти и монети, които са в обращение като средство за обмяна<sup>19</sup>.

Съгласно актуалната европейска регламентация всеки приносител, който влиза или напуска територията на ЕС (т.е. пътува от или за трета държава) и носи в себе си парични средства на стойност 10 000 EUR или повече, или съответната им равностойност в друга валута, трябва задължително да декларира тези парични средства пред митническите органи на митническия пункт, през който влиза в Съюза или излиза от него, както и да ги предостави на разположение за проверка. Под „приносител“ се разбира физическо лице, което пренася парични средства в себе си, в своя багаж или в своето превозно средство, съответно пресича границата пеша или като пътник (включително и като член на екипаж) с въздушен, сухопътен, железопътен или воден транспорт. Лицето, което пренася паричните средства е задължено да ги декларира, без значение дали е техен собственик или не, дали лицето ги пренася в ръчен или в чекиран багаж, дали влиза или излиза от ЕС, или само преминава транзитно.

---

<sup>19</sup> Пример за валута в този широк смисъл са банкнотите германски марки, които не са в обращение след като Германия приема еврото, но продължават да се изкупуват от Централната банка на Германия.

Въз основа на унифицираната европейска рамка държавите членки на ЕС следва да използват общ образец на декларация – Декларация за паричните средства по член 3 от Регламент (ЕС) 2018/1672. Обстоятелства относно собствеността на пренасяните парични средства се посочват в данните в декларацията. Когато приносителят на паричните средства не разполага с правоспособност да подпише декларацията, декларацията се подава от законния представител на приносителя. Задължението за деклариране от лице, което не е ненавършило 16 години, се изпълнява от съпровождащо го пълнолетно лице.

В случай на неспазване на задължението за деклариране или ако декларираната информация е невярна или непълна, митническите органи могат да задържат пренасяните парични средства. Действията, които нарушават валутните правила се санкционират въз основа на съответното национално законодателство. Регламент (ЕС) № 1672/2018 не променя в основни линии режима на наказанията, а именно: всяка държава членка да въведе такива наказания за неспазване на задължението за деклариране на придружени парични средства и на задължението за оповестяване на непридружени парични средства, като „тези санкции трябва да бъдат ефективни, пропорционални и възпиращи“. Същевременно в съображенията от преамбюла на регламента, се подчертава, че санкциите за неспазване на задължението за деклариране на паричните средства са твърде различни в отделните страни членки. Някъде наказанията са прекалено ниски и не могат да имат възпиращ ефект, в други държави санкциите са толкова сериозни, че автоматично се презюмира, че недеклаирането на паричните средства е доказателство за наличие на съпътстващо го престъпление, което обаче следва да бъде предмет на друго разследване. С новите правни норми се прави опит за известна хармонизация на правния режим на наказанията в отделните държави членки, за да не се позволява нарушителите да избират маршрут, като избягват тези страни, които имат по-строги санкции за сметка на тези, които прилагат по-либерални мерки.

Задължително деклариране е предвидено за всеки приносител, който влиза или напуска територията на ЕС (т.е. пътува от или за трета държава). В допълнение, с новата уредба е въведена възможност, при поискване от страна на митническите служители, приносители на парични средства, които пътуват от или към държава членка на ЕС също да декларират физически пренасяните от тях парични средства в размер на 10 000 EUR или повече, или равностойността им в друга валута. В тези случаи е предвидено митническите служители да извършват случайни проверки въз основата на рискови индикатори.

Новост е и въвеждането на задължение за оповестяване на непридружени парични средства в размер на 10 000 EUR или повече, или тяхната

равностойност в друга валута, изпращани по пощата, с куриер или контейнер, от или за трета държава. В тези случаи митническите органи могат да изискат от изпращача или съответно от получателя на паричните средства, или от техен представител да представи декларация за оповестяване в срок до 30 дни. Декларацията за оповестяване на парични средства е единен образец – по член 4 от Регламент (ЕС) 2018/1672. В случай, че декларацията за оповестяване не е представена преди изтичането на срока, предоставената информация е невярна или непълна или паричните средства не са предоставени на разположение за контрол, е налице неизпълнение на задължението за оповестяване и митническите органи могат да задържат паричните средства. Деянието подлежи на санкциониране въз основа на националното законодателство.

Регламент (ЕС) 2018/1672 относно контрола на паричните средства, които се внасят в Съюза или изнасят от него въвежда още задължение митническите служби да предават информацията от декларациите към Звено-то за финансово разузнаване на своята държава членка, което пък от своя страна ще може спонтанно или при поискване да предаде информацията към звено за финансово разузнаване на друга държава членка. Предвижда се всички компетентни органи на държавите членки да използват обща информационна система за предаване на данните, свързани с преноса на пари през границите на Съюза. По този начин се очаква да бъде засилена борбата срещу финансирането на тероризма и изпирането на пари.

## **Очаквано отражение на въвеждането на еврото върху валутния контрол**

Поради високата степен на хармонизация на режима на физическото пренасяне на парични средства в рамките на ЕС, в т. ч. и относно системите за контрол, превенция и санкция, еврото вече е възприето у нас в областта на валутния контрол като мярка за размера на паричните средства, които могат да бъдат пренасяни без изискване за деклариране, както и като елемент от състави на валутни нарушения. Специално по отношение на валутния контрол очакванията са за последващо развитие на правната рамка. От една страна, ще бъде необходимо преуреждане на съставите на административните нарушения, предвидени във Валутния закон. От друга страна, прякото приложение на Регламент (ЕС) 2018/1672 относно контрола на паричните средства, които се внасят в Съюза или се изнасят от него, налага въвеждане на промени в националното законодателство, които да създадат условия за

прилагането на регламента<sup>20</sup>. Едни от най-важните промени, които предстоят да се приемат във валутния закон са:

- В чл. 11 ал. 1 от ВЗ е предвидено, че митническите органи могат да задържат парични средства до 30 дни от датата на задържане, когато задължението за деклариране на парични средства не е изпълнено или има основателни съмнения, че паричните средства, независимо от тяхната стойност са свързани с престъпна или незаконна дейност;
- В ал. 2 на чл. 11, е предвидено, че за извършения контрол на парични средства митническите органи съставят протокол, а паричните средства се задържат с разписка по реда на чл. 15, ал. 2 т. 9 от Закона за митниците. Също така митническите органи могат да изискват доказателства за собственост, икономически произход на средствата и предназначението им;
- С разпоредбата на чл. 11, ал. 3 митническите органи се задължават в рамките на деня на задържането или най-късно до следващия работен ден, да уведомят директора на териториалната митническа дирекция на Агенция „Митници“, на чиято територия са задържани паричните средства, както и дирекция „Финансово разузнаване“ на ДАНС и/или друг компетентен орган за задържаните парични средства с оглед предприемане на действия по компетентност.

С възприемането на еврото като национална валута ще отпадне необходимостта от преизчисляване на равностойността в евро на паричните средства в други валути, платежните инструменти на приносител и стоки, използвани като високоликвидни средства за съхранение на стойност, през курса за митнически цели на българския лев. Това от своя страна ще облекчи и опрости административните процедури, прилагани от митническите органи, ще улесни събирането и анализа на данни, а също и обмена на информация с компетентните органи от другите държави членки на ЕС.

## Литература

- Влайкова, Т. (2020) Противоедействие на изпирането на пари и българските митници. С., с. 71.
- Годишен отчет на ЕЦБ за 2021 г. <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/annual-accounts/html/ecb.annualaccounts2021~5130ce3be2.bg.html> (посетен на 20.04.2022 г.).
- Директива (ЕС) 2015/849 на Европейския парламент и на Съвета от 20 май 2015 г. за предотвратяване използването на финансовата система за целите на изпирането на пари и финансирането на тероризма, за изменение на Регламент (ЕС) № 648/2012 на Европейския парламент и на Съвета и за отмяна на Директива 2005/60/ЕО на Европейския парламент и на Съвета и на Директива 2006/70/ЕО на Комисията.

---

<sup>20</sup> За тази цел е подготвен проект на Закон за изменение и допълнение на Валутния закон, който се очаква да бъде внесен в Народното събрание.

- Закон за изменение и допълнение на Валутния закон (902-01-64/02.12.2019), достъпен на <https://www.parliament.bg/bg/bills/ID/157264/> (01.03.2022 г.).
- Митнически валутни курсове. Официален сайт на Агенция „Митници“ <https://customs.bg/wps/portal/agency/home/info-business/bank-information/customs-exchange-rates/> (посетен на 03.05.2022 г.).
- Наредба № Н-1 от 1 февруари 2012 г. за пренасянето през границата на страната на парични средства, благородни метали, скъпоценни камъни и изделия със и от тях и водене на митнически регистри по чл. 10а от Валутния закон, издадена от министъра на финансите, обн. ДВ. бр.10 от 3 февруари 2012 г., изм. и доп. ДВ. бр. 98 от 11 декември 2012 г.
- Обяснителен меморандум към Предложение на Комисията за регламент относно контрола на паричните средства, които се въвеждат в Съюза или се извеждат от него, и за отмяна на Регламент (ЕО) № 1889/2005, COM(2016) 825 final.
- Преглед на емисионно-касовата дейност на БНБ за октомври-декември 2021 г. достъпен на [https://www.bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/bnb\\_download/nac\\_paydeskactivity\\_202112\\_bg.pdf](https://www.bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/bnb_download/nac_paydeskactivity_202112_bg.pdf).
- Регламент (ЕО) № 1889/2005 на Европейския парламент и на Съвета от 26 октомври 2005 г. относно контрола на пари в брой, които се внасят и изнасят от Общността.
- Регламент (ЕС) 2018/1672 на Европейския парламент и на Съвета относно контрола на паричните средства, които се внасят в Съюза или изнасят от него, официален вестник на ЕС, L 284/6, 12.11.2018 г.
- Buiter, Willem H.& Grafe, C. (2022) Anchor, Float or Abandon Ship: Exchange Rate Regimes for the Accession Countries. [https://www.academia.edu/6175915/Anchor\\_Float\\_or\\_Abandon\\_Ship\\_Exchange\\_Rate\\_Regimes\\_for\\_Accession\\_Countries?email\\_work\\_card=view-paper](https://www.academia.edu/6175915/Anchor_Float_or_Abandon_Ship_Exchange_Rate_Regimes_for_Accession_Countries?email_work_card=view-paper) (посетен 28.04.2022).
- European Central Bank. The international role of the euro. June 2021, ISBN 978-92-899-4743-5, ISSN 1725-6593, doi:10.2866/070753, QB-XN-21-001-EN-N, 36 – 37 и графичната информация, представена там; с. 39 и цитираните там източници.

## Шестнадесета глава

### Очаквани ефекти върху туризма

Гл. ас. д-р Стоян Шаламанов

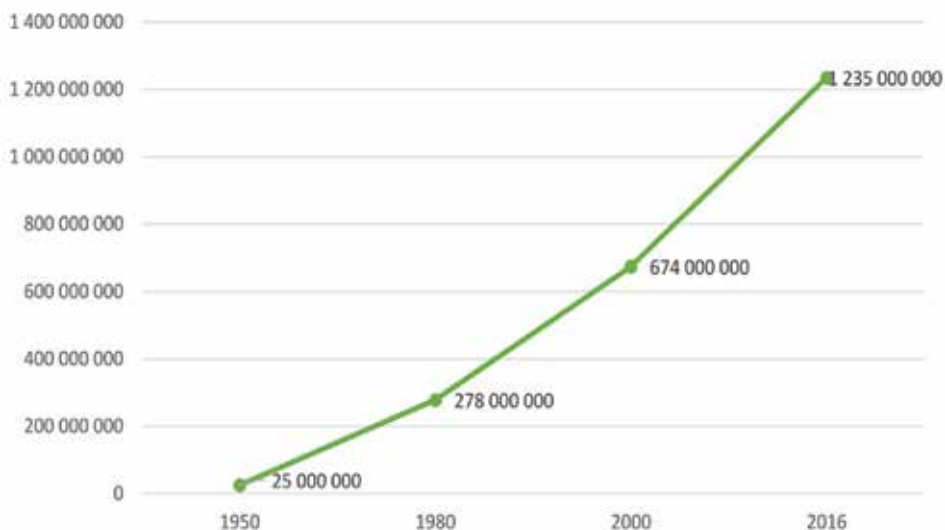
*e-mail*: shalamanov@feb.uni-sofia.bg

#### Тенденции в туризма по света

Преди разпространението на пандемията от COVID-19 туристическият сектор по света се развива със силни темпове (фиг. 1). Броят на външните туристически посещения в световен мащаб още през 2017 г. минава 1,3 млрд., като бележи ръст спрямо 2016 г. с 6,8%. Международният туризъм представлява почти 10% от общата международна търговия и почти половината от общата търговия с услуги, като генерира половин трилион долара годишни приходи. Проучване на „Airbnb“ установява, че голяма част от „millennials“ поколението (поколението милениали) смята, че пътуването е по-важно от други потребителски блага, в т. ч. по-важно от купуването на дом или автомобил (The World Tourism Organization, 2018).

Европа е континентът с най-много посещения в света (671 млн. туристи за 2017 г.). Преди пандемията в Европейския съюз туризмът ежегодно създава около 10% от БВП и 9% от заетостта, а международният туризъм съставлява 6% от общия износ на ЕС. Туризмът е на четвърто място като експортна услуга след химикалите, автомобилните продукти и храните. Така например през 2016 г. приходите от международен туризъм достигат 342 млрд. евро, което представлява 31% от световните приходи от туризъм (UNWTO and European Commission, 2020).

Сектор „Туризм“ може да се определи като най-засегнатия от пандемията от COVID-19 сектор през 2020 г. и 2021 г. Международните туристически пътувания намаляват с над 70% през 2020 г. в сравнение с 2019 г. Международният туризъм е изправен пред сериозни изпитания, например към 1 юни 2021 г. 29% от всички дестинации по света напълно са затворили границите си за международен туризъм, 34% са частично затворени, в 36% от дестинациите искат отрицателен COVID-19 тест и само 1% от страните са премахнали всички ограничения за пътуване (The World Tourism Organization, 2022).



**Фиг. 1.** Ръст на международните туристи 1950 – 2016 г.

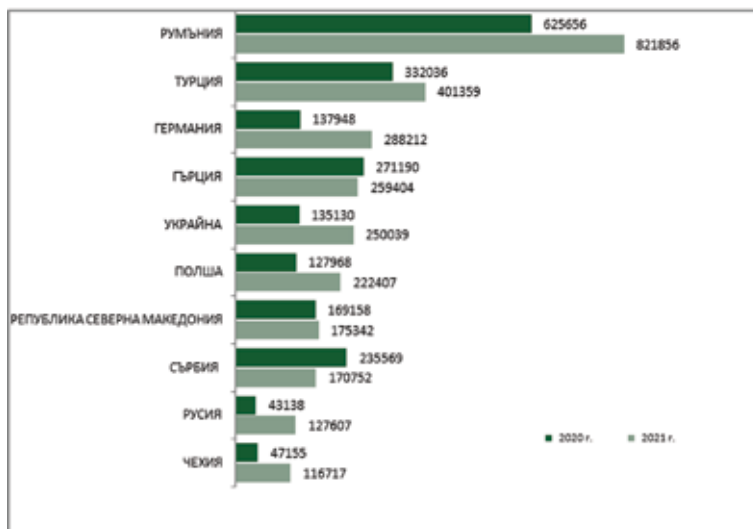
*Източник:* The World Tourism Organization, World Tourism Barometer and Statistical Annex, 2018.

## Състояние на туризма в България

Според дефиницията на § 1., т. 1 от Допълнителните разпоредби на Закона за туризма на Република България „турист“ е “лице, което посещава дестинация извън обичайното му местоживеее за период, по-кратък от една година, с цел отдих, спорт, лечебни процедури, бизнес, поклонничество, участие в културно, конгресно, конферентно събитие или друга туристическа цел.” Посещението може да се осъществи без или с поне една нощувка (над 24 часа). Статистиката за туризма обаче в някои случаи отчита само нощувките, като се базира на подадената информация от местата за настаняване. От дефиницията не става съвсем ясно дали и транзитно преминаващият трафик през страната също трябва да се включва към туризма, но практиката показва, че обикновено статистиката не го включва, може би поради методологични затруднения. За целите на нашия анализ ще считаме транзитния трафик за туризъм. България има кръстопътно географско разположение, през територията на страната преминават половината от паневропейските транспортни коридори (IV, VII, VIII, IX и X), с обща дължина от над две хиляди километра. Това генерира сериозен транзитен трафик, например през 2015 г. транзитно през страната са преминали над 2.2 млн.

чужди граждани (Министерство на туризма, Международен туризъм – България януари – декември 2015 г.).

Страните от Европейския съюз са най-важният пазар за входящ международен туризъм на България с относителен дял около 60%, като приходите преди пандемията минават 3,7 млрд. евро годишно. От страните в топ 10 (фиг. 2) само две са в еврозоната – Германия и Гърция.



**Фиг. 2.** Туристически посещения (брой) на чужденци, пазари топ 10

Източник: НСИ и Министерство на туризма.

Морският и ски туризъм са традиционните туристически услуги, с които е известна България, но според маркетинговите проучвания, проведени сред чуждестранните туристи от основните пазари, България се определя като привлекателна дестинация със специализиран туризъм, като например културен, спа, селски, голф, винен, религиозен и др. Като основни преки конкуренти на България се разглеждат Гърция, Турция, Хърватия и Австрия. Те предлагат подобни туристически продукти – летен морски, зимен и културен туризъм. Сред тях Австрия и Гърция са в еврозоната. Независимо от това, България отбелязва най-сериозен ръст сред конкурентите си (средно 21% за 2014 – 2017 г.) според резултатите от изследване на онлайн платформата Digital Demand – D2 за общия брой търсения в категория „туризъм“ (Министерство на туризма, 2019). На фиг. 3 са представени най-силните фактори за избор на България като дестинация в 10-те водещи пазара за входящ туризъм.

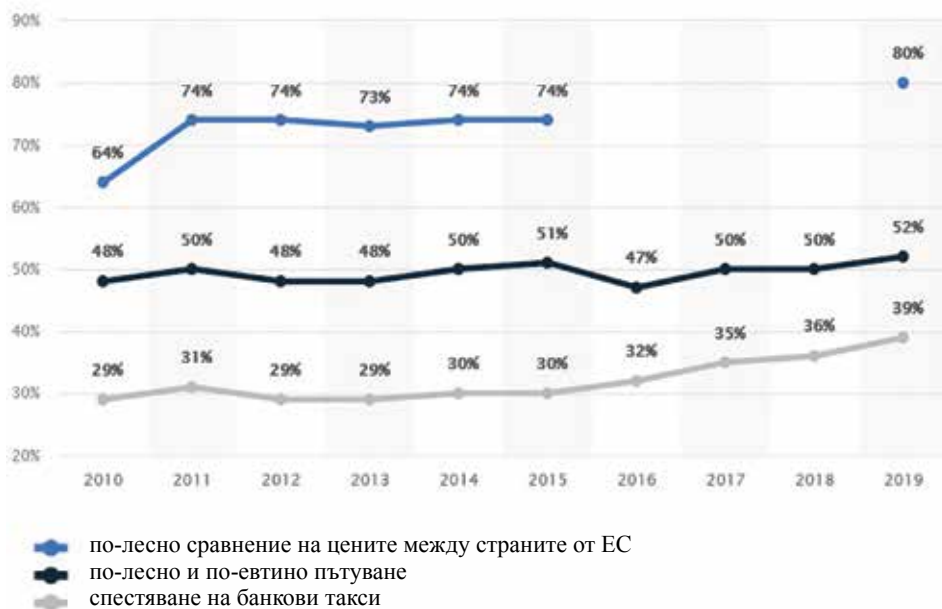




**Фиг. 3.** Фактори за избор на дестинация по важност за 10-те изследвани генериращи пазара  
*Източник:* Министерство на туризма, 2019, Годишна програма за национална туристическа реклама.

## **Влияние на общата европейска валута върху сектора на туризма (емпирични изследвания)**

Повечето изследвания установяват положително въздействие на единната валута върху развитието на туризма в страните от еврозоната. Например при оценяване на пътуванията в еврозоната в периода 2010 – 2019 г. по различни аспекти на въздействието, между 74 и 80 процента от анкетираните през различните години посочват, че еврото позволява по-лесно сравнение на цените между страните от ЕС (фиг. 4). Около половината от респондентите са съгласни, че еврото е направило пътуването по-лесно и по-евтино, а между 30 и 40 процента смятат, че така спестяват банкови такси (Statista Research Department, 2022).



**Фиг. 4.** Въздействие на единната валута (евро) върху условията за пътуване в рамките на еврозоната от 2010 г. до 2019 г. Анкета, проведена сред повече от 17 хил. респонденти.

Източник: Statista Research Department, 2022.

При проведен анализ с използване на гравитационно уравнение с панелни данни за 20 страни от Организацията за икономическо сътрудничество и развитие (ОИСР) за периода 1995 – 2002 г. се открива, че еврото е увеличило туризма с около 6.5%. Еврото има положителен и статистически значим ефект върху туризма дори преди 2002 г., когато е само разчетна единица. Въздействието на еврото върху туризма е по-голямо през 2002 г., когато е било ефективно циркулиращо (малко над 14%), отколкото когато е било просто разчетна единица (около 3.5%). Гърция, Италия и Нидерландия са страните, в които еврото е оказало най-голямо въздействие върху туризма (Gil-Pareja, Llorca-Vivero, and Martínez-Serrano, 2007). В друго подобно изследване с гравитационно уравнение и панелни данни резултатите показват още по-силно въздействие на еврото върху туризма. За периода 2002 – 2008 г. ефектът се оценява на около 21%, като той е най-силно изразен в Австрия, Италия, Люксембург и Испания. Резултатите отново показват по-силен ефект след въвеждането на монетите и банкнотите през 2002 г., отколкото в периода на неотменимото фиксиране на обменните курсове между 1999 г. и 2001 г. От това следва, че влиянието на еврото върху туризма идва не само от елиминиране на нестабилност-

та на обменния курс и валутните разходи, но също и от елиминирането на транзакционните разходи по изчисления и обмен на физическа валута. Това изследване установява също, че въвеждането на еврото води както до привличане на външни туристи в еврозоната, така и до отклоняване на туристи от чужбина, т.е. ръст на вътрешнообщностния туризъм за сметка на намаляване на туризма между страните от еврозоната и трети страни. Резултатите обаче показват, че ефектът на еврото върху туризма намалява в течение на времето след 2003 г. (Rodríguez, Rodríguez, Gallego, 2012).

В анкетно проучване, проведено в Словения, предимствата от приемането на еврото за туризма според респондентите се изразяват във: възможността за по-добри сравнения между туристическите продукти, предлагани от различните страни; по-ниски оперативни разходи за пътуване; и леко подобрение в привлекателността на дестинацията. Еврото не се отчита от анкетираните като основен фактор за избор на Словения като дестинация, а като минус дори се отбелязва, че Словения вече се възприема като по-скъпа туристическа дестинация (Rudež, Vojnec, 2008). Друго анкетно проучване, проведено сред унгарски туристи (Унгария е страна извън еврозоната) показва, че те възприемат въздействието на еврото върху европейския туризъм и върху собственото си поведение при пътуване като предимно неутрално. Респондентите смятат, че по-лесното, по-удобно пътуване и намаляването на транзакционните разходи са основните предимства на общата валута (Rátz and Hinek, 2006).

Друго изследване на база гравитационен модел с панелни данни разкрива значението на поддържането на относително стабилен обменен курс за привличането на туристи. Членството във валутен съюз насърчава пристигащите туристи от страни, които са с фиксирани или плаващи валутни курсове, т.е. то, освен че създава туризъм в самия съюз, също така генерира положителен ефект на отклоняване на туризма. Заключение се, че докато повечето други детерминанти на туристическото търсене са извън обсега на правителствената политиката (напр. климат, природни забележителности), то режимът на обменния курс произтича пряко от политическите решения и се явява надежден инструмент за стимулиране на туризма (De Vita, 2014).

Повечето изследвания като цяло отхвърлят общоприетото схващане, че международната търговия с услуги обикновено се фактурира във валути на страната износител и вътрешното обезценяване води до ръст на обемите на износа. Сочи се, че ползите от гъвкавостта на обменния курс в международния туризъм се намаляват от въздействието на ценообразуването в доминираща валута (DCP – dominant currency pricing). Щатският долар играе особено важна роля дори в страни, където по-голям дял от чуждес-

транните туристи не произхождат от САЩ. Общото укрепване на долара може да доведе до свиване на туристическите пристигания в страни с цени в щатски долари. Поскъпването на щатския долар с 1% спрямо всички останали валути може да доведе до спад с 0.12% на туристическите потоци. Също така има силно допълване между ценообразуването и финансирането в доминираща валута (DCP). В страните с повече заеми в щатски долари цените на хотелите в местна валута са изключително чувствителни към колебанията в обменния курс на долара. (Ding and Timmer, 2022). Някои изследвания дори установяват отрицателна и статистически значима връзка между колебанията на обменния курс и износа на туристически услуги. Нестабилността на обменния курс е сигнал за риск, свързан с дестинацията, което може да накара туристите да се въздържат от посещения на дестинацията или да отменят пътуванията си. Това важи особено, ако причината за колебанията на курса е резултат от политическа нестабилност. (Agiomirgianakis, Serenis, Tsounis, 2015). Други изследвания установяват, че нестабилността на валутата има значително влияние, но то е по-скоро върху сумата на извършваните разходи, отколкото върху броя на пристигащите в дългосрочен план туристи. Увеличаването на нестабилността се свързва с относително намаление на цените, което стимулира разходите на туристите. Според разчети 1% обезценка на курса води до нарастване на броя на пристигащите туристи в еврозоната с 0.03% (Brahim, 2022; Eilat and Einav, 2004; Saauman, Saauman, 2013).

Прозрачността на цените се разглежда като най-важния ефект на общата валута върху туризма. С една и съща валута могат да се посещават различни дестинации и да се потребяват различни продукти. Така туристите могат лесно да сравняват качеството на услугата, което насърчава неценовата конкуренция в сектора. В еврозоната бизнес средата е по-стабилна, а лихвите по кредитите са по-ниски, което води до това, че предприятията са по-склонни да инвестират, включително и в туристическия сектор. Ефектът на еврото върху туризма може да се очаква и по други линии, например преминаването към еврото може да доведе до нарастване на покупателната способност на гражданите на страните членки. Като се има предвид, че туризмът е луксозна стока от гледна точка на потребителите, това увеличение на покупателната способност ще доведе до нарастване на търсенето в туризма. Изчезването на валутния пазар е друг ефект за хората, пътуващи в рамките на еврозоната, намалявайки разходите и времето (транзакционните разходи), прекарано в обмен на валута и за туристите, и за търговците. При обезценяване на еврото спрямо чуждестранните валути, като това през 2014 и 2015 г., се наблюдава увеличение на туризма в еврозоната, което се дължи както на нарастващ входящ туризъм от САЩ,

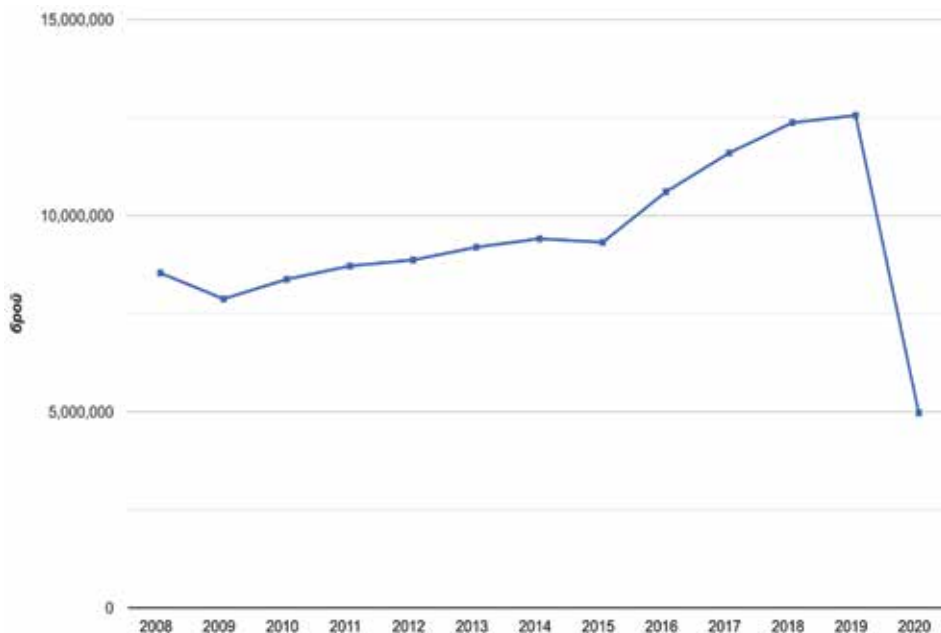
Обединеното кралство и Китай, чиято популателна способност се увеличава спрямо еврозоната, така и на увеличение на туризма между самите страни от еврозоната и намаляване на туризма на страните от еврозоната към страни извън еврозоната. Като негативна страна на тази експанзия на туристическия сектор след въвеждането на еврото обаче може да се посочи заетостта, свързана с туристическия сектор. Тя е с ниско качество (временни договори, ниски заплати и ниска производителност) (Andreu, 2016).

## **Развитие на туризма в избрани страни след въвеждането на еврото**

За да стигнем до изводи за възможното развитие на туризма в България след влизането на страната в еврозоната, сравняваме динамиката в туристическия сектор на България с подобни страни като Естония, Литва, Латвия, Словения, Словакия, които вече са въвели общата валута. За анализа са използвани различни показатели на Евростат като „Брой нощувки в обекти за настаняване“ и „Пристигане в местата за настаняване на туристи – хотели; ваканционно и друго настаняване за краткосрочен престой; къмпинги, паркове за превозни средства за отдих и паркове за ремаркета“.

Броят на нощувките в страните от еврозоната през периода 2008 – 2020 г. нарастват през повечето години с изключение на 2009 и 2020 г. Първият спад може да се обясни с Голямата рецесия, а вторият с пандемията от COVID-19. От 1069 млн. през 2008 г. нощувките нарастват на 1282 млн. през 2019 г., което е увеличение с общо около 17% за целия период от 12 години.

За същия период в България нощувките в хотели, места за ваканционно и друго настаняване за краткосрочен престой и различни видове къмпинги нарастват също през повечето години, но се наблюдават повече колебания. Спад се отчита през 2009, 2014, 2015, 2019 и 2020 г. За целия период 2008 – 2019 г. обаче ръстът е около 33%, почти двойно по-голям от средния за еврозоната. Това може да се обясни с импулса, който даде на туризма в страната присъединяването към ЕС, но този ръст се запазва не само в първите години след присъединяването, а и по-късно, като най-силната година е 2016 г., когато наблюдаваме нарастване спрямо 2015 г. с около 17%. От фиг. 5 може да се направи изводът, че динамиката през годините явно се обуславя не от вътрешния, а от входящия туризъм, който бележи силен ръст през 2016, 2017 и 2018 г.



**Фиг. 5.** Посещения на чужденци в България

Източник: Infostat.nsi.bg, 2022.

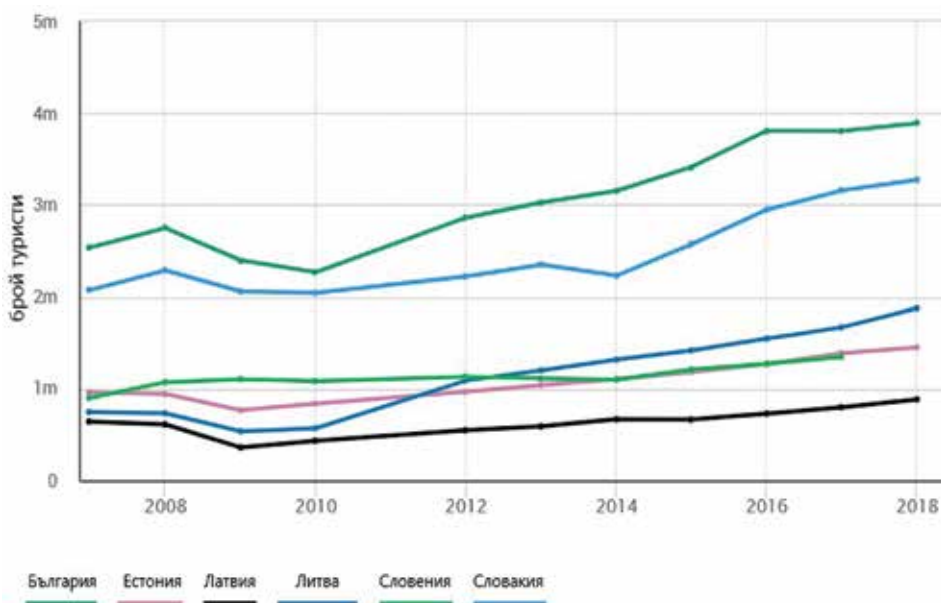
Словения е първата от разглежданите държави, приета 2007 г. в еврозоната. Фиг. 6 показва, че развитието на туризма след приемането на еврото в страната е доста колебливо. До 2009 г. се наблюдава нарастване, но след това спад, вероятно обясним с Голямата рецесия. Растежът се възстановява чак от 2015 г. Средногодишният растеж на сектора е 4.23%. Различна е динамиката при Литва (фиг. 6), която става член на еврозоната от 2015 г., като при нея растежът се възстановява още през 2010 г. и се развива със сравнително по-високи темпове преди, отколкото след приемането в еврозоната (средно 11.60% спрямо 9.26%).

Естония и Латвия са приети в еврозоната през 2011 г. и съответно 2014 г. Както е видно от фиг. 6, развитието на туризма в двете страни е почти огледално, наблюдава се спад по време на Голямата рецесия и след това сравнително стабилен растеж. Единствената разлика е, че при Латвия има лек спад през 2015 г., втората година след приемането на еврото. В тази страна като цяло растежът през годините след приемането на еврото е съществено по-силен от този преди приемането на еврото (средно 8.53% на година спрямо 1.74%), този резултат определено обаче силно е повлиян от Голямата рецесия, по време на която само през 2009 г. се регистрира

над 40% спад в туризма. В Естония средният растеж за целия 12-годишен период е 4.31%.

Кривата на Словакия, приета в еврозоната 2009 г., не се различава съществено от останалите страни, тя е и най-близо до кривата на България като абсолютни стойности. Средният темп на растеж на туризма в страната през целия дванадесет годишен период е 4.43%. Годишите с намаление на туризма са 3 (2009, 2010 и 2014 г.).

Разликите при сравнение на разгледаните страни с България (фиг. 6) не са съществени. Средният темп на нарастване на туризма в страната през периода от дванадесет години е 4.20%. Този резултат с напълно съпоставим с 4.23% за Словения, 4.31% за Естония и 4.43% за Словакия. Единствено Литва и Латвия бележат по-силен ръст, но този при Литва е по-силен (средно над 9%) и преди влизането ѝ в еврозоната.



**Фиг. 6** Динамика на туризма (пристигания в местата за настаняване на туристи) в избрани страни (2007 – 2018)

Източник: Eurostat data browser.

Ако разгледаме периода 2015 – 2018 г., в който повечето от сравняваните страни вече са приети в еврозоната, то средният растеж на туризма в България е 5.48%, а в останалите страни е 7% (Словения), 7.1% (Естония), 7.4% (Латвия), 9.26% (Литва), 10.2% (Словакия). В този период растежът на

сектора е осезаемо по-силен и стабилен в избраните страни от еврозоната, докато България дори бележи лек спад през една от годините (-0.1% през 2017 г.).

\* \* \*

Емпиричните изследвания за въздействието на еврото върху сектора на туризма в различните страни от еврозоната показват положителни тенденции, произтичащи от приемането на единната валута. Това до някаква степен се потвърждава и от дескриптивния анализ на избрани, съпоставими с България страни. При всички тях между 2015 и 2018 г. се наблюдава значително по-силно средно нарастване на сектора в сравнение с България. Когато обаче се сравнява растежът в България със средния растеж на сектора в цялата еврозона, се установява, че България регистрира по-високи темпове, макар и с повече колебания през годините.

Тези резултати позволяват да се направи изводът, че в България може да се очаква силен импулс на туризма от присъединяването на страната към еврозоната. От една страна, от страните в топ 10 по входящ туризъм само две са в еврозоната – Германия и Гърция, но както установихме, членството в еврозоната е фактор, привличащ туризъм и от страни не членки. Очакваният ефект в България може да бъде дори по-силен от сравняваните страни, защото България се отличава с доста по-разнообразен туризъм, привличащ най-различни категории пътуващи – от зимен, летен и спа до културен, селски и спортен. Също така България, както беше посочено, е транзитна страна по отношение на няколко европейски транспортни коридора. При транзитно преминаващите пътници през страната, които при нормални условия са над два милиона годишно, липсата на транзакционни разходи по обмяна на валута ще даде силен ефект върху склонността за извършване на разходи.

В условията на пандемията от COVID-19 страната има и някои специфични предимства, като например благоприятен климат, минерални извори с развити възможности за лечебен – балнео и СПА туризъм. Също така България предоставя добри възможности за туризъм през всички сезони. Последните години се очертава известна цикличност – зимните месеци да се затягат ограниченията, свързани с мобилността на хората, защото вирусът се разпространява по-бързо и заболяемостта нараства. Съответно страните, развиващи предимно зимен туризъм са по-уязвими, докато България в това отношение има предимство.

Пандемията също така формира тенденция в световен мащаб да се предпочитат вътрешните пътувания и пътувания до съседни страни (Министерство на туризма, 2022). Това означава, че вътрешнообщностните пъ-



тувания са предпочитани пред далечните дестинации, което предполага, че влизането в еврозоната ще благоприятства входящия туризъм от останалите страни и по тази линия.

## Литература

- Министерство на туризма (2019) Годишна програма за национална туристическа реклама.
- Министерство на туризма(2022) Годишна програма за национална туристическа реклама.
- Министерство на туризма (2015) Международен туризъм – България януари – декември 2015 г.
- Agiomirgianakis, G., Serenis, D., Tsounis, N. (2015) Effects of Exchange Rate Volatility on Tourist Flows into Iceland. *Procedia Economics and Finance* 24, 25 – 34.
- Andreu, A. (2016) Analysis of the adoption of the euro on European tourist flows. Final Degree Project. Degree in tourism, Academic year 2015 – 2016.
- Brahim, R. (2022) The Impact of Exchange Rate on Tourism Demand in the Euro Area (Using Panel Data Approach). – *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 12(4), 409 – 421.
- De Vita, G. (2014) The long-run impact of exchange rate regimes on international tourism flows. *Tourism Management*, volume 45: 226 – 233. <http://dx.doi.org/10.1016/j.tourman.2014.05.001> .
- Ding, D., and Timmer, Y. (2022) Exchange Rate Elasticities of International Tourism and the Role of Dominant Currency Pricing. International Monetary Fund, Western Hemisphere Department.
- Eilat, Y. and Einav, L. (2004) Determinants of international tourism: a three-dimensional panel data analysis. *Applied Economics*, 36, 1315 – 1327.
- Gil-Pareja, S., Llorca-Vivero, R., and Martínez-Serrano, J. (2007) The Effect of EMU on Tourism. – *Review of International Economics*, 15(2), 302–312, DOI:10.1111/j.1467-9396.2006.00620.x.
- Rätz, T., and Hinek, M. (2006) Implications of the Single European Currency for Hungarian Tourism Tourism *Economics*, 12 (4), 585 – 602 <https://www.researchgate.net/publication/233618698> .
- Rodríguez, F., Rodríguez, J., Gallego, M. (2012) On the impact of the euro on international tourism. [https://www.researchgate.net/publication/254453029\\_On\\_the\\_impact\\_of\\_the\\_euro\\_on\\_international\\_tourism](https://www.researchgate.net/publication/254453029_On_the_impact_of_the_euro_on_international_tourism) .
- Rudež, H., Bojnec, Š.(2008) Impacts of the Euro on the Slovenian Tourism Industry. *Managing Global Transitions* 6 (4): 445 – 460.
- Statista Research Department (2022) <https://www.statista.com/statistics/380334/eurozone-euro-travelling-easier/> .
- Saayman, A., Saayman, M. (2013) Exchange rate volatility and tourism – revisiting the nature of the relationship. – *European Journal of Tourism Research* 6(2), 104 – 121.
- The World Tourism Organization (2018) World Tourism Barometer and Statistical Annex.
- The World Tourism Organization (2022) World Tourism Barometer and Statistical Annex.
- UNWTO and European Commission (2020) European Union Tourism Trends. Publication prepared with the funding from the European Union’s COSME Programme (2014 – 2020).

## Седемнадесета глава

# Електроенергийният сектор в България – влияние на Енергийния съюз и Зелената сделка

Докторант Недко Косев

*e-mail: nkosev@feba.uni-sofia.bg*

През последните няколко години основният акцент в дейността на Европейския съюз (ЕС) е свързан с прехода към въглеродно неутрална икономика. Инвестициите в научни изследвания, внедряването на възобновяеми енергийни източници (ВЕИ) в производството на електроенергия, подобряването на енергийната ефективност и по-доброто оползотворяване на ресурсите попаднаха сред основните европейски политики, имащи за цел преодоляването на последиците от Световната финансово-икономическа криза от 2007 – 2008 г. Съчетанието на екологични и икономически инициативи, от една страна, трябваше да намали разходите на битовите потребители и индустрията, свързани с техните енергийни нужди, а от друга, да стимулира нов цикъл на икономически растеж, чрез развитието на Smart, green IT и др. нововъзникващи технологии, щадящи екосистемите.

Представеният през 2019 г. от Европейската комисия (ЕК) Европейски зелен пакт, придобил по-широка известност като Зелена сделка, имащ за цел справянето с предизвикателствата в областта на климата и околната среда, малко по-късно се превърна във важен инструмент в борбата с икономическите последици от COVID-19 пандемията чрез инвестициите в проекти, стимулиращи развитието на ВЕИ и насърчаващи икономическия растеж.

Геополитическите предизвикателства, свързани с войната на Русия в Украйна от февруари 2022 г., още по-ясно извадиха на преден план зависимостта на ЕС от вноса на енергоресурси и необходимостта не само от диверсификация на доставките, но и от ускорено развитие на възобновяемите енергийни източници.

Всички тези наднационални процеси имат пряко отражение върху икономическото развитие на България и могат да се окажат сред основните причини за отлагане във времето на обявената в Националния план

за въвеждане на еврото<sup>1</sup> целева дата за присъединяване към еврозоната на 01.01.2024 г. Това налага необходимостта от преглед и отчитане на все по-голямото значение на Енергийния съюз и Зелената сделка върху националната икономика.

В първата част на разработката се представят основните цели на Европейския енергиен съюз и Зелената сделка. Във втората част се обръща внимание на взаимосвързаността между Енергийния съюз и Икономическия и паричен съюз. В третата част се представят ефектите на Зелената сделка върху електроенергийния сектор на България. В четвъртата част са представени възможните аспекти за влияние на Зелената сделка върху присъединяването на България към еврозоната. В заключение се коментира историческото развитие на енергийния сектор в рамките на Европейския съюз и се правят изводи, свързани с предизвикателствата пред българския електроенергиен отрасъл, които могат да имат негативен ефект върху планираното присъединяване към еврозоната през 2024 г.

## **Основни цели на Европейския енергиен съюз и Зелената сделка**

Политическата рамка за формиране на целите на ЕС в областта на климата и енергетиката, явяваща се началото на европейския енергиен съюз, е представена през 2014 г. от Европейската комисията, ръководена от Жан-Клод Юнкер. До този момент съществува противопоставяне между държавите, лидери в областта на декарбонизацията (Германия и Дания), които активно развиват производството на електроенергия от възобновяеми енергийни източници (ВЕИ) и тези от Вишеградската група (подкрепяни от Румъния и България), силно зависими от производството на електроенергия от въглищни централи (Ringel & Knodt, 2017).

В Стратегията за енергиен съюз от 2015 г.<sup>2</sup> ЕК концентрира своите усилия върху следните основни направления:

- изграждане на конкурентна икономика, в основата на която е масовото внедряване на ВЕИ;
- превръщането на ЕС в световен лидер в борбата с климатичните промени: чрез декарбонизация на икономиката, спазване на заложеното в Парижкото споразумение намаляване на емисиите парникови

---

<sup>1</sup> Координационен съвет за подготовка на Република България за членство в еврозоната. Национален план за въвеждане на еврото в Република България.

<sup>2</sup> [https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal/delivering-european-green-deal\\_en](https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal/delivering-european-green-deal_en).

газове и прилагането на законодателните инициативи, включени в Пакета за чиста енергия за всички европейци;

- подобряване на енергийната ефективност с цел намаляване на зависимостта от вноса на енергоресурси; диверсификация на източниците на енергия и гарантиране на енергийните доставки чрез единен механизъм за закупуване на природен газ (най-вече от Русия); солидарност и сътрудничество между страните от ЕС в енергийната сфера;
- създаване на напълно интегриран вътрешен пазар и осигуряване на възможност за свободен поток на енергия през ЕС чрез изграждане на подходяща инфраструктурна и регулаторна среда;
- подпомагане на научните изследвания в областта на нисковъглеродните и чисти енергийни технологии и на конкурентоспособността.

Зелената сделка представлява естествено продължение на Енергийния съюз и е в основата на прилаганата в момента енергийна политика на ЕС, обявена от ЕК през 2019 г. В нея се поставят още по-амбициозни цели за изпълнение, имащи за крайна цел категорично прекъсване на корелацията между икономическия растеж и потреблението на изкопаеми горива. Тя се явява и основен икономически инструмент за справяне на европейската икономика с последиците от пандемията от COVID-19. Зеленият пакт обединява в себе си три стълба на политиката, имащи самостоятелни традиции: екологична политика, фискална политика и индустриална политика (Bloomfield & Steward, 2020).

По отношение на първия стълб, климатичната политика, трите основни цели до 2030 г. са: намаляване на емисиите парникови газове с 50%, спрямо нивата от 1990 г., повишаване на дела на възобновяемата енергия в крайното потребление на енергия с 40% и подобряване на енергийната ефективност с най-малко 32.5%.

Фискалната политика на ЕС, вторият стълб, предвижда през следващите десет години да се инвестира минимум 1 трлн. евро в проекти за декарбонизация на икономиката чрез средства от общоевропейския бюджет за периода 2021 – 2028 г. и финансовия инструмент NextGenerationEU (NGEU) за възстановяване от COVID-19 пандемията. Част от средствата по NGEU ще бъдат събрани чрез емитирането на до 250 млрд. евро „зелени“ облигации, в съответствие с принципите, заложи от Международната асоциация на капиталовите пазари (ICMA). От друга страна, държавите членки на ЕС трябва да отделят най-малко 37% от финансирането по Механизма за възстановяване и устойчивост (възлизащ на 672.5 млрд. евро) за инвестиции и реформи, които подкрепят целите в областта на климата<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> [https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal/finance-and-green-deal\\_en](https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal/finance-and-green-deal_en).

Ключово условие за публичните инвестиции в зелени проекти е да създават дългосрочни ползи за бъдещите поколения и да се финансират чрез публичен дълг, вместо чрез увеличение на приходите от данъци или преназначаването на средства, предназначени за други сфери от обществения живот (Pekanov & Schratzenstaller, 2020).

Третият стълб, индустриалната политика на ЕС, се развива в две основни направления – „зелена“ и дигитална трансформация, изцяло променящи международните вериги на стойност в основни сектори като енергетика, транспорт, строителство и селско стопанство<sup>4</sup>, и преминаване към кръгова икономика, оказваща положително въздействие върху растежа на БВП (с 0.5% до 2030 г.) и създаването на нови 700 000 работни места.

През последните няколко години се появила редица научни публикации, анализиращи различните икономически аспекти на Зелената сделка. Siddi (2020), Wolf et al. (2021), Hainsch et al. (2022) поставят акцент върху необходимите инвестиции и съпътстващите ги законодателни инициативи за успешното реализиране на енергийния преход, а Simionescu et al. (2020) изследват връзката между БВП, глобалния индекс за конкурентоспособност и потреблението на електроенергия, произведена от ВЕИ в контекста на Европейския зелен пакт.

В част от разгледаната специализирана литература се акцентира и върху някои негативни икономически последици от прилагането на екологичната и финансовата рамка на споразумението. Rechsteiner (2021), Tagliapietra & Veugelers (2021) обръщат внимание, че при прехода в енергийния сектор и мащабната трансформация на европейската социално-икономическа структура, дължащи се на Зелената сделка, могат да се появят победители, губещи и изоставащи, особено в краткосрочен план.

## **Енергиен съюз и Икономически и паричен съюз (ИПС)**

В икономическите изследвания, свързани с Енергийния съюз и ИПС се обръща малко внимание на тяхната взаимосвързаност, въпреки че в исторически аспект именно енергетиката е в основата на създаването на Общия пазар и последвалите интеграционни процеси, развиващи икономическото

---

<sup>4</sup> В годишните анализи на състоянието на единния пазар ще бъде извършван мониторинг на 14 индустриални екосистеми: аерокосмическа и отбранителна индустрия, селско-стопанска продукция, строителство, културни и творчески индустрии, цифрова индустрия, електроника, енергоемки индустрии, възобновяеми енергийни източници, здравеопазване, мобилност – транспорт – автомобилостроене, близост, социална икономика и гражданска сигурност, търговия на дребно, текстил и туризъм.

сближаване, развитието на конкурентоспособността и координацията между политиките на държавите членки на ЕС<sup>5</sup>.

Подписаният през 1951 г. в Париж Договор за създаване на Европейска общност за въглища и стомана може да се посочи като най-ранен пример за наднационално управление на енергийната сфера и за упражняване на надзор върху модернизацията и подобряването на производството, доставките на продукти при идентични условия и подобряването на работните условия във въглищната и стоманената промишленост.

През 1957 г. заедно с договора за създаване на Европейската икономическа общност (ЕИО), поставящ основите на общия пазар със сходни икономически политики между отделните държави, е подписан и договорот за Европейската общност за атомна енергия (Евратом). Сред целите на ЕВРАТОМ са създаването на общ пазар за атомна енергия и развитие на възможността за износ на излишъците към трети страни. За тяхното реализиране на преден план се извеждат подпомагането на научните изследвания и установяването на еднакви стандарти за сигурност и защита на обществото и промишлените работници.

На по-късен етап интеграционните процеси в областта на паричната политика стават по-видими след представянето на Доклада „Делор“ през 1989 г., който е в основата на изграждането на икономическия и паричен съюз.

Настоящата концепцията за по-задълбочено развитие на енергийния отрасъл в контекста на ЕС е подробно развита именно от Жак Делор, при чието управление ЕК полага основите не само на еврозоната, но и на либерализацията на енергийния пазар, чрез приемането на т.нар. Първи енергиен пакет, включващ редица законодателни инициативи в тази област.

А. Георгиев (2015) посочва, че ръководеният от Жак Делор институт Notre Europe изработва три основополагащи за създаването на енергийния съюз документа: „Towards a European Energy Community: A Policy Proposal“ (2010), „Energy Solidarity in Europe: from Independence to Interdependence“ (2013), „From the European Energy Community to the Energy Union – A new Policy Proposal“ (2015), а самият термин „Енергиен съюз“ за първи път е въведен от Доналд Туск през 2014 г. още преди да бъде избран за председател на Европейския съвет.

Енергийният съюз и ИПС са свързани чрез ролята на Европейската централна банка (ЕЦБ), която освен че регулира всички парични потоци в еврозоната, придобива важна роля и в реализирането на целите на Зелената сделка. През 2021 г. ЕЦБ обяви решението си за създаване на

---

<sup>5</sup> Вж. Договор за създаване на Европейска общност от 26.03.1957 г., чл. 3.

Център за изменение на климата<sup>6</sup>, който ще работи в следните основни направления:

- финансова стабилност и пруденциална политика;
- макроикономически анализ и парична политика;
- операции на финансовия пазар и риск;
- политика на ЕС и финансово регулиране;
- корпоративна устойчивост.

Отчитайки влиянието на политиките, свързани с климатичните промени върху икономическия растеж, ценовата стабилност, инфлацията и паричната политика, ЕЦБ ще има възможност да налага санкции при неизпълнение на изискванията на Зелената сделка. От представената от ЕЦБ *Подробна пътна карта на действията, свързани с изменението на климата*<sup>7</sup> се вижда, че чрез извършването на стрес тестове на банките ще се осъществява контрол върху въглеродния отпечатък на кредитните портфейли на банките от еврозоната. През 2020 г. ЕЦБ издаде и Ръководство относно рисковете, свързани с климата и околната среда (ЕЦБ, 2020), в което се посочва, че от „*институциите се очаква да установят рисковете, които произтичат от изменението на климата и влошаването на околната среда, на равнище основни сектори, географски райони и във връзка с продукти и услуги, които предлагат или обмислят да предлагат активно*“ (с. 18).

Въпреки че няма ясно заявена свързаност между членството в еврозоната и Зелената сделка, може да се предположи, че всеобхватните политики на ЕС, целящи декарбонизация на икономиката могат да имат икономическо отражение върху страните, желаещи да се присъединят към европейския валутен съюз.

## **Влияние на Зелената сделка върху електроенергийния сектор и икономиката на България**

България разполага с електропроизводствена база, включваща АЕЦ, термични централи и мощности, произвеждащи енергия от различни видове възобновяеми източници. По данни на „Електроенергиен системен оператор“ ЕАД (ЕСО ЕАД, 2021), общата инсталирана мощност през 2021 г. е в размер на 12 986 MW, а общото електропроизводство възлиза на 47 826 281 MWh, като най-голям дял в електроенергийния микс имат АЕЦ и кондензационните ТЕЦ.

---

<sup>6</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210125\\_1~3fc4ebb4c6.bg.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210125_1~3fc4ebb4c6.bg.html) .

<sup>7</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708\\_1\\_annex~f84ab35968.bg.pdf](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708_1_annex~f84ab35968.bg.pdf) .

Продажбите на електроенергия в страната се извършват на регулиран пазар и на пазар със свободно договорени цени. Броят на битовите клиенти, които участват на регулирания пазар, с цени одобрени от Комисията за енергийно и водно регулиране, възлиза на 4 544 739 (КЕВР, 2021). На свободния пазар участват производители, търговци и небитови потребители, закупуващи и продаващи електроенергия по борсово определени цени.

Балансираната електропроизводствена база и сравнително добрата междусистемна свързаност със съседните страни позволяват на България да бъде сред малкото страни в ЕС, които са с положителна стойност на съотношението нетен износ/нетно производство. Износ на електроенергия се реализира към всички пет съседни страни, но от особена важност е интеграцията на националния пазар с тези на Гърция и Румъния, чрез извършването на пазарни обединения в борсовите сегменти „Ден напред“ и „В рамките на деня“, което съответства на целите на ЕС за изграждане на единен енергиен пазар.

Предвид представените накратко цели на ЕС в областта на климата и енергийната политика, ефектите на Зелената сделка върху електроенергийния сектор в България са свързани със следните основни фактори:

- *Използването на икономически инструменти за постигането на екологичните цели спрямо електроенергийния микс на европейските държави*

Най-добрият пример в тази насока е т.нар. Фаза 4 на Схемата на ЕС за търговия с емисии (СТЕ на ЕС) за периода 2021 – 2030 г., според която секторите, които са задължени да закупват квоти CO<sub>2</sub> трябва да намалят своите емисии с 43% спрямо нивата от 2005 г. Заложен е и годишен темп на намаляване на общия брой квоти от 2.2%, спрямо предходното от 1.74%.

В доклад от м. юли 2021 г. на Комисията за енергийно и водно регулиране на България до Европейската комисия<sup>8</sup> (КЕВР, 2021) се посочва, че делът на произведената електроенергия от ТЕЦ на лигнитни въглища в общия електроенергиен микс е 31%, като се отчита тенденция на спад с 21.93% спрямо 2019 г. Въпреки това България не се е ангажирала с конкретна целева дата за спиране работата на въглищните централи и с окончателни планове за изграждането на заместващи мощности. Все още продължават експертните дискусии, свързани с финансирането на мащабни инвестиции в Маришкия басейн чрез Националния план за възстановяване и устойчивост. Това означава, че квотите емисии CO<sub>2</sub>, (чиито очаквани стойности за 2025 г. в размер на 80 евро/тон вече бяха достигнати в края на 2021 г.) ще продължат да бъдат съществен фактор при формирането на цената на електроенергията.

---

<sup>8</sup> Комисия за енергийно и водно регулиране, Годишен доклад за Европейската комисия/ юли 2021 г., с. 19.





**Фиг. 1** Средномесечни цени на квоти емисии CO<sub>2</sub> (EUR/t)

Източник на данните: EMBER, Carbon pricing. The latest data on EU ETS carbon prices<sup>9</sup>.

➤ *Свързаността на енергийните пазари и моделът за осъществяване на борсова търговия с електроенергия*

В момента 80% от търговията с електроенергия на „Българска независима търговска борса“ ЕАД се извършва в пазарния сегмент „Ден напред“<sup>10</sup>. Това е сериозна предпоставка за зависимост на цените от увеличено/намалено търсене (дължащо се на непостоянното производство на електрическа енергия от ВЕИ в региона), предизвикващо силна ценова волатилност. Производителите на електроенергия, по-голямата част от които са държавни дружества, предпочитат да не сключват дългосрочни договори за продажба и в много от случаите именно тяхното поведение може да бъде причина за „изкривяване“ на пазарното търсене и предлагане<sup>11</sup>.

Негативен ефект за участниците на пазара, които са представители на индустрията, е, че при осъществяването на сделки на електроенергийната борса участват както потребители, така и търговци, които могат да предложат по-висока цена на производителите, с цел износ към ценово по-атрактивни пазари.

<sup>9</sup> Търговия с квоти емисии CO<sub>2</sub> се осъществява в ЕС, САЩ и Китай. Фиг. 1 представя средномесечните цени на квоти емисии в ЕС през 2021 г.

<sup>10</sup> Причините за това са комплексни. При създаването на „Българска независима енергийна борса“ ЕАД търговията с електроенергия по дългосрочни договори също не беше законодателно стимулирана.

<sup>11</sup> Пример може да се даде с действията на „ТЕЦ Марица Изток 2“ ЕАД през лятото на 2021 г., когато започна рязко покачване на цените на електроенергията. Дружеството първо предлагаше количества в сегмента „В рамките на деня“. Едва след решението да участва в пазара „Ден напред“ борсовите цени започнаха значително да спадат.

Именно износът е със съществена роля за функционирането на българския електроенергиен сектор, като страната ни е една от малкото страни в европейски контекст, които са с положителна стойност на съотношението нетен износ/нетно производство<sup>12</sup>. Приходите от експорта на електроенергия стимулират и инвестициите в производството, либерализацията на пазара в региона, която се подпомага и от различните европейски директиви, и от навлизането на нови участници на пазара.

Фактът, че значителна част от домакинствата (основният потребител на електроенергия в България) са изложени на риск от бедност и социално изключване<sup>13</sup>, е допълнителна предпоставка за стимулиране на трансграничния пренос на електроенергия към съседните страни. Според данни на Евростат 30.1% от българите нямат възможност да поддържат дома си достатъчно топъл през зимните месеци, докато през 2019 г. едва 6.9% от населението на останалите страни от Съюза се намира в същото положение. Върху енергийната бедност сериозно влияние оказват ниските доходи спрямо държавите членки на ЕС, ниската енергийна ефективност на сградния фонд в страната и повишаването на цените на електроенергията.

Въпреки тези до известна степен отрицателни характеристики на борсовата търговия една от важните концепции на европейските пазари „Ден напред“ е, че евтината електроенергия трябва да бъде достъпна за по-скъпите пазарни зони и да съдейства за спадането на ценовите равнища в общоевропейски контекст. Това означава, че износът на електроенергия не трябва да се разглежда само в контекста на стремеж към реализирането на по-високи печалби, но и като важно условие за цялостното функциониране на европейския енергиен съюз и за постигане на конвергенция на ценовите равнища на електроенергията между отделните страни.

➤ *Силната зависимост на българския експорт от цените на електроенергията*

Българската икономика е експортно ориентирана, като анализ на Българска стопанска камара (Илиев, 2020) показва, че една трета от износа се формира от четири групи стоки: електротехника и електроника, мед и изделия от мед, машини и апарати, енергоносители (горива и електроенергия). Прави впечатление, че най-големи приходи се реализират от износа на стоки като: катодна мед, анодната мед, концентрати на благородни метали, амониев нитрат, калцирана сода<sup>14</sup>. Това показва, че на международните па-

---

<sup>12</sup> По данни от ЕСО ЕАД през 2021 г. салдото между износа и вноса на електроенергия е положително и е в размер на 8.82 TWh, като това представлява увеличение от над 150% спрямо предходната 2020 г.

<sup>13</sup> По данни на Eurostat през 2021 г. 31.7% от населението на България са изложени на риск от бедност и социално изключване. Източник: [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/ilc\\_peps01n/default/table?lang=en](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/ilc_peps01n/default/table?lang=en) .

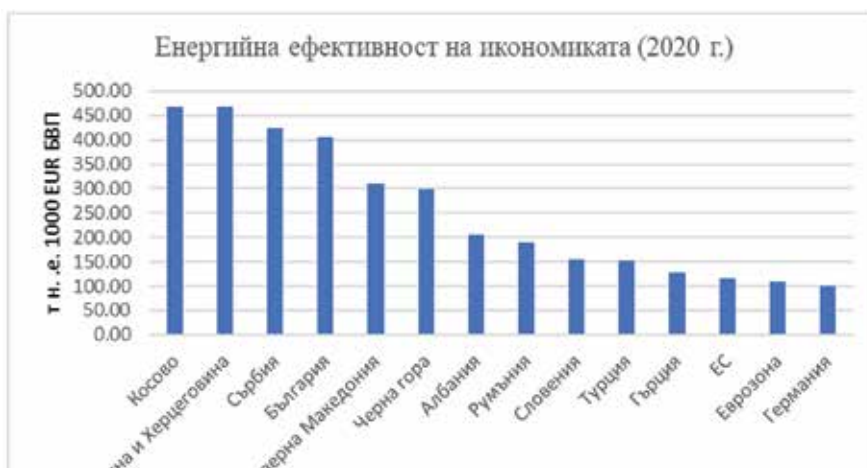
<sup>14</sup> За периода 2010 – 2019 г. България е на трето място в света по износ на злато и на четвърто по износ на нерафинирана мед.

зари страна ни изнася предимно суровини и материали за последваща обработка, а не иновативни стоки с висока добавена стойност.

Отраслите, които произвеждат посочените групи стоки са двустранно засегнати от Зелената сделка:

Първо, поради своята енергоинтензивност<sup>15, 16</sup>, те не са приоритетни за развитието на икономиката на ЕС и остават извън заложените цели в Зеления пакт – икономическо стимулиране на конкурентоспособна „зелена“ индустрия, в основата на която е концепцията за кръгова икономика. Сред държавите от Балканския полуостров само Босна и Херцеговина, Косово и Сърбия имат по-енергоемки икономики от България, докато по този показател страната ни е значително над средната стойност за ЕС, еврозоната или спрямо европейския икономически лидер Германия (вж. фиг. 2).

Второ, засилващите се рестриктивни политики спрямо въглищните електроцентрали и либерализацията на вътрешния енергиен пазар на ЕС са в основата на шоковото поскъпване на електроенергията от средата на 2021 г., чието ценово равнище на вътрешния пазар в началото на м. март надхвърли 800 лв./MWh, а в съседните Румъния и Сърбия 500 евро/MWh.



Фиг. 2 Енергийна ефективност на икономиката (2020 г.)

Източник на данните: Eurostat.

<sup>15</sup> Енергоинтензивните отрасли се нуждаят от по-големи количества електроенергия в производствения процес, което не означава, че те са енергонеефективни, т.е. да изразходват повече от необходимата им електроенергия.

<sup>16</sup> Енергийната интензивност на дадена икономика представлява мярка за измерване на количеството енергия, което е необходимо за производството на единица икономическа продукция. Изчислява се като съотношение на брутната налична енергия (в тонове нефтен еквивалент) към БВП.

Вуанова (2021) обръща внимание, че ниската цена на електрическата енергия за индустрията е основно сравнително предимство, което трябва да се поддържа и представлява краткосрочен и дългосрочен инвестиционен сигнал. Увеличението на разходите за електроенергия в дългосрочен план може да повлияе на икономическата специализацията на страната. В случай на изпълнение на различни екологични разпоредби индустриите, които използват най-замърсяващи технологии губят сравнителното си предимство, което води до тяхното преместване.

➤ *Обвързаността на Зелената сделка с геополитическите процеси*

Зависимостта на ЕС от вноса на природен газ от Русия и началото на войната на Русия в Украйна превръщат налагането на принципите на Зелената сделка в геополитически въпрос. Търсенето на заместители на руския природен газ може да бъде скъпо икономическо начинание поради високите цени на втечения природен газ на международните спот пазари и невъзможността за бърза замяна на настоящите маршрути за доставка. Това означава, че ще бъдат необходими спешни мерки за засилено въвеждане на ВЕИ в електроенергийния микс на отделните държави, изискващо допълнителни инвестиции, които могат да бъдат за сметка на социалните политики. В това отношение България е в още по-неизгодна позиция, тъй като значително изостава от страните в Югоизточна и Централна Европа относно използването на ВЕИ. За пример могат да бъдат посочени Унгария (унгарският електроенергиен пазар оказва силно влияние върху този в Югоизточна Европа), която през лятото на 2021 г. има по-голямо производство на електроенергия от слънчеви панели, отколкото от въглищни централи, и Гърция, която през летните месеци генерира над една десета от необходимата електроенергия от фотоволтаични паркове.

Извън енергията от ФЕЦ и ВяЕЦ, страната не инвестира и в използването на вече утвърдени и използвани възобновяеми източници на електроенергия, каквито са водоелектрическите централи. Реновиране на ПАВЕЦ „Чаира“<sup>17</sup> и изграждането на язовир „Ядница“ все още не са осъществени, а това би спомогнало за повишаване на ефективността на работа на АЕЦ „Козлодуй“ ЕАД и топлоелектрическите централи, тъй като при преминаване към седмичен режим на работа на ПАВЕЦ ще се увеличи резервната и балансиращата мощности при нарастване на ВЕИ производството в общия електроенергиен микс.

Търговията с електроенергия в Югоизточна Европа е в пряка зависимост от ценовите равнища на борсите в България, Румъния, Гърция и

---

<sup>17</sup> Особено актуална тема, след аварията от 23.03.2022 г., при която почти изцяло бяха унищожени мощностите на съоръжението и България се лиши от стратегически важен за енергийната система на страната обект, имащ капацитета да замества базовите мощности на АЕЦ и ТЕЦ.

Унгария. От четирите държави единствено България е нетен износител, а специфично за останалите три е високата свързаност с високоликвидните пазари в Централна Европа и Северна Италия (Унгария и Румъния) и Южна Италия (Гърция) и редуването на периоди на недостиг или излишък на електроенергия, поради масовото навлизане на ВЕИ в електроенергийния им микс. Това е причина за честите флукутации в международната цена и съответното ѝ влияние в посока увеличаване на цените на българската енергийна борса, особено през летните и зимните месеци.

Войната на Русия в Украйна ще се отрази допълнително на тези регионални специфики, тъй като Унгария е традиционен вносител на електроенергия, а част от необходимите количества се покриват именно от Украйна. За периода януари – септември 2021 г. регистрираният внос е в размер на 1.235 млн. kWh (44.4% от общия износ на електроенергия от Украйна)<sup>18</sup>. В дни на недостиг Румъния също разчита на украински износ на електроенергия. Настоящата политическа и военна ситуация в Украйна предполага допълнително засилване на износа от България към Унгария и Румъния, особено в периоди на ниско производство от ВЕИ, а оттам и по-високи цени за местните потребители.

## **Възможни аспекти за влияние на Зелената сделка върху присъединяването на България към еврозоната**

На национално ниво Зелената сделка ще окаже най-голямо влияние върху структурата на електроенергийния сектор и свързаната с него енергоемка индустрия, която до голяма степен определя экспортните възможности на страната. Поради тази причина може да се предположи, че внедряването и реализирането на целите на Зеления пакт е пряко свързано с ценовата стабилност и бюджетния дефицит, което в краткосрочен и средносрочен план би повлияло на предприеждания процес към еврозоната.

Конвергенция на цените на електроенергията (дължаща се на свързаността на пазарите в Югоизточна Европа) и необходимостта от сериозни инвестиции, свързани с енергийната независимост и прехода към „зелена“ икономика ще окажат силно влияние върху ускоряване на инфлация в страната – важен показател за въвеждане на единната европейска валута.

Икономическото възстановяване от COVID-19 пандемията предизвика съществен дисбаланс в съотношението между търсене и предлагане в

---

<sup>18</sup> *Източник:*

<https://www.ukrinform.net/rubric-economy/3335765-ukraine-decreases-electricity-imports-by-966-times-in-september-ukrenergoh.html> .

световен мащаб. Поради тази причина от средата на 2021 г. започна да се наблюдава рязко поскъпване на енергоресурсите на световните борси, засилило се от войната на Русия в Украйна, което е сред основните причини за постъпателното ускоряване на инфлацията както на глобално, така и на местно ниво.

Необходимо е да се отбележи, че за момента битовите потребители на електроенергия в България до известна степен са защитени от шоковото поскъпване на електроенергията, тъй като за разлика от останалите страни в ЕС те все още са на регулиран пазар. Подпомагането на небитовите крайни клиенти на електрическа енергия, т.е. индустриалните потребители, в размер на 80% от борсовите цени на електроенергията над 200 лв./MWh със средства от държавния бюджет, дивиденди от дружествата в групата на „Български енергиен холдинг“ ЕАД и приходите от продажба на квоти въглеродни емисии<sup>19</sup>, ще допринесат за увеличаване на бюджетния дефицит.

Липсата на подобни правителствени програми, които по своята същност са антипазарни мерки, също може да доведе до редица финансови рискове, тъй като отраслите, които формират по-голямата част от българския износ не са модернизирани и не могат да отговорят на настоящите екологични и икономически предизвикателства. Затварянето на част от местното производство, което не покрива изискванията на Зелената сделка, би имало цялостно отражение върху българската икономика – както по линия на нивото на безработица, така и поради високите нива на междуфирмена задлъжнялост и опасността от растеж на необслужваните банкови кредити.

\* \* \*

От историческото развитие на енергийния сектор в рамките на ЕС се вижда, че влияние върху него оказват не резки и революционни промени (каквото е наложилото се общественото мнение спрямо Зелената сделка), а постепенно оформящи се възгледи, свързани с наличието на местни енергоресурси, зависимостта от техния внос и процесите в световната икономика. От своето създаване досега ЕС необратимо и многократно изменя основната си енергийна база – от въглищата в началото на 50-те год. на XX в., през нефта, заменен от атомна енергия и природен газ, до налагането в наши дни на енергия, произведена от ВЕИ.

Енергийният съюз и Икономическият и паричен съюз са в основата на интеграционните процеси между държавите членки на ЕС, а настоящата реализация на Зелената сделка и възстановяването от COVID-19 пандемията

---

<sup>19</sup> <https://www.me.government.bg/news/kompensacii-za-okolo-1-5-mlrd-lv-do-kraya-na-m-ma-rt-2022-g-predlaga-ministerstvoto-na-energetikata-2959.html?p=eyJ0eXBlljoiaG90bmV3cyJ9> .

още по-силно обвързват енергийните и фискалните политики на местно и наднационално ниво.

Осигуряването на евтина енергия и цялостна енергийна независимост се превръща в ключово условие за борбата с високите инфлационни нива, безработицата и цялостното икономическо развитие. В тази насока трябва да се разглеждат и новите функции на ЕЦБ, свързани с изграждането на нови бизнес модели, основани на принципа за кръгова икономика – стимулиране на кредитирането на нисковъглеродни бизнес проекти и налагането на финансови санкции при неизпълнение на изискванията на Зелената сделка.

Екологичните, икономическите и геополитическите измерения ще имат пряко отражение не само върху българския електроенергиен отрасъл, но и върху цялата структура на местната икономика. Пазарът на електроенергия ще продължи да се характеризира със силна ценова волатилност, като причините могат да бъдат търсени в бързото въвеждане на ВЕИ в Югоизточна Европа и свързаността на пазарите. При липса на реални проекти за изграждане на „зелени“ производствени мощности и запазване значението на въглищните централи, България рискува в средносрочен план да бъде носител на евтина електроенергия за преобразуващите се регионални икономики, а в дългосрочен план да разчита на внос от страни като Румъния, Гърция и Турция.

Обвързаността между енергийния сектор и енергоемката индустрия ясно показва необходимостта от развитие на производство с по-висока добавена стойност, независимо в такава голяма степен от цените на електроенергийните пазари, а ниските цени на електроенергията трябва да се разглеждат като основно сравнително предимство, представляващо краткосрочен и дългосрочен инвестиционен сигнал към външните инвеститори.

Използването на краткосрочни и нецелеве финансови мерки за компенсиране на потребителите на електроенергия имат краткосрочен ефект и са с отрицателен принос за макроикономическите показатели на страната, свързани с ценовата стабилност и бюджетния дефицит, като по този начин могат да попречат на планирането присъединяването към еврозоната през 2024 г.

## Литература

- Георгиев, А. (2015) Икономика на Европейския енергиен съюз. Новите възможности за България според Стратегията за Енергиен съюз. Част 1. – *Общество и право*, бр. 6, ISSN 0204-85-23, 77 – 86.
- Георгиев, А. (2015) Икономика на Европейския енергиен съюз. Новите възможности за България според Стратегията за Енергиен съюз. Част 2. – *Общество и право*, бр. 7, ISSN 0204-85-23, 90 – 99.
- Европейска централна банка. Банков надзор (2020) Ръководство относно рисковете, свързани с климата и околната среда. Източник: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~58213f6564.bg.pdf>.
- „Електроенергиен системен оператор“ ЕАД, Статистическа книжка 2021, Източник: <https://www.eso.bg/fileObj.php?oid=3572>.
- Илиев, В. (2020) Мястото на България в световния износ през 2020 г., Източник: <https://www.bia-bg.com/analyses/view/28857/>.
- Комисия за енергийно и водно регулиране на България (2021) Годишен доклад за Европейската комисия, Източник: <https://www.dker.bg/uploads/2021/EWRC-report-EC-2021.pdf>.
- Координационен съвет за подготовка на Република България за членство в еврозоната (2021), Национален план за въвеждане на еврото в Република България (проект), Източник: [https://www.bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/bnb\\_pressrelease/pr\\_20210630\\_a1\\_bg.pdf](https://www.bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/bnb_pressrelease/pr_20210630_a1_bg.pdf).
- Министерство на енергетиката на Република България [online] <https://www.me.government.bg/news/kompensacii-za-okolo-1-5-mlrd-iv-do-kraya-na-m-mart-2022-g-predlaga-ministerstvoto-na-energetikata-2959.html?p=eyJ0eXBIIjoiaG90bmV3cyJ9> (Прегледан 24.05.2022).
- Bloomfield, J., Steward, F. (2020) The Politics of the Green New Deal, *The Political Quarterly*, Vol. 91, No. 4, 770 – 779.
- Byanova, N. (2021) Effects of the EU Electricity Markets Opening on Competition and Prices. – *Economic Studies*, Vol. 30 (1), 35 – 69, ISSN: 0205-3292, COBISS.BG-ID – 1120137700.
- EMBER [online] <https://ember-climate.org/> (Прегледан 26.05.2022).
- European Central Bank (online) [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210125\\_1~3fc4ebb4c6.bg.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210125_1~3fc4ebb4c6.bg.html) (Прегледан 24.05.2022).
- European Central Bank (online) [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708\\_1\\_annex~f84ab35968.bg.pdf](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708_1_annex~f84ab35968.bg.pdf) (Прегледан 24.05.2022).
- European Commission [online] [https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal/finance-and-green-deal\\_en](https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal/finance-and-green-deal_en) (Прегледан 24.05.2022).
- European Union [online] <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2015:80:FIN> (Прегледан 24.05.2022).
- Eurostat (online) [https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nrg\\_ind\\_ei](https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nrg_ind_ei) (Прегледан 24.05.2022).
- Hainsch, K., Löffler, K., Burandt, T., Auer, H., Crespo del Granado, P., Piscicella, P., Zwickl-Bernhard, S. (2021) Energy transition scenarios: What policies, societal attitudes, and technology developments will realize the EU Green Deal?, *Energy*, Elsevier, vol. 239(PC).
- Pekanov, A., Schratzenstaller, M. (2020) The role of fiscal rules in relation with the green economy, Economic Governance Support Unit and Policy Department A, Directorate-General for Internal Policies, PE 614.524.
- Rechsteiner, R. (2021) German energy transition (Energiewende) and what politicians can learn for environmental and climate policy. *Clean Technologies and Environmental Policy* volume 23, 305 – 342.



- Ringel, M. & Knodt, M. (2018) The governance of the European Energy Union: Efficiency, effectiveness and acceptance of the Winter Package 2016. *Energy Policy*, Vol. 112, 209 – 220.
- Siddi, M, (2020) The European Green Deal: Assessing its current state and future implementation, Finnish Institute of International Affairs, Working paper, May 2020/114.
- Simionescu, M., Păuna, C., and Diaconescu, T., (2020) Renewable Energy and Economic Performance in the Context of the European Green Deal, *Energies*, vol. 13, issue 23, 1 – 19.
- Tagliapietra, S. and Veugelers, R. (2021) Fostering the Industrial Component of the European Green Deal: Key Principles and Policy Options. *Intereconomics – Review of European Economic Policy*, Volume 56, 305 – 310.
- Wolf, S., Teitge, J., Mielke, J., Schütze, F., Jaeger, C. (2021) The European Green Deal – More Than Climate Neutrality, *Intereconomics*, Volume 56, Number 2, 99 – 107.
- Ukrainian multimedia platform for broadcasting [online] <https://www.ukrinform.net/rubric-economy/3335765-ukraine-decreases-electricity-imports-by-966-times-in-september-ukrenergo.html> (Прегледан 24.05.2022).

## Осемнадесета глава

# Цифрова трансформация на България – предпоставки и възможности

Докторант Стела Вълева

*e-mail:* svaleva@feba.uni-sofia.bg

Признаването на информационните и комуникационните технологии (ИКТ) и свързаните с тяхната употреба приложения за технологии с общо предназначение, като електричеството например, обяснява голямата им роля в съвременното общество. През последното десетилетие усилията на правителствени и международни институции бяха фокусирани в създаване на база за цифрова трансформация. Днес втората вълна на промените е насочена към преимуществата, с които ИКТ осигуряват конкурентни предимства на държави и фирми в надпреварата за дял в глобалната цифрова икономика. Страните в еврозоната вече се възползват от тях. Част от държавите членки са сред световните дигитални лидери. Други подобриха конкурентните си позиции, включително чрез ускорена дигитална трансформация, какъвто е случаят с Естония. Присъединяването на България без възприемане на подходяща дигитална политика, базирана на добрите практики на страните от зоната, може да се превърне в недостатък за икономиката. Тя се специализира в производство на стоки и услуги с по-ниска добавена стойност и така може да попадне в т.нар. капан на средния доход. От друга страна, с политика, насочена към ускорена дигитална промяна, България може да реализира догонващо развитие и да подобри своите конкурентни позиции.

Изследването започва с дефиниране какво е дигиталната трансформация и основните термини, свързани с нейното разбиране. Представени са методите за проследяване на постигнатите резултати на държавно ниво. Възможностите за създаване на подходяща среда за цифрова промяна в България се изследват през призмата на целите, заложили от Европейската комисия до 2030 г. За оценка на съответствието между тях и постигнатото от държавите през 2021 г. бе променен Индексът за дигитална икономика и общество (DESI). Чрез него Комисията проследява напредъка в общността. Показателите за капиталова обезпеченост на цифровия преход и услугите на електронното правителство формират база за дигиталната трансформация. Отделна група индикатори касае уменията и ефективността, с които

човешкият фактор може да се възползва от тях. Ролята на последните е ключова за изграждане на конкурентни позиции в дигиталната икономика. Те не само благоприятстват представянето на държавата в сферата на цифровата трансформация, но и допринасят за подобряване на общото икономическо развитие на страната. В тази връзка във втората част на разработката са представени особености на българския цифров преход чрез резултатите на страната в сферата на ИКТ и научноизследователската и развойната дейност. Третата част разглежда доколко целите, заложи в Националния план за възстановяване и развитие и основните програмни документи за цифрова трансформация на България ще дадат възможност да се разгърне напълно нейният дигитален потенциал. В четвъртата част са анализирани възможностите, които членството в еврозоната предоставя на страната и значението на дигитализацията. Дали България ще попадне в „капана на средния доход“ или ще реализира догонващо развитие, благодарение на ускорена дигитализация, зависи от прилагането на подходящи инструменти на икономическата политика, както и от волята за постигане на високи цели в сферата на цифровата трансформация в един дигитален световен ред. В заключение са направени изводи за силните и слабите страни на настоящата българска политика по отношение на цифровата трансформация. Препоръките са насочени както към подобряване на резултатите на страната в сферата на цифровата трансформация, така и към стратегическите цели, които тя може да реализира като член на еврозоната.

## **Теоретични основи на цифровия преход**

Най-общо цифровата икономика е резултат от трансформационните ефекти на новите технологии в областта на информацията и комуникациите. Ранните тълкувания (Tapscott, 1996) се съсредоточават специално върху интернет, отразявайки появата му през 90-те години на миналия век като основна технология, поне в глобалния Север.

В няколко последователни публикации от последните години Организацията за икономическо сътрудничество и развитие (ОИСР) надгражда определенията що е дигитализация. Според първите тълкувания дигиталната икономика прави възможна търговията със стоки и услуги с помощта на електронната търговия и интернет (OECD, 2014). Впоследствие това разбиране претърпява развитие. В изследване на организацията относно ефекта ѝ върху развиващите се страни (Dahlman et al., 2016), цифровата икономика обхваща сливането на няколко технологии с общо предназначение и редица икономически и социални дейности, извършвани от хората чрез интернет и свързаните с тях технологии, инфраструктурата, върху която се основават цифровите

технологии, устройствата, използвани за това, приложенията, които използват и функционалността, която предоставят. Подчертава се потенциалът на цифровите икономики да осигурят приобщаващ и устойчив растеж, но само ако бъдат въведени мерки за контрол на ключовите фактори. През 2018 г. за ОИСР дигиталната трансформация вече обхваща всички икономически и социални ефекти на цифровизацията и дигитализацията (ОЕСД, 2018).

В свое издание, посветено на дивидентите от дигитализацията, Световната банка наред с изброяване на възможностите във всяка сфера на обществения живот се спира и на т.нар. дигитално разделение- бързият растеж за едни означава изоставане за други (International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank, 2016). За да може ефектът от новите технологии да окаже своето благотворно въздействие се налага промените да се управляват чрез насочена политика и инвестиции.

През 2019 г. ОИСР даде най-пълна дефиниция на същността и обхвата на основните термини, използвани при изследване на дигиталните промени (ОЕСД, 2019). Според нея цифровизацията е конвертиране на аналоговите данни и процеси в четими в машинен формат. Дигитализация е употребата на данни и дигитални технологии, както и тяхната взаимната обвързаност, която се отразява в нови или променя съществуващите дейности. Дигиталната трансформация се отнася за икономическите и социалните ефекти на цифровизацията и дигитализацията<sup>1</sup>.

В своя публикация относно цифровия преход на страните от Европа, Европейската централна банка (ЕЦБ) се спря и на предизвикателствата, които дигитализацията постави, като преосмисли законите на старата икономика (ЕСВ, 2020). За разлика от технологиите, при които натрупването на физически капитал спрямо количество труд е достатъчно да генерира растеж, то ИКТ изискват квалифициран труд, адаптация и преосмисляне на организационните процеси. Това може да допринесе за много по-голям растеж в производителността, отколкото може да се очаква от модела на Солоу и Суан, твърдят Бриньолфсон и Хит (Brynjolfsson and Hitt, 2002) .

Огромните възможности, скрити в дигиталните технологии се дължат и на факта, че за разлика от физическите продукти, чиито пределни разходи се влияят от мащаба на производството, то дигиталните имат почти нулеви такива, освен фиксирани. Това позволява успешни фирми и платформи да постигнат глобална дистрибуция, понякога с няколко служители и ограничени ресурси (Brynjolfsson et al., 2008) и доведе до появата на т.нар. фирми еднорози – бързо нарастващи фирми с оценка над 1млрд. Създаването и разрастването им е включено в целите за дигитална трансформация на Европа до 2030 г.

---

<sup>1</sup> За целите на настоящото изследване цифровизация и дигитализация са използвани като термини със сходно значение.

## Измерване и проследяване на цифровата трансформация на държавно ниво

В свое изследване относно влиянието и приложенията на дигитализацията в монетарната политика, ЕЦБ предлага три варианта за измерване на дигиталното възприемане (ЕСВ, 2121). Първият от тях е да се измери степента на усвояване на дигиталните технологии (тези, които се разпространени в икономиката). Според банката този подход може да включва както реални, така и потенциални приложения. Вторият е да се оценят инвестициите в ИКТ и свързаните с тях технологии. Той е подходящ за международни сравнителни анализи. Третият вариант е да се изследва добавената стойност в секторите с най-висока степен на дигитализация. Но дигиталният интензитет на сектора или продукта варира между различните държавите, което прави сравнението трудно.

През 2021 г. Европейската комисия представи четири основни цели за цифровата трансформация на Европа до 2030 г. (вж. табл. 1).

**Таблица 1.** Основни цели на европейския „Цифров компас“ до 2030 г.

Умения	Цифрова трансформация на предприятията
<p>Специалисти по ИКТ: 20 милиона + сближаване между половите</p> <p>Основни цифрови умения: минимум 80% от населението</p>	<p>Навлизване на технологии: използване на облачни изчисления/изкуствен интелект/големи данни от 75% от предприятията в ЕС</p> <p>Новатори: разрастване на предприятия и финансиране за удвояване на едноорозите в ЕС</p> <p>Късно въвеждане на технологии: дял над 90% на МСП, достигнали поне основно ниво на цифров интензитет</p>
Сигурни и устойчиви цифрови инфраструктури	Цифровизация на обществените услуги
<p>Свързаност: гигабитов достъп до интернет за всички, 5G навсякъде</p> <p>Авангардни полупроводници: удвояване на дела на ЕС в световното производство</p> <p>Данни — периферни и облачни изчисления: 10 000 неутрални по отношение на климата периферни възела с висока степен на сигурност</p> <p>Изчислителни технологии: първи компютър с квантово ускорение</p>	<p>Основни обществени услуги: 100% онлайн</p> <p>Електронно здравеопазване: 100% от гражданите с достъп до медицински досиета</p> <p>Цифрова самоличност: използване на електронна идентификация от 80% от гражданите</p>

Източник: ЕК. Целите са представени обстойно на [https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/europe-fit-digital-age/europes-digital-decade-digital-targets-2030\\_bg#documents](https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/europe-fit-digital-age/europes-digital-decade-digital-targets-2030_bg#documents).

През същата година в съответствие със заложените цели беше изменен и DESI (вж. табл. 2). Индексът е основният инструмент, с който Европейската комисия проследява резултатите на държавите по отношение на цифровата трансформация. Досега той рядко е бил променян с цел съпоставимост на данните.

**Таблица 2.** Нова формулата за изчисление на съставния индекс DESI

DESI 2020	$DESI = \text{Свързаност} \times 0.25 + \text{Човешки капитал} \times 0.25 + \text{Използване на интернет} \times 0.15 + \text{Внедряване на цифрови технологии} \times 0.2 + \text{Цифрови обществени услуги} \times 0.15$ Сборът на теглата е единица (100%).
DESI 2021	$DESI = \text{Свързаност} \times 0.25 + \text{Човешки капитал} \times 0.25 + \text{Внедряване на цифрови технологии} \times 0.25 + \text{Цифрови обществени услуги} \times 0.25$ Сборът на теглата е единица (100%).

*Източник:* Съставено от автора по ЕС (2020a) Digital Economy and Society Index (DESI) 2020 Methodological note и ЕС (2021) Digital Economy and Society Index (DESI) 2021 DESI methodological note.

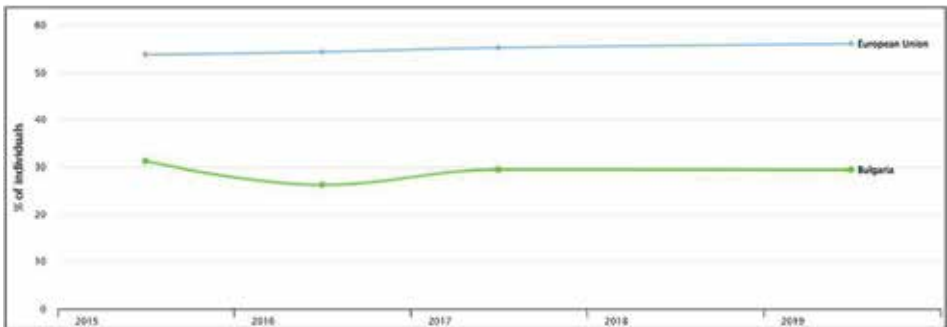
Най-съществената част от корекциите се отнася до намаляване на броя на индикаторите и почти двойно увеличаване на теглото на индикатора, отразяващ *Цифровите обществени услуги*. Беше добавен и самостоятелен раздел за състоянието на ИКТ по държави. Промените отразяват новите приоритети в сферата на цифровизацията.

Индикаторите имат различна роля при осъществяване на цифровия преход. Базово е изграждането на инфраструктурна свързаност. То предпоставя успешното функциониране на останалите. Индикаторите, свързани с човешки фактор, показват възможността на държавата да се възползва от капиталовата база за цифров преход. Основната роля на цифровите обществени услуги е да улесняват и насочват взаимодействието на останалите фактори. Целта на „Цифровия компас“ е Европа да остане конкурентна в дигитално отношение на останалите глобални сили като САЩ и Япония. В този смисъл националните цели на отделните държави следва да се дефинират допълнително, а резултатите от DESI да се интерпретират в този контекст.

## Позиция на България по отношение на цифровата трансформация спрямо целите на Европа до 2030 г.

### Умения

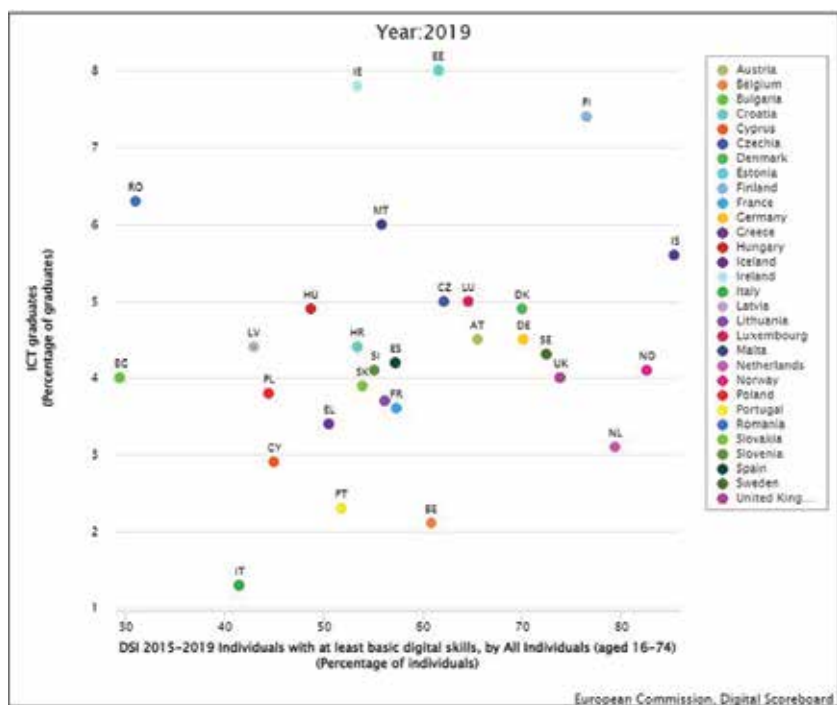
България изостава по отношение на цифровите умения. От заложените в „Цифров компас“ минимум 80% от населението да притежава основни цифрови умения към 2030 г. по данни на DESI за 2021 г. едва 29% от лицата притежават такива (ЕК, 2021). Докато тенденцията за ЕС е плавно покачване по този показател, то България е малко вероятно да постигне целите с досегашния темп (фиг. 1).



**Фиг. 1.** Дял на индивиди с поне основни цифрови умения от общото население (16 – 74 години)

Източник: ЕК, Цифрово табло. Достъпно на <https://digital-agenda-data.eu/charts>.

По отношение на втората цел на „Цифров компас“ 20 млн. специалисти по ИКТ да работят в европейската икономика през 2030 г., то България се представя над средното за ЕС, включително и при жените специалисти, каквато е последната цел на компаса (вж. фиг. 2 за нивото на завършващи ИКТ технологии спрямо индивидите с най-ниска цифрова грамотност в страната).



**Фиг. 2.** Дял на абсолвенти по дисциплини в областта на ИКТ съотнесен към дела на индивидите с най-ниска цифрова грамотност в страната

Източник: ЕК, Цифрово табло. Достъпно на <https://digital-agenda-data.eu/charts>.

Наред с ползите от цифровизацията на икономиката в литературата се коментира и въпросът за т.нар. дигитално разделение. В България то има и вътрешни характеристики. Формирането на устойчива и нарастваща група хора, ангажирани професионално с ИКТ технологии контрастира с по-голямата част от населението, което е сред най-изостаналите в това отношение в ЕС. От своя страна това може да се окаже фактор и за подоходно неравенство.

### ***Цифрова трансформация на предприятията***

Според целите на ЕС до 2030 г. 75% от фирмите следва да използват облачни изчисления, изкуствен интелект и големи данни. Данните на DESI за 2021 г. отреждат на България последно място по индикатора *Цифрова трансформация на предприятията* в ЕС. Употребата на големи данни се свива с 1 до 6%. Използването на облачни услуги бележи 25% растеж в сравнение с предходната година, но базовите стойности са далеч под сред-



ните за Европа. Високи са показателите на българските предприятия при употребата на изкуствен интелект – 31% от тях вече се възползват от преимуществата му (ЕК, 2021)<sup>2</sup>.

По отношение на целта до 2030 г. над 90% от малките и средните предприятия (МСП) да достигнат поне основно ниво на цифров интензитет, то според Индекса за цифров интензитет на Евростат за 2020 г. България е на последно място в ЕС. Тези данни, обаче, не отчитат напредъка, осъществен от много фирми след пандемията от COVID-19. В проучване на Siemens България & Германско-българската индустриално-търговска камара за нивото на дигитализация сред фирмите се констатира, че почти четвърт от фирмите вече имат цялостна стратегия за трансформация за следващите 1 – 5 години, а половината от запитаните възнамеряват да инвестират повече средства в бъдеще за тази цел (Siemens България & Германско-Българска индустриално-търговска камара, 2021). Тези данни се потвърждават и от Българската търговско-промишлена палата. През 2019 г. в национално проучване сред бизнеса и гражданите за отношението им към дигитализацията по проект „Дигитални МСП – стимулиране приноса на МСП в реализирането на политиките за дигитализиране на икономиката“ половината работодатели определят дигиталните умения на повечето им служители като много добри, а изобщо кадри без дигитална култура има едва при 3% от анкетираните (БТПП, 2019).

Последната цел на „Цифров компас“ в това направление е свързана с появата на фирми новатори и цели разрастване на предприятия и финансиране за удвояване на еднорозите в ЕС. Във връзка с това през 2022 г. България регистрира и първата си фирма еднороз.

България вече има компания, която отговаря на определението „еднороз“. Това е финтех дружеството Payhawk с оценка над 1 млрд. долара.

Само три месеца преди достигането на статут „еднороз“ компанията е оценена на 570 млн. долара, след предишния кръг от финансиране, т.е. стойността и е нараснала почти двойно за малко повече от 90 дни.

От компанията посочват, че тя иска да бъде катализатор на българската „екосистема“ от стартиращи технологични предприятия.

*Източник:* По данни от периодичния печат, достъпни на <https://businessnovinite.bg/pari/epochalen-den-za-balgarskata-ikonomika-oceniha-balgarski-startap-na-1-mlrd-dolara.html> (посетен на 3 август 2022 г.).

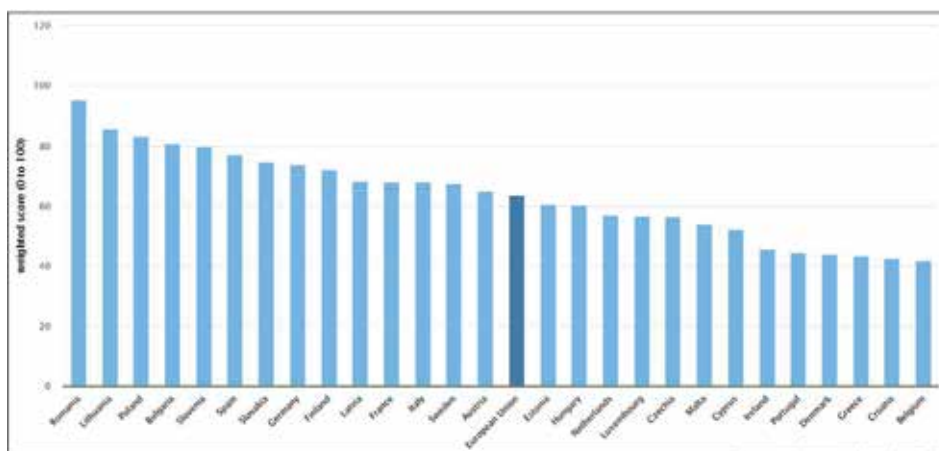
---

<sup>2</sup> *Забележка:* За 2022 г. тези стойности бяха коригирани на 3%.

## Сигурни и устойчиви цифрови инфраструктури

В общото представяне на България по отношение на цифровата трансформация най-голям дял имат показателите за изграждане на инфраструктура и цифровизация на обществените услуги. Това се дължи на факта, че голяма част от инвестициите в страната са обвързани с европейски програми и фондове. Част от средствата, които България предстои да усвои по механизма „Следващо поколение ЕС“, за преодоляване на ефектите от пандемията COVID-19 чрез своя Национален план за възстановяване и развитие са предназначени за подобряване на достъпа до интернет.

Понастоящем малко над половината от населението има достъп до фиксиран интернет. Особено изразено е дигиталното разделение между големите градове и по-слабо населените райони на страната. От високоскоростен достъп се ползват едва 11% (ЕК, 2021). Едно обяснение за това е постепенното повишаване на общия ценови индекс за широколентов достъп. По този показател за 2022 г. България надскача общото за ЕС ниво (вж. фиг. 3).



Фиг. 3. Индекс на цената за достъп до широколентов достъп до интернет за 2022г.

Източник: ЕК, Цифрово табло достъпно на <https://digital-agenda-data.eu/charts>.

В анализ относно ефекта от структурните реформи в сферата на дигитализацията на ЕК се отбелязва, че те влияят на намаляването на цените на мобилните услуги, включително индиректно чрез намаляване на пазарната концентрация в сектора (Lorenzani and Varga, 2014). Обратното също е вярно. В документа също се отбелязва, че повишеното възприемане на високо-скоростна фиксирана връзка влияе на общата факторна производителност в производството чрез фактическата употреба на тези технологии.

Изводите са, че високите цени за достъп са фактор с негативен икономически ефект. Икономическите резултати от постигането на целите на България за повишаване на общата интернет свързаност, както е заложено в Националния план за възстановяване и развитие, може да бъдат възпрепятствани от техния задържащ ефект. Що се отнася до целите на „Цифров компас“ до 2030 г. по отношение на 5G, то понастоящем само 14% от спектъра за безжична широколентова 5G са разпределени, а достъпът до него е 0%.

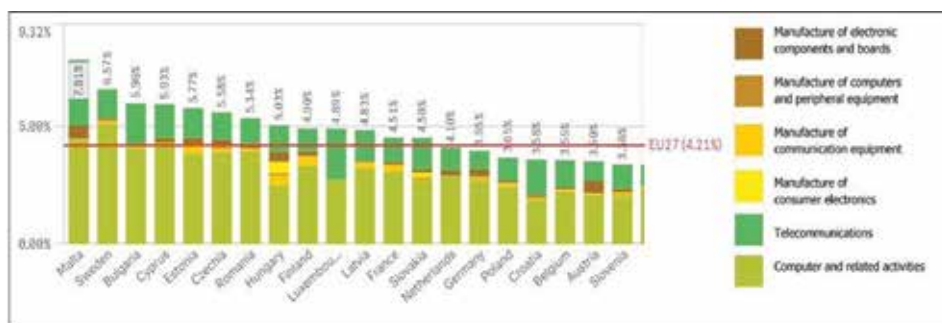
### ***Цифровизация на обществените услуги***

Новата структура на индекса DESI благоприятства тълкуването на резултатите на България. Страната традиционно се представя най-добре по отношение на правителствената подкрепа за цифров преход. По данни от 2021 г. тя заема 21 място от 27 държави, включени в индекса (ЕК, 2021).

Заложените от „Цифров компас“ цели са към 2030 г. основните обществени услуги да са изцяло онлайн. Също така всички граждани да имат достъп чрез интернет до медицинските си досиета, а използването на електронна идентификация да става от 80% от гражданите на ЕС. На този етап в Националния план за възстановяване и развитие са предвидени средства за подобряване позициите на България в почти всички аспекти по отношение на цифровата свързаност, включително и за сигурни и надеждни електронни услуги на гражданите и бизнеса. Вероятно е страната да изпълни цифровите цели на Европа. На това се спираме и по-надолу в изложението.

### **Информационни и комуникационни технологии**

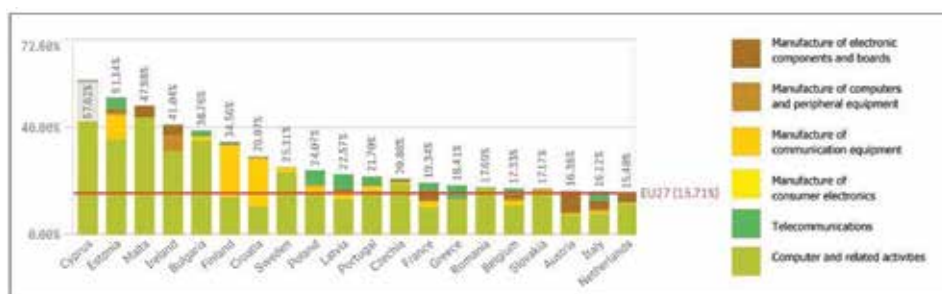
ИКТ секторът е водещ за позициите на страна в икономика на знанието. По данни на Евростат за 2019 г. приносът на сектора в БВП на България е 6.62%. Благоприятната позиция се потвърждава и от PREDICT – европейският проект, който анализира състоянието на ИКТ индустрията в ЕС и научноизследователската и развойната дейност в нея. За 2019 г. ИКТ секторът в България е сред водещите в Европа по дял в общата добавена стойност (вж. фиг. 4).



**Фиг. 4.** Дял на ИКТ сектора в общата добавената стойност

Източник: <https://web.jrc.ec.europa.eu/dashboard/PREDICT/index.html> .

Тази тенденция се потвърждава и от петата позиция на страната по отношение на разходите за научноизследователска и развойна дейност на ИКТ сектора (вж. фиг. 5).



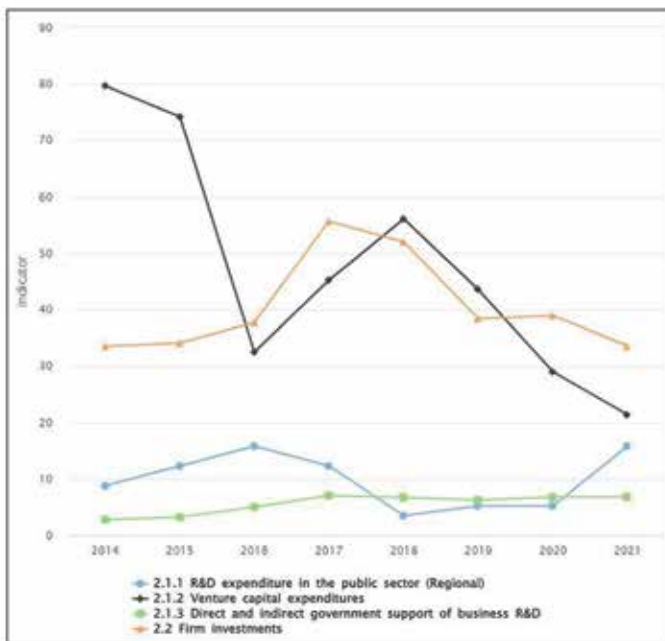
**Фиг. 5.** Дял от общите разходи за научноизследователска и развойна дейност на ИКТ сектора

Източник: <https://web.jrc.ec.europa.eu/dashboard/PREDICT/index.html> .

## Иновации и научноизследователска и развойна дейност

По данни на Европейското иновационно табло България се нарежда сред най-слабо развитата група на „възникващи иноватори“ в Европейския съюз. Този резултат се дължи на слабата публикационна и патентна активност, качеството на научните изследвания и предлагането на високотехнологични и иновативни продукти от българския бизнес. Една от причините за това е слабото финансиране за научноизследователска и развойна дейност. Общото финансиране, което България е получила по Рамковата програма

на ЕС за научни изследвания и иновации „Хоризонт 2020“, се равнява едва на 0.26% от целия бюджет на Програмата. Според данните на Европейското иновационно табло в страната доминират предимно фирмените инвестиции. В последните години кризисната обстановка се е отразила на наличието на рисков капитал. Повишението в публичното финансиране не компенсира този спад. Всичко това може да създаде предпоставки за забавяне на иновационната дейност, особено при малките и стартиращите компании.



**Фиг. 6.** Дял от общите разходи за научноизследователска и развойна дейност на ИКТ сектора

*Източник:* Европейско иновационно табло, достъпно на <https://ec.europa.eu/research-and-innovation/en/statistics/performance-indicators/european-innovation-scoreboard/eis#>.

## Национални програмни документи

През 2019 г. беше приета национална програма „Дигитална България 2025“. Основната ѝ цел е страната да се превърне в икономика, основана на развито информационно общество чрез повсеместно използване на ИКТ от гражданите, бизнеса и общественения сектор. В нея са формулирани шест приоритетни области на развитие, свързани с основните направления на DESI.

С националната стратегия „Цифрова трансформация на България за периода 2020 – 2030 г.“ се определят визията и целите на националната политика като обобщена рамка, в която намират място програмата „Цифрова България 2025“ и останалите стратегически документи с технологична компонента.

Вследствие на дълбоката рецесия, обхванала целия свят след COVID-19 ЕС прие механизма „Следващо поколение ЕС“. Част от него включва осигуряване на подкрепа за възстановяване на националните стопанства. България представи със закъснение своите програмни документи и ще усвои средствата със забавяне. В последната версия на българския Национален план за възстановяване и устойчивост са заложили 23.6% от общите предвидени инвестиции да бъдат разпределени в приоритетните за DESI направления. Фиксирани са цели до 2025 г. При тяхното изпълнение към 2025 г. България все още ще изостава от средното за ЕС (вж. табл. 3). Очакванията са, че при успешно инвестиране на средствата, предвидени по него, показателите в областта на уменията и приложението на новите технологии от бизнеса ще са по-ниски от тези на Европа понастоящем, с изключение на изграждането на цифрова свързаност. Това повдига въпроса за ефективността на предвидените мерки.

**Таблица 3.** Цели до 2025 г., заложили в Националния план за възстановяване и устойчивост и състояние на показателите към 2021 г. за България и ЕС според DESI

Показател	Целева стойност, % за 2025 г.	Стойности на DESI за България, 2021 г., %	Стойности на DESI за ЕС, 2021г., %
Дял от домакинствата с достъп до високоскоростна цифрова свързаност през 2025 г.	100	79 <sup>3</sup>	87
Дял от населението с поне основни умения в областта на цифровите технологии през 2025 г.	50	29 <sup>4</sup>	56
Внедряване на цифрови технологии в предприятията (DESI) през 2025 г.	35	20,5	37,6

*Източник:* Съставено от автора по данни на Министерски съвет на република България (2022) Национален план за възстановяване и устойчивост и ЕК(2021) Индекс за навлизането на цифровите технологии в икономиката и обществото (DESI), 2021 г., България.

<sup>3</sup> Код по DESI: 2b1 Покритие с високоскоростен широколентов достъп от следващо поколение.

<sup>4</sup> Код по DESI : 1a1 Поне основни умения в областта на цифровите технологии.

## **Значение на дигитализацията за присъединяването на България към еврозоната**

През 2018 г. екип от института McKinsey (Novak et al., 2018) изчисли възможността изоставащите страни от Централна и Източна Европа да реализират догонващо развитие в сферата на цифровата трансформация. Според тях, ако бъде развита дигиталната икономика във всички сектори в региона, това би донесло значителни икономически преимущества, дължащи се на увеличената производителност. Преодоляването на разликите с по-развитата част от Европа може да донесе 200 млрд. евро допълнителен прираст на БВП. Те препоръчват цифровизацията като стратегически избор и път на развитие за страните от Централна и Източна Европа за следващите десетилетия. Това е постижимо чрез изграждане на микс от политики, създаващи подходяща среда за развитие на нови и навлизащи технологии с голям потенциал.

Според експертен анализ на ЕЦБ дигитализацията в самата Европа се е забавила с години, сравнено с данните за САЩ, Япония и други напреднали държави (ЕЦБ, 2020). Това предполага различия в съвременното световно дигитално развитие. Държавите от еврозоната усилено скъсяват дистанцията със своите глобални конкуренти. Според данните от I-DESI – международният еквивалент на DESI, най-напредналите европейски държави са глобални лидери в сферата на дигиталното развитие (ЕС, 2020b). Това допринася за ускорен ръст на икономиките им и за подобрени конкурентни позиции на световния пазар.

Според ЕЦБ значението на дигитализацията за монетарната политика се състои в това, че тя може да бъде източник, но и отговор на шок в предлагането или технологичен такъв. В този смисъл тя влияе на търсенето и предлагането на продукти, пазарите на труда, начина, по който функционират тези пазари, пазарната структура и степента на конкуренция. Като останалите шокове на предлагането или технологични такива, тя се очаква да повлияе на производителността и е възможно да понижи цените. Все пак връзката ѝ с инфлацията може да е различна в краткосрочен и дългосрочен хоризонт (ЕЦБ, 2021). Развитите в дигитално отношение държави могат да се възползват от това и да подобрят конкурентните си позиции.

В доклад на Атлантическия съвет относно перспективите пред дигиталното развитие в Централна и Източна Европа е анализирана настоящата позиция на страните от региона (Atlantic Council, 2020). В него се разглежда опасността той да попадне в т.нар. капан на средния доход и да функционира като сателитна зона на по-развитите държави в еврозоната поради по-нис-

ките разходи за труд<sup>5</sup>. Същевременно са представени данни, че ускорената дигитализация може да направи тези държави по-конкурентоспособни, благодарение на специализацията в дигитални технологии и услуги, големината на местния пазар, интеграцията с критичните вериги за доставки в Европа, както и факта, че всички тези фактори са култивирали нарастващата технологична екосистема в региона.

Възможностите пред икономическото развитие след присъединяването към еврозоната в сравнителен план са разгледани и от Статева (2021). Тя представя Естония като пример за държава, която се е възползвала от членството си, за да постигне ускорено развитие, благодарение на дигиталната трансформация в съчетание с благоприятните икономически условия, създали се вследствие на членството.

Преимуществата от подобряване на общата икономическата стабилност от членството (Николова, Ангелов, Стайков, 2018), съчетано с ускорено темпо на дигитално развитие и включване на страната в един развит пазар са фактори, благоприятстващи подобряване на конкурентните позиции и предпоставка за реализиране на догонващото развитие, особено с подходяща държавна политическа рамка. Например според анализ ИКТ – Програма „ИНТЕРРЕГ ЕВРОПА“ (2019) само ИКТ индустрията в България е нараснала със 17% от 2007 г. насам. Секторът е един от най-бързо развиващите се в икономиката, а софтуерната индустрия е най-бързо нарастващият сегмент. ИКТ секторът е силно ориентиран към износа и привлича значителни чуждестранни инвестиции.

\* \* \*

Членството на България в еврозоната представлява предизвикателство, защото страните от нея напредват бързо в процеса на дигитализация и дигитална трансформация, на които се разчита за запазване и подобряване на националната конкурентоспособност. Присъединяване без възприемане на подходяща политика, базирана на добрите практики на страните от общността, може да се превърне в недостатък за България, в чиято икономическа структура доминира производство на стоки и услуги с по-ниска добавена стойност.

Сред политическите приоритети трябва да намери място амбициозната цел България да реализира догонващо развитие в областта на дигиталната трансформация. Страните от ЕС инвестират в ускорена цифрова трансформация. Това поставя България в неблагоприятна позиция, ако си поставя за цел само да достигне средните за ЕС показатели.

---

<sup>5</sup> В доклада се допуска, че например поради демографски характеристики ситуацията на пазара на труда може да се промени.



Цифровите технологии осигуряват редица преимущества. При формулиране на националните приоритети в тази сфера е от изключително значение какви акценти ще бъдат избрани в политиката. Изграждането на подходяща инфраструктура, както и подкрепата, осигурена от електронното правителство са фактори предпоставки, но не са достатъчни една държава да разгърне своя цифров капацитет. За това е необходимо те да се свържат с човешки капитал. В това отношение високото ниво на завършващи ИКТ технологии в България е предпоставка за подобряване на позицията на страната през следващите години. На второ място, добрите показатели, постигнати от ИКТ сектора, включително и в инвестициите в научноизследователска и развойната дейност, както и добрата среда за развитие на иновативно предприемачество създават възможност България да се възползва от преимуществата на цифровата трансформация. Понастоящем би следвало правителствената подкрепа да бъде насочена към тези фирми и да им се осигури подкрепа, докато те завоюват позиции на глобалния пазар. На трето място, инвестициите в повишаване на общата дигитална грамотност сред фирмите и гражданите биха намалили дигиталното разделение, както и неговите икономически аспекти. Накрая, по отношение на реализацията на заложените цели в Националния план за възстановяване и развитие относно цифровата свързаност от съществено значение е да се осигури и широк достъп до инфраструктурата. А това зависи от равнището на цените на предлаганите услуги. Високите цени за достъп до мрежата могат да намалят ефекта на предприетите мерки за ускоряване на процеса на цифрова трансформация.

## Литература

- БТПП (2019) Проучване по проект „ДИГИТАЛНИ МСП – Стимулиране приноса на МСП в реализирането на политиките за дигитализиране на икономиката“, достъпно на <https://www.bcci.bg/news/16402-проучване> (посетено на 10 август 2022 г.).
- ЕК (2021) Индекс за навлизането на цифровите технологии в икономиката и обществото (DESI), България.
- ЕК(2020) Цифровото десетилетие на Европа: цели в областта на цифровите технологии за 2030 г., достъпно на [https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/europe-fit-digital-age/europes-digital-decade-digital-targets-2030\\_bg](https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/europe-fit-digital-age/europes-digital-decade-digital-targets-2030_bg) (посетено на 22 юли 2022 г.).
- Министерски съвет на република България(2020) Цифрова трансформация на България за периода 2020 – 2030 г.
- Министерски съвет на република България (2022) Национален план за възстановяване и устойчивост.
- Министерство на транспорта, информационните технологии и съобщенията (2019) „Цифрова България 2025“.
- Николова, Д., Ангелов, Д., Стайков, К. (2018) Присъединяване на България към еврозоната –икономическият поглед: Ефекти за икономиката от присъединяване към ЕРМII и еврозоната, Институт за пазарна икономика.

- Програма „ИНТЕРРЕГ ЕВРОПА“ (2019) Анализ на сектора ИКТ в България и степента на дигитализация на МПС, Проект „Supporting Knowledge Capacity in ICT among SME to Engage in Growth and Innovation“.
- Статева, Й. (2021) България в еврозоната – опитът на други държави и сравнения. – *Икономически и социални алтернативи*, бр. 2, 109 – 126.
- Atlantic Council (2020) Digitalization in Central and Eastern Europe: Building Regional Cooperation, Report of the Atlantic Council Task Force on Digitalization in CEE and the Three Seas Initiatives.
- Brynjolfsson, E. and Hitt, L. M. (2002) Computing productivity: firm-level evidence. – *Review of Economics and Statistics*, Vol. 85, No 4, 793 – 808.
- Brynjolfsson, E., McAfee, A., Sorell, M. and Zhu, F. (2008) Scale Without Mass: Business Process Replication and Industry Dynamics. Harvard Business School Technology & Operations Mgt. Unit Research Paper No. 07 – 016.
- Dahlman, C., Mealy, S., Wermelinger, M. (2016) Harnessing the Digital Economy for Developing Countries, Paris : OECD Development Centre.
- EC (2020a) Digital Economy and Society Index (DESI) 2020 Methodological note.
- EC (2020b) International Digital Economy and Society Index, Final Report.
- EC (2021) Digital Economy and Society Index (DESI) 2021 DESI methodological note.
- ECB (2020) Virtually everywhere? Digitalisation and the euro area and EU economies: Degree, effects, and key issues. Occasional Paper Series No 266 / September 2021.
- ECB (2021) Digitalisation: channels, impacts and implications for monetary policy in the euro area. Occasional Paper Series. No 244 / June 2020.
- International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank (2016) Digital Dividends: World Development Report 2016, Washington DC: World Bank Group.
- Lorenzani, D. and Varga, J. (2014) The Economic Impact of Digital Structural Reforms. – European Economy. Economic Paper no. 529.
- Novak J., Marcin, P., Marciniak, T., Ignatowicz, K., Rozenbaum, K., Yearwood, K. (2018) The Rise of Digital Challengers, Digital McKinsey.
- OECD (2014) Measuring the Digital Economy: A New Perspective, OECD Publishing.
- OECD (2018) Going Digital in a Multilateral World, Paris : OECD.
- OECD (2019) Vectors of Digital Transformation. OECD Publishing.
- Siemens България & Германо-Българска индустриално-търговска камара (2021) Проучване за нивото на дигитализация в България 2021 г., достъпно на <https://bulgarien.ahk.de> (посетено на 8 август 2022 г.).
- Tapscott, D. (1996) The Digital Economy: Promise and Peril in the Age of Networked Intelligence. New York: McGraw-Hill.

## Заклучение

Присъединяването на българската икономика към еврозоната е естествен етап в процеса на нейното интегриране в ЕС, свързан с преминаването към последния стадий на ИПС. Вследствие на извършения в настоящата монография комплексен анализ на основни предизвикателства пред българската икономика по пътя към членството ѝ в еврозоната се постигат няколко основни групи изследователски резултати:

- изследвани са предпоставките за ефективното участие на България в паричния съюз и са очертани потенциалните конфликти, свързани с процеса на приемане на еврото;
- направена е сравнителна количествена и качествена оценка на готовността на страната за членство в еврозоната, като са обосновани препоръки за ускоряване на процеса на присъединяване;
- анализирана е устойчивостта на българската икономика по отношение на влиянието на екзогенни шокове и ефективността на бъдещата обща парична политика в сравнителен план при отчитане на постигнатата реална и структурна конвергенция на българската икономика;
- идентифицирани са някои потенциални ефекти от присъединяването на България към еврозоната както в макроикономически, така и в секторен аспект;
- устойчивостта на фискалната позиция е обвързана не само с процеса на бюджетиране на приходната и разходната част, но и с произтичащите макроикономически последици от предприетите действия на правителството в областта на фискалната политика;
- отчетени са и са открити предизвикателствата пред функционирането на икономиката със структурен и конюнктурен характер, които биха оказали потенциален ефект в процеса на присъединяване и членството на страната в еврозоната (Банков съюз, Енергиен съюз и Зелена сделка, Съюз на капиталовите пазари, Индустрия 4.0 и стратегията за дигитализация на икономиката на Европейския съюз).

В по-конкретен план в изследването се стига до следните по-важни заключения:

*Първо:* Разглеждането на ИПС в контекста на теорията за оптималната валутна зона и неговото характеризирание като незавършен паричен съюз е свързано с определени рискове за присъединяващите се страни, произтичащи от липсата на единна фискална политика, непълната синхронизация на бизнес циклите и наличието на дългосрочни асиметрични

шокове. Самото създаване и развитието на този съюз са базирани на възприемането му главно като продължение на Програмата за единния пазар на ЕС и не са съобразени с теоретичните изисквания за оптималност. Като номинални условия за присъединяване към еврозоната се задават Маастрихтските критерии, които първоначално се интерпретират като предпоставка за достигането на реална конвергенция, а впоследствие – като допълвани и благоприятствани от нея. Към настоящия момент България е изпълнила първите два задължителни етапа за преминаване към ИПС – членство в ЕС и във VM II и Единния надзорен механизъм на ЕЦБ, а така също и приетите последващи ангажменти в рамките на валутния механизъм. Затова решаващо значение има изпълнението на Маастрихтските критерии, както и постигането на съвместимост на законодателството за БНБ с член 131 от ДФЕС и подобряването на бизнес средата. В качеството на основен проблем се проявява неизпълнението на инфлационния критерий, провокирано от реалната конвергенция, процеса на догонване на ценовите равнища и влиянието на външни фактори при възходяща динамика на глобалния бизнес цикъл и поскъпване на основни суровини. Съществени рискове в средносрочен план има и за покриването на критериите за фискална устойчивост предвид разхлабването на бюджетната дисциплина поради по-високите бюджетни разходи, влошаването на макроикономическата среда и неблагоприятните демографски тенденции.

*Второ:* Устойчивостта на ИПС зависи от икономическата конвергенция на страните и е поставена под риск в отсъствието на достатъчна политическа интеграция и при съществени различия в равнищата на държавния дълг, качествените характеристики на икономическите институции и функционирането на пазарите на труда. В условията на невъзможност за провеждане на самостоятелна парична и валутна политика, приспособяването на отделните страни изисква повишаване на гъвкавостта на работните заплати или използване на инструментите на фискалната политика, което е ограничено от изискванията за бюджетния дефицит и държавния дълг. Процедурата за макроикономическите дисбаланси в качеството ѝ на система за ранно предупреждение за откриване на дисбаланси и произтичащата от тях необходимост от превантивни и коригиращи мерки в широк диапазон от области – от текущата сметка на платежния баланс до пазара на труда – дава определени положителни резултати. Едновременно с това тя има и редица слабости, свързани с недостатъчната ѝ ефективност и степен на изпълнение на препоръките, отсъствието на консенсус за провеждането на определени политики, необходимостта от специфични познания за отделните икономики и високо качество на статистическите данни, различната тежест на прилаганите критерии и невъзможността

за стриктно разграничаване между дисбаланси и прекомерни дисбаланси. Според тази процедура през 2012 – 2014 г. и 2018 – 2019 г. в България са налице макроикономически дисбаланси по отношение най-вече на нетната международна инвестиционна позиция и номиналните разходи за труд на единица продукция, а през началните години – и на равнищата на обща, дълготрайна и младежка безработица. От 2015 до 2017 г. са отчетени прекомерни макроикономически дисбаланси, което отразява предимно обявяването в несъстоятелност на КТБ. През 2020 г. България е определена като страна без макроикономически дисбаланси, а през 2021 г. тя не е подложена на задълбочен преглед по ПМД, което е показателно за съответствието ѝ с този неформален критерий за членство в еврозоната.

*Трето:* Оценяването на степента на реална и на структурна конвергенция е от важно значение за присъединяването на страната към еврозоната предвид тяхната връзка със синхронизацията на бизнес цикъла, устойчивостта на икономиката към екзогенни шокове и ефективността на общата парична политика. Данните за България разкриват устойчив процес на реална конвергенция към еврозоната, който е най-ускорен в годините до 2008 г. вкл., с малко по-ниска интензивност след 2013 г. и сравнително умерен в периода от 2009 до 2013 г. Определящ принос за него има увеличението на общата факторна производителност, а през 2007 – 2008 г. – нарастването на капитала, които отразяват комплексното действие на множество вътрешни и външни фактори. За групата на НСЧ на ЕС в цялост се доказва съществуване на  $\beta$ -конвергенция, като нейната скорост по отделни страни не е функция на членството в еврозоната. В сравнителен план България показва най-високо изоставане от средното ниво на дохода, като спрямо балтийските страни, Румъния и Полша това се дължи на по-ниския икономически растеж, а спрямо останалите страни – на по-ниската изходна база.  $\beta$ - и  $\sigma$ -конвергенция е отчетена и в групата на НСЧ, като относителната позиция на България при първата от тях е по-благоприятна от тази на Хърватия. Българската икономика показва тенденция на сближаване със структурата на БДС по икономически сектори в еврозоната, като в края на периода структурното сходство е по-високо от повечето НСЧ, вкл. и от вече използваните общата европейска валута. Сходна тенденция има и при вътрешносекторното сближаване, което е по-ниско в резултат на специализацията и положителните търговски ефекти от интеграцията. Високата структурна конвергенция е показателна за бъдеща устойчивост на българската икономика след присъединяването към еврозоната и ефективност на общата парична политика, но същевременно тя може да има задържач ефект върху скоростта на реална конвергенция.

*Четвърто:* Приемането на еврото като средство за заплащане в страната след членството на българския лев във ВМ II е свързано с изпълнение на условията за съвместимост на законодателството с устава на ЕСЦБ и ЕЦБ и на обективните Маастрихтски критерии, както и с покриването на определени неформални изисквания, които обикновено остават встрани от общественото внимание. Последната група изисквания се отнасят до устойчивостта и интеграцията на пазарите и икономическата конвергенция и са концентрирани върху състоянието и динамиката на платежния баланс, разходите за труд и други ценови индекси, заключенията по процедурата за макроикономическите дисбаланси и оценките за бизнес средата, качеството на икономическите институции и финансовата стабилност. Тези критерии не са строго формализирани и подлежат на различна интерпретация, което води до риск от забавяне на присъединяването към еврозоната, дори и при пълно покриване на формалните критерии. Оценяването на този риск като реален е базирано на съпоставката с нереализираното и до момента включване на България в Шенгенското пространство, независимо от изпълнението на всички изисквания за него. Затова усилията трябва да бъдат насочени към предприемане на структурни реформи, които да гарантират преодоляване на изоставането на страната от повечето държави от еврозоната в области като ефективност на правителството, качество на институциите, контрол върху корупцията и ограничаване на сивата икономика, и подобряване на бизнес средата. Решаването на посочените структурни проблеми може да стане в средносрочен план, което ще допринесе не само за преминаване към третия етап на ИПС, дори и при евентуална отсрочка във времето, но и до подобряване на общественото благосъстояние. Осъществяването на този процес изисква извършването на съдържателни анализи и предприемане на конкретни управленски действия, насочени към изпълнение на формалните и неформалните критерии за присъединяване и към разписване на конкретен график за изпълнение на поставените задачи.

*Пето:* Създаването на Банковия съюз на ЕС представлява адресирано към банковия сектор дългосрочно решение за преодоляване на натрупаните проблеми с еврото, катализирани от световната финансова и икономическа криза от 2007 – 2009 г. и последвалата дългова криза в еврозоната. То се обуславя от възприемането на банковия сектор като един от основните източници на кризата поради различия в националните регулации, разпокъсаност на информацията и предприетите мерки и недооценяване на системните рискове. Въпреки неговия задължителен характер за държавите от еврозоната, европейските институции го поставят като експлицитно изискване за участие на българския лев във ВМ II, което е

свързано и с еволюция в българската позиция – от първоначално несъгласие поради опасност от преждевременна загуба на суверенитет, през заявление за участие след включване във валутния механизъм до кандидатстване за него преди присъединяването към валутния механизъм. От настояща перспектива присъединяването на България към Механизма за тясно сътрудничество и изпълнението на изискванията за него може да се оценят положително. Достигането до пълноправно членство в еврозоната обаче изисква промяна във философията на Закона за БНБ и законодателни промени за гарантиране на независимостта на централната банка. В общественото пространство са налице опасения, че участието в капитала на Европейския механизъм за стабилност и Единния механизъм за реструктуриране ще влияе неблагоприятно върху бюджета и че присъединяването към еврозоната ще бъде силно проинфлационно, а не се акцентира върху конфликта между реалната конвергенция и ценовата стабилност и върху сравнително по-меката позиция на България в групата на страните, подкрепящи фискалната дисциплина, в сравнение с Германия, Нидерландия и Финландия.

*Шесто:* Независимо от съвместното си присъединяване към ЕС, България и Румъния имат различна алтернативна цена на прилагането на клаузата за дерогация по отношение на приемането на еврото, която проектира установените в тях парични режими. Фиксираният валутен курс и съществуващият паричен съвет в България са насочени към осигуряването на ценова стабилност, по което е налице по-голямо сходство с балтийските страни, поддържали фиксиран курс на валутите си към еврото преди официалното им преминаване към него. В същото време Румъния продължава да използва плаващ валутен курс, да провежда активна парична политика и да си осигурява външна конкурентоспособност чрез предвидимо обезценяване на валутата, като по аналогия с Полша, Чехия и Унгария тя възприема дерогацията като успешно средство за постигане на дългосрочните си икономически цели, вкл. и за по-пълното интегриране в ЕС. Своеобразията на паричните режими предопределят различните съотношения между разходите и ползите от въвеждането на еврото в двете страни, според които Румъния има интерес от забавянето на този процес, а България – от по-бързото му осъществяване. В този смисъл е трудно разбираемо нежеланието на българските власти да предприемат необходимите действия за достигане на пълно съответствие на националното законодателство с Договорите, което при Хърватия се оказва от решаващо значение за включването в еврозоната, независимо от непокриването на Маастрихтския критерий за държавния дълг. Така се създава усещането и, че законодателната власт има известна неяснота за поетите ангажменти,

недостатъчна осъзнатост на очакваните ползи и определена колебливост по отношение на по-бързото приемане на еврото.

*Седмо:* Включването в еврозоната е свързано с превалутиране на цените и паричните единици в евро при настоящия фиксиран валутен курс и без такси и комисиони, което заедно с действието на пазарните механизми не следва да води до разгръщане на инфлационен процес. Практиката в страните от еврозоната обаче показва наличие на краткосрочен проинфлационен ефект от присъединяването, предизвикан от закръгляването на цените във възходяща посока, прехвърлянето на фирмените разходи по превалутирането върху потребителите, рационалното невнимание на потребителите при преизчислението и едновременното осъществяване на преоценките. Въпреки че точното измерване на този ефект е затруднено от паралелното действие на множество други фактори за повишаване на цените, според изчисленията на Евростат неговият размер е еднократен и незначителен, и е в рамките на около 0.3 пр.п. Стойността му зависи от макроикономическите условия в отделната страна и е по-ниска при потиснато търсене, по-силна конкуренция на продуктовите пазари, двойно представяне на цените в търговските обекти непосредствено преди и след промяната, както и от провеждането на разяснителни кампании и прилагане на ефективни контролни механизми. В структурно отношение най-високо нарастване на цените бележат ограничен брой услуги с малък дял в потребителската кошница, а при хранителните и промишлените стоки той е по-ограничен на групово ниво, но при по-голямо поскъпване в отделните групи на по-често купувани и по-евтини стоки и при поевтиняване на стоки с по-високи изходни цени. Възприятията на домакинствата за инфлацията превишават значително измерените ѝ темпове в резултат на базирането им на най-често купуваните и бързо поскъпващи стоки и на формираните обществени нагласи. Тъй като това превишение може да доведе до съкращаване на потреблението и до натиск за повишаване на работните заплати и промяна на съществуващите договори, на него следва да се противодейства чрез провеждане на активна информационна кампания.

*Осмо:* Настоящият паричен режим в България предопределя водещата роля на гъвкавостта на пазара на труда при реакцията на икономиката към появата на екзогенни шокове чрез осъществяването на вътрешна девалвация, изразяваща се в понижаване на реалния валутен курс. Това ще бъде валидно и при членство на страната в еврозоната, при което устойчивостта на икономиката към специфични национални и общи шокове ще проектира възможностите на трудовото законодателство да осигури гъвкава заетост, от гъвкавостта на работните заплати и цените и от ефек-



тивността на уравнивяването на търсенето и предлагането на труд. Според съществуващите анализи трудовото законодателство у нас позволява гъвкави форми на трудови договори и организация на работното време, които, заедно с правилата при прекратяване на трудово правоотношение и обезщетение при съкращение, ѝ отреждат благоприятна позиция в съпоставителен план. В същото време нормативно заложената гъвкавост на заетостта не се прилага достатъчно на практика, което изисква законодателни промени в посока залагане на по-високи стимули и съобразяване с конкретните характеристики на икономиката и трудовия пазар. За гъвкавостта на пазара на труда в България може да се съди и по следкризисното намаление на дългосрочната безработица, като бъдещото нарастване на тази гъвкавост зависи от насърчаването на конкуренцията. Основните проблеми пред ефективното уравнивяване на предлагането и търсенето на труд са свързани с неблагоприятните демографски процеси, емиграцията, неподходящата структура на работната сила, осигурителните и трудовите регулации, и променящите се общи икономически условия, като усилията на макроикономическата политика трябва да бъдат насочени към подобряване на образователното равнище и стимулиране на създаването на високопроизводителни работни места.

*Девето:* Приемането на еврото в България и функционирането на българската икономика в паричния съюз ще бъдат повлияни от динамиката на нейната конкурентоспособност в средносрочен и дългосрочен план. Опитът на страните от периферията на еврозоната е показателен за влошаване на тяхната конкурентоспособност в резултат на ценови фактори, свързани с повишаване на реалния ефективен валутен курс, неценови фактори и отлагани поради политическа нестабилност структурни реформи. Подобни негативни развития не са отчетени при присъединилите се след 2008 г. страни от Източна Европа, които претърпяват аналогични трансформационни процеси с България. Това може да се възприема като индикация, че преминаването на българската икономика към последния етап на ИПС няма да повлияе негативно върху нейната конкурентоспособност, по аналогия със страните от периферията на еврозоната. Решаващо значение за краткосрочната конкурентоспособност на икономиката имат неценови фактори като експортно ориентираният растеж и високата интегрираност в еврозоната, които обуславят нарастващия относителен дял на страната в световния износ. Дългосрочната конкурентоспособност, измерена чрез прираста на производителността на труда, също бележи увеличение, като то е по-малко, отколкото в останалите страни от ЦИЕ, които вече са приели еврото или участват във ВМ II. Това се обяснява със силната положителна връзка между дългосрочната конкурентоспособност

и качеството на институционалната среда в различните ѝ измерения и с неговото оценяване като по-ниско в сравнение с останалите страни, което изисква предприемане на комплексни мерки за подобряване на качеството на институциите в страната.

*Десето:* Паричният съвет и високият пазарен дял на банки от ЕС в България обуславят бърза трансмисия на паричната политика на ЕЦБ и значителното ѝ въздействие върху лихвите на междубанковия пазар в страната. По-висок спред между лихвите по овърнайт депозитите у нас и в еврозоната има само в интервала 2007 – 2009 г. в резултат на предприетите от БНБ промени в процента и регулациите на ЗМР в посока последователно затягане и разхлабване на монетарните условия, а в интервала 2010 – 2012 г. този спред приема отрицателни стойности. Последващото преминаване към отрицателен лихвен процент по депозитното улеснение в еврозоната и чувствителното увеличение на банковите свръхрезерви в България водят до нови мерки на БНБ, предвиждащи възможност за отрицателни лихви по тях, което се пренася и върху лихвите на междубанковия пазар. Устойчивото увеличение на депозитната база в страната и антицикличната политика на БНБ са причина за значителната ликвидност на банковата система, която заедно с бързата трансмисия на паричната политика на БНБ вероятно няма да провокира значими промени на междубанковия пазар при приемане на еврото. По-сериозна промяна ще настъпи в ефективния процент по ЗМР, но очакванията са неговото съществено понижение да не провокира намаление на лихвените проценти по депозитите и кредитите. Предвид значителния спад на лихвените проценти по новите депозити и кредити в страната, тяхната сходна динамика с трите балтийски страни и приближението им до нивата в еврозоната в края на периода, може да се очаква бъдещото членство в нея да не причини ново намаление. До аналогичен извод се стига и за доходността по 10-годишните правителствени облигации, въпреки вероятното повишение на кредитния рейтинг, което означава, че по-нататъшно понижение на лихвените проценти е възможно главно чрез намаление на рисковата премия, отразяващо положителни развития в реалния сектор, фискална устойчивост и финансова стабилност.

*Единадесето:* Фискалната политика в ЕС след световната финансова и икономическа криза от 2008 – 2009 г. е с консервативен характер, като отклонение от този принцип има само през 2020 – 2021 г. вследствие на шоковете от COVID-19 и повишаващите се енергийни цени. Въпреки принципното запазване на националните дискреции, тя се провежда координирано и се подчинява на все по-строги правила, заложи в Пакта

за стабилност и растеж и Фискалния пакт. Паричният съвет в България и желанието на страната за включване в еврозоната предопределят типичното за повечето години след 2007 г. съблюдаване на тези правила. Съотношенията на бюджетните приходи и разходи към БВП имат циклично поведение, като средните им стойности са много по-ниски от отчетените за ЕС и еврозоната, но са съизмерими с тези за трите балтийски страни. Данъчните приходи са с относително стабилна структура във времето при доминация на регресивното облагане и косвените данъци, което е противоположно на данъчния модел в ЕС и еврозоната. На структурата на бюджетните разходи е присъща изменчивост, като разходите за образование, здравеопазване и социална защита изостават значително от тези в ЕС. Рисковете за приемането и успешното развитие в еврозоната са свързани с проинфлационното въздействие на увеличените през 2021 г. доходи и социални разходи, нарастващото значение на социално- и здравноосигурителните вноски в условията на демографска криза, селективните конюнктурни промени в ставката на ДДС и трайното намаление на капиталовите разходи. Ограничаването на тези рискове може да стане чрез разширяване на функциите на фискалната политика в процеса на икономическо догонване и изграждане на фискални буфери за осигуряване на макроикономическа стабилност.

*Дванадесето:* Възстановяването на финансовите пазари в България, еврозоната и САЩ след глобалната финансова и икономическа криза и пандемията от COVID-19 се осъществява с различна скорост и продължителност, което може да се обвърже със статуса на техните валути. То е най-бързо и с най-висока степен в САЩ, които емитират най-използваната резервна валута в света, следвани от еврозоната с втората по разпространение резервна валута, и е най-слабо и забавено в България, в която се прилага режим на паричен съвет. При това изоставащото възстановяване на борсовия индекс SOFIX в България при първия шок е предшествано от най-висок спад спрямо европейския индекс EURO STOXX 50 и американския индекс S&P 500, докато при втория шок първоначалното понижение на трите индекси е синхронизирано. Изведените особености могат да се обяснят с модел за определяне на стойността на пазарните индекси при включени хетерогенни пазарни участници, според който евентуален негативен макроикономически шок, свързан с намалени оценки на фундаменталните инвеститори за вътрешноприсъщата стойност, песимистични нагласи на шумовите трейдъри и увеличаване на сигналите за продажба към инерционните трейдъри, води до намаляване на цените на активите. Обръщането на тази тенденция се представя като възможно чрез провеждането на експанзионистична фискална и парична политика, чийто капа-

цитет зависи от това дали националната валута е със статус на резервна. Това се потвърждава от емпиричните данни, според които САЩ осъществяват по-силна и по-бърза парична експанзия от еврозоната в отговор съответно на глобалната финансова и икономическа криза и на пандемията от COVID-19, както и по-силна фискална експанзия като противодействие и на двете кризи. С изключение на периода след световната финансова и икономическа криза, увеличението на нетните банкови активи и бюджетния дефицит в България е по-ниско в сравнение със САЩ и еврозоната, като то е резултат предимно на високата интегрираност в ЕС и трансмисията на външни положителни ефекти. Тези развития са показателни, че включването на България в еврозоната ще има положителни последици за стабилността на финансовите пазари в страната поради променения статус на националната валута и свързания с нея по-висок потенциал на основните макроикономически политики.

*Тринадесето:* Анализът на българската банкова система в контекста на теорията за сложните системи разкрива нейната устойчивост и възможност за абсорбиране на шокове с размера на Великата рецесия. Този извод е направен чрез комплексно прилагане на съвкупност от критерии, отнасящи се до разнообразието, взаимосвързаността, големината, сложността и прозрачността на банковата система, състава на банковите активи и пасиви, и коефициента на банковия ливъридж. Универсалният характер на банките в България и липсата на специализирани и сенчести банки предпоставят невъзможността за покриване на критерия за разнообразие на концептуално равнище. Оценяването на свързаността между банките е затруднено по информационни причини, като междубанковата задлъжнялост е сравнително ниска, а потенциалът ѝ да генерира напрежения зависи от размера на кредиторите и длъжниците. Високият относителен дял на системните банки предопределя значителната роля на съвместната надзорна функция на ЕЦБ и БНБ в предотвратяване на възможни рискове в институция с такъв профил, чието отражение върху системата зависи от свързаността с други банки. Чуждестранната собственост върху капитала на повечето банки и съществуващите клонове на чуждестранни банки не се възприемат като източник на сериозни смущения при евентуални неблагоприятни развития в банковите системи на техните собственици. Въпреки интензивното нарастване на съотношението на банковите активи в периода до 2008 г., неговата стойност в следващите години не дава повод за притеснение, защото е много по-ниска от съответната стойност за еврозоната. Структурата на кредитите не застрашава устойчивостта на системата, като обект на по-сериозно внимание предвид неговата процикличност следва да бъде динамиката на ипотечното кредитиране на дома-

кинствата. Доминанцията на традиционни банкови активи обуславя ниската до умерена сложност на банковата система и нейната висока прозрачност. Коефициентите за ливъридж и за капиталова адекватност надхвърлят значително регулаторните изисквания, което е свидетелство за много добро ниво на устойчивост на българската банкова система.

*Четиринадесето:* Изграждането на Съюза на капиталовите пазари е важна стъпка към изпълнението на стратегическата цел за единен пазар на ЕС, изразяваща се в засилване на интеграцията между националните капиталови пазари и последващото изграждане на единен капиталов пазар. Приемането на тази стъпка е провокирано от базирането на европейската финансова система главно на банките и много по-малкия размер на капиталовите пазари в Съюза в сравнение със САЩ. Функционирането на капиталовите пазари в ЕС е свързано с редица проблеми, отнасящи се до хетерогенното им развитие, ограничения дял на спестяванията в инвестиционни фондове и акции, емитирането на финансови инструменти основно от големи компании, предпочитанията на инвеститорите към местни емитенти и съществуващите трудности пред финансирането на МСП, които обуславят липсата на интеграция между тях. Изход от тази ситуация се търси в приемането на План за действие за Съюз на капиталовите пазари и на Нов план за действие, допълващ първоначалния с целите за преодоляване на ефектите от COVID-19, дигиталната трансформация и прехода към зелена икономика. Очакваните положителни последици от тях за българската икономика са свързани с увеличените възможности за финансиране на МСП, стартиращи и иновативни фирми, и дългосрочни проекти, усъвършенстването на нормативната уредба и достигането до по-голямо продуктивно многообразие на капиталовия пазар, докато потенциална негативна последица е чувствителното изтичане на национален капитал. Данните показват най-високи положителни резултати при усъвършенстването на нормативната база и пазарната инфраструктура и асиметрични ефекти върху участниците на капиталовия пазар – ограничен прогрес в достъпа до финансиране на българските емитенти и чувствително подобрение на позициите на българските спестители и инвеститори, проектиращо се във висок прираст на изходящия поток от портфейлни инвестиции.

*Петнадесето:* Проблемът за митническия контрол върху презграничния пренос на пари и неговата връзка с приемането на еврото стои на дневен ред поради предстоящото превръщане на страната във външна граница на еврозоната и в контекста на противодействието на прането на пари и финансирането на тероризма. Валутният закон в страната изисква декла-

риране от физическите лица на пренасяните банкноти, монети и платежни инструменти над 10 000 евро за и от трети страни, като нарушаването на това правило при липса на престъпление води до налагане на глоби и санкции. Движението на пари в рамките на ЕС се осъществява свободно, но при възможност на митническите власти да изискват деклариране на по-високи суми. Размерът на установените недеklarирани пари, пренасяни през границите на България през 2021 г., бележи значително увеличение, като най-висок относителен дял в тях имат паричните средства в евро. Потенциалните заплахи от засиления презграничен пренос на пари в ЕС водят до промени в европейската рамка на валутен контрол, включващи възприемане като парични средства на предплатени карти и стоки, използвани като високоликвидни средства за съхранение на стойност, задължение за оповестяване на непридружени парични средства, хармонизация на правния режим на наказанията и използване на обща информационна система. Въвеждането на еврото в България изисква предприемане на определени промени в националното законодателство с цел преуреждане на съставите на административните нарушения и транспониране на европейските правила, а очакваните ефекти от него са свързани с облекчаване на административните процедури по митническия контрол и улесняване на процеса по набиране и анализ на данни.

*Шестнадесето:* Туризмът е един от най-засегнатите сектори в световен мащаб в резултат на кризата от COVID-19. Международният туризъм е от съществена важност за българската икономика. Основен пазар за входящ международен туризъм са страните от ЕС, вкл. две страни от еврозоната – Германия и Гърция, а основни конкуренти са Турция, Хърватия и отново две страни от еврозоната – Гърция и Австрия. Наличните изследвания за влиянието на еврото върху динамиката на туризма в отделни страни от еврозоната не водят до еднозначни заключения относно неговия вид и посока. Повечето от тях доказват положително въздействие, което в различни разработки се определя като по-силно при някои страни след 2002 г., в резултат на прозрачността на цените и по-лесната сравнимост между туристическите продукти, по-евтиното и лесно пътуване, спестяването на банкови такси, намалението на транзакционните разходи и др. Положителен ефект върху туризма в еврозоната може да предизвика и обезценяване на еврото, което ограничава изходящия капиталов поток и стимулира входящия. Опитът на страни от ЦИЕ показва устойчив и по-висок в сравнение с България поток на туристи в годините след присъединяването им към еврозоната, което е индикация за очаквано положително отражение и върху българския туризъм.

*Седемнадесето:* Производството на електроенергия в България се характеризира с балансирана база при водеща роля в електроенергийния микс на АЕЦ и кондензационните ТЕЦ, като страната е нетен износител на електроенергия с добре свързана електроенергийна система със системите на съседните страни. Отражението на Зелената сделка върху нея зависи от използването на икономически инструменти за екологични цели, модела на борсова търговия, свързаността на енергийните пазари, въздействието на електроенергийните цени върху износа и обвързаността на Зелената сделка с геостратегическите процеси. Последните години се отличават със значително намаление на дела на ТЕЦ на лигнитни въглища в микса, но поради отлаганото решение за преустановяване на тяхната дейност, цената на електроенергията ще продължава да се влияе чувствително от квотите емисии въглероден диоксид. Преобладаващата част от борсовата търговия се извършва в сегмента „Ден напред“, като волатилността на цените е функция на въздържането на производителите от дългосрочни договори, свързаността на пазарите и ускореното навлизане на ВЕИ. Износът на електроенергия, от една страна, води до повишаване на вътрешните цени и е предпоставен от свитото потребление, а от друга страна, дава възможности за инвестиции и увеличаване на производството. Произтичащата от войната в Украйна замяна на руския природен газ с втечен газ и ориентация към повече ВЕИ също ще има отрицателни краткосрочни и средносрочни последици за българската икономика поради по-високите електроенергийни цени. При посочените обстоятелства ефектът от Зелената сделка за самия процес на присъединяване към еврозоната зависи от нейното въздействие върху динамиката на ценовото равнище и на размера на бюджетния дефицит.

*Осемнадесето:* Изследването на цифровата трансформация на българската икономика чрез система от показатели за основните цели в „Цифровия компас“ на ЕК, ИКТ и разходите за иновации и НИРД води до различни резултати за конкретните ѝ характеристики. В областта на цифровите умения е отчетено съществено изоставане от заложените цели по показателя за процент от населението, притежаващо такива умения, както и добра позиция в съпоставителен план при съотношението между специалистите по ИКТ и населението с най-ниска цифрова грамотност. Сравнително неблагоприятно е представянето при цифровата трансформация на предприятията, и в частност при цифровия интензитет на МСП и употребата на големи данни, докато при използването на изкуствен интелект и създаването на фирми новатори е регистриран прогрес, а при прилагането на облачни технологии – умерено подобрене. Страната разполага със сравнително сигурни и устойчиви инфраструктури, за което се съди по

достъпа до фиксиран интернет на над половината от населението, въпреки че ползването на високоскоростен и 5G интернет е ограничено от високите цени. Положителни развития има и при цифровизацията на обществените услуги, като по оказваната правителствена подкрепа за цифровия преход България се нарежда на 21-во място в Съюза. Най-силни позиции – трета и пета, се заемат при дела на ИКТ в добавената стойност и разходите за НИРД на ИКТ сектора, а най-слаби са резултатите за НИРД, предопределени от намаляването на фирменото финансиране и финансирането чрез рисков капитал и при невъзможност за компенсирането им с публично финансиране. Въздействието на дигитализацията върху членството в еврозоната е свързано с възприемането ѝ като източник и отговор на шок от страна на предлагането и като фактор за повишаване на конкурентоспособността на икономиката.

От направените конкретни заключения може да се изведе обобщаващият извод, че българската икономика е постигнала значителни резултати в подготовката си за приемането на еврото и за бъдещото си успешно функциониране в еврозоната. В същото време пред нея все още има определени предизвикателства както по отношение на покриването на условията за членство, така и във връзка с условията и факторите за постигане на дългосрочен устойчив икономически растеж и догонване на средните равнища на доходите в ЕС, съчетани със зелена и цифрова трансформация. Голяма част от тези предизвикателства се усилват от наслагващите се екзогенни шокове, свързани с последиците от пандемията от COVID-19, значителното увеличение на енергийните цени и войната в Украйна, които засягат целия ЕС. При тези условия демонстрирането на определена устойчивост на икономиката в сравнителен план ще бъде важен атестат за нейната готовност за включване и ефективно членство в еврозоната. Постигането на такава устойчивост и преодоляването на анализиранияте предизвикателства изисква насоченост на макроикономическата политика към ограничаване на инфлацията и поддържане на фискалната стабилност, постигане на правна конвергенция и предприемане на структурни реформи за подобряване на институционалното качество, повишаване на гъвкавостта на пазара на труда, увеличаване на конкурентоспособността и осъществяването на зелен преход и дигитална трансформация.

*доц. д-р Стела Ралева*



**Предизвикателства пред българската икономика  
по пътя към членство в еврозоната**

Българска  
Първо издание

Рецензенти

*доц. д-р Ваня Иванова*

*доц. д.п.н. Каляян Симеонов*

Съставители и научни редактори

*доц. д-р Димитър Златинов*

*доц. д-р Мариела Ненова-Амар*

*доц. д-р Стела Ралева*

Издателски редактор

*Елеонора Николова*

Предпечат

*Мая Попчева*

Дизайн на корицата

*Владимир Матов*

Формат 70/100/16

Печатни коли 25

Университетско издателство „Св. Климент Охридски”  
[www.unipress.bg](http://www.unipress.bg)



През есента на 2022 г. най-старата икономическа катедра в България – катедра „Икономика“ на Софийския университет „Св. Климент Охридски“, отбелязва своята 120-годишнина. Кулминацията на серията събития за отбелязване на юбилея е представянето на колективната монография „Предизвикателства пред българската икономика по пътя към членство в еврозоната“. Отделните глави на монографията са подготвени от изтъкнати преподаватели и учени от катедрата, нейни възпитаници, настоящи и бивши докторанти, които изследват различните аспекти, свързани с готовността на България за присъединяването ѝ към еврозоната.

Целта на колективната монография е да изследва предпоставките за приемане на еврото в България и икономическите аспекти на присъединяването към еврозоната както в макроикономически план, така и по отношение на някои сектори. В монографията се търси отговор на въпросите какви са предизвикателствата пред българската икономика при подготовката на страната за членство и как тя може да бъде подготвена за ефективно функциониране в рамките на еврозоната. С това изследването допринася за обогатяване на приложната научна литература не само в страната, но и в областта на паричните съюзи изобщо и би представлявало интерес за академичните среди, за анализатори и експерти в областта на засегнатата проблематика, както и за всички, които се интересуват от потенциалните ефекти от присъединяването към еврозоната.

ISBN 978-954-07-5540-3



9 789540 755403

[www.unipress.bg](http://www.unipress.bg)

