

Бх.№	48-207-00-1
Дата	31.10.2022г.
	15/12 пч



**ДО СЕКРЕТАРИТЕ НА  
 ПАРЛАМЕНТАРНИ ГРУПИ  
 В 48 НАРОДНО СЪБРАНИЕ**

**УВАЖАЕМИ ДАМИ И ГОСПОДА,**

Във връзка с проведеното изслушване в Народното събрание на 27 октомври 2022 г. за готовността на Република България за членство в еврозоната и по указания на управителя на Българската народна банка г-н Димитър Радев ви представям работните текстове от проекта на Анализ на ефектите от въвеждането на еврото в Република България, разработени от експерти на БНБ в рамките на междуведомствената работна група “Макроикономически анализи и публични финанси” към Координационния съвет за въвеждане на еврото в Република България. Те не включват текстове от представителите на Министерството на финансите и другите участници в работната група.

Работните текстове са към 25 октомври 2022 г. Те все още не са одобрени от Работната група и от Координационния съвет за въвеждане на еврото в Република България.

Към този момент текстовете, съответно, не са внесени, не са разглеждани и не са одобрени от Управителния съвет на БНБ.

**С УВАЖЕНИЕ**

**АНИ ДИМИТРОВА**  
 СЪВЕТНИК В КАБИНЕТА НА УПРАВИТЕЛЯ



Работен вариант към 25.10.2022 г.,  
изгoten от експерти в БНБ

Поради продължаваща работа по  
текста, още не е утвърден в работна  
група „Макроикономически анализи  
и публични финанси“ и в рамките на  
Координационния съвет за  
въвеждане на еврото, съответно не е  
разглеждан в Управителния съвет на  
БНБ



# **1      Въведение**

## **2      Основни политики в еврозоната**

Първоначалните проекти за европейски паричен съюз водят своето начало през 50-те и 60-те години на миналия век, като първият политически проект за икономически и паричен съюз (ИПС) се обявява от Конференцията на държавните или правителствени ръководители на държавите-членки от Европейските общности в Хага през 1969 г. Целта на проекта е този съюз да бъде завършен в рамките на период от 10 години. Проектът е прекратен през 1971 г. след разпадането на Бретън-Удската финансова система, но отново е подновен през 1972 г. чрез създаването на механизъм за управление на колебанието на националните валутни курсове и за поддържане на тяхната стойност по отношение на щатския долар. Този механизъм също има кратък период на съществуване, тъй като петролната криза през 1973 г. и различията в провежданите икономически политики стават причина за валутни спекулации, които правят невъзможно поддържането на стабилността на валутите в системата. През 1978 г. е създадена Европейската парична система (ЕПС), която се основава на концепцията за фиксирани, но подлежащи на корекции обменни курсове. Валутните курсове в ЕПС се контролират с така наречения Европейски валутен механизъм, като се създава европейската разчетна единица ЕКЮ и всяка национална валута има определен референтен курс спрямо нея. По-късно, през 1988 г., проектът за икономически и паричен съюз отново се възражда чрез така наречения доклад Делор. Основните насоки в доклада са за създаване на по-добра координация на икономическите политики, въвеждането на фискални правила, ограничаващи националните бюджетни дефицити, както и създаването на независима институция, която да отговаря за паричната политика. В резултат на доклада се приема Договорът за Европейския съюз, подписан в Маастрихт на 7 февруари 1992 г. (в сила от 1 ноември 1993 г.), в който се предвижда поетапното изграждане на ИПС, като на 1 януари 1999 г. започва да функционира Европейска централна банка (ЕЦБ).

Въпреки успешните стъпки за създаване на голяма част от основополагащите елементи на един икономически и паричен съюз, към настоящия момент той все още не е цялостен. Някои от основните елементи не са напълно завършени, в т.ч. икономическият съюз, фискалният съюз, банковият съюз и съюза на капиталовите пазари. Липсата политическо съгласие по изграждането и завършването на тези елементи създава значителен риск за устойчивостта на Евросистемата при реализацията на икономически и политически шокове.

### **2.1      Парична политика – БНБ**

#### **2.1.1      Цел, стратегия и управление на Евросистемата – БНБ**

##### **Цел и управление на Евросистемата**

Съгласно Договора за функционирането на Европейския съюз (ДФЕС), ЕЦБ и националните централни банки (НЦБ) на държавите-членки на ЕС образуват Европейската система на централните банки (ЕСЦБ). ЕЦБ и националните централни банки на държавите членки, чиято парична единица е еврото, съставляват Евросистемата. Основната цел на ЕСЦБ е да поддържа ценова стабилност като, без да се накърнява тази цел, подпомага общата икономическа политика в рамките на Съюза, в съответствие с принципа за отво-

рена пазарна икономика при свободна конкуренция<sup>1</sup>. Основните задачи, провеждани чрез Евросистемата, са: определянето и осъществяването на паричната политика на еврозоната; извършването на валутни операции; управлението на официалните резерви в чуждестранна валута на държавите членки; насърчаването на нормалното функциониране на платежните системи.

ЕСЦБ се ръководи от органите за вземане на решения на ЕЦБ – Управителен съвет (УС) и Изпълнителен съвет (ИС). Управителният съвет се състои от членовете на Изпълнителния съвет на ЕЦБ и управителите на националните централни банки на държавите членки на ЕС, чиято парична единица е еврото. Управителите на националните централни банки участват в Управителния съвет на ЕЦБ в лично качество и при спазване на принципа за независимост. Изпълнителният съвет на ЕЦБ се състои от председател, заместник-председател и четирима други членове. Управителният съвет формулира паричната политика на Евросистемата, включително решенията, относящи се до междинни цели на паричната политика, основните лихвени проценти и депозирането на резерви в ЕСЦБ, и приема необходимите насоки за тяхното прилагане. Изпълнителният съвет осъществява паричната политика в съответствие с насоките и решенията, приети от Управителния съвет. При осъществяването на тази дейност Изпълнителният съвет дава необходимите указания на националните централни банки.

УС на ЕЦБ заседава два пъти в месеца. Заседания могат да се свикват и от председателя по искане на най-малко трима от неговите членове. УС на ЕЦБ анализира икономическото развитие и паричната динамика и на всеки шест седмици приема решения, свързани с паричната политика. На другите си заседания УС на ЕЦБ обсъжда въпроси, засягащи други задачи и отговорности на ЕЦБ. За провеждане на гласуване в Управителния съвет е необходим кворум от две трети от членовете, които имат право на глас. Управителният съвет взема решения с обикновено мнозинство от гласовете на членовете, имащи право на глас. До 1 януари 2015 г., когато Литва се присъединява към еврозоната, всеки член на УС на ЕЦБ разполага с един глас. След тази дата правата на глас в УС на ЕЦБ се предоставят и разпределят на ротационен принцип, тъй като броят на управителите на национални централни банки в УС на ЕЦБ надхвърля 18. Според Устава на ЕСЦБ и ЕЦБ, когато броят на управителите в УС на ЕЦБ е между 19 и 21 включително, управителите са разпределени в две групи в съответствие с класирането им по размера на дела на държавата членка в съвкупния брутен вътрешен продукт по пазарни цени и в общия агрегиран баланс на парично-финансовите институции на държавите членки, чиято парична единица е еврото<sup>2</sup>. При изчисляването на класирането, дяловете в съвкупния брутен вътрешен продукт по пазарни цени и в общия агрегиран баланс на парично-финансовите институции имат тегло съответно пет шести и една шеста. Първата група – понастоящем в нея влизат Германия, Франция, Италия, Испания и Нидерландия – се състои от петима управители, а втората – от управителите на останалите НЦБ. Първата група притежава четири гласа при гласуване, а втората разполага с единадесет гласа. Считано от датата, когато броят на управителите достигне 22, управителите ще се разпределят в три групи съгласно класиране, основано на горните критерии. Първата група ще се състои отново от петима управители и ще разполага с четири гласа при гласуване. Втората група ще се състои от половината от общия брой на управителите, като всяка дроб се закръгля нагоре до най-близкото цяло число, и ще разполага с осем гласа при гласуване. Третата група ще се състои от останалите управители и ще разполага с три гласа при гласуване. Размерът

<sup>1</sup> За разлика от ЕСЦБ Федералния резерв на САЩ има три цели на паричната политика: пълна заетост, ценова стабилност и умерени дългосрочни лихвени проценти. Трите цели на паричната политика обикновено се интерпретират като двоен мандат за първите две цели, тъй като пълната заетост и ценовата стабилност създават необходимите условия за установяване на умерени лихвени проценти.

<sup>2</sup> Делът на държавата членка на всяка национална централна банка в общия агрегиран баланс на парично-финансовите институции се изчислява на базата на средногодишните стойности на средните месечни данни за последната календарна година, за която има данни.

и/или съставът на групите се коригира в съответствие с гореспоменатите принципи в случаите, когато съвкупният брутен вътрешен продукт по пазарни цени се изчислява за целите на алгоритъма за записване на капитала на Европейската централна банка (на всеки пет години) или когато броят на управителите се увеличи. Съгласно Процедурния правилник на Европейската централна банка управителите се подреждат във всяка група в съответствие със списъка на техните национални централни банки, който следва азбучния ред на имената на държавите членки на националните езици. Ротацията на правата на глас във всяка група следва този ред, като първоначално започва от произволно място в списъка. Правата на глас във всяка група се разпределят на ротационен принцип ежемесечно, като за първата група броят на правата на глас, които се разпределят на ротационен принцип през всеки едномесечен период, е един; за втората и третата група броят на правата на глас, които се разпределят на ротационен принцип през всеки едномесечен период, е равен на разликата между броя на управителите, разпределени в групата, и броя на правата на глас, определени за групата, минус две. Когато съставът на групите е коригиран, ротацията на правата на глас във всяка група продължава да следва списъка, посочен по-горе. Управителният съвет на ЕЦБ може да реши да промени реда за ротация за втора и трета група, за да се избегне ситуация, при която определени управители са винаги без право на глас по едно и също време на годината. Вследствие на описанния механизъм на разпределяне на гласовете и ротацията в УС на ЕЦБ честотата на гласуване на управителите от по-малките икономики в еврозоната спада съществено. Изследване на ЕЦБ<sup>3</sup> показва, че при 21 управителя честотата на гласуване на тези в първата група е 80%, а на тези от втората 69%. При 22 управителя честотата на гласуване в първата група остава 80%, на тези във втора група е 73%, а на тези в третата група е 50%. При допускане, че всички 27 държави бъдат приети в Евросистемата, честотата на гласуване в първата група се запазва, но във втора и трета група тя се понижава до съответно 57% и 38%.

Във връзка с участието си в ЕСЦБ всяка НЦБ записва вноска в капитала на ЕЦБ. Алгоритъмът за записване на капитала на ЕЦБ е подобен на този при определянето на правата на глас, но за разлика от него теглото на всяка НЦБ се определя от дела на съответната държава в общото население и в брутния вътрешен продукт на ЕС по пазарни цени за последните пет години. Двата фактора имат еднакво тегло в капиталовия алгоритъм. Европейската централна банка коригира дяловете на всеки пет години и при всяка промяна в броя на националните централни банки, които внасят дял в капитала ѝ.

### **Стратегия на паричната политика на ЕСЦБ**

Договорът за функционирането на Европейския съюз определя като основна цел на ЕСЦБ да поддържа „ценова стабилност“, като не съдържа конкретна дефиниция за нея, оставяйки на ЕЦБ възможността да я дефинира в количествено изражение. Първоначалната дефиниция на „ценова стабилност“ намира място в първата стратегия за провеждане на паричната политика на ЕСЦБ, публикувана на 13 октомври 1998 г.<sup>4</sup> В нея ценовата стабилност се дефинира като годишно повишение на хармонизирания индекс на потребителските цени (ХИПЦ) в еврозоната „под 2%“ в средносрочен план. В стратегията се посочва, че водеща роля при вземането на решения относно паричната политика в тази стратегия има паричният анализ. За изпълнението на тази цел се определя референтна стойност за растежа на паричния агрегат М3 в размер на 4.5%, като тази стойност се предвижда да се преразглежда ежегодно<sup>5</sup>. Според стратегията отклонения на растежа на

<sup>3</sup> За повече информация относно механизма на ротация в УС на ЕЦБ виж: ECB (2009) Rotation of Voting Rights in the Governing Council of the ECB, Monthly Bulletin, July 2009 [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mb200907\\_pp91-99en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mb200907_pp91-99en.pdf).

<sup>4</sup> ECB (1998) A stability-oriented monetary policy strategy for the ESCB, 13 October 1998 [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/1998/html/pr981013\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/1998/html/pr981013_1.en.html).

<sup>5</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/1998/html/pr981201\\_3.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/1998/html/pr981201_3.en.html).

паричния агрегат М3 от референтната стойност при нормални условия сигнализират за рискове за ценовата стабилност. Паралелно с паричния анализ се извършва широкообхватна оценка на перспективите пред инфляцията и рисковете за ценовата стабилност в еврозоната.

На 8 май 2003 г. УС на ЕЦБ обявява резултатите от първия преглед на стратегията си за провеждане на паричната политика<sup>6</sup>. Дефиницията за ценова стабилност е променена на годишно повишение на ХИПЦ в еврозоната „под, но близо до 2%“ в средносрочен план. УС на ЕЦБ потвърждава, че решенията относно паричната политика ще продължат да се базират на подробен анализ на рисковете за ценовата стабилност, но на първо място се поставя икономическият анализ, следван от паричния анализ и съпоставяне на резултатите от двата анализа. В допълнение, УС на ЕЦБ спира да преразглежда ежегодно референтната стойност за растежа на паричния агрегат М3.

Резултатите от следващия и последен към момента преглед на стратегията за провеждане на паричната политика се обявяват на 8 юли 2021 г.<sup>7</sup> В новата стратегия се възприема „симетрична инфлационна цел от 2%“ в средносрочен план, от което следва, че както положителни, така и отрицателни отклонения от нея ще са еднакво нежелателни. В допълнение ЕЦБ промени формулировката на ориентира за вероятното изменение на основните лихвените проценти в бъдеще. Според новия ориентир основните лихвени проценти ще останат без промяна, или ще са на по-ниски равнища, докато не бъде установено, че инфляцията в еврозоната е достигнала 2% доста преди края на прогнозния период и се е задържала трайно на това ниво до края на този период. Също така УС на ЕЦБ трябва да се увери, че динамиката на базисните цени води до стабилизиране на инфляцията на 2% в средносрочен хоризонт. УС на ЕЦБ потвърждава, че ХИПЦ индексът продължава да бъде подходящ измерител на цените, когато се оценява постигането на целта за ценова стабилност, но препоръча включването в ХИПЦ на разходите за жилища, обитавани от техните собственици, което би подобрило измерването на темпа на инфлация. Междувременно в оценките си за целесъобразността на паричната политика УС на ЕЦБ ще взема под внимание измерители на инфляцията, които включват първоначална оценка за тези разходи като част от по-широк набор от допълнителни показатели за инфляцията. Лихвените проценти на ЕЦБ остават най-важният инструмент на паричната политика, а другите инструменти като например ориентирът за паричната политика, покупките на активи и операциите по дългосрочно рефинансиране, ще бъдат неделима част от инструментариума на ЕЦБ и ще бъдат използвани по целесъобразност. Според новата стратегия решенията за паричната политика ще продължат да се основават на икономически анализ и паричен и финансов анализ. Икономическият анализ е съсредоточен върху реалните и номиналните тенденции в икономиката, а паричният и финансов анализ е насочен към паричните и финансовите показатели с акцент върху функционирането на трансмисионния механизъм на паричната политика и евентуалните рискове за ценовата стабилност в средносрочен план в резултат от финансови дисбаланси и парични фактори. УС на ЕЦБ обявява също план за действие за по-пълноценно отчитане в рамката на паричната политика на съображения, свързани с климатичните промени. Мерките в плана ще бъдат съобразени с целта да се поддържа ценова стабилност. Следващият преглед на стратегията се очаква да се проведе през 2025 г.

## 2.1.2 Инструменти на паричната политика на Евросистемата – БНБ

За изпълнението на своята цел ЕЦБ използва набор от инструменти, който се разширява съществено през годините, като фокусът на инструментариума постепенно се измества от инструменти, влияещи върху цената на финансиране, към такива с фокус върху обе-

<sup>6</sup> [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/pp79\\_92\\_mb200306en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/pp79_92_mb200306en.pdf).

<sup>7</sup> [https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview\\_monpol\\_strategy\\_statement.bg.html](https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement.bg.html).

мите на финансиране. Съгласно текущите правила за прилагането на единната парична политика от Евросистемата<sup>8</sup> те се състоят от операции на открития пазар, ликвидни улеснения с постоянен достъп и изисквания за минимални резерви.

### **Операции на открития пазар**

Операциите на открития пазар играят важна роля в управлението на лихвените проценти, управлението на ликвидността на финансия пазар и сигнализирането на позицията на паричната политика на Евросистемата. Операциите се инициират от ЕЦБ, която взема решение относно инструмента и неговите правила и условия. Операциите на открития пазар се извършват чрез няколко финансови инструмента: обратни сделки; валутни супове за целите на паричната политика; набиране на срочни депозити; емитиране на дългови сертификати на ЕЦБ; окончателни сделки. Могат да се осъществяват и кредитни операции с кредитните институции и други участници на пазара, при които предоставянето на заеми се основава на адекватни обезпечения. ЕЦБ определя общите принципи за операциите на открития пазар и кредитните операции, които се извършват от нея или от НЦБ.

Операциите на открития пазар се делят на основни рефинансиращи операции, дългосрочни операции по рефинансиране, операции за фино регулиране и така наречените структурни операции. Основните рефинансиращи операции са регулярни транзакции за обратно изкупуване, осигуряващи ликвидност за банковата система. Тяхната честота и продължителност обикновено е една седмица. Те се изпълняват по децентрализиран начин от НЦБ въз основа на стандартни търгове. До 2008 г. ЕЦБ провежда търгове с променлив лихвен процент за предоставяне на ликвидност в евро, като разпределението на сумата се извършва, като заявките се подреждат в низходящ ред според предложенията от банките лихвен процент. Удовлетворяват се първо заявките с най-високия лихвен процент и последователно тези с по-нисък до пълното изчерпване на ликвидността, предвидена за разпределение на търга.

Развитието на глобалната криза на финансовите пазари през септември и октомври 2008 г. предизвика загуба на доверие между участниците на паричния пазар в Европа, като редица кредитни институции от еврозоната губят възможността да се финансираат чрез този пазар. В отговор на тези събитията УС на ЕЦБ решава<sup>9</sup>, че от 15 октомври 2008 г. всички основни операции по рефинансиране ще се провеждат чрез търгове с фиксиран лихвен процент и пълно удовлетворение на всички поръчки на банките за предоставяне на ликвидни средства срещу обезщетение. С тази мярка ЕЦБ сигнализира на пазарните участници, че е готова да предостави толкова ликвидност, колкото е необходима, за да се избегне ликвидна криза.

Дългосрочните рефинансиращи операции са транзакции за обратни изкупуване, които осигуряват ликвидност за по-дълъг период от време от основните рефинансиращи операции. До 2011 г. тези операции са с матуритет от най-много три месеца и се провеждат ежемесечно въз основа на стандартни търгове.

След развитието на кризата на пазара за държавен дълг в еврозоната през втората половина на 2011 г. УС на ЕЦБ въвежда възможността Евросистемата да извърши и по-дългосрочни рефинансиращи операции. Тяхното ползване започва в края на 2011 г. в резултат на натиска върху пазарите за държавен дълг през втората половина на годината във връзка с дългова криза в Гърция, която се отразява негативно и на цените на ДЦК на

<sup>8</sup> Насоки (ЕС) 2015/510 на Европейската централна банка от 19 декември 2014 г. относно прилагането на рамката на паричната политика на Евросистемата (Насоки относно общата документация) (ЕЦБ/2014/60).

<sup>9</sup> Виж: [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081008\\_2.bg.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081008_2.bg.html).

Италия, Испания, Португалия и Ирландия. В резултат на кризата на пазара за държавен дълг достъпът на голяма част от банките в еврозоната до пазарно финансиране е възпрепятстван, което създава затруднения за кредитирането на домакинствата и нефинансовите предприятия. С цел да стимулира кредитирането, да гарантира ефективната трансмисия на паричната политика и да осигури ценовата стабилност в еврозоната, УС на ЕЦБ въвежда на 8 декември 2011 г. пакет от мерки, който включва провеждането на две дългосрочни операции по рефинансиране (*longer-term refinancing operations, LTRO*) с мaturитет от три години и възможност за предсрочно погасяване. През 2014 г. ЕЦБ въвежда нов тип дългосрочни рефинансиращи операции, наречени целеви операции за дългосрочно рефинансиране (*targeted longer-term refinancing operations, TLTRO*), които предоставят финансиране на кредитни институции за периоди до четири години. TLTRO са „целеви операции“, тъй като сумата, която банките могат да заемат, е обвързана с постигането на целеви обем на отпуснати заеми от тях към нефинансовите предприятия и домакинства. Към октомври 2022 г. са извършени три серии операции от този тип, като втората е обявена на 10 март 2016 г., а третата – на 7 март 2019 г. Във връзка с ефектите върху финансовия сектор, произтичащи от здравната криза, предизвикана от разпространението на *COVID-19*, на 12 март 2020 г. беше обявена извънредна серия от операции от рефинансиращи операции с падеж 24 юни 2020 г., чрез които се предоставя ликвидност за банковата система до провеждането на следващата редовна операция по TLTRO III. В допълнение на 30 април 2020 г. УС на ЕЦБ обявява нов вид операции по дългосрочно финансиране, наречени дългосрочно рефинансиране в условията на извънредна ситуация, причинена от пандемия (*pandemic emergency longer-term refinancing operations, PELTRO*), за предоставяне на ликвидна подкрепа на финансовата система на еврозоната и осигуряване на нормалното функциониране на паричния пазар по време на пандемията. Условията по TLTRO III и PELTRO са много по-благоприятни за банките от обичайното, като включват занижени изисквания за обезпечение и по-ниска лихва от средната по рефинансиращите операции. С тях се цели смекчаването на продължаващите от края на глобалната финансова и икономическа криза негативни ефекти, свързани с фрагментирането на банковата система в еврозоната вследствие на структурен недостиг на ликвидност в силно задължнелите банки. Операциите за фино регулиране се извършват при необходимост, за да се управлява ликвидността на пазара и да се управляват лихвените проценти. Те са насочени към изглажддане на ефектите от неочеквани колебания в ликвидността върху лихвените проценти. Тези операции се извършват предимно като транзакции за обратно изкупуване, но могат да бъдат и под формата на валутни суапове или събиране на срочни депозити. Операциите за фина настройка обикновено се извършват от Евросистемата чрез бързи търгове. Евросистемата може да избере ограничен брой контрагенти за участие в операции за фина настройка.

По своята същност структурните операции на ЕЦБ са покупки на ценни книжа на емитенти от публичния, банковия и корпоративния сектор в еврозоната, отговарящи на определени условия за допустимост. Тези операции се въвеждат за първи път по време на глобалната финансова криза от 2008–2009 г. Те се изпълняват, когато ЕЦБ желае да коригира структурната позиция на Евросистемата спрямо финансовия сектор. Евросистемата извърши покупки на активи, за да се справи с рисковете от твърде продължителен период на ниска инфляция и за да помогне за преодоляване на ограниченията, причинени от долната граница на лихвените проценти, давайки допълнителна подкрепа на кредитирането на правителства, фирми и домакинства. Структурните операции могат да се извършват от Евросистемата чрез транзакции за обратно изкупуване, окончателни транзакции и издаване на дългови сертификати.

- Първата подобна програма е обявена на 2 юли 2009 г., когато Евросистемата започва първата си програма за закупуване на обезпечени облигации (*covered bond*

purchase programme, CBPP1)<sup>10</sup>. С тази програма се подпомага банковият сектор в еврозоната. Програмата приключва на 30 юни 2010 г. след достигането на пълния обем от покупки в размер на 60 млрд. евро. През ноември 2011 г. Евросистемата стартира втора програма за закупуване на покрити облигации (CBPP2), която приключва по план на 31 октомври 2012 г. Покупките по нея възлизат на 16.4 милиарда евро. Между 20 октомври 2014 г. и 19 декември 2018 г. се извършват нетни покупки на покрити облигации по трета програма за закупуване на покрити облигации (CBPP3). След този период не са извършвани нетни покупки по програмата, а реинвестициите на погашенията по главници на покрити облигации с настъпващ падеж, придобити по програмата продължават от януари до октомври 2019 г. Нетните покупки на ценни книжа по CBPP3 са подновени на 1 ноември 2019 г. и продължават до края на юни 2022 г. Кредитният риск при покупките на ценни книжа по първите две програми е изцяло в балансите на НЦБ, които ги извършват, докато при третата програма се приема форма на споделяне на риска.

- Програма за пазарите на ценни книжа (securities markets programme, SMP) е обявена от УС на 10 май 2010 г. и цели да отстрани нарушенията във функционирането на отделни сегменти на пазарите на дългови ценни книжа и да осигури подходящ трансмисионен механизъм на паричната политика<sup>11</sup>. Програмата приключва на 6 септември 2012 г. с общ обем покупки в размер на 218 млрд. евро и е заменена от програмата за преки парични транзакции (outright monetary transactions, OMT). Тъй като покупките на дългови ценни книжа, извършвани в контекста на SMP, са стерилизирани, те не променят ликвидността на централната банка. SMP не променя позицията на паричната политика, определена от УС. По тази програма са купувани ДЦК на Гърция, Ирландия, Португалия, Италия и Испания. Кредитният риск при покупките на ценни книжа по програмата SMP е напълно споделен в Евросистемата съобразно дела на всяка НЦБ в капитала на ЕЦБ.
- Програма ОМТ има за цел да предотврати евентуални дългови кризи в еврозоната<sup>12</sup>. По нея се предвиждат покупки на вторичния пазар на ДЦК с остатъчен матуритет между 1 и 3 години, когато това бъде поискано от държава – членка на Евросистемата. Необходимите условия за да бъде активирана ОМТ спрямо определена държава от еврозоната са четири.
- Държавата трябва да е получила финансова суверенна подкрепа от спасителните фондове на еврозоната – Европейски фонд за финансова стабилност/Европейски механизъм за стабилност (EFSF/ESM), под формата на пряка макроикономическа подкрепа или предпазни условни кредитни линии.
- Подписаният меморандум за разбирателство с предварителни условия, приложен към програмата за суверенна подкрепа на EFSF/ESM, трябва да се спазва по време на покупките на ОМТ. Ако са в процес на преразглеждане, няма да се извършват покупки на ОМТ, докато не приключи преразглеждането с констатация за спазване на програмата.
- Покупките по ОМТ могат да започнат най-рано в момента, в който държавата успее да си възвърне пълния достъп до частните пазари на кредитиране<sup>13</sup>.
- В допълнение на горните три условия ЕЦБ трябва да установи, че пазарните цени на търгуваните ДЦК са на по-високи стойности в сравнение с тези, които могат да

<sup>10</sup> <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html#cbpp3>

<sup>11</sup> <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010bg.pdf>.

<sup>12</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906\\_1.bg.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.bg.html).

<sup>13</sup> Според определението на ЕЦБ това става, когато държавата успее да емитира ДЦК с 10-годишен матуриитет.

бъдат обосновани от фундаменталните икономически данни за съответната държава.

- Към момента програмата ОМТ не е била използвана от нито една държава в еврозоната. Кредитният риск при покупките на ценни книжа по програмата ОМТ също е напълно споделен в Евросистемата пропорционално на дела на всяка НЦБ в капитала на ЕЦБ.
- Програмата за закупуване на активи (asset purchase programme, APP) започва през октомври 2014 г., като част от пакет от нестандартни мерки на паричната политика, целящ да подкрепи трансмисионния механизъм на паричната политика на ЕЦБ и да осигури необходимия размер на стимулираща парична политика за осигуряване на ценова стабилност. Нетните покупки на ценни книжа по APP приключват на 1 юли 2022 г., като към юни 2022 г. общият обем притежавани активи по програмата възлиза на 3.265 трлн. евро. APP включва в себе си четири програми, различаващи се по вид на закупуваните активи, които са: програма за покупка на активи на корпоративния сектор (corporate sector purchase programme, CSPP), програма за закупуване на активи на публичния сектор (public sector purchase programme, PSPP), програма за закупуване на обезпечени с активи ценни книжа (asset-backed securities purchase programme, ABSPP) и третата програмата за закупуване на покрити облигации (CBPP3). Кредитният риск при покупките на ценни книжа на частния сектор е напълно споделен в Евросистемата, докато този по PSPP е споделен до 20% от общия обем на покупки – това включва 10% от покупките на ДЦК на държавите от еврозоната и 10% от закупените ДЦК на наднационални институции. Кредитният риск за останалите 80% от ДЦК, закупени по PSPP е в балансите на НЦБ. Всяка НЦБ купува ДЦК само на свое то правительство, докато ЕЦБ купува ДЦК на всички държави. Покупките на ДЦК на наднационални институции се осъществяват от ЕЦБ и шест избрани НЦБ.
- На 18 март 2020 г. УС обявява програмата за закупуване на активи в условията на извънредна ситуация, причинена от пандемия (pandemic emergency purchase programme, PEPP) с размер от 750 млрд. евро, който е увеличен до 1.85 трлн. евро през декември 2020 г. През март 2022 г. нетните покупки по програмата са приключени, а общия обем нетни покупки възлиза на 1.718 трлн. евро. За разлика от APP покупките по PSPP са гъвкави в зависимост от пазарните условия и с цел да се предотврати затягане на условията за финансиране във връзка с пандемията от COVID-19. Гъвкавостта на покупките е по отношение на времето, по класове активи и по юрисдикции. Кредитният риск при покупките на ценни книжа по PEPP е споделен подобно на APP – за активи на частния сектор е напълно споделен, а за тези на публичния сектор е споделен до 20%.
- През юли 2022 г. ЕЦБ одобрява Инструмент за защита на трансмисионния механизъм (transmission protection instrument, TPI), с който се цели да се подпомогне ефикасното функциониране на трансмисионния механизъм на паричната политика. TPI може да бъде активиран, за да противодейства на нежелана и хаотична пазарна динамика, сериозно застрашаваща трансмисията на паричната политика в еврозоната. Евросистемата може да извърши покупки на ценни книжа на вторичния пазар съгласно TPI, като УС ще разгледа списък от критерии, за да оцени дали юрисдикциите, в които Евросистемата може да извърши покупки съгласно TPI, следват разумни и устойчиви фискални и макроикономически политики. Тези критерии допринасят към вземането на решения от УС и ще бъдат динамично адаптирани към развиващите се рискове и условия, които трябва да бъдат разгледани. По-конкретно критериите включват:

1. Спазване на фискалните правила на Европейския съюз: срещу страната не трябва да има задействана процедура при прекомерен дефицит или установено неспазване на препоръките на Съвета, съгласно чл. 126, ал 7 от ДФЕС.
- В последния доклад на Европейската комисия по процедурата за прекомерен дефицит от 23 май 2022 г. се посочва, че поради ефектите от пандемията от COVID-19 и войната в Украйна Комисията не предлага на този етап да започне нови процедури при прекомерен дефицит. Към момента такава процедура е задействана единствено срещу Румъния. Според доклада на Комисията необходимостта от задействане на процедурата за прекомерен дефицит ще бъде преразгледана през есента на 2022 г.
2. Липса на прекомерни макроикономически дисбаланси: срещу страната не трябва да има задействана процедура за прекомерен дисбаланс или установено бездействие по препоръките на Съвета на ЕС, съгласно чл. 121, ал. 4 от ДФЕС.
  - В доклада за механизма за предупреждение за 2022 г. Европейската комисия избра 12 държави членки за по-задълбочени прегледи. Резултатите от задълбочените прегледи, публикувани на 23 май 2022 г., показват, че Гърция, Италия и Кипър продължават имат прекомерни дисбаланси, Германия, Испания, Нидерландия, Португалия, Румъния, Франция и Швеция продължават да са засегнати от дисбаланси, а Ирландия и Хърватия вече не са засегнати от дисбаланси.
3. Фискална устойчивост: оценява се чрез анализи на устойчивостта на дълга от Европейската комисия, Европейския стабилизиационен механизъм, МВФ и други институции заедно с вътрешен анализ на ЕЦБ.
4. Стабилни и устойчиви макроикономически политики: спазване на ангажиментите, представени в националните планове за възстановяване и устойчивост по Механизма за възстановяване и устойчивост, и на специфичните за всяка държава препоръки на ЕК във фискалната област в рамките на европейския семестър.
- Мащабът на покупките на ценни книжа по TPI не е предварително ограничен и ще зависи от рисковете за трансмисията на политиката. По TPI ще могат да се закупуват и ценни книжа на частния сектор, ако това се счете за целесъобразно от УС на ЕЦБ. Голяма част от техническите и оперативните параметри на TPI не бяха изяснени от ЕЦБ при обявяването на новия инструмент на паричната политика и към октомври 2022 г. все още липсва яснота по тях.

## **Минимални резерви**

Евросистемата задължава кредитните институции да поддържат минимални резерви по сметки в националните централни банки. Всяка кредитна институция следва да поддържа определен процент от своите клиентски депозити (както и някои други банкови задължения) в депозитна сметка в съответната НЦБ, средно за определен от ЕЦБ период на поддържане на резервите (шест седмици). УС на ЕЦБ може да приема регламенти, отнасящи се до изчисляването и определянето на необходимите минимални резерви. В случаите на тяхното неспазване ЕЦБ има право да налага наказателна лихва и други санкции със сходен ефект. До януари 2012 г. банките са задължени да поддържат в националната си централна банка минимум 2% от определени пасиви, главно депозити на клиенти, като след януари 2012 г. равнището е понижено до 1%.

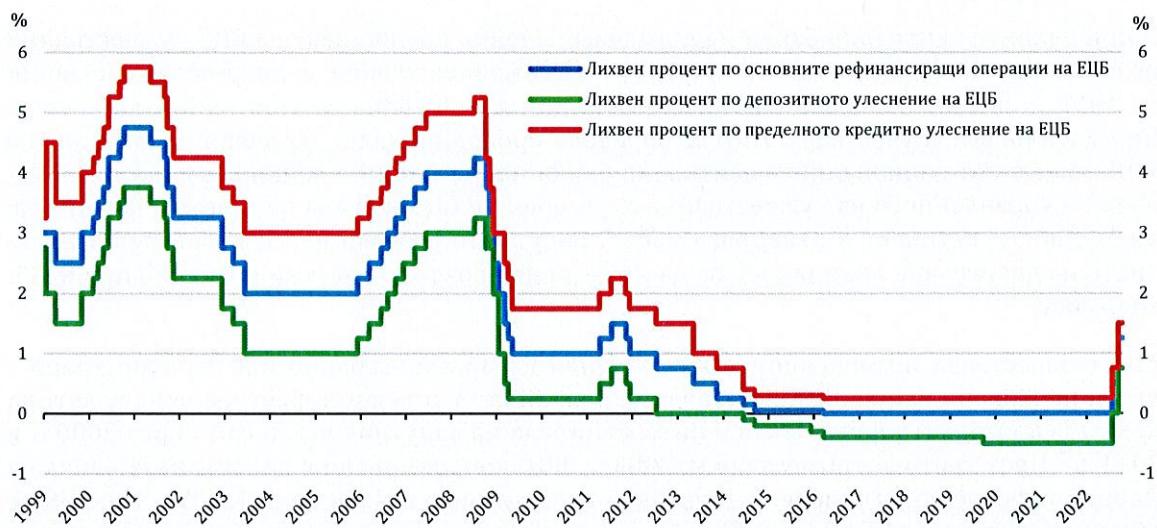
ЕЦБ плаща лихва по задължителните минимални резерви на банките, която е равна на лихвата по основните операции на рефинансиране. Банките могат да поддържат по текущите си сметки в ЕЦБ резерви, надвишаващи минималните. До 2014 г. тези свръхрезерви не са олихвявани. След въвеждането на отрицателен лихвен процент по депозитното улеснение през 2014 г. ЕЦБ приема решение да прилага върху свръхрезервите на банките нулев лихвен процент или лихвения процент по депозитното улеснение, в зависимост от това коя от двете лихви е по-ниска.

В резултат на стимулиращите операции по паричната политика на Евросистемата след здравната криза, свързана с разпространението на COVID-19, обемът на свръхрезервите в банковия сектор рязко нарасна. За да подкрепи банковата трансмисия на паричната политика, като същевременно запази стимулиращата позиция на паричната политика от отрицателните лихвени проценти, на 12 септември 2019 г. Управителният съвет на ЕЦБ взе решение да въведе двустепенна система за олихвяване на свръхрезервите на банките. То предвижда в случаите, когато лихвеният процент по депозитното улеснение е отрицателен, определена част от свръхрезервите да се олихвява с 0.00% вместо с отрицателен лихвен процент. Сумата, която се олихвява с по-висок от отрицателния лихвен процент по депозитното улеснение, е свързана с минималните задължителни резерви на отделния контрагент и се изчислява като техен множител. Първоначално с въвеждането на този инструмент УС на ЕЦБ определи множителя да бъде равен на 6. След започването на новия възходящ лихвен цикъл и повишаването на лихвения процент по депозитното улеснение над нулата на 8 септември 2022 г. УС на ЕЦБ взе решение ефективно да прекрати двустепенната система на олихвяване на свръхрезервите като намали стойността на множителя на нула.

#### **Ликвидни улеснения с постоянен достъп**

ЕЦБ контролира колебанията на лихвените проценти на паричния пазар чрез коридор от горна (пределно кредитно улеснение) и долната (депозитно улеснение) граница на овърнайт лихвения процент. Банките в еврозоната могат да използват пределното кредитно улеснение, за да получат овърнайт ликвидност от националните централни банки срещу предоставяне на адекватно допустимо обезпечение. Депозитното улеснение се използва от банките, за да пласират ликвидни средства в националните централни банки. Коридорът на ликвидните улеснения с постоянно достъп варира в широки граници от 250 базисни точки при създаването на еврозоната до 50 базисни точки през периода 2014-2015 г. Считано от 14 септември 2022 г. лихвените проценти по основните операции по рефинансиране, по пределното кредитно улеснение и по депозитното улеснение възлизат съответно на 1.25%, 1.50% и 0.75%.

Граф. 1:  
Основни лихвени проценти на ЕЦБ 1999–2022 г.



Източник: ЕЦБ.

### Ориентир за лихвените проценти

Ориентирът за лихвените проценти спомага за по-ефективна трансмисия на паричната политика на ЕЦБ и помага изпълняване на мандата на ЕЦБ за ценова стабилност. ЕЦБ дава информация за бъдещите си намерения в областта на паричната политика въз основа на оценката си за перспективите за инфляцията. В хода на започналия възходящ цикъл на лихвените проценти през втората половина на 2022 г. ЕЦБ обяви, че няма да дава конкретен ориентир за бъдещото изменение на референтните лихвени проценти и ще взима решението си в зависимост от постъпващите данни за икономиката на еврозоната.

### Други инструменти на паричен контрол

УС на ЕЦБ може с мнозинство от две трети от подадените гласове да вземе решение относно използването на други оперативни методи за паричен контрол, които намира за подходящи.

В обобщение на прегледа на инструментите на паричната политика на ЕЦБ можем да направим следните заключения. В еволюцията на инструментите на паричната политика на Евросистемата се наблюдава тенденция за значително разширяване на набора от инструменти с цел да се адаптира паричната политика към натрупващата се фрагментация на финансовите пазари в еврозоната, отразяваща структурните проблеми в страните-членки на еврозоната. Същевременно се наблюдава съществено занижаване на изискванията за качество на обезпечението при рефинансиращите операции, които водят до натрупване на кредитен рисков в баланса на Евросистемата. Голяма част от предприетите мерки са фокусирани върху подпомагането на фискалната устойчивост на по-уязвимите държави и имат преразпределителен характер, отклоняващ се от теглата в капиталовия алгоритъм на ЕСЦБ. Въпреки обявения временен и „нетрадиционен“ характер на някои от инструментите те продължават да функционират в продължение на дълъг период от време без да има ясно дефиниран план за тяхното изтегляне, което води до допълнителното натрупване на дисбаланси с оглед на новопоявили се сътресения на финансовите пазари. Следва да се има предвид, че прехвърлянето на съществени дисбаланси от фискалния и банковия сектор на държавите от еврозоната в балансите на ЕСЦБ не може да може да продължа безкрайно.

## Валутни резерви

Националните централни банки на държавите членки предоставят на ЕЦБ чуждестранни резервни активи<sup>14</sup>, различни от валутите на държавите членки, евро, резервни позиции на МВФ и специални права на тираж (СПТ) до размер еквивалентен на 50 млрд. евро. Вноската на всяка участваща НЦБ се определя пропорционално на дела ѝ в капитала на ЕЦБ, записан от националните централни банки на държавите членки без дерогация. Целите на управлението на чуждестранните резерви на ЕЦБ по реда на своето значение са: ликвидност, сигурност и възвръщаемост<sup>15</sup>. Валутните резерви на ЕЦБ осигуряват наличието на достатъчна ликвидност, за да може тя да провежда валутни операции при необходимост.

ЕЦБ осъществява интервенциите на валутния пазар еднострочно или координирано с други централни банки. ЕЦБ не провежда политика за активно таргетиране на валутния курс на еврото, като до момента е интервенирала на валутния пазар само през 2000 г. и 2011 г.<sup>16</sup> През третото тримесечие на 2000 г. ЕЦБ координирано с централната банка на Япония и Федералния резерв интервенира на валутните пазари на EUR/JPY и EUR/USD с обем от съответно 1.5 млрд. евро и 1.6 млрд. евро поради опасения от възможни последици от слабия курс на еврото върху глобалната икономика<sup>17</sup>. През четвъртото тримесечие на 2000 г. ЕЦБ интервенира еднострочно на валутните пазари на EUR/JPY и EUR/USD в общ обем от съответно 1.5 млрд. евро и 5.6 млрд. евро поради опасения от последици от слабият курс на еврото спрямо основни валути върху ценовата стабилност в еврозоната<sup>18</sup>. През първото тримесечие на 2011 г. ЕЦБ интервенира координирано с централната банка на Япония на валутния пазар на EUR/JPY с общ обем от 0.7 млрд. евро поради движения във валутния курс на юената след природно бедствие в Япония.

Освен интервенциите на валутния пазар ЕЦБ използва и суап линии с водещи централни банки, като целта им е да се получи ликвидност в чуждестранна валута или да се предостави ликвидност на другите централни банки в евро. След терористичните атаки на 11 септември 2001 г. Федералният резерв и ЕЦБ сключват споразумение за валутен суап, за да облекчат достъпа до ликвидност в щатски долари от търговските банки в еврозоната. Тази суап линия се използва активно от ЕЦБ за получаване на ликвидност в щатски долари по време на глобалната финансова и икономическа криза през 2008–2009 г., по време на европейската дългова криза през 2011–2012 г., както и през 2020 г. във връзка със здравната криза, причинена от разпространението на COVID-19. Към октомври 2022 г. ЕЦБ има сключени споразумения за суап линии с 14 централни банки, от които шест споразумения са реципрочни, а останалите осем са за предоставяне на ликвидност в евро.<sup>19</sup>

<sup>14</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/BG/TXT/?uri=CELEX%3A32000O0015&qid=1658134113469&home=ecb>.

<sup>15</sup> <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/reserves/html/index.bg.html>.

<sup>16</sup> [https://www.ecb.europa.eu/stats/balance\\_of\\_payments\\_and\\_external/international\\_reserves/fx\\_interventions/html/index.bg.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/balance_of_payments_and_external/international_reserves/fx_interventions/html/index.bg.html).

<sup>17</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2000/html/pr000922.en.html>.

<sup>18</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2000/html/pr001103.en.html>.

<sup>19</sup> Реципрочността означава, че ЕЦБ може да предостави евро на централна банка, като същевременно получи чуждестранна валута като обезпечение, или да получи чуждестранна валута от друга централна банка, като същевременно предостави евро като обезпечение. Такива са споразуменията с централните банки на САЩ, Япония, Обединеното кралство, Швейцария, Канада и Китай. Реципрочните споразумения са безсрочни и неограничени по обем с изключение на споразумението с централната банка на Китай. Ограничени по обем безсрочни суап споразумения са сключени с централните банки на Дания, Швеция и Полша. С централните банки на Унгария, Румъния, Албания, Северна Македония и Сан Марино са сключени ограничени репо споразумения за предоставяне на ликвидност в евро, чийто срок изтича на 15 януари 2023 г.

България сключи суап споразумение с ЕЦБ на 22 април 2022 г. По тази суап линия Българската народна банка можеше да заема до 2 млрд. евро от ЕЦБ в замяна на български левове. Максималният матуритет за всяко теглене беше три месеца. Суап линията беше в сила до 31 декември 2020 г. и не беше удължена поради липса на необходимост.

## 2.2 Регулаторна рамка, надзор, възстановяване и преструктуриране на банковия сектор

### 2.2.1 Регулаторна рамка – **БНБ**

В ЕС съществува единна нормативна рамка, обхващаща набор от законодателни текстове, които се прилагат за всички кредитни институции в ЕС, и чрез прилагането на които се осигуряват равнопоставени условия на конкуренция в съюза. Единната нормативна уредба цели да се гарантира, че банките се регулират въз основа на едни и същи правила във всички държави-членки от ЕС, така че да се избегнат нарушения на единния пазар и да се гарантира финансовата стабилност в ЕС.

Единният наръчник (Single Rulebook) се поддържа от Европейския банков орган (ЕБО), като има три основни цели - по-устойчив, по-прозрачен и по-ефективен европейски банков сектор. Единната нормативна уредба гарантира, че пруденциалните предпазни мерки се прилагат в целия ЕС, а не само в отделните държави членки. Чрез прилагането на наръчника се осигурява по-висока прозрачност и сравнимост на финансовото състояние на институциите в ЕС. Единната рамка гарантира, че институциите спазват единни правила, а не 27 различни национални интерпретации, което гарантира ефективност на единния пазар.

С присъединяването към еврозоната нормативните и пруденциалните документи на ЕЦБ ще станат задължителни за българските банки. ЕЦБ приема свои собствени правни инструменти, с цел изпълнение на своя надзорен мандат.

ЕЦБ издава решения, които налагат конкретни задължения над поднадзорните кредитни институции или одобряват искане, направено от тях. Те могат да бъдат, например, решения относно размера на необходимия регуляторен капитал или разрешаване на използването на вътрешен модел за изчисляване на финансовите рискове. Ако дадено решение има неблагоприятни последици за банката, до която е насочено, банката има право да бъде изслушана и правото да поиска административно преразглеждане на решението. Чрез указания, инструкции и препоръки ЕЦБ осигурява хармонизиране на надзорните подходи сред националните надзорни органи на държавите, съставна част от Единния надзорен механизъм (ЕНМ – виж по-подробно т. 2.2.3.).

Единният надзорен механизъм е един от трите стълба на така наречения банков съюз в ЕС.<sup>20</sup> В основата на ЕНМ е единната нормативна уредба, обхващаща набор от законодателни текстове, които се прилагат еднакво за всички кредитни институции в ЕС и по този начин осигуряват равнопоставени условия за извършване на бизнес и еднакви условия на конкуренция в целия ЕС. С единната нормативна уредба се цели да се гарантира, че банките са обект на регулиране и надзор въз основа на едни и същи правила във всички държави от ЕС, така че да се избегнат нарушения на единния пазар и да се гарантира финансова стабилност в ЕС.

<sup>20</sup> Трите стълба на така наречения банков съюз са Единен надзорен механизъм, Единен механизъм за преструктуриране и Европейска схема за гарантиране на депозитите (ЕСГВ). Първите два стълба са завършени, а създаването на ЕСГД все още е предмет на обсъждане.

## **2.2.2 Съюз на капиталовите пазари (МФ)**

### **2.2.3 Банков съюз – БНБ**

#### **Единен надзорен механизъм – БНБ**

Единен надзорен механизъм (ЕНМ) е системата за единен банков надзор в Европейския съюз. Механизмът включва ЕЦБ и националните надзорни органи на участващите държави. Съгласно чл. 2, т. 1 от Регламент (ЕС) № 1024/2013 участваща държава е тази, чиято парична единица е еврото или държава, която е установила т.нар. „тясно сътрудничество“.

Държавите-членки на ЕС, чиято валута не е еврото, могат да участват в ЕНМ, като поискат установяване на тясно сътрудничество между ЕЦБ и техния национален компетентен орган. След решението на ЕЦБ за установяване на тясно сътрудничество тези държави членки се присъединяват както към ЕНМ, така и към Единния механизъм за преструктуриране.

Считано от 1 октомври 2020 г. България се присъедини към ЕНМ чрез установяването на тясно сътрудничество между Българската народна банка и Европейската централна банка. Присъединяването към ЕНМ е следствие на Решение (ЕС) 2020/1015 на Европейската централна банка от 24 юни 2020 година за установяване на тясно сътрудничество между Европейската централна банка и Българската народна банка (ЕЦБ/2020/30).

По настоящем освен ЕЦБ в ЕНМ участват 21 представители на национални компетентни органи – централни банки и национални структури, отговарящи за надзора над банките в съответните държави-членки на ЕС (19 страни от еврозоната и 2 страни в режим на „тясно сътрудничество“, България и Хърватия<sup>21</sup>).

Конкретните задачи и правомощия, възложени на ЕЦБ в рамките на ЕНМ, са уредени в Регламент (ЕС) № 1024/2013 на Съвета от 15 октомври 2013 година за възлагане на Европейската централна банка на конкретни задачи относно политиките, свързани с пруденциалния надзор над кредитните институции. Основните цели на ЕНМ са да осигурява сигурността и стабилността на европейската банкова система, да засили финансовата интеграция и да прилага последователен надзор над поднадзорните кредитни институции.

В рамките на ЕНМ, ЕЦБ упражнява банков надзор в сътрудничество с националните компетентни органи чрез установяване на общ подход към надзорния процес. Това включва:

- разработване на методологическа и методическа рамка на микро надзорната дейност;
- развитие на хоризонтални и вертикални структури с цел покриване на различни аспекти от рисковия профил, рисков апетит и финансовото посредничество на поднадзорните институции;
- гармонизиране на най-добрите надзорни практики;
- възможност за сравнителен анализ на поведението на кредитните институции в обхвата на държавите членки на ЕНМ;

<sup>21</sup> Хърватия се присъединява към единната валута на 1.1.2023 г.

- своевременно споделяне на експертизи и търсене на оптималната надзорна реакция посредством мрежата на ЕНМ – както на ниво ЕЦБ, така и посредством комуникация с националните компетентни органи;
- планиране и провеждане на инспекции на място;
- пред приемане на хармонизирани надзорни действия и коригиращи мерки и осигуряване на последователното прилагане на изискванията и надзорните политики.

Обект на директен надзор от страна на ЕЦБ са 111 банкови групи, определени като значими институции на база стриктен набор от критерии (т. нар. Significant Institutions, SI). В тях попадат 924 кредитни институции, клонове, финансови холдинги и смесени финансови холдинги с общ размер на активите приблизително 23 трилиона евро. Надзорът над значимите институции се осъществява от т. нар. „съвместни надзорни екипи“ (Joint Supervisory Teams, JST), в които всяка държава-членка на ЕНМ, на чиято територия структури на групата имат поделения, определя свои представители – подкоординатори и експерти ЕЦБ отговаря за надзора над определените в България като значими институции във всички аспекти на тяхната дейност, включително дистанционен надзор, инспекции на място, оценка на модели, оценка за надеждност и пригодност на членове на ръководните органи на банките.

Съгласно критериите, използвани от ЕЦБ, за значими институции в България са определени:

1. „Уникредит Булбанк“ АД;
2. „Банка ДСК“ АД;
3. „Обединена българска банка“ АД;
4. „Юробанк България“ АД (с търговско наименование Пощенска банка);
5. Райфайзенбанк България<sup>22</sup>.

Тъй като България не членува в еврозоната и актовете на ЕЦБ нямат пряко приложение в страната, БНБ издава индивидуални административни актове по отношение на значимите институции по инструкция от ЕЦБ и в пълно съответствие с него.

От страна на националните компетентни органи обект на надзор са т. нар. „по-малко значими институции“ (Less Significant Institutions, LSI), чийто брой в ЕС е 2475 (кредитни институции, клонове, финансови холдинги и смесени финансови холдинги) с активи в размер 1,8 трилиона евро. Надзорът над „по-малко значимите институции“ е директна отговорност на националните компетентни органи, като ЕЦБ чрез съответната структура на ЕНМ осъществява съответната надзорна функция – комбинация от поддържащи методически функции и директни пълномощия. Прекият надзор над класифицираните като по-малко значими институции се осъществява от управление „Банков надзор“ на БНБ, но при пълна хармонизация на надзорния процес с този на ЕЦБ. БНБ и ЕЦБ осъществяват оперативен обмен на информация по отношение на надзора над по-малко значимите институции, като ЕЦБ разполага с определени директни правомощия. Във връзка с надзорните политики и методологии, прилагани към кредитните институции, в управление „Банков надзор“ са развити необходимите хоризонтални структури, които подпомагат дейностите, свързани с текущото надзорно наблюдение.

ЕЦБ има правомощията да издава и отнема лицензи на кредитни институции, да оценява придобиването на квалифицирани дялови участия в кредитни институции, да извършва надзорен преглед, включително стрес-тестове и евентуалното им публично оповестяване.

<sup>22</sup> На 14 юли 2022 г. в Търговския регистър към Агенцията по вписванията е вписана промяна в собствеността на „Райфайзенбанк (България)“ ЕАД, като новият единоличен собственик на капитала на банката е Кей Bi Си Банк НВ, Белгия. Считано от тази дата наименованието на „Райфайзенбанк (България)“ ЕАД се изменя на „Кей Bi Си Банк България“ ЕАД.

не, за да определя дали правилата, стратегиите, процесите и механизмите, въведени от кредитните институции, и собственият капитал, който те държат, осигуряват стабилно управление и покритие на техните рискове и въз основа на този надзорен преглед да налага на кредитните институции специфични допълнителни капиталови изисквания, специфични изисквания за публично оповестяване, за ликвидност и други мерки, както и да осигурява спазването на пруденциалните правила на ЕС.

Органите, изпълняващи надзорни функции на ЕЦБ са Надзорен съвет и Управителен съвет. Надзорният съвет (НС) на ЕЦБ провежда на всеки три седмици заседания, на които обсъжда, планира и осъществява надзорните задачи на ЕЦБ. Той представя на Управителния съвет на ЕЦБ проекти за решения съгласно процедурата при липса на възражения.

Съставът на НС на ЕЦБ включва:

- председател (назначаван за петгодишен мандат, който не подлежи на подновяване);
- заместник-председател (избран измежду членовете на Изпълнителния съвет на ЕЦБ);
- четирима представители на ЕЦБ;
- представители на националните надзорни органи (в т.ч. и тези, установили тясно сътрудничество).

Надзорният съвет, като вътрешен орган на ЕЦБ, подготвя проектите за решения, които се приемат от Управителния съвет<sup>23</sup> съгласно процедурата при липса на възражения. Крайното, правно обвързващо решение, е на Управителния съвет на ЕЦБ. С решение на Управителния съвет на БНБ подуправителят, ръководещ управление „Банков надзор“, е представителят на БНБ в НС на ЕЦБ със същите права и задължения като всички останали членове, включително право на глас. В УС на ЕЦБ няма представител на България, тъй като той се състои от членовете на Изпълнителния съвет на ЕЦБ и управителите на централните банки от държавите-членки на еврозоната. На ротационен принцип, чрез участието на подуправителят, ръководещ управление „Банков надзор“, Българската народна банка има представител в ръководния комитет на Европейския банков надзор, в който участват представителите на само пет национални надзорни органи.

За да предотврати конфликтът на интереси между отговорностите по паричната политика и надзора, ЕЦБ осигурява структурно и функционално разделение на целите, задачите и процесите на вземане на решения. Това включва и строго разделяне на заседанията на Управителния съвет.

Ако определеният от държава членка национален надзорен орган („национален компетентен орган“) не е национална централна банка, представителят на компетентния орган може да бъде придружен от представител на НЦБ. В тези случаи представителите заедно се считат за един член за целите на процедурата на гласуване.

Основен документ, имащ отношение към функционирането на Банковия съюз е Рамковият регламент за Единния надзорен механизъм (ЕНМ)<sup>24</sup>, който определя институционалните отношения и процедури в рамките на европейския банков надзор. Други разпоредби на ЕЦБ уточняват как ЕЦБ използва възможностите или дискреционните права, на-

<sup>23</sup> Управителният съвет е главният орган за вземане на решения на ЕЦБ. Той се състои от шестимата членове на Изпълнителния съвет и управителите на националните централни банки на 19-те държави от еврозоната.

<sup>24</sup> Регламент 468/2014 на ЕЦБ за създаване на рамката на сътрудничество в единния надзорен механизъм между Европейската централна банка и националните компетентни органи и със определените на национално равнище органи (ЕЦБ/2014/17)

лични съгласно европейското банково законодателство, или налагат определени допълнителни задължения на поднадзорните банки, напр. относно плащането на надзорни такси.

Съгласно Регламента, в качеството си на европейски орган за банков надзор ЕЦБ може да приема редица надзорни решения, които са правнообвързващи за банките съгласно ЕНМ. Те включват вземане на решения за значимостта на поднадзорните банки (системно значими и или по-малко значими, с по-висок или по-нисък рисков профил, с по-голямо или по-малко въздействие върху системата), издаване и отнемане на лицензи за банкова дейност, оценка на придобивания и сливания, налагане на принудителни мерки и санкции по отношение на определените като значими банки и други.

Един от основните инструменти за хармонизиране на надзорния процес в рамките на еврозоната е Единния надзорен наръчник на ЕЦБ. Той описва организационната структура на Единния надзорен механизъм и определя методологията, процесите и процедурите за банков надзор в Европейския съюз. Той също така описва начина, по който ЕНМ си сътрудничи с други органи в по-широката институционална рамка на ЕС. В него детайлно се представя подходът, който ЕНМ следва да прилага при изпълнението на надзорните си задачи. Наръчникът представлява процедури на надзорните процеси по отношение на пруденциалните области. Той е насочен към компетентните надзорни органи, поради което не е публичен в неговата цялост. Обновява се периодично след всеки надзорен цикъл, като се отчитат идентифицирани слабости в процеса и новите развития в банковия сектор. Съществена част на наръчника е методологията за процеса на надзорен преглед и оценка, който подробно описва инструментите и подходите на рисково ориентираната оценка на кредитните институции, предвид отделните рискови области.

ЕНМ извършва оценка на рисковете, пред които са изправени банките, като въз основа на широк набор от инструменти и аналитични практики оценява способността на банките да управляват тези рискове. Тази оценка се осъществява посредством „Процес на надзорен преглед и оценка (ПНО)“, като целта е да се направи оценка на рисковия профил на банките и да се вземат, при необходимост, съответните надзорни решения. ПНО се базира на разработена система от финансови и аналитични индикатори, методически указания, аналитичен алгоритъм и проверка посредством процес на оценка на качеството на надзорните заключения за рисковия профил и рискова уязвимост на банките. Въз основа на него се определят, при необходимост, и съответните допълнителни капиталови изисквания по Стълб 2.

Съществена част от дейността е свързана с определяне на надзорните приоритети на дейността и водещите рискове. Надзорните приоритети се определят годишно, имат общи европейска и национална проекция, като при необходимост могат да бъдат коригирани, ако динамиката на процесите налага подобна ревизия. Надзорните приоритети се основават на оценка на водещите рискове и степента на уязвимост на кредитните институции към тях.

За осъществяване на надзорната функция на ЕНМ е създадена и съответната организационна структура, която цели покриване на рисковете в и пред банковата система на държавите членки. Към момента структурата на ЕНМ покрива следните направления:

- Проверки на място и проверки на вътрешни модели в банките;
- Специализирани институции и по-малко значими институции;
- Управление и операции в ЕНМ;
- Надзорна стратегия и риск;

- Хоризонтален надзор.

Всяко едно от направленията е организационно структурирано, експертно и технологично осигурено. За осъществяване на дейността си е създадена и се поддържа мрежа от експертни групи (постоянно действащи и целеви), в която се изиска и активно участие на националните компетентни органи. От страна на националните компетентни органи се очаква да гарантират съответното организационно и експертно покритие на структурата на ЕНМ, като за целта са дадени и съответните минимални стандартни за експертно ангажиране посредством т. нар. „еквивалент на пълна заетост“ (Full Time Equivalent, FTE). В рамките на ЕНМ е осигурена мрежа за вътрешна комуникация за обмен на данни, документи и експертизи, до която е предоставен достъп в реално време на съответните национални компетентни органи.

Процесът на осъществяване на надзорната дейност почива на разработени и приети от НС на ЕЦБ пакет от наръчници, методически указания, аналитични помагала и други експертни документи, гарантиращи хармонизиран подход в надзорната практика. За тази цел ключов аспект е и директният оперативен контакт между звената от ЕНМ и звената, отговорни за осъществяване на банковия надзор на национално ниво.

За целите на директния надзор върху определените като значими банки, БНБ определя подкоординатори, както и представители в съвместните надзорни екипи, които участват на всички етапи от процеса на осъществяване на надзор. Съвместните надзорни екипи осъществяват цялостна оценка на риска, стабилността и уязвимостта на всяка една от значимите кредитните институции. Те предлагат и съответните надзорни мерки в случай на необходимост, включително допълнителните капиталови изисквания в резултат от процеса на надзорен преглед и оценка. Съвместните надзорни екипи правят оценка на адекватността на вътрешните оценки на капитала и ликвидността и рисковете за тях, на плановете за възстановяване, както и на адекватността на бизнес модела и корпоративното управление на всяка една банка.

По отношение на въпросите на политиката, свързани с пруденциалния надзор, представители на БНБ участват в други комитети и структури, които подпомагат работата на ЕЦБ във връзка със задачите, които са ѝ възложени с Регламент (ЕС) № 1024/2013.

Участието в ЕНМ включва и предоставяне на ЕЦБ на цялата информация, необходима за изпълнение на задачите на ЕЦБ, включително такава, която съставлява банкова и професионална тайна.

### **Макропруденциална политика**

Провеждането на макропруденциална политика в страните от Европейския съюз е предмет на национален мандат. Управителният съвет на БНБ като носител на макропруденциалния мандат за банките в България приема решения за прилагането на макропруденциални мерки в съответствие с чл. 79 от Закона за кредитните институции. По предложение на подуправителя на БНБ, ръководещ управление „Банков надзор“, Управителният съвет на БНБ определя, където е приложимо, нивата на капиталовите буфери, прилагани от банките в България съгласно Наредба № 8 на БНБ<sup>25</sup>. Присъединяването на БНБ към ЕНМ се обвързва със сътрудничество с ЕЦБ и при осъществяването на макропруденциалния надзор върху банковата система<sup>26</sup>. За инструментите, имащи за цел ограничаване на

<sup>25</sup> Наредба № 8 на БНБ от 27 април 2021 г. за капиталовите буфери, комбинираното изискване за буфер, ограниченията върху разпределенията и препоръката за допълнителен собствен капитал

<sup>26</sup> Член 5 от Регламент (ЕС) № 1024/2013 на Съвета от 15 октомври 2013 г. за възлагане на Европейската централна банка на конкретни задачи относно политиките, свързани с пруденциалния надзор над кредитните институции.

системните или макропруденциалните рискове, предвидени в Регламент (ЕС) № 575/2013<sup>27</sup> и Директива 2013/36/EС<sup>28</sup>, БНБ като национално компетентен и определен орган уведомява ЕЦБ за своето намерение и разглежда обстойно становището на ЕЦБ. ЕЦБ може да приложи по-високи изисквания за капиталови буфери, с които банките трябва да разполагат, в допълнение към изискванията за собствен капитал по член 4, параграф 1, буква г) от Регламент (ЕС) № 1024/2013, включително нива на антицикличния буфер, както и да прилага по-строги мерки, имащи за цел отстраняване на системни или макропруденциалните рискове на равнището на кредитните институции.

БНБ участва в Макропруденциалния форум на ЕЦБ със своя представител в НС на ЕЦБ. Макропруденциалният форум включва Управителния съвет и Надзорния съвет на ЕЦБ и представлява платформа за редовни дискусии на високо равнище, като обединява микропруденциални и макропруденциални перспективи от цяла Европа.

### **Единен механизъм за преструктуриране – БНБ**

Единният механизъм за преструктуриране (ЕМП) е втория основен елемент (стълб) на така наречения банков съюз, чрез който се осъществяват политиките в банковия сектор на ниво еврозона. Основан е на обща регуляторна и институционална рамка, включваща Регламент (ЕС) № 806/2014<sup>29</sup> и междуправителствено Споразумение относно прехвърлянето и взаимното използване на вноски в Единния фонд за преструктуриране<sup>30</sup>. Режимът на преструктурирането в еврозоната се допълва от Директива 2014/59/EС<sup>31</sup> и от пакет делегирани регламенти и регламенти за изпълнение, приети от Комисията в изпълнение на мандатите, произтичащи от Директива 2014/59/EС.

Чрез посочените актове от правото на ЕС възприетите на глобално ниво принципи на Съвета за финансова стабилност за ефективно преструктуриране на финансовите институции, са въведени на ниво банков съюз. Регуляторната рамка на преструктурирането предвижда механизми за намеса на ранен етап по отношение на проблемна кредитна институция, които включват специфични инструменти за преструктуриране. Целта е да се гарантира непрекъснатост на критичните финансови и икономически функции на институцията, да се ограничи въздействието от неизпълнението на нейните задължения върху икономиката и финансовата система, без тежестта от загубите да бъде поемана от правителствата на съответните държави. Рамката на преструктурирането се основава на правилото, че загубите следва да се поемат първо от акционерите, а след тях – от кредиторите, при условие че нито един кредитор не поема по-големи загуби от тези, които би

<sup>27</sup> Регламент (ЕС) № 575/2013 на Европейския парламент и на Съвета от 26 юни 2013 г. относно пруденциалните изисквания за кредитните институции и инвестиционните посредници и за изменение на Регламент (ЕС) № 648/2012.

<sup>28</sup> Директива 2013/36/EС на Европейския парламент на Съвета от 26 юни 2013 г. относно достъпа до осъществяването на дейност от кредитните институции и относно пруденциалния надзор върху кредитните институции и инвестиционните посредници, за изменение на Директива 2002/87/EO и за отмяна на директиви 2006/48/EO и 2006/49/EO.

<sup>29</sup> Регламент (ЕС) № 806/2014 на Европейския парламент и на Съвета от 15 юли 2014 година за установяването на еднообразни правила и еднообразна процедура за преструктурирането на кредитни институции и някои инвестиционни посредници в рамките на Единния механизъм за преструктуриране и Единния фонд за преструктуриране и за изменение на Регламент (ЕС) № 1093/2010.

<sup>30</sup> Ратифицирано със закон, приет от 44-ото Народно събрание на 8 ноември 2018 г., ДВ, бр. 96 от 2018 г., в сила от 24 ноември 2018 г.

<sup>31</sup> Директива 2014/59/EС на Европейския парламент и на Съвета от 15 май 2014 година за създаване на рамка за възстановяване и преструктуриране на кредитни институции и инвестиционни посредници и за изменение на Директива 82/891/EИО на Съвета и директиви 2001/24/EO, 2002/47/EO, 2004/25/EO, 2005/56/EO, 2007/36/EO, 2011/35/EC, 2012/30/EC и 2013/36/EC и на регламенти (ЕС) № 1093/2010 и (ЕС) № 648/2012 на Европейския парламент и на Съвета.

поел, ако институцията беше ликвидирана чрез обичайно производство по несъстоятелност.

Присъединяването към ЕМП се осъществява автоматично, като последица от присъединяването към Единния надзорен механизъм. Тази последица е посочена изрично в съобщение 17 от преамбула към Регламент (ЕС) № 806/2014 и предвидена в член 4, параграф 1 от същия регламент, според който участващите държави членки по смисъла на член 2 от Регламент (ЕС) № 1024/2013<sup>32</sup> се считат за участващи държави членки за целите на Регламент (ЕС) № 806/2014. Съгласно член 2 от Регламент (ЕС) № 1024/2013, участващи са държавите членки, чиято парична единица е еврото, или държавите членки, чиято парична единица не е еврото, но които са установили тясно сътрудничество в съответствие с член 7 от Регламент (ЕС) № 1024/2013.

В съответствие с чл. 2 от Регламент (ЕС) № 806/2014, в обхвата на ЕМП попадат кредитни институции и други субекти от финансия сектор, установени в участващите държави членки, по отношение на които ЕЦБ упражнява консолидиран надзор.

В рамките на ЕМП действат еднообразни правила за преструктуриране на проблемни кредитни институции, които се прилагат от създадения в съответствие с член 42 от Регламент (ЕС) № 806/2014 Единен съвет за преструктуриране (ЕСП), съвместно със Съвета, Комисията и националните органи за преструктуриране. Централизираният механизъм за преструктуриране обхваща всички банки, извършващи дейност на територията на участващите държави членки. Тъй като ЕСП не е орган на ЕС, предвиден в Договорите, а специализирана агенция, прилагането на ЕМП се осигурява чрез „подходящо участие на Съвета и Комисията в качеството им на институции, които могат да упражняват изпълнителни правомощия в съответствие с член 291 ДФЕС“<sup>33</sup>.

В ЕМП е създаден централизиран механизъм за финансиране на преструктурирането на кредитни институции – Единен фонд за преструктуриране (ЕФП). Средствата в ЕФП се набират от институциите в обхвата на ЕМП чрез вноски. Целевото ниво на ЕФП възлиза на 1 % от гарантиранные депозити в участващите държави и следва да бъде достигнато до 31 декември 2023 г., като очакванията са в момента на достигането му средствата в ЕФП да възлизат на около 80 млрд. евро. Ежегодно ЕСП определя предварителни вноски на кредитните институции по установена методология и след консултация с ЕЦБ или с националните компетентни органи, и в тясно сътрудничество с националните органи за преструктуриране. Когато наличните финансови средства не са достатъчни за покриване на загубите и разходите, възникнали при използването на ЕФП, от кредитните институции се набират извънредни последващи вноски с цел покриване на допълнителните суми. Процедурата за определянето на последните е същата като за предварителните вноски. Принципите и правилата за определяне на индивидуалните годишни вноски и последващите извънредни вноски на кредитните институции в ЕФП се съдържат в съответната правна уредба на Европейския съюз<sup>34</sup>.

<sup>32</sup> Регламент (ЕС) № 1024/2013 на Съвета от 15 октомври 2013 година за възлагане на Европейската централна банка на конкретни задачи относно политиките, свързани с пруденциалния надзор над кредитните институции.

<sup>33</sup> Съобщение 24 към преамбула на Регламент (ЕС) № 806/2014.

<sup>34</sup> Регламент (ЕС) № 806/2014 на Европейския парламент и на Съвета от 15 юли 2014 г., Делегиран регламент (ЕС) 2015/63 на Комисията от 21 октомври 2014 г. за допълване на Директива 2014/59/EU на Европейския парламент и на Съвета по отношение на предварителните вноски в механизмите за финансиране на преструктурирането и Регламент за изпълнение (ЕС) 2015/81 на Съвета от 19 декември 2014 г. за определяне на еднообразни условия за прилагане на Регламент (ЕС) № 806/2014 на Европейския парламент и на Съвета по отношение на предварителните вноски в ЕФП.

Единният съвет за преструктуриране (ЕСП) осъществява дейността си в тясно сътрудничество с националните органи за преструктуриране (член 30, параграф 2 от Регламент (ЕС) № 806/2014).

Единният съвет за преструктуриране е агенция на ЕС със специална структура, съответстваща на неговите задачи. ЕСП включва постоянни (щатни) членове (председател и 4 щатни членове) и по един член, определен от всяка участваща държава, представляващ нейните национални органи за преструктуриране. Всеки член, включително председателят, има право на един глас. Определянето на представител на националните органи за преструктуриране в състава на ЕСП е основния механизъм, чрез който участващите държави от една страна изпълняват ангажимента си да участват в ЕМП, а от друга страна допринасят за постигане на баланс между интересите на различните засегнати държави членки, в съответствие с общите принципи на ЕМП. Във всяка от държавите членки ЕСП се ползва от възможно най-широката правоспособност, предоставена на юридическите лица съгласно националното право. По-конкретно, той може да придобива или да се разпорежда с движима и недвижима собственост и да е страна по съдебни производства.

В зависимост от естеството на въпросите, които подлежат на разглеждане и решаване, ЕСП заседава в различни формати: Пленарна сесия (в която участват всички членове на ЕСП, посочени в предходния абзац), Изпълнителна сесия (включваща председателя и четириимата щатни членове) или Разширена изпълнителна сесия (по въпроси от компетентност на Изпълнителната сесия, които се отнасят до кредитна институция или група, установени в една или повече държави членки, при обсъждането и решаването освен председателят и щатните членове участват членовете на ЕСП, които представляват съответните национални органи за преструктуриране). Важно е да се отбележи, че когато разширена изпълнителна сесия не може да вземе решение с консенсус, решението се приема от председателя и четириимата щатни членове на ЕСП с обикновено мнозинство. При равен брой гласове при гласуване председателят има решаващ глас.

Практическите въпроси на сътрудничеството, както и взаимодействието между ЕСП и националните органи за преструктуриране в рамките на ЕМП са доразвити в Решение на Единния съвет за преструктуриране (SRB/PS/2018/15).

Разпределението на функциите и задачите между ЕСП и националните органи за преструктуриране е симетрично на предвиденото в Регламент (ЕС) № 1024/2013 разпределение на правомощията между ЕЦБ и националните надзорни органи. ЕСП взема решения по всички въпроси относно планирането на преструктурирането и предприемането на действия по преструктуриране по отношение на значимите субекти или групи, попадащи под прекия надзор на ЕЦБ и по отношение на някои трансгранични групи в рамките на банковия съюз. В този процес националните органи за преструктуриране подпомагат ЕСП, а след вземане на решенията предприемат съответни действия или приемат свои решения за изпълнение на решенията или указанията на ЕСП.

По отношение на институции и групи, които не са определени за значими, националните органи за преструктуриране упражняват в пълен обем правомощията по планиране на преструктурирането, оценка на възможността за преструктуриране, отстраняване на пречките пред възможността за преструктуриране и предприемане на действия по преструктуриране. В изключителните правомощия на ЕСП е одобряването на схемите за преструктуриране, когато същите налагат използването на средства от ЕФП.

В съответствие с чл. 31, параграф 2 от Регламент (ЕС) № 806/2014 с цел да се гарантира ефективно и последователно осъществяване на тясното сътрудничество в областта на преструктурирането, както и еднообразното тълкуване и прилагане на европейската правна рамка, ЕСП издава насоки и общи указания, насочени до националните органи за преструктуриране, във връзка с изпълнението на техните задачи и приемането на реше-

ният за преструктуриране. Посочените документи се приемат от ЕСП съответно във формат Пленарна сесия или Разширена изпълнителна сесия, в които националните органи за преструктуриране участват със свои представители.

Ролята на ЕСП като централизиран орган за преструктуриране е свързана и с определени преки правомощия по отношение на всички институции, в това число и на по-малко значимите институции. ЕСП разполага с правомощия да изисква предоставянето на информация, да извършва общи разследвания и проверки на място, както и да налага административни наказания и имуществени санкции при неизпълнение на задълженията, произтичащи от Регламент (ЕС) № 806/2014.

За покриване на административните си разходи<sup>35</sup> ЕСП набира ежегодни вноски<sup>36</sup> от задължените субекти в обхвата на ЕМП.

#### **Европейска схема за гарантиране на депозитите – БНБ**

Европейската схема за гарантиране на депозитите (ЕСГД) е третият основен елемент (стълб) на така наречения банков съюз, чрез който следва да се укрепи финансовата стабилност. Гарантирането на депозитите на европейско равнище има за цел да допринесе за диверсификация на рисковете, тъй като споделянето на рисковете ще е по-широко и вноските от частния сектор ще се събират от голяма група финансови институции в рамките на една схема. Наличието на обща схема ще гарантира, че както в първия и втория стълб на банковия съюз отговорността и контролът ще са съгласувани и ще осигуряват еднакви условия за конкуренция и финансова стабилност. ЕСГД ще подпомогне също така сътрудничеството и координацията между националните схеми за гарантиране на депозитите (СГД) при приемане на действия във връзка с изпадане в несъстоятелност на банки с трансгранична дейност.

В Доклада на петимата председатели от 2015 г.<sup>37</sup> като съществена стъпка за завършване на банковия съюз беше посочено създаването на европейска схема за гарантиране на депозитите. Както в последствие бе припомнено в Документа за размисъл относно задълбочаването на икономическия и паричен съюз<sup>38</sup>, осигуряването на стабилността на банковата система на Европейския съюз и функционирането на вътрешния пазар на банкови услуги остават приоритет. Европейската схема за гарантиране на депозитите ще увеличи устойчивостта на банковия съюз спрямо бъдещи финансови кризи чрез осигуряване на солидно и уеднаквено застрахователно покритие на всички вложители, независимо от тяхното географско местоположение в рамките на банковия съюз, като намали уязвимостта на вложителите при големи кризи на местно равнище (за които националните схеми за гарантиране на депозитите имат по-ограничени финансови средства) и отслаби връзката между банките и тяхната държава.

<sup>35</sup> Административните разходи на ЕСП представляват разходите по част I от бюджета на Единния съвет за преструктуриране, посочени в чл. 59, параграф 2 от Регламент (ЕС) № 806/2014.

<sup>36</sup> Принципите и правилата за определяне и плащане на вноските за покриване на административните разходи на ЕСП от съответните задължени субекти са определени в Делегиран регламент (ЕС) 2017/2361 на Комисията от 14 септември 2017 година относно окончателната схема за вноските за покриване на административните разходи на Единния съвет за преструктуриране (ОВ, L 337/6 от 19 декември 2019 г.), изм. с Делегиран Регламент (ЕС) 2021/517 на Комисията от 11 февруари 2021 година за изменение на Делегиран регламент (ЕС) 2017/2361 по отношение на разпоредбите за плащане на вноските за покриване на административните разходи на Единния съвет за преструктуриране (ОВ, L 104/ 30-33 от 25 март 2021 г.).

<sup>37</sup> Завършване на европейския икономически и паричен съюз. Доклад на Жан-Клод Юнкер в тясно сътрудничество с Доналд Туск, Йерун Дайселблум, Марио Драги и Мартин Шулц, 22.06.2015 г.

<sup>38</sup> Документ за размисъл относно задълбочаването на икономическия и паричен съюз, COM(2017) 291, 31.15.2017 г.

В тази връзка на 24 ноември 2015 г. Европейската комисия представи законодателно предложение<sup>39</sup>, което все още не е прието и е на етап работни дискусии в рамките на Съвета на ЕС.

В предложението, представено от Комисията, се предвижда да бъдат обхванати всички банки в банковия съюз, да бъде създаден Европейски фонд за гарантиране на депозитите, с цел да се допълнят съществуващите национални фондове за гарантиране на депозитите, както и да се предидят вноски, съобразени с рисковия профил на банките. Предложено е въвеждането на ЕСГД да се извърши последователно на три етапа - презастраховане (вторично гарантиране), съзастраховане (съвместно гарантиране) и пълна защита (пълно гарантиране). Предложението на Комисията има за цел да изолира евентуален недостиг на ликвидност в ЕСГД от необходимостта от фискална подкрепа на ниво банков съюз, дори и временна. Това е приемливо за някои държави членки, но от своя страна се допуска, макар и теоретично, необходимост от фискална подкрепа на местна СГД от нейния суверен в случай на такъв недостиг на ликвидност, при несъстоятелност на една или няколко значими банки на местния пазар.

Проведените дискусии в Европейския парламент и в Съвета разкриха различни позиции по отношение на проектирането на системата в нейната последна фаза, сроковете за изграждане на такава система и различната тежест на наследените проблеми и моралния риск в различните национални банкови системи. В тази връзка в пътната карта на Съвета от 2016 г. бе потвърдено, че Съветът ще продължи конструктивната работа на техническо равнище и че преговорите на политическо равнище ще започнат, след като бъде постигнат достатъчен напредък по отношение на мерките за намаляване на риска.

През октомври 2017 г. Европейската комисия публикува съобщение за завършването на банковия съюз, в което изложи своите идеи за промяна на първата фаза за изграждане на ЕСГД (по-ограничен етап на презастраховане) и преминаване към втората фаза (съзастраховане) с цел да бъде настърчено започването на политическите преговори по това законодателно предложение. Комисията представя идеята за постепенното въвеждане на ЕСГД като преминаването към втория етап следва да зависи от постигнатия напредък при намаляването на рисковете. По време на етапа на презастраховане ЕСГД следва да предоставя ликвидно покритие единствено на националните схеми за гарантиране на депозитите - временно да бъдат осигурени средствата, които да гарантират пълното изплащане в случай, че дадена банка е в криза, а националните схеми за гарантиране на депозитите ще трябва да възстановят тази помощ, за да се гарантира, че всички загуби ще продължат да се покриват на национално равнище. В преговорите в Съвета редица държави членки поставиха като условие постигането на реални резултати от мерките за намаляване на рисковете (споразумение по пакета за намаляване на рисковете в банковата система, намаляване на размера на необслужваните кредити в банковата система и други).

В хода на преговорите в създадената към Съвета на ЕС през 2016 г. ad hoc работна група „Укрепване на банковия съюз“ беше извършено задълбочено проучване на техническите въпроси, свързани с различни алтернативи за първоначалния модел на ЕСГД, преходните аспекти в контекста на въвеждането на ЕСГД, въздействието на ЕСГД върху държавите членки извън банковия съюз, алтернативните мерки и изчислението на вноските въз основа на риска. Разгледани бяха три модела за подкрепа за ликвидността: фазата на презастраховане, представена в съобщението на Комисията от 2017 г.; задължително кредитиране между националните схеми за гарантиране и хибриден вариант. Впоследст-

<sup>39</sup> Предложение за Регламент на Европейския парламент и на Съвета за изменение на Регламент (ЕС) 806/2014 с цел създаване на Европейска схема за гарантиране на депозитите, COM(2015) 586 final, 24.11.2015 г., [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/banking-union/european-deposit-insurance-scheme\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/banking-union/european-deposit-insurance-scheme_en).

вие държавите членки обсъдиха хибридния модел като компромисен вариант за целите на осъществяване на преход към т.нар. стабилна фаза на ЕСГД (напълно функционираща ЕСГД, която не само осигурява ликвидна подкрепа, но и покрива загубите при несъстоятелност или преструктуриране на банка).

В хибридния модел за ликвидна подкрепа схемата за гарантиране на депозитите остава на национално равнище, като в същото време се включва компонент на европейско равнище, както и характеристики от концепцията за задължително кредитиране. Този модел би означавал разделение между фонда за гарантиране на депозитите (ФГД) на централно равнище и фондовете към националните схеми за гарантиране на депозитите. Националните СГД ще набират средствата си до целево равнище, което ще бъде определено посредством политическо решение, например 0,4 % от гарантирания депозити. След това националните СГД ще започнат да прехвърлят вноски към ФГД, докато се достигне комбинирано целево равнище от 0,8 % в съответствие с предварително определен план за финансиране. При този модел Единният съвет за преструктуриране (ЕСП) ще изчисли и управлява вноските към ФГД, а националните СГД ще фактурират, събират, прехвърлят вноските във ФГД. Изчисляването на основаните на риска вноски към национална СГД ще се основава на поетия от банката риск, съотнесено към всички банки, членуващи в националната СГД. Национална СГД, която изпитва недостиг на ликвидност, би могла да поиска ликвидност от ФГД след първоначално изчерпване на своите собствени средства до изискваното целево равнище. Ако ФГД е изчерпан, ЕСП би могъл да поиска допълнителна ликвидност за ФГД чрез задължително кредитиране от другите национални СГД. ЕСП ще координира, събира и управлява заемите на останалите национални СГД към ФГД и ще отпуска финансови средства на националната СГД при необходимост. Като крайна мярка ЕСП би могъл също така да получи възможността да заема средства от капиталовите пазари. Национална СГД ще трябва да възстанови получената ликвидна подкрепа в следния ред: първо на ФГД, който ще се изплати на другите национални СГД, предоставили ликвидност чрез задължително кредитиране. Второ, средствата по ФГД ще бъдат възстановени. Националната СГД следва да възстанови своя собствен капитал. Схемата ще е длъжна да набира последващи вноски, както и да използва възстановени средства от производство по несъстоятелност.

В преговорите в Съвета на ЕС държавите членки проведоха дискусии на техническо ниво с фокус върху възможните варианти за дизайна на ЕСГД на база на т.нар. хибриден модел. Проведените продължителни дискусии и разгледаните множество концепции не доведоха до постигане на необходимото политическо съгласие за запълване на структурата на банковия съюз и създаването на общоевропейска система за защита на депозитите. Посочват се причини, свързани с опасения от морален риск и необходимост от постигане на допълнителен напредък по мерките за намаляване на рисковете в банковата система като предварително условие за споделяне на рисковете чрез ЕСГД. През юни 2021 г. на срещата на върха на държавите - членки от еврозоната в приобщаващ формат беше потвърден ангажиментът на лидерите за завършване на банковия съюз и членовете на Еврогрупата в приобщаващ формат<sup>40</sup> бяха приканени да се обединят на консенсусна основа около поетапен и обвързан със срокове план за всички мерки, необходими за завършване на банковия съюз.

Поради продължаващите политически проблеми около досието напредък през 2022 г. не е постигнат.

<sup>40</sup> Министрите на финансите на държавите членки на еврозоната и държавите членки извън еврозоната, които участват в банковия съюз на основата на тясно сътрудничество между националния орган за банков надзор и ЕЦБ (България и Хърватия)

## **2.2.4 Кредитор от последна инстанция – БНБ**

Функцията на кредитор от последна инстанция се изпълнява от ЕЦБ посредством два инструмента – пределното кредитно улеснение и спешната помощ за осигуряване на ликвидност (Emergency Liquidity Assistance, ELA)

Пределно кредитно улеснение има двойна роля<sup>41</sup>: то действа като вградена функция на Евросистемата на кредитор от последна инстанция при недостиг на краткосрочна (овърнайт) ликвидност. Същевременно обаче ролята му в общата рамка на паричната политика е по-широва, тъй като лихвеният процент по улеснението служи като горна граница за коридора на колебание на пазарния лихвен процент на овърнайт паричния пазар. Именно поради тази последна функция като инструмент на паричната политика на Евросистемата, кредитният риск във връзка с операциите по пределното кредитно улеснение е споделен между всички национални централни банки от еврозоната и ЕЦБ.

В извънредни случаи, когато банките нямат достъп до кредитното улеснение, поради изчерпване на активите, които се приемат за обезпечение от ЕЦБ, те могат да получат достъп до ликвидност посредством спешната помощ за осигуряване на ликвидност. Спешната помощ се предоставя от националните централни банки на кредитни институции, които са платежоспособни, но изпитват временни ликвидни затруднения<sup>42</sup>. За платежоспособни се считат кредитни институции, чийто базов собствен капитал от първи ред, капитал от първи ред и общо капиталово съотношение отговарят на хармонизираните минимални регуляторни капиталови равнища – съответно 4.5%, 6% или 8% или съществува надеждна перспектива за рекапитализация и минималните регуляторни капиталови равнища могат да бъдат възстановени на посочените нива в рамките на 24 седмици след края на референтното тримесечие на данните. Кредитният риск, произтичащ от предоставянето на спешната помощ, се поема изцяло от съответните национални централни банки. Срокът на кредита, обезпеченията и лихвеният процент се определят от националните централни банки, които трябва да информират ЕЦБ за предоставянето на тази помощ най-късно до два дни след провеждане на операцията по предоставяне на помощта, ако тя е под 500 млн. евро. Наказателният лихвен процент по ELA трябва да надвишава със 100 базисни точки лихвения процент по пределното кредитно улеснение<sup>43</sup>. Ако сумата е по-голяма от 500 млн. евро, националните централни банки трябва да уведомят ЕЦБ възможно най-рано преди предоставянето на спешната помощ. УС на ЕЦБ има право да ограничи операциите по предоставяне на спешна помощ за осигуряване на ликвидност, ако сумата е по-голяма от 2 млрд. евро и ако УС на ЕЦБ прецени, че предоставянето на тази помощ е несъвместимо с целите и задачите на Евросистемата.

## **2.3 Фискална рамка – МФ**

<sup>41</sup> Peter Praet, The ECB and its role as lender of last resort during the crisis, the Committee on Capital Markets Regulation conference on The lender of last resort – an international perspective, Washington DC, 10 February 2016.

<sup>42</sup> Проучване показва, че в периода 2008–2019 г. от 36 банки получили подкрепа чрез ELA 26 не са оцелели, което подлага под съмнение изпълнението на критерия за платежоспособност при достъпа до ELA. Виж Cadamuro, L. and F. Papadia (2021) 'Emergency Liquidity Assistance: A new lease of life or kiss of death?', Bruegel Blog, 28 May.

<sup>43</sup> Виж Agreement on emergency liquidity assistance, November 2020, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.agreementemergencyliquidityassistance202012~ba7c45c170.en.pdf>. В предходните две публични версии на това споразумение от 2013 г. и 2017 г. размерът на наказателния лихвен процент не е дефиниран.

### **2.3.1 Роля на фискалната рамка в еврозоната**

### **2.3.2 Фискална рамка и фискална устойчивост на еврозоната**

## **2.4 Европейски механизъм за стабилност (МФ)**

# **3 Основни макроикономически и финансови политики в Република България**

## **3.1 Парична политика в Република България – БНБ**

От юли 1997 г. в България функционира режим на паричен съвет, който в продължение на двадесет и пет години играе основна роля за поддържането на макроикономическата стабилност в страната. В подкрепа на устойчивото функциониране на паричния режим са провеждането на разумна фискална политика, на консервативна политика на регулиране и на микро- и макропруденциален надзор на банковата система, както и поддържането на финансова дисциплина в икономиката.

Фиксираният курс на лева към еврото гарантира стабилността на нивото на използваня в икономиката обменен валутен курс и осигурява изпълнението на основната цел на БНБ – да поддържа ценовата стабилност в икономиката. Функционирането на паричния съвет в страната се базира на три основни принципа, заложени в Закона за БНБ: (1) фиксиран валутен курс; (2) пълно покритие с високоликвидни валутни резерви на паричните задължения на БНБ (за разлика от ортодоксалния паричен съвет, който обикновено осигурява покритие само на банкнотите и монетите, паричният съвет в България осигурява покритие на всички парични задължения на БНБ - банкноти и монети в обращение, задължения към банки, задължения към правителството и бюджетни организации, задължения към други депозанти); (3) задължение на централната банка да обменя неограничено и безусловно левове срещу резервната валута евро по фиксирания в Закона за БНБ валутен курс. Тези принципи означават, че емисията на национална валута се извършва единствено и само срещу предоставянето на резервна валута по фиксирания валутен курс<sup>44</sup>.

Паричният режим и фиксираният валутен курс са допълнително защитени с набор от разпоредби в Закона за БНБ: (1) БНБ не може да предоставя кредити и гаранции на Министерския съвет, на общините, както и на други държавни и общински институции, организации и предприятия от публичния сектор, на институциите, органите или агенциите на Европейския съюз, централното управление, регионалните местни и други органи на публичната власт, на други органи, регулирани от публичното право, или на предприятия от публичния сектор на държавите членки на Европейския съюз, както и не може да закупува пряко от тях дългови инструменти. В допълнение, БНБ не може да закупува нито на първичния, нито на вторичния пазар дългови инструменти, емитирани от българската държава и общините, както и от български държавни и общински институции, организации и предприятия от публичния сектор; (2) БНБ не може да предоставя кредити на банки освен при възникване на ликвиден риск, засягащ стабилността на банковата система и при спазването на строги изисквания за вида и качеството на предоставяното обезпечение; (3) БНБ инвестира своите брутни международни валутни резерви в съответствие с разумните инвестиционни принципи и практика, като инвестициите в ценни

<sup>44</sup> Закон за Българската народна банка.

книжа могат да бъдат само в ликвидни дългови инструменти при строги правила, които имат за цел да защитят качеството на активите, в които се инвестираят брутните международни валутни резерви.

В условията на паричен съвет в БНБ са обособени три управления: управление „Емисионно“, управление „Банково“ и управление „Банков надзор“. Основната функция на управление „Емисионно“ е да поддържа пълно валутно покритие на общата сума на паричните задължения на БНБ, като предприема необходимите действия за ефективно управление на брутните международни валутни резерви на банката. Управление „Банково“ може да осъществява функциите на силно ограничен кредитор от последна инстанция в случай на възникването на ликвиден риск за банковата система. Основната функция на управление „Банков надзор“ е осъществяването на надзор върху банковата система.

Функционирали в режим на паричен съвет, БНБ не извършва операции на открития пазар и не определя основен лихвен процент. Съответно в условията на паричен съвет са налице условия за бързо пренасяне на стандартните мерки на паричната политика на ЕЦБ към българската икономика. Фиксираният валутен курс на лева към еврото позволява бърза трансмисия на стандартните мерки на паричната политика на ЕЦБ към българската икономика, като лихвените проценти на междубанковия пазар в еврозоната оказват значително влияние върху лихвените проценти по кредитите. 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 местните банки и банкови клонове, които са собственост на банки от държави членки на еврозоната<sup>45</sup>. Високата степен на отвореност на българската икономика, свободното движение на капитали и силната търговска обвързаност на България с еврозоната също са предпоставки за трансмисия на монетарните условия от общата валутна зона към България. Редица научни изследвания показват, че при наличието на свободно движение на капитали монетарните условия в малките и отворени държави до голяма степен се влияят от паричната политика на големите централни банки, които емитират глобална валута (щатски доллар, евро, паунд, йена, юан) и тази трансмисия се случва независимо от режима на валутен курс.<sup>46</sup> Пренасянето на монетарните условия от еврозоната към Българиякосвено влияе и върху динамиката на инфляцията в страната.

В условията на паричен съвет БНБ разполага с няколко инструмента, с които може влияе върху монетарните условия в страната. Първият от тези инструменти е регуляцията 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 развитията на междубанковия паричен пазар и върху кредитната активност в страната. Вторият основен инструмент е лихвеният процент върху свръхрезервите на банките, т.е. върху излишъка от ликвидност в банковата система над изискуемите минимални задължителни резерви, която банките не са използвали за предоставяне на кредити на частния сектор, за покупка на ДЦК или за управление на чуждестранните си активи и пасиви. При равни други условия положителен спред между лихвения процент по свръхрезервите и преобладаващия пазарен лихвен процент по алтернативни ликвидни активи създава стимул за банките да поддържат излишната си ликвидност в БНБ. Обратно, отрицателният лихвен спред между тези лихви създава сти-

<sup>45</sup> В края на 2021 г. този дял възлиза на 57.4%.

<sup>46</sup> Виж например Rey, H. (2013): "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence", Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium, 2013. ; Habib, M. and F. Venditti (2018): "The Global Financial Cycle: Implications for the Global Economy and the Euro Area", ECB Economic Bulletin, Issue 6/2018. ; Scheubel, B., Stracca L. and C. Tille (2019): "The Global Financial Cycle and Capital Flow Episodes: A Wobbly Link", ECB Working Paper, No. 2337.

мули за търсенето от страна на банките на алтернативни възможности за инвестиране на излишъка им от ликвидност. Други инструменти, с които БНБ може косвено да повлияе върху монетарните условия в страната, е чрез прилагането на надзорни, макропруденциални и административни мерки, като тяхната основна цел е изграждане на буфери и подобряване на качеството на активите в банковата система с цел гарантиране на финансова стабилност.

Основният инструмент, с който БНБ може да влияе върху монетарните условия в страната, е чрез регулацията на ЗМР, които банките поддържат в БНБ. Инструментът на ЗМР може да изпълнява няколко основни функции, като в научната литература се разглеждат три основни направления на използване на този инструмент: 1) микропруденциално; 2) паричен контрол; 3) управление на ликвидността. Първото направление е свързано с използване на ЗМР за целите на микропруденциалното регулиране. В тази си роля те гарантират, че банките ще поддържат определен размер ликвидни активи като буфер. На второ място, ЗМР могат да се използват като антицикличен инструмент<sup>47</sup>. Чрез промяна в ставката на ЗМР централната банка може да повлияе върху кредитната активност, съответно върху лихвените проценти по кредитите, които от своя страна оказват влияние върху нагласите на икономическите агенти да заемат средства, да потребяват, инвестират и спестяват, като крайният ефект е промяна в съвкупното търсене и косвено в ценовото равнище. Някои държави са използвали този инструмент, за да избегнат приток на капитали, които могат да подхранят кредитен бум. За разлика от използването на стандартния инструмент на паричната политика – основния лихвен процент, чието повишение се отразява както на лихвените проценти по кредитите, така и на лихвените проценти по депозитите, увеличението на ставката на ЗМР е по-малко вероятно да доведе до увеличение на капиталовите потоци, ако подтикне банките да повишат лихвите по кредитите, но не и тези по депозитите<sup>48</sup>. На трето място, инструментът на ЗМР може да се използва от централната банка за регулиране на ликвидността в банковата система.

### Използване на инструмента на ЗМР в България

След въвеждането на паричния съвет в България, в периода 1998–2006 г. ставката на ЗМР е осем на сто от депозитната база.

През 2004 и 2005 г. БНБ предприема пакет от мерки с цел стабилизиране на бързите темпове на нарастване на кредита за частния сектор до умерено равнище, което може да бъде поддържано в средносрочен период, без да се застрашава финансовата стабилност в страната. По-конкретно през май 2004 г. с решение на УС на БНБ се предприема разширяване на обхвата на депозитната база за изчисляване на ЗМР и се намалява размерът на признатите за ЗМР касови наличности от 100% на 50%<sup>49</sup>, а през ноември 2004 г. наличностите в каса на банките се изключват напълно от определянето на размера на ЗМР, които банките следва да поддържат в БНБ<sup>50</sup>. През април 2005 г. БНБ въвежда административни кредитни ограничения (кредитни тавани), които са в сила до януари 2007 г. Административните ограничения се изразяват в задължение от страна на банките да поддържат допълнителни минимални резерви в БНБ, в случай че тримесечният растеж на

<sup>47</sup> Federico, P., Vegh, C. and G. Vuletin (2014): "Reserve Requirement Policy over the Business Cycle", NBER Working Paper, No. 20612.

<sup>48</sup> Montoro, C. and R. Moreno (2011): "The Use of Reserve Requirements as a Policy Instrument in Latin America", BIS Quarterly Review, March 2011; Brei, M. and R. Moreno (2018): "Reserve Requirements and Capital Flows in Latin America", BIS Working Papers, No. 741.

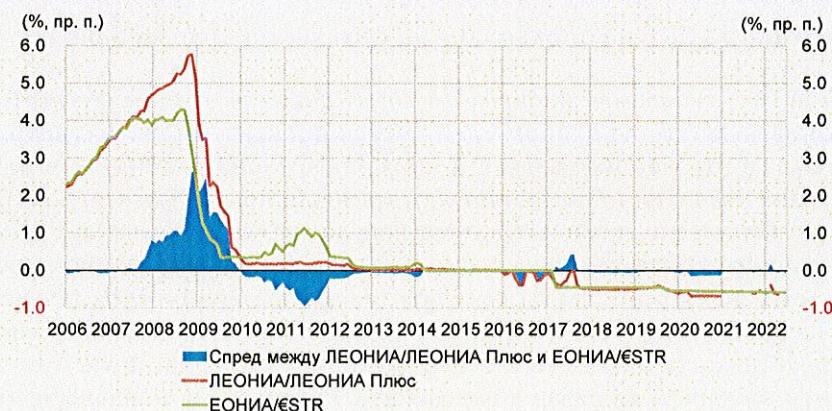
<sup>49</sup> [https://www.bnbg.bg/AboutUs/PressOffice/POPPressReleases/POPRDate/RELEASE\\_20040520\\_BG](https://www.bnbg.bg/AboutUs/PressOffice/POPPressReleases/POPRDate/RELEASE_20040520_BG).

<sup>50</sup> [https://www.bnbg.bg/AboutUs/PressOffice/POPPressReleases/POPRDate/RELEASE\\_20041118\\_BG](https://www.bnbg.bg/AboutUs/PressOffice/POPPressReleases/POPRDate/RELEASE_20041118_BG).

кредита надхвърля определени стойности, посочени от централната банка<sup>51</sup>. В периода след въвеждането на кредитните тавани се наблюдава значително подобреие в балансите на банките и редуциране на кредитния риск в банковата система, както и забавяне на растежа на кредита за частния сектор<sup>52</sup>. След прекратяването на действието на кредитните тавани в началото на 2007 г. кредитният растеж започва отново да се ускорява. Продължавайки да провежда антициклична политика, през юли 2007 г. УС на БНБ взема решение за увеличаване на нормата на минималните задължителни резерви на банките от 8% на 12%<sup>53</sup>.

От края на 2008 г. кредитирането на частния сектор се забавя значително, отразявайки засилването на глобалната финансова и икономическа криза. В периода на спад на икономическата активност БНБ продължава да провежда антициклична политика, като в края на 2008 г. и началото на 2009 г. предприема редица мерки, целящи да предоставят по-голяма гъвкавост на търговските банки при управлението на ликвидните им ресурси чрез използване на капиталовите буфери, натрупани в периода на икономически растеж. Част от тези мерки са свързани с облекчаване на изискванията за поддържане на минимални задължителни резерви в БНБ и включват признаването за резервен актив на 50% от касовите наличности в банките<sup>54</sup>, както и намаляване на нормата на ЗМР от 12% на 10%<sup>55</sup>. Тези мерки са последвани от допълнително редуциране на изискванията за поддържане на минимални резерви, като ставката на ЗМР е намалена до 5% за средства, привлечени от нерезиденти и до 0% за привлечените средства от държавния и местните бюджети. Общийт ефект от мерките на БНБ се изразява в освобождаване на ликвидност в размер на около 3 млрд. лв., което в комбинация с предприетите от ЕЦБ намаления на основните лихвени проценти и мерки за осигуряване на ликвидност в отговор на кризата води и до съществено понижение на лихвените проценти на междубанковия паричен пазар в България (вж. Граф. 1).

Граф. 1: Лихвени проценти на междубанковия паричен пазар (овърнайн депозити)



Забележка: Серията ЕОНIA /€STR е съставена от: ЕОНIA 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 овърнайн депозити в левове.

<sup>51</sup> [https://www.bnb.bg/AboutUs/PressOffice/POPReleases/POPRDate/RELEASE\\_20050422\\_1\\_BG](https://www.bnb.bg/AboutUs/PressOffice/POPReleases/POPRDate/RELEASE_20050422_1_BG).  
[https://www.bnb.bg/AboutUs/PressOffice/POPReleases/POPRDate/RELEASE\\_20051110\\_BG](https://www.bnb.bg/AboutUs/PressOffice/POPReleases/POPRDate/RELEASE_20051110_BG).

<sup>52</sup> [https://www.bnb.bg/AboutUs/PressOffice/POPReleases/POPRDate/RELEASE\\_20061026\\_BG](https://www.bnb.bg/AboutUs/PressOffice/POPReleases/POPRDate/RELEASE_20061026_BG).

<sup>53</sup> [https://www.bnb.bg/AboutUs/PressOffice/POPReleases/POPRDate/RELEASE\\_20070719\\_BG](https://www.bnb.bg/AboutUs/PressOffice/POPReleases/POPRDate/RELEASE_20070719_BG).

<sup>54</sup> [https://www.bnb.bg/AboutUs/PressOffice/POPReleases/POPRDate/RELEASE\\_20081021\\_BG](https://www.bnb.bg/AboutUs/PressOffice/POPReleases/POPRDate/RELEASE_20081021_BG).

<sup>55</sup> [https://www.bnb.bg/AboutUs/PressOffice/POPReleases/POPRDate/RELEASE\\_20081127\\_1\\_BG](https://www.bnb.bg/AboutUs/PressOffice/POPReleases/POPRDate/RELEASE_20081127_1_BG).

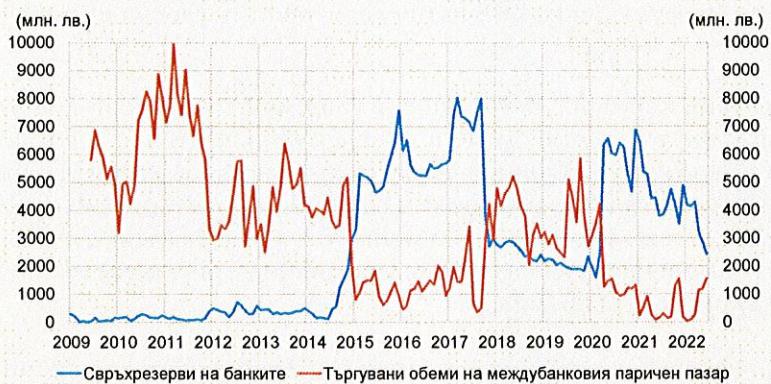
От 2009 г. БНБ не е предприемала промени в ставката на ЗМР. Към средата на 2022 г. нормата на ЗМР за привлечените средства от резиденти е 10% от резервната база, от нерезиденти – 5%, а от държавния и местните бюджети – 0%. Съответно ефективната имплицитна норма на ЗМР възлиза на 9.4%.

Вторият инструмент, с който БНБ може да влияе върху монетарните условия в страната е лихвеният процент върху свръхрезервите на банките. Този лихвен процент има своята на стандартен инструмент на паричната политика, когато банковата система опира в условия на излишък от ликвидност. Чрез определянето на лихвен процент върху свръхрезервите на банките, който е съответно по-висок или по-нисък от преобладаващия пазарен лихвен процент по алтернативни ликвидни активи, БНБ може да влияе върху размера на поддържаните от кредитните институции свръхрезерви в централната банка. Това от своя страна има отражение върху структурата на балансите на банките. При определяне на по-силно отрицателен лихвен процент върху свръхрезервите спрямо преобладаващите пазарни лихви размерът на поддържаните от банките свръхрезерви в БНБ намалява значително, тъй като кредитните институции пренасочват тези средства към инвестиции с по-висока доходност. Този стимул за преобразуване на активи влияе за повишаване на склонността за кредитиране на банките и намалява стимула за спестяване, съответно увеличава стимула за инвестиции и потребление на фирмите и домакинствата, особено в случай на начисляване на такса съхранение или начисляване на отрицателна лихва по депозитите. Тази промяна в поведението на банките, фирмите и домакинствата представлява класически канал на трансмисия на паричната политика.

### **Политика на БНБ по олихвяване на свръхрезервите на банките**

До началото на 2016 г. лихвеният процент по поддържаните от банките свръхрезерви в БНБ е 0%. След въвеждането на отрицателен лихвен процент по депозитното улеснение на ЕЦБ през 2014 г., в отговор на дълговата криза в еврозоната, банките в България започват да натрупват значителни по размер свръхрезерви по сметките си в БНБ (виж Графика 2). Докато от банките в еврозоната се изисква да заплащат лихва на ЕЦБ за поддържаните средства по депозитното ѝ улеснение и за свръхрезервите си, банките, опериращи в България, имат възможността да поддържат свръхрезерви в БНБ, без да заплащат лихва. По този начин за банките в България е по-рационално да държат голяма част от наличните си средства по сметките си в БНБ в сравнение с предлаганите при отрицателна лихва депозити на паричния пазар в еврозоната. Разликата в олихвяването на свръхрезервите в България и еврозоната създава и възможности за арбитраж за избягване на отрицателните лихвени проценти на паричния пазар в еврозоната.

Граф. 2: Свръхрезерви на банките и търгувани обеми на междубанковия паричен пазар



Източник: БНБ.

С цел да повлияе върху нивото на свръхрезервите, 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>56</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>57</sup>.

Обвързването на лихвения процент по свръхрезервите на банките в БНБ с този по депозитното улеснение на ЕЦБ, когато е отрицателна величина, засилва действието на трансмисионния механизъм на стандартните мерки на паричната политика на ЕЦБ към българската икономика. Тези промени повлияват за значително намаление на поддържаните от банките свръхрезерви в БНБ и за преминаване 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 (вж. Граф. 1 и Граф. 2).

Основна защита на паричния съвет е законовото ограничение, според което БНБ не може да предоставя кредити и гаранции на Министерския съвет, на общините, както и на други държавни и общински институции, организации и предприятия. Тази защита, както и забраната за закупуване на първичния и на вторичния пазар на дългови инструменти, емитирани от българската държава и общините, представляват силно бюджетно ограничение за правителството, тъй като не съществува възможност централната банка да финансира правителството. В случай на формиране на продължителни и хронични прекомерни бюджетни дефицити<sup>58</sup>, финансиирани чрез емисия и натрупване на дълг, тази защита осигурява ефективното и навременно задействане на пазарните дисциплиниращи механизми, които стимулират извършването на необходимите промени във фискалната политика, осигуряващи устойчивост на държавния дълг. В този смисъл режимът на па-

<sup>56</sup> От 9 декември 2015 г. лихвеният процент по депозитното улеснение на ЕЦБ е -0.30%.

<sup>57</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%.

<sup>58</sup> Дефицит значително над определеното в ПСР ограничение от 3% от БВП.

рична политика в България действа като ограничител за прекомерно задлъжняване на правителството. Това от своя страна е важна характеристика на българската икономика с оглед на ограничената функция на БНБ като кредитор от последна инстанция (виж точка 3.2.3.).

По-високата изискуема норма на ЗМР и по-консервативните надзорни регулатии спрямо банките в България могат да се отразят в по-високи лихвенi проценти по кредитите в сравнение с тези в еврозоната. Влияние върху спреда между лихвените проценти по кредитите в България и еврозоната оказват и макроикономически индикатори като устойчив икономически растеж, финансова стабилност и благоразумна фискална политика, които се отразяват на оценката на пазарните участници за риска на страната и съответно рефлектират върху рисковата премия.

### **3.1.1. Канали за „внасяне“ на инфляция в страната. Трансмисия на паричната политика на ЕЦБ към икономиката на България.**

Малкият размер, високата степен на отвореност, както и голямата търговска и финансова обвързаност на българската икономика с тази на еврозоната са предпоставки инфляцията в България да се определя в значителна степен от външни фактори, свързани най-вече с динамиката на международните цени и с ефектите от паричната политика на ЕЦБ.

Българската икономика се характеризира с висока степен на отвореност.<sup>59</sup> Високият относителен дял на вложените чуждестранни стоки и услуги в производството на местни стоки и услуги<sup>60</sup> представлява важен фактор за влиянието на международните цени на сировините и стоките върху разходите за производство на фирмите в страната и допринася изменението в тези разходи да бъдат бързо пренасяни върху цените на крайните стоки и услуги в България. Високата енергоемкост на българската икономика и свързаната с нея зависимост от вноса на основни енергийни сировини като супер петрол и природен газ е друга важна структурна характеристика на българската икономика, която допринася за силното влияние на международните цени върху инфляцията в страната.

При фиксирания курс на българския лев и свободното движение на капитали монетарните условия в еврозоната се пренасят в силна степен върху монетарните условия в България. За директната трансмисия на паричната политика на ЕЦБ към икономическата активност и инфляцията в страната допринасят високата степен на икономическа и финансова интеграция със страните от еврозоната, включително чрез големия дял на местните банки и банкови клонове, собственост на банки от държавите членки на еврозоната, както и високата степен на отвореност на икономиката.

Паричната политика на ЕЦБ, чрез промените в лихвените проценти в еврозоната, оказва значително влияние върху лихвените проценти по депозитите и кредитите в страната, които от своя страна влияят върху потребителското търсене, спестяванията на домакинствата и инвестиционната дейност на фирмите, а от там и върху инфлационните процеси в страната. Повишиението/намалението на финансовите разходи на фирмите, свързани с лихвените проценти, представлява и потенциален фактор при определянето на крайните потребителски цени в допълнение към разходите за сировини и материали, разходите за заплати, промените в търсения, цените на конкурентите и други ценообразуващи фактори. В допълнение чрез влиянието си върху икономическата активност в еврозоната, паричната политика на ЕЦБ има косвено влияние върху българската икономика чрез промяната във външното търсене за български стоки и услуги от държавите от еврозо-

<sup>59</sup> Делът на износа и вноса на стоки и услуги към БВП на България за 2021 г. възлиза на 125%.

<sup>60</sup> По данни на ОИСР към 2018 г. делът на чуждестранната добавена стойност, включена в крайното вътре-решно търсене на България, възлиза на 41%.

ната, които представляват най-големият търговски партньор на България<sup>61</sup>. Различията между паричната политика, провеждана в еврозоната и САЩ, оказват влияние върху българската икономика чрез произтичащите от тях изменения във валутния курс „долар/евро“. Може да се обобщи, че ефектите от промените в паричната политика на ЕЦБ върху инфляцията в България се проявяват главно посредством цената на финансиране (лихвените проценти по депозитите и кредитите), чрез външното търсене от държавите от еврозоната, ценовата динамика на директно внасяните готови потребителски стоки от еврозоната, както и чрез измененията във валутния курс „долар/евро“.

Основните канали, чрез които се осъществява трансмисията на стандартните мерки на паричната политика на ЕЦБ<sup>62</sup> към икономическата активност и инфляцията в България, могат да бъдат обобщени като канал на външната търговия и канал на финансовите условия.<sup>63</sup> Каналът на външната търговия обхваща ефектите, които се проявяват по линия на обема на външното търсене за български стоки и услуги от държавите от еврозоната и по линия на валутния курс „долар/евро“<sup>64</sup>. Промяната във външното търсене за български стоки и услуги от държавите от еврозоната и измененията в курса „долар/евро“ оказват влияние върху нетния износ на България, което е свързано с последващи ефекти върху пазара на труда (доходи от труд и застост) и върху вътрешното търсене в България. Промените във вътрешното потребителско търсене от своя страна повишават или съответно намаляват натиска за изменение на крайните потребителски цени в страната. Динамиката на валутния курс на еврото спрямо щатския долар оказва и директно влияние върху инфляцията в страната. Това влияние отразява най-вече степента, в която цените на внасяните готови потребителски стоки (като непеработени храни, автомобили, компютърна, комуникационна и офис техника), част от които се внасят от страни извън еврозоната и ЕС, се отразяват в ценовата динамика на крайните потребителски цени у нас. Промените във валутния курс „долар/евро“ обуславят и промени в разходите за суровини и материали на фирмите особено в случая с вноса на петрол и природен газ, които се търгуват в долари на международните пазари<sup>65</sup>, а промените в разходите за производство на фирмите са предпоставка за изменение на крайните потребителски цени. Оценки на БНБ за българската икономика<sup>66</sup> показват, че понижение на номиналния ефективен валутен курс на лева с 1% води до повишение на дефлатора на внасяните стоки с около 0.3% през същото тримесечие и нарастване на потребителските цени с около 0.1%. Този ефект нараства във времето, като след 1 година кумулативният ефект върху потребителските цени се оценява на около 0.5%.

Каналът на финансовите условия, през който протичат ефектите от промените в стандартните мерки на паричната политика на ЕЦБ върху българската икономика и инфля-

<sup>61</sup> Данните от статистиката за външната търговия показват, че за 2021 г. дълът на държавите от еврозоната в общия износ на стоки на България възлиза на 46.7%.

<sup>62</sup> В тази част анализът се фокусира върху промените в лихвения процент по основните операции на рефинансиране на ЕЦБ.

<sup>63</sup> Емпиричен анализ на каналите, чрез които паричната политика на ЕЦБ се пренася върху икономическата активност и инфляцията в България, е представен в дискусационен материал на БНБ Nenova, M. et al. (2019): „*Transmission of ECB's Monetary Policy in Bulgaria: Insights from a Large Macro-Econometric Model*”, BNB Discussion Papers DP/115/2019.

<sup>64</sup> Динамиката на валутния курс на еврото към щатския долар напълно съответства на динамиката на курса на българския лев към щатския долар, поради което промените в курса „долар/евро“ имат непосредствено значение за цените на внасяните в страната стоки от търговски партньори извън еврозоната и ЕС (при допускане, че в търговията си в рамките на ЕС българските фирми се разплащат основно в евро). В допълнение динамиката на курса „долар/евро“ оказва потенциално влияние и върху конкурентоспособността на българския износ.

<sup>65</sup> Следва да се отбележи, че при петролните продукти исторически се наблюдава обратна връзка между техните цени в щатски долари и курса на долара спрямо други основни валути.

<sup>66</sup> За по-подробна информация, виж тематично изследване „*Потенциални ефекти върху българската икономика от промяната на валутния курс „долар/евро“*“, тримесечна публикация на БНБ „Икономически преглед“ бр. 2/2015.

ционната динамика в страната, е основно свързан с лихвените проценти. Лихвеният канал отразява силното влияние, което оказват промените в лихвените проценти, определяни от ЕЦБ, върху лихвените проценти в страната. Трансмисията на паричната политика на ЕЦБ към паричните условия в България се осъществява най-бързо при краткосрочните лихвени проценти на паричния пазар. Въпреки че кредитните институции в страната нямат пряк достъп до междубанковия пазар в еврозоната като източник на финансиране, цената на междубанковия паричен пазар в еврозоната оказва съильно влияние върху лихвените проценти по кредитите<sup>67</sup> и депозитите в България. Директното въздействие върху лихвените проценти по кредитите е свързано с прилагането на Юрибор като референтен лихвен процент при определянето на цената на голяма част от кредитите за фирмите и домакинствата в евро<sup>68</sup>, както и използването му като един от ценообразуващите фактори по отношение на задълженията на местните кредитни институции към банките-майки. Независимо от факта, че кредитните институции в страната нямат пряк достъп до основните операции по рефинансиране на ЕЦБ и до улесненията с постоянен достъп (депозитно и кредитно улеснение на ЕЦБ), местните банки и клонове, притежавани от банки от държави членки на еврозоната, обикновено получават заемно финансиране от тях при лихвени нива, които следват много близо динамиката на основния лихвен процент на ЕЦБ и съответно лихвените проценти на паричния пазар в еврозоната. Лихвените проценти на паричния пазар в еврозоната оказват влияние и върху лихвените проценти по депозитите в страната. Допълнителни вътрешни фактори за изменението в лихвените проценти по депозитите са притокът на привлечени средства от резиденти (формираща значителна част от общия размер на депозитите в банковата система)<sup>69</sup> и кредитната активност, които се отразяват на съотношението кредити/депозити в банковата система и оказват влияние върху наличните финансови средства, които могат да бъдат отпуснати като нови кредити в банковата система. Промените в лихвените проценти в еврозоната чрез отражението си върху лихвените проценти по кредитите и депозитите в страната представляват фактор, който оказва влияние върху потребителското търсене, спестяванията на домакинствата и инвестиционната дейност на фирмите, а от там и върху инфлационните процеси в страната.

Тясно свързани с канала на лихвените проценти в трансмисионния механизъм на стандартните мерки на паричната политика на ЕЦБ към българската икономика са каналът на цените на активите и кредитният канал. Каналът на цените на активите се изразява в най-силна степен чрез цените на жилищата, тъй като промените в лихвените проценти по кредитите са един от определящите фактори, които влияят върху възможностите и склонността на домакинствата за покупка на жилище. Паричната политика на ЕЦБ има и косвено влияние върху цените на жилищата в България чрез влиянието си върху доходите на домакинствата, които са друг фактор важен фактор, определящ търсенето на жилища. Същевременно цените на жилищата се използват като обезпечение по банковите кредити, като могат да засилят или съответно понижат кредитната активност, с което да имат стимулиращо или отслабващо влияние върху икономическата активност в страната

<sup>67</sup> Като използва модели с корекция на грешката, в дискусационен материал на БНБ „Лихвените проценти по кредитите в България: ролята на монетарните условия в еврозоната и влиянието на икономическата активност“, BNB Discussion papers DP/97/2014, Михайлов установява, че в дългосрочен план лихвените проценти по кредитите се определят от динамиката на лихвеното ниво по междубанковите депозити в еврозоната и от състоянието на стопанската конюнктура в България. Приложението по отношение на различните видове кредити асиметричен модел с корекция на грешката показва, че за изследвания исторически период (от началото на 1999 г. до второто тримесечие на 2013 г.) асиметрия в непосредствената реакция на лихвените проценти по кредитите спрямо изменение на ЮРИБОР не може да бъде установена.

<sup>68</sup> По данни на паричната статистика на БНБ към края на декември 2021 г. 45.3% от размера на кредитите, отпуснати от банковата система на нефинансови предприятия и 5.6% от кредитите за домакинствата са деноминирани в евро. Същевременно общо за 2021 г. дялът на новоотпуснатите кредити в евро за нефинансови предприятия и за домакинства в общия обем нови кредити за тези два сектора възлиза съответно на 41.2% и 2.5%.

<sup>69</sup> Към края на 2021 г. депозитите от резиденти съставляват 93% от общия размер на депозитите в банковата система. За сравнение към края на 2008 г. този дял възлиза на 69%.

и съответно динамиката на инфлацията. Кредитният канал се проявява чрез ефектите от промените в лихвените проценти върху способността на кредитополучателите да обслужват задълженията си, а необслужваните заеми и разходите за обезценки оказват влияние върху капиталовата позиция на банките и предлагането на кредити от банковата система. По този начин кредитният канал засилва ролята на традиционния канал на лихвените проценти при трансмисията на паричната политика на ЕЦБ в България. При кредитния канал затягане на паричната политика на ЕЦБ, изразено чрез повишаване на лихвените проценти, би се отразило в повищено ниво на необслужваните кредити на фирмите и домакинствата в страната, което при равни други условия би влошило показателите за капиталова адекватност на банките и повишило разходите за обезценка с негативно влияние върху капиталовата позиция на банките. като резултат може да се очаква понижено предлагане на кредити от банките, като ограничена кредитна дейност би отслабила икономическата активност и динамиката на инфлацията в страната.

Продължителният период на провеждане на силно стимулираща парична политика от ЕЦБ през последните години чрез поддържането на отрицателни лихвени проценти и провеждането на политика на количествени улеснения, включително чрез значителни покупки на държавни ценни книжа, създаде условия за формиране на свръх-ликвидност на паричния пазар в еврозоната и повлия за формирането на трайна тенденция на понижение на лихвените проценти по кредитите и депозитите у нас, които достигнаха най-ниски в исторически план нива<sup>70</sup>. В среда на отрицателни лихвени проценти в еврозоната и значителни количествени улеснения трансмисионният механизъм на паричната политика на ЕЦБ към икономическата активност и инфлационната динамика в България се засили в няколко основни направления. На първо място, значителното понижение на лихвените проценти по депозитите и кредитите и формирането на отрицателни лихвени проценти в реално изражение (които са силно отрицателни при реалните лихвени проценти по депозитите) създаде стимулиращо въздействие върху икономическата активност, тъй като насърчаваше потребителското търсене и инвестиционната дейност на фирмите. В условия на висока ликвидност в българската банкова система, поддържаните от банките свръхрезерви в БНБ, които към началото на 2022 г. се олихвяваха с по-силно отрицателен лихвен процент спрямо лихвения процент по депозитното улеснение на ЕЦБ, създаваха допълнителен натиск за понижаване на цената на привлечените средства. Силно отрицателните реални лихвени проценти по депозитите представляваха фактор за търсене на алтернативни възможности за инвестиране или съхраняване на стойност. При отчитане на факта, че алтернативите за инвестиране на свободните средства особено от страна на домакинствата са ограничени, се формираха предпоставки за продължаващо нарастване на депозитите и за насочване към инвестиции в недвижими имоти, което не само създаваха натиск за нарастване на цените на жилищата, но и стимулираха съществено кредитната активност. На второ място, стимулиращо влияние върху икономическата активност оказваше и повишаването на външното търсене за български стоки и услуги от страна на държавите от еврозоната, като стимулиращо влияние имаше и по линия на подобряването на нагласите на икономическите агенти. Нарастването на вътрешното и външното търсене оказваше натиск за повишаване на крайните потребителски цени и ускоряване на инфлацията, както и за ускорено повишаване на заплатите в икономиката в условията на протичащите негативни демографски тенденции в страната. Същевременно съществуващите механизми за индексиране на размера на някои социални плащания (като пенсийте) допълнително повишаваха потребителското търсене и също оказваха проинфлационно влияние. Проинфлационно влияние беше налице и по линия на директно внасяните готови потребителски стоки от еврозоната, цените на които нарастваха с ускорени темпове в ситуация на продължително провеждане на силно експанзионистична парична политика от ЕЦБ в периода до средата на 2022 г. Значителните покупки на

<sup>70</sup> Към декември 2021 г. лихвеният процент по новите срочни депозити на сектор „домакинства“ възлезе на 0.09%, а лихвеният процент по новодоговорените срочни депозити на нефинансовите предприятия възлезе на -0.19%.

ДЦК на държавите от еврозоната, като основна част от политиката на количествени улеснения на ЕЦБ, оказваха влияние върху целия пазар на деноминирани в евро книжа с фиксиран доход и представляваха фактор за низходяща динамика на доходността на българските ДЦК, което също допринасяше през продължителен период от време за намаляване на лихвените проценти по кредитите за нефинансовите предприятия и домакинствата в страната. В същото време обаче в среда на отрицателни лихвени проценти, каквато съществуваше до средата на 2022 г., и при политика на количествени улеснения на ЕЦБ, в текущия режим на паричен съвет за разлика от държавите в еврозоната към българската икономика не се пренасяха стимулиращи ефекти, свързани с директни покупки на български ДЦК и финансови активи на частния сектор като част от нестандартните мерки на паричната политика на ЕЦБ. Това е фактор, който ограничаваше проинфлационното влияние от количествените улеснения на ЕЦБ върху българската икономика както по отношение на потребителските стоки и услуги, така и по отношение на финансовите активи на частния сектор.

### **3.1.2. Валутни резерви – БНБ**

Съгласно принципите на функциониране на паричния съвет размерът на брутните международни валутни резерви на България съответства на балансовата стойност на баланса на управление „Емисионно“ на БНБ.

Активите на управление „Емисионно“ на БНБ включват: (1) притежаваните банкноти и монети в свободно конвертируема чуждестранна валута; (2) средства в свободно конвертируема валута, притежавани от БНБ по сметки в чуждестранни централни банки или в други чуждестранни финансови институции, чийто задължения са оценени с една от двете най-високи оценки на две международно признати агенции за кредитен рейтинг; (3) притежаваните от БНБ специални права на тираж на Международния валутен фонд; (4) притежаваните от БНБ дългови инструменти, еmitирани от чужди държави, централни банки, други чуждестранни финансови институции или международни финансови организации, чийто задължения са оценени с една от двете най-високи оценки на две международно признати агенции за кредитен рейтинг и които са платими в свободно конвертируема валута, с изключение на дълговите инструменти, дадени или получени като обезпечение; (5) салдото от вземанията и задълженията по форуърдни сделки или сделки с уговорка за обратно изкупуване на БНБ, склучени със или гарантирани от чуждестранни централни банки, публични международни финансови организации или други чуждестранни финансови институции, чийто задължения са оценени с една от двете най-високи оценки на две международно признати агенции за кредитен рейтинг, както и фючърси и опции на БНБ, задължени по които са чуждестранни лица и плащането е в свободно конвертируема чуждестранна валута; (6) притежаваното монетарно злато.

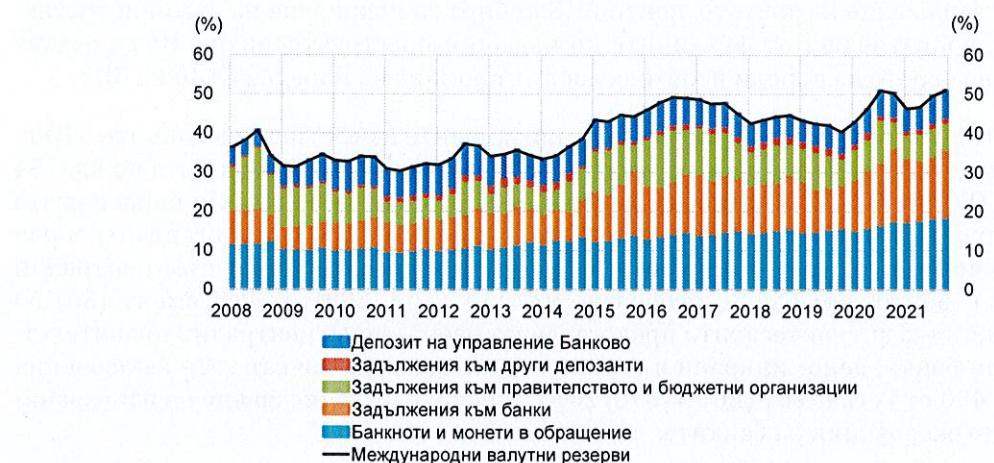
Общата сума на паричните задължения на БНБ не може да превиши левовия еквивалент на брутния международен валутен резерв, като левовият еквивалент се определя на основата на официалния валутен курс на лева към еврото (1 евро = 1.95583 лева). Общата сума на паричните задължения на БНБ включва: (1) всички банкноти и монети в обращение, еmitирани от БНБ; (2) салдата по сметки, притежавани от други лица в БНБ, с изключение на сметките на Международния валутен фонд, в т.ч. депозити на търговските банки; депозити на правителството и бюджетни организации; депозити на други депозанти. Превишението на брутните международни валутни резерви над общата сума на паричните задължения на БНБ формира депозита на Управление „Банково“ в управление „Емисионно“.

Депозитите на търговските банки в БНБ се формират от: (1) минимални задължителни резерви; (2) свръхрезерви; (3) средства на банките в системата TARGET 2. Задължителни-

те минимални резерви, които банките са длъжни да поддържат при БНБ са уредени с Наредба № 21 на БНБ за задължителните минимални резерви, които банките поддържат при Българската народна банка (Наредба № 21 на БНБ). Съгласно чл. 3 от Наредба № 21 на БНБ 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%. Към края на 2021 г. ефективната ставка на ЗМР възлиза на 9.4%.

**Граф. 3-1:**

Структура на пасивите на баланса на управление „Емисионно“ на БНБ (% от БВП)



Източник: БНБ, НСИ, изчисления на БНБ.

В исторически план, от 2009 г. брутните международни валутни резерви на България следват трайна тенденция на нарастване и към края на 2021 г. възлизат на 67.7 млрд. лв. (51.0% от БВП). Основен принос за тази динамика имат банкнотите и монетите в обращение и банковите резерви, които към края на 2021 г. възлизат съответно на 18.6% от БВП и 17.4% от БВП. Към края на декември 2021 г. валутните резерви осигуряват покритие на 9.8 месеца внос на стоки и нефакторни услуги, а съотношението им към краткосрочния външен дълг на страната е 501.2%.

### 3.2 Регулаторна рамка, надзор, възстановяване и преструктуриране на банковия сектор – БНБ

#### 3.2.1 Банков надзор

Поради членството си в Единния надзорен механизъм след въвеждане на еврото не се очакват съществени промени в дейността, функциите и отговорностите на БНБ по отношение на надзорна дейност.

Принципните основни функционални отговорности по отношение надзора над „по-малко значимите институции“, участието в съвместните надзорни екипи, отговорни за надзора над значимите институции, комуникацията и координацията на дейността със съответните „хоризонтални“ и „вертикални“ структури и екипи от ЕНМ се запазват. Непроменени остават и ангажиментите по линия на макропруденциалната политика и контролните функции на БНБ във връзка с изискванията на Закона за мерките срещу изпирането на пари и Закона за мерките срещу финансирането на тероризма.

Основните IT системи и софтуерни решения, предназначени да подпомагат изброените функции на ЕНМ, са разработени и поддържани от ЕЦБ, като с присъединяването си към

ЕНМ БНБ предприема необходимите действия за ефективното им използване. За тяхното по-нататъшно развитие като концепция и в оперативен план водеща роля има ЕЦБ, а националните органи ще имат времеви хоризонт, в рамките на който да постигнат подходящата адаптация. Към момента не са известни подобни конкретни планове или финансови параметри.

В сила от 1 януари 2021 г. е 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 преструктуриране (Наредба № 40 на БНБ), издадена на основание чл. 59а от Закона за БНБ, с която се уреждат условията и реда за определяне и заплащане на таксите, които БНБ събира за покриване на административните разходи, произтичащи от функциите по надзор и преструктуриране. Не се очаква въвеждането на еврото да породи необходимост от промяна на Наредба № 40 на БНБ.

Законови норми, които ще имат ефект върху капиталовите изисквания на банките в България, като следствие от въвеждане на еврото, са отпадането на изискванията по чл. 354 от Регламент (ЕС) № 575/2013 относно валутен риск от съчетани позиции на валутната двойка лев-евро, както и отпадането на теглата за кредитен риск при стандартизиран подход на експозициите, деноминирани в евро, на българските банки към централни правителства и централни банки, съобразно чл. 114 и чл. 500а от Регламент (ЕС) № 575/2013. Също така активите, които представляват вземания от централни правителства и централни банки, деноминирани в евро, ще могат да се включват като изключения съобразно чл. 400 от Регламент (ЕС) № 575/2013 за целите на изчисляване на изискванията за големите експозиции на банките.

С приемането на еврото ще настъпят промени в две основни процедурни насоки:

- Доколкото режимът на установяване на тясно сътрудничество е създаден с цел държавите-членки на ЕС, чиято валута не е еврото, да могат да участват в Единния надзорен механизъм, с приемането на еврото в Република България, прилагането на този механизъм на участие ще се преустанови и участието на страната ни в ЕНМ ще бъде аналогично на това на всички други държави-членки от еврозоната.

В този смисъл, ще отпадне прилагането на специфична за режима на тясно сътрудничество процедура, а именно: доколкото държавата членка, която работи в тясно сътрудничество, не е представена в Управителния съвет на ЕЦБ, който се състои само от членовете на Изпълнителния съвет на ЕЦБ и управителите на националните централни банки на държавите-членки от еврозоната, няма да се прилага предвидената в Регламента за ЕНМ специална процедура за национален компетентен орган на държава в тясно сътрудничество да изрази несъгласие с проекторешенията на Надзорния съвет и с всякакви възражения от страна на Управителния съвет срещу тези проекtorешения. Ако не бъде постигнато споразумение, държавата членка може да избере да прекрати тясното сътрудничество.

- Освен това правните актове на ЕЦБ (включително решенията относно банките) вече ще имат пряко действие в България, тъй като последната вече ще бъде част от еврозоната. Следователно ЕЦБ ще приема решения, насочени до банките в България, а не инструкции, насочени до Българска народна банка, която от своя страна да приема необходимите национални административни мерки, насочени до банките, доколкото това е конкретна специфика единствено на режима на тясно сътрудничество. В този смисъл, следва да бъдат приети и конкретни законови промени с оглед отмяна на действащите към момента законови разпоредби, регламентиращи механизма на тясно сътрудничество.

### **3.2.2 Кредитор от последна инстанция**

Необходимостта от поддържане на значителни ликвидни и капиталови буфери в банковата система, осигурявани чрез по-високи ЗМР и по-консервативни надзорни регулатии, произтича, както от основната цел на БНБ, така и от ограниченията функция на кредитор от последна инстанция на БНБ. Функцията на кредитор от последна инстанция се още съществува при строго регламентирани в Закона за БНБ и Наредба № 6 за кредитиране на банки в левове срещу обезпечение на БНБ условия. При възникване на ликвиден рисък, засягащ стабилността на банковата система, БНБ може да предоставя кредити в левове на платежоспособни банки, изпитващи неотложна потребност от ликвидност, която не може да бъде осигурена от други източници, само срещу залог на ликвидни активи за срок не по-дълъг от три месеца. Ликвидните активи включват злато, чуждестранна валута<sup>71</sup>, ДЦК, емитирани от българското правителство или гарантирани от него, и първокласни ликвидни ценни книжа, емитирани от чужди правителства и централни банки или гарантирани от тях. Общата сума на предоставените в залог активи, оценени по пазарната им стойност, трябва да покрива минимум 110 на сто размера на разрешения от БНБ кредит към момента на неговото предоставяне. Банката заплаща на БНБ лихва върху размера на кредита за периода на ползване в процент, по-висок от средния лихвен процент, формиран на междубанковия пазар, и допълнителна наказателна надбавка към процента в случай на просрочие. Друго ограничение върху предоставянето от БНБ на кредити в левове на банки е, че то може да се извършва само до размера на превишението на левовия еквивалент на брутния международен валутен резерв спрямо общата сума на паричните задължения на БНБ, т.е. това са средствата по депозита на управление „Банково“ при управление „Емисионно“ на БНБ. Строгите изисквания при приложението на функцията кредитор от последна инстанция ограничават възможностите за използването ѝ за предотвратяване на потенциални системни рискове за стабилността на българската банковата система, но също така допринасят за поддържане на финансовата дисциплина в банковата система и за намаляване на моралния рисък. Тази функция не е прилагана в периода от въвеждането на паричния съвет през 1997 г. до днес.

### **3.2.3 Преструктуриране на кредитни институции**

Хармонизираната европейска рамка за възстановяване и преструктуриране на кредитни институции и инвестиционни посредници, установена с Директива 2014/59/EС, е въведена в националното законодателство със Закона за възстановяване и преструктуриране на кредитни институции и инвестиционни посредници (ЗВПКИИП)<sup>72</sup>. През периода на подготовката за присъединяване към ЕМП са приети изменения и допълнения на ЗВПКИИП<sup>73</sup>, чрез които се създават условия за прилагането на Регламент (ЕС) № 806/2014 и за участието на Република България в ЕМП. С последното изменение и допълнение на ЗВПКИИП<sup>74</sup> в националното законодателство са въведени изискванията на Директива (ЕС) 2019/879<sup>75</sup>, в това число промените относно минималното изискване за собствен капитал и приемливи задължения (МИСКПЗ), които са съответно синхронизирани със Стандарта за общия капацитет за поемане на загуби (ОКПЗ) по отношение на глобално системно значимите институции (Г-СЗИ) и са насочени към създаване на гаранции, че

<sup>71</sup> Само евро, щатски долари и швейцарски франкове.

<sup>72</sup> Държавен вестник, бр. 62 от 14 Август 2015 г.

<sup>73</sup> ЗИД на ЗВПКИИП, Държавен вестник, бр. 37 от 07.05.2019 г., в сила от деня, в който започва да се прилага решението на Европейската централна банка за тясно сътрудничество по чл. 7 от Регламент (ЕС) № 1024/2013.

<sup>74</sup> Държавен вестник, бр. 12 от 12 февруари 2021 г.

<sup>75</sup> Директива (ЕС) 2019/879 на Европейския парламент и на Съвета от 20 май 2019 г. за изменение на Директива 2014/59/EС по отношение на капацитета за поемане на загуби и рекапитализация на кредитните институции и инвестиционните посредници и на Директива 98/26/EO

институциите разполагат с достатъчен капацитет за покриване на загуби и рекапитализация, така че по време на преструктурирането и непосредствено след него институциите да могат да продължат да изпълняват критичните си функции, без да се излагат на риск публичните финанси и финансовата стабилност.

С присъединяването към ЕМП националната правна рамка относно преструктурирането се допълва с прякото действие на Регламент (ЕС) 806/2014. Функциите по преструктуриране по отношение на субектите, попадащи в обхвата на ЕМП, са разпределени между ЕСП и националните органи за преструктуриране симетрично на предвиденото в Регламент (ЕС) № 1024/2013 разпределение на надзорните правомощия между ЕЦБ и националните надзорни органи.

В периода между влизането в сила на решението на ЕЦБ за установяване на тясно сътрудничество (27 юли 2020 г.) и датата, от която започва тясното сътрудничество (1 октомври 2020 г.), процедурата по разпределение на функциите и задачите между ЕЦБ и БНБ в рамките на ЕНМ се осъществява съгласно изискванията на Регламент (ЕС) № 1024/2013 и Регламент (ЕС) № 468/2014. Въз основа на конкретни указания (инструкции) на ЕЦБ, с решения на Управителния съвет на БНБ пет кредитни институции – част от групи<sup>76</sup>, с класифицирани като значими поднадзорни лица, което има за автоматична последица включване на тези институции в обхвата на преките правомощия на ЕСП, на основание чл. 7, параграф 2 (а)(i) от Регламент (ЕС) № 806/2014.

След присъединяването към ЕМП, в резултат на така настъпилото разпределение на функциите и задачите между ЕСП и БНБ, Българската народна банка упражнява функции в сферата на преструктурирането на кредитни институции от една страна като орган за преструктуриране и от друга страна - като национален орган за преструктуриране по смисъла на Регламент (ЕС) № 806/2014. Тази двустепенна функция на БНБ има изрична регламентация в чл. 2, ал. 1 от ЗВПКИИП, в новата му редакция, действаща считано от 27 юли 2020 г.

Българската народна банка се замества от ЕСП при упражняването на функциите на орган за преструктуриране по отношение на субектите, попадащи в обхвата на преките правомощията на ЕСП и при вземането на решения във всички аспекти на преструктурирането относно тях: планиране, отстраняване на пречки пред преструктурирането, обезценяване и преобразуване, предприемане на действия по преструктуриране и т.н.

Във връзка с функциите по преструктуриране на субектите, попадащи в обхвата на преките правомощия на ЕСП, централизираният орган за преструктуриране замества БНБ и при осъществяването на сътрудничеството с органите за преструктуриране на неучастващите държави членки, включително в колегиите за преструктуриране и европейските колегии за преструктуриране, които се създават по реда на Директива 2014/59/EС за групи, съставени от кредитни институции и други релевантни субекти, установени в държави членки от банковия съюз, в неучастващи държави членки и/или в трети държави.

Едновременно с горното, БНБ има функция по подпомагане на ЕСП и по осигуряване на условия решенията на ЕСП да породят ефект по отношение на субектите, за които ЕСП е орган за преструктуриране. Подпомагащата функция се осъществява на различни нива, в зависимост от конкретния контекст и е пряко обвързана с институционалната рамка на участието на БНБ в ЕМП. Като национален орган за преструктуриране БНБ присъства направо с останалите органи за преструктуриране от банковия съюз в управленските органи на ЕСП и създадените от него структури. На ръководно ниво БНБ определя свой представител в ЕСП, който участва с право на глас в заседанията на Разширената изпълнител-

на сесия на ЕСП, когато се вземат решения по въпроси на преструктурирането относно кредитна институция – значимо поднадзорно лице, лицензирано в България, и в Пленарната сесия. На експертно ниво БНБ е представена в така наречените вътрешни екипи за преструктуриране, които се организират от ЕСП за всяка институция, съответно - група, попадаща в прекия обхват на правомощията на ЕСП и изпълняват задачи относно подготовката на плановете за преструктуриране и решенията във връзка с преструктурирането.

В качеството си на национален орган за преструктуриране по отношение на субекти и групи, които не попадат в обхвата на преките правомощия на ЕСП, Българската народна банка запазва правомощията си по планиране на преструктурирането, оценка на възможността за преструктуриране, отстраняване на пречките пред възможността за преструктуриране, налагането на мерки за ранна намеса и решенията и действията по преструктуриране, в случай че схемата за преструктуриране не предвижда участие на ЕФП. В съответствие с чл. 30, параграф 2 от Регламент (ЕС) № 806/2014 БНБ упражнява правомощията си в тясно сътрудничество с ЕСП. Сътрудничеството между БНБ и ЕСП в контекста на преструктурирането на субектите, попадащи в обхвата на преките правомощия на БНБ включва информиране на ЕСП за приемане на решения и предприемане на мерки от БНБ във връзка с преструктурирането; предоставяне на ЕСП на плановете за преструктуриране и техните актуализации, заедно с мотивирани оценки на възможността за преструктуриране; задължение за съобразяване с общите насоки и указания на ЕСП при приемане на плановете и решенията относно преструктурирането; предоставяне на ЕСП на информация за определеното МИСКПЗ; обмен на информация с ЕСП и други.

Считано от 27 юли 2020 г.<sup>77</sup> Българската народна банка, в качеството на орган за преструктуриране, отговаря изцяло за администрирането и управлението на Фонда за преструктуриране на банки (ФПБ, Фонда). Фондът се състои от два отделни целеви подфонда, имащи различно предназначение и обхват:

- Подфонд за финансиране на прилагането на инструментите и правомощията за преструктуриране по отношение на клонове на кредитни институции от трети държави (чл. 134, ал. 1, т. 1 от ЗВПКИИП) – подфонд за клоновете на кредитни институции от трети държави.

Посредством този подфонд се осигурява механизъм за финансиране на преструктурирането на клонове на кредитни институции от трети държави (извън обхвата на ЕМП). Целта му е при необходимост от допълнително финансиране на преструктурирането да се ограничи в максимална степен използването на публични средства на национално ниво.

- Подфонд за набиране на вносите на кредитните институции по чл. 69–71 от Регламент (ЕС) № 806/2014 и прехвърлянето им към Единния фонд за преструктуриране (чл. 134, ал. 1, т. 2 от ЗВПКИИП) – подфонд за вноски в Единния фонд за преструктуриране (ЕФП).

Подфондът е предназначен за набиране на вноски от кредитните институции, лицензиирани в Република България и попадащи в обхвата на ЕМП, и прехвърлянето им към ЕФП.

Решенията на БНБ като орган за преструктуриране, касаещи администрирането и управлението на ФПБ, се вземат от Управителния съвет на БНБ.

<sup>77</sup> Датата, на която влиза в сила на решението на ЕЦБ за установяване на тясно сътрудничество и на която влизат в сила относими към управлението на ФПБ изменения и допълнения в ЗВПКИИП (Закон за изменение и допълнение на ЗВПКИИП, публикуван в ДВ, бр. 37 от 2019 г.).

Съгласно ЗВПКИИП Българската народна банка отговаря за следните основни дейности, свързани с текущото управление на Фонда: определяне и събиране на годишни и извънредни вноски от клоновете на кредитни институции от трети държави; сключване на договори за заемане на средства и други форми на подкрепа и предоставяне на заеми при условията и по реда на чл. 141 и чл. 142 от ЗВПКИИП; инвестиране на средствата на ФПБ<sup>78</sup>; изпълнение на задълженията, произтичащи от ЗВПКИИП, свързани с прилагане на инструментите за преструктуриране, които изискват учредяването на дружества, чийто капитал се финансира посредством средства от ФПБ; назначаване на регистриран одитор за извършване на независим финансов одит на годишния финансов отчет на ФПБ; приемане и обнародване на годишния финансов отчет на ФПБ.

Като национален орган за преструктуриране по смисъла на Регламент (ЕС) № 806/2014, БНБ осигурява събирането на информацията, необходима за определяне на размера на вноските в ЕФП, както и предоставянето ѝ на ЕСП. Освен това БНБ има задължение да уведомява кредитните институции за определения индивидуален размер на вноските им в ЕФП, да набира вноските в целевия подфонд на ФПБ и да прехвърля събраните суми в ЕФП.

Симетрично на правомощието за определяне на вноските, БНБ взема решенията за използване на средствата от подфонда за клоновете на кредитни институции от трети държави за целите на ефективното прилагане на инструментите за преструктуриране по отношение на клонове на кредитни институции от трети държави, докато средствата в подфонда за вноски в ЕФП са предназначени единствено за прехвърляне към Единния фонд за преструктуриране.

Административните разходи на БНБ, произтичащи от функцията по преструктуриране, се финансират от съответните задължени субекти съгласно Наредба № 40 на БНБ от 1 декември 2020 г. за определяне на размера на таксите за покриване на административните разходи на БНБ, произтичащи от функциите по надзор и преструктуриране.

### **3.3      Фискална политика – МФ**

#### **3.3.1    Силата на фискалните правила и средносрочната бюджетна рамка на Република България**

#### **3.3.2    Първичното бюджетно салдо и фискалните правила**

## **4        Състояние на българската икономика**

### **4.1      Реална конвергенция**

Състоянието и характеристиките на българската икономика определят как ще продължат да се развиват протичащите в страната процеси на номинална и реална конвергенция спрямо еврозоната след преминаване от режим на паричен съвет към паричен съюз. Това има значение и за найните ползи и потенциалните макроикономически рискове от въвеж-

<sup>78</sup> Инвестиционните решения се вземат от УС на БНБ на тримесечна база по предложение на подуправителя, ръководещ управление „Емисионно“, придружен от анализ на очакваните доходност и риск. Средствата на отделните подфондове се инвестират, без да се допуска тяхното смесване.

дането на еврото, чието изследване в научната литература традиционно се основава на теорията за оптимална валутна зона (OB3). Затова в тази част на анализа най-напред е представена теорията за OB3 и критериите за формиране на устойчив паричен съюз, след което е разгледана степента на конвергенция (реална и номинална) на България спрямо еврозоната и доколко тя е достатъчна за извлечане на ползи от членството в ИПС.

### **Теория за оптимална валутна зона и критерии за оценка на готовността на България за присъединяване към ИПС**

Аналитичната рамка за оценяване на целесъобразността, готовността и подходящия момент за въвеждане на единната европейска валута от държавите-членки на ЕС с право на дерогация се основава на теорията за оптималната валутна зона (OB3) на R. Mundell (1961)<sup>79</sup>. Тази теория възниква по времето, когато действа глобалната Бретън-Уудска финансова система, основаваща се на фиксирани, но подлежащи на промяна валутни курсове, а европейските държави правят първите опити за валутна интеграция<sup>80</sup>. Теорията за OB3 претърпява значително развитие през 90-те години на миналия век под влияние на създаването на Икономически и паричен съюз (ИПС), като става обект на множество емпирични изследвания и придобива не само теоретично, но и практическо значение.

Според теорията за OB3, ако между две или повече страни се наблюдава висока степен на обвързаност между икономиките, то за тях ще е икономически изгодно да фиксират валутите си една спрямо друга или дори да използват една обща такава. В научната литература обвързаността между икономиките се оценява на базата на определени *критерии за оптималност*<sup>81</sup>, които са тясно свързани с концепцията за постигане на висока степен на икономическо сближаване (конвергенция). Критериите за оптималност включват отвореност на икономиките, мобилност на производствените фактори, гъвкавост на цените и работните заплати, интеграция на финансовите пазари и синхронизация на бизнес циклите, фискална

<sup>79</sup> Mundell, R. A. (1961), "A theory of optimum currency areas", *The American Economic Review*, volume 51, № 4, p. 657-665.

<sup>80</sup> На срещата на върха в Хага през 1969 г. държавите членки на ЕС за първи път си поставят за цел създаването на 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 за управление на колебанията на националните валутни курсове 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 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 обменни курсове. При новия механизъм, наречен "Валутен механизъм I" (ВМ I), се създава европейската разчетна единица ЕКЮ и всяка национална валута в рамките на Общността има определен референтен курс спрямо нея. На база референтните курсове, изразени в ЕКЮ, се конструира схема с двустранни валутни курсове, чиито колебания трябва да са в диапазона от +/-2.25%. ВМ I има съществен принос в намаляването на колебанията на валутните курсове на участниците в него държави, но не успява да устои на спекулативни атаки през 1993 г.

<sup>81</sup> Изпълнението на тези критерии осигурява постигането на външно и вътрешно равновесие на икономиките в паричния съюз, смекчава негативното влияние на икономически шокове с асиметричен характер и спомага за тяхното преодоляване без използването на инструмента на валутния курс. (*Вънниното равновесие* се определя като изравняване на търсенето и предлагането на местната парична единица на валутните пазари, т.е. поддържането на равновесие на платежния баланс. *Вътрешното равновесие* икономиката се характеризира с постигането на пълна заетост на работната сила (естествено ниво на безработица) едновременно с осигуряването на стабилно равнище на цените). За повече информация виж:

Mongelli, F. (2008), "European Economic and Monetary Integration, and the Optimum Currency Area Theory", European Commission, European Economy, Economic Papers № 302.

интеграция (Mongelli, 2008)<sup>82</sup>. Съгласно теорията за ОВЗ приемането на еврото би следвало да генерира повече ползи отколкото разходи, ако преди това е постигната висока степен на **отвореност на икономиките**. Страните с малки и отворени икономики традиционно избягват колебанията на валутните курсове, които могат да се пренесат върху разходите за производство на фирмите и да повлият 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 се разглежда връзката между външната търговия и синхронизирането на бизнес циклите. Изследванията показват, че не само интензивността, но и високата степен на вътресекторна търговия подпомагат синхронизирането на икономиките и, съответно, обуславят извлечение на ползи при присъединяване към валутна зона (ECB, 2007<sup>83</sup>; Benčík, 2011<sup>84</sup>). Така страните с по-висока търговска интеграция с валутната зона могат да извлекат повече изгоди при присъединяване.

Важен аспект на теорията за ОВЗ е и **мобилността на производствените фактори**, като по този начин се намалява възможността за възникване на дисбаланси между участващите страни, като цените на производствените фактори ( капитал и труд) сами се уравновесяват и се намалява волатилността на номиналния валутен курс<sup>85</sup>. За функциониране на дадена икономика в условията на членство в еврозоната 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** предлагат лесно наемане и освобождаване на работници, гъвкавост на работното време и на работната заплата, професионална и географска мобилност на работната сила. Съществуващите регулатии и институции на пазара на труда задават неговата потенциална гъвкавост, докато мобилността на работната сила отразява доколко този потенциал се използва на практика. **Гъвкавостта на цените и работните заплати** осигурява по-лесно приспособяване на икономиките при наличие на шок върху икономиката без да се генерира 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 риска 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 появя на асиметрични външни шокове. Отличителна особеност на съществуващия към момента на изготвяне на анализа 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

<sup>82</sup> Mongelli, F. (2008), “European Economic and Monetary Integration, and the Optimum Currency Area Theory”, European Commission, European Economy, Economic Papers № 302.

<sup>83</sup> Afons, A., and D. Furceri (2007), “Business cycle synchronization and insurance mechanisms in the EU”, ECB, Working Paper Series № 844/2007.

<sup>84</sup> Benčík, M. (2011), “Business cycle synchronisation between the V4 countries and the euro area”, Národná banka Slovenska, Working Paper № 1/2011.

<sup>85</sup> За страни с фиксиран валутен курс високата на мобилност на производствените фактори намалява вероятността от използването на девалвацията на националната валута като инструмент за коригиране на възникнали макроикономически дисбаланси.

произтекат някои рискове (De Grauwe, 2020)<sup>86</sup>. Това, което академичната теория отбележава 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 техните фискална и финансова интеграция и подсила мобилността на работната сила и гъвкавостта на цените и заплатите (Frankel and Rose, 1997)<sup>87</sup>.

## Реална конвергенция

В научната литература се разграничават два основни вида икономическо сближаване – номинално и реално. **Номиналното сближаване** се отнася до изпълнението и доближаването на равнищата на номинални критерии, като бюджетен дефицит, държавен дълг, лихвени проценти, инфлация, стабилност на валутния курс и други. **Реалното сближаване** се свързва преди всичко с преодоляване на различията по отношение на доходите на глава от населението, ценовите равнища и тези в производителността на труда между отделните държави в паричния съюз. То има отношение и към динамиката на заетостта, работните заплати, както и наличието на сходство в поведението на бизнес циклите на икономиките. Степента на реална конвергенция определя доколко е вероятно да възникнат асиметрични шокове в паричния съюз, което би изисквало предприемането на специфични за отделните страни (фискални) политики на адаптация. Приложните изследвания за НСЧ<sup>88</sup> в ЕС показват, че двата вида конвергенция са взаимно свързани и не трябва да се разглеждат изолирано един от друг. По-малко развитите икономики обикновено се характеризират с по-нисък размер на натрупания капитал, поради което капиталът в тези страни е по-продуктивен и генерира по-високи печалби за инвеститорите (Grela et al., 2017<sup>89</sup>). Това стимулира притока на чуждестранни капитали, което пък от своя страна разширява производствения потенциал на икономиката и води до засилване на реалната конвергенция. Чуждестранните инвес-

<sup>86</sup> De Grauwe, P. (2020), "Economics of Monetary Union", Oxford university Press, 2020.

<sup>87</sup> Frankel, J. and A. Rose (1997), "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria", CEPR Discussion Paper No. 1473, September 1996; Economic Journal, 108, July 1998.

<sup>88</sup> Имат се предвид държавите присъединили се към ЕС след 2004 г. с изключение на Кипър и Малта поради специфичните особености на техните икономики.

<sup>89</sup> Теоретичните основи на концепцията за конвергенция и факторите, които я определят, водят началото си от неокласическият модел на растеж на Solow-Swan (1957). Неговата централна хипотеза е, че икономиките се характеризират с неокласическа производствена функция от типа Cobb-Douglas, с постоянно възвращаемост от мащаба, еднаква технология на производство, намаляваща пределна производителност на двата производствени ресурса – труд и капитал – както и положителна еластичност на заместване между тези ресурси. В модела на Solow-Swan конвергенцията е естествен процес и произтича главно от намаляващата възвращаемост (пределна производителност) на капитала. Това предполага, че по-бедните държави (с първоначално по-ниско равнище на БВП на глава от населението) растат по-бързо от по-богатите до достигане на равновесното състояние, определено от характеристиките на отделните икономики – норма на спестяване, динамика на населението и норма на заместване между производствените фактори труд и капитал. В зависимост от това дали равновесното състояние на бедните и богатите икономики е еднакво или не, конвергенцията в доходите на глава от населените бива **абсолютна** или **условна**. Невъзможността на теорията на Solow-Swan да обясни напълно емпирично наблюдаваните големи различия в доходите на глава от населението в различните страни е причина за възникване на т.нар. нови „ендогенни“ теории за растежа. При тях процесът на конвергенция на доходите е функция от натрупването на човешки капитал, технологичният прогрес, инвестициите в научно-изследователска и развойна дейност, способността за усвояване на нови технологии от местните фирми (включително по линия на ПЧИ), ролята на финансовите пазари за ефективно разпределение на капитала и натрупване на спестявания в икономиката, институционалната среда, конкурентоспособността на износа и други. За повече информация виж:

Grela, M., A. Majchrowska, T. Michałek, J. Mućk, A. Stążka-Gawrysiak, G. Tchorek and M. Wagner, "Is Central and Eastern Europe converging towards the EU-15?" (2017), Narodowy Bank Polski, Working Paper No 264/2017.

тиции обикновено допринасят за въвеждането на иновации в местните стоки и услуги, за подобряването на тяхното качество и съответно покачването на цената им на световните пазари. Постепенното подобряване на качеството на износните стоки и услуги стимулира растежа на износа, а също така и на свързаните с него икономически сектори, което е предпоставка за нарастване на заплатите в тези сектори. По този начин се оказва натиск за покачване заплатите и цените и в останалата част от икономиката, което пък стимулира номиналната конвергенция чрез така наречения ефект на „Balassa-Samuelson“ (Kabrt, 2021)<sup>90</sup>.

Когато през 1990 г. започва изграждането на ИПС в настоящия му вид, съществува разбира нето, че той трябва да е продължение на единния пазар на ЕС, чито потенциал не може да бъде реализиран ако разходите за обмяна на валута са високи, а колебанията във валутните курсове непредсказуеми и водещи до несигурност. Тъй като държавите членки на ЕС 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 (известни като „Маастрихтски“ критерии). Те представляват формалните условия, които държавите от ЕС, които не са в еврозоната, трябва да изпълнят преди да им бъде разрешено да въведат единната валута. По своята същност това са критерии за номинално сближаване на икономиките и при тяхното дефиниране се е вярвало, че те са необходимо и достатъчно условие за постигане на устойчиво реално сближаване между отделните икономики (в съответствие с теорията за „ендогенността“ на ефекта на ОВЗ). Възникването на Глобалната финансова криза през 2008-2009 г. и кризата с държавните дългове през 2010-2012 г. за част от страните в еврозоната (Гърция, Италия, Испания и Португалия), обаче, демонстрира **ограничеността на Маастрихтските критерии**. Постигането на висока степен на реално сближаване в духа на теорията за ОВЗ е не просто следствие от номиналната конвергенция, а способства за нейното постигане и устойчивост, тъй като ограничава възможностите за появя на макроикономически дисбаланси и възникване на асиметрични шокове. Наличието на различия в степента на икономическо сближаване затруднява провеждането на общата парична политика (Hoyo et al., 2017)<sup>91</sup>. Това е причина в допълнение към формалните критерии за номинална конвергенция, цялостната оценка за готовността на дадена страна да се присъедини към ИПС да отчита степента на реална конвергенция (отнасяща се до показателите за доход на глава от населението спрямо средното ниво за еврозоната, равнище на цените спрямо средното за еврозоната, ниво на финансово посредничество, интеграция в международната търговия, конвергенция на бизнес циклите), както и изпълнението на критериите, заложени в процедурата за макроикономически дисбаланси (ПМД) на ЕК. Тези неформални условия са неизменна част от докладите на ЕЦБ и ЕК за оценка на конвергенцията.

Изследването на степента на реална конвергенция на България показва, че към текущия момент страната като цяло не е напълно готова за членство в ИПС. Ниското равнище на доходи в България спрямо еврозоната, което се дължи главно на по-ниска производителност на труда, създава рискове от възникване на специфични за страната икономически шокове. Участието в ИПС е вероятно да затрудни адаптацията на икономиката към тях поради наличието на обща парична политика и ограничена възможност за провеждане на дискреционна фискална политика. Освен това, ниската степен на реална конвергенция на България спрямо еврозоната предполага запазването на съществен инфационен диференциал спрямо държавите в ИПС, което ще затрудни изпълнението на Маастрихтския критерий за ценова стабилност. Високата обвързаност на България с еврозоната по линия на търговските потоци и ПЧИ частично смекчават макроикономическите рискове от членство-

<sup>90</sup> Karbt, M., Komarek, L. and M.Motl (2021), “Real convergence and real exchange rate appreciation in the newer EU Member States” in “Analyses of the Czech Republic’s current economic alignment with the euro area”.

<sup>91</sup> Hoyo, J., E. Dorruci, F. Heinz and S. Muzikarova (2017), “Real convergence in the euro area: a long-term perspective”, European Central Bank, Occasional Paper Series No 203/2017.

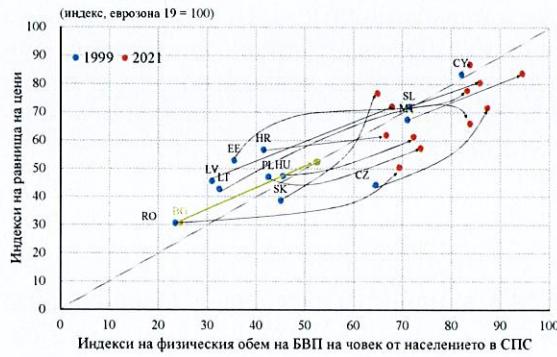
то в ИПС, тъй като водят до синхронизираност на бизнес циклите. В резултат на това може да се очаква, че при членство в ИПС общата парична политика в преобладаващата част от времето би била подходяща за българската икономика. От гледна точка на търговските потоци, обаче, пречка пред членството в ИПС е ниската степен на вътрешносекторна търговия на България с еврозоната, както и силната зависимост на търговските потоци на България от промени в условията на търговия (международните цени), които потенциално са източници на асиметрични шокове. В исторически план българската икономика се характеризира с ограничена гъвкавост на пазара на труда и съответно невъзможност за бързо абсорбиране на такива. Това се дължи най-вече на ограничената гъвкавост на възнагражденията от труд в посока понижение и ниската териториална и професионална мобилност в страната.

### Доходи и производителност на труда

Конвергенцията се измерва в относителни величини и за нейното изследване е необходимо икономическото развитие на България да се съпостави с това на еврозоната, която е избрана за база и се характеризира с по-висок доход на глава от населението. Конвергенцията е дългосрочен процес, който възниква когато се наблюдават по-високи темпове на икономически растеж при по-слабо развитата държава в сравнение с темповете на растеж на референтната зона. Като резултат, разликите в **равнището на БВП на глава от населението** между по-слабо и по-силно развитите икономики постепенно намаляват. Фигура 1 показва, че за България и останалите НСЧ се наблюдава устойчива тенденция към сближаване на жизнения стандарт и покупателната способност на населението с тези в еврозоната през периода 1999-2021 г. Тази тенденция се определя от действието на общи за изброените държави структурни фактори, свързани с присъединяването към единния пазар на ЕС, включването в общи регионални вериги за създаване на стойност, натрупването на капитал в икономиката, включително и под формата на ПЧИ, и подобряването на конкурентоспособността. За България БВП на глава от населението, изразен в стандарти на покупателната способност (СПС), нараства от 24.5% от средното за еврозоната ниво през 1999 г. до 52.5% през 2021 г. От Фигура 1 могат да се изведат някои стилизириани факти относно процеса на конвергенция в НСЧ. *Първо*, държавите с най-ниско първоначално равнище на доходите (Румъния, България, Латвия, Литва и Естония) отбелazzват най-голямо сближаване по отношение на еврозоната<sup>92</sup>. *Второ*, първоначалното равнище на конвергенция и подредба на държавите не предопределя тяхната позиция в края на разглеждания период. Румъния има най-ниско равнище на доходите на глава от населението през 1999 г., но към 2021 г. изпреварва България, Словакия, Латвия и Хърватия. *Трето*, участието в ИПС не е определящ фактор за скоростта и нивото на реална конвергенция. Страни, като Латвия, Литва и Естония имат по-високо равнище на доходите през 2021 г. спрямо Словакия въпреки че влизат в ИПС на по-късен етап от нея и имат по-ниско първоначално ниво на конвергенция с еврозоната. От друга страна, Чехия и Полша, които не са част от ИПС се характеризират към 2021 г. с по-високо достигнато равнище на конвергенция на доходите спрямо други НСЧ, които се присъединяват към еврозоната през разглеждания период. *Четвърто*, процесът на реална конвергенция е съпроводен и с нарастване на равнището на цените в икономиката. В България сравнителното равнище на цените (на ниво БВП) през 2021 г. възлиза на 52.3% от това на еврозоната спрямо 30.7% през 1999 г.

<sup>92</sup> В научната литература тенденцията, при която държавите с най-ниски нива на БВП на човек от населението в базовата година имат, средно, най-висок растеж на БВП на човек, е позната като бета конвергенция.

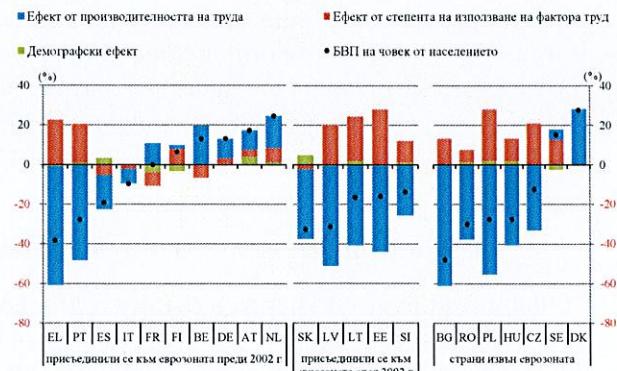
**Фигура 1: Индекси на физическия обем на БВП на човек от населението (в СПС) и индекси на равнища на цени за НСЧ през 1999 г. и 2021 г.**



Забележка: България е означена в зелен цвят  
Източник: Евростат, AMECO

Съществуват три основни групи фактори, които определят растежа на БВП на глава от населението в реално изражение - производителност на труда, степен на използване на фактора труд в икономиката и демографски развитие<sup>93</sup> (OECD, 2000; Alam et al., 2008<sup>94</sup>). Производителността на труда се измерва със съотношението на БВП и общия брой отработени човекочасове. Степента на използване на труда се представя чрез показателите заетост, коефициент на икономическа активност и среден брой отработени човекочасове от един зает, които характеризират състоянието на пазара на труда. Демографският компонент представлява дела на населението в трудоспособна възраст (15-64 години) в общото население. Разликите в нивото на всеки един от тези компоненти за дадена държава и еврозоната би отговорило на въпроса на какво се дължи разликата в доходите на двете икономики. Фигура 2 показва, че различията в степента на конвергенция на България и останалите НСЧ спрямо еврозоната се определят главно от **различия в производителността на труда**. В България тя е значително по-ниска от средната производителност за еврозона-та<sup>95</sup>. Въпреки това, България и НСЧ частично компенсират изоставането си в производител-

**Фигура 2: Разлика на реалния БВП на човек от населението (в СПС) и от населението (в СПС) за избрани държави спрямо еврозоната (19) през 2021 г. и декомпозиция на факторите, които я определят**



Източник: AMECO, собствени изчисления  
Източник: Евростат, AMECO

<sup>93</sup> За целта реалният БВП на глава от населението може да бъде представен по следния начин:

$$\frac{Y}{POP} = \left( \frac{Y}{E \cdot H} \right) * \underbrace{\left( \frac{E}{LF} * \frac{LF}{WAP} * H \right)}_{\text{степен на използване на фактора труд}} * \left( \frac{WAP}{POP} \right),$$

където  $Y$  е означен БВП в реално изражение,  $POP$  е населението на страната,  $E$  е броят на заетите,  $H$  е средният брой на отработените човекочасове от един зает годишно,  $LF$  е работната сила (икономически активното население),  $WAP$  е населението в трудоспособна възраст (т.е. на възраст от 15 до 64 години).

<sup>94</sup> Alam, A. et al. (2008). "Unleashing Prosperity: Productivity Growth in Eastern Europe and the Former Soviet Union". In: World Bank Publications, 6588. url:

<http://siteresources.worldbank.org/ECAEXT/Resources/publications/UnleashingProsperity.pdf>.

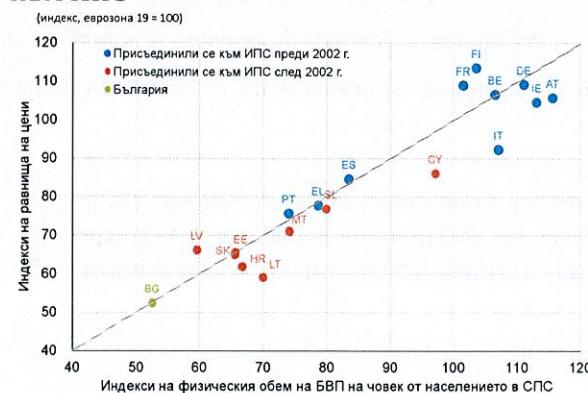
OECD (2000), "Economic Outlook". In: OECD Publishing, Paris. url: [http://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-outlook-volume-2000-issue-1\\_eco\\_outlook-v2000-1-en](http://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-outlook-volume-2000-issue-1_eco_outlook-v2000-1-en).

<sup>95</sup> При сравненията между отделните държави са използвани данни за производителността на труда, изразена в СПС. По този начин сравненията между отделните държави отчитат различията както в номиналния валутен курс, така и тези по отношение на ценовите равнища. За повече информация относно този подход виж:

ността на труда спрямо еврозоната по линия на по-високата степен на използване на факто-ра труд, дължащо се на по-ниската безработица и по-големия брой отработени човекочасове на един зает през 2021 г. в тези страни<sup>96</sup>. Според доклад на Световната банка, изготвен през 2015 г., основните ограничения пред производителността на труда в България са свързани с качеството на образоването, квалификацията и уменията на работната сила, наличието на регуляторна несигурност и бариери, институционалната и бизнес среда (World Bank Group, 2015)<sup>97</sup>.

Текущите нива на БВП на глава от населението и на ценовото равнище на България са значително по-ниски спрямо тези на всички държави към момента на присъединяването им към ИПС (виж Фигура 3). Това е причина участието в ИПС за България да е съпроводено с по-големи рискове спрямо другите страни членки. От една страна ниското ниво на конвергенция е предпоставка за възникване на различни по размер и степен на симетрия шокове в България и еврозоната, което в определени ситуации би направило общата парична политика неподходяща за българската икономика. Също така, в случай че по-ниската производителност на труда се определя от неефективно използване на фактора капитал в българската икономика, то потенциално понижение на номиналните и реалните лихвени проценти в страната след влизане в ИПС допълнително би влошило тази неефективност, тъй като в такава среда по-ниските лихвени проценти стимулират насочването на капитали към нископродуктивни инвестиции (например в сектора на строителството). В допълнение, ниската степен на реална конвергенция на България спрямо еврозоната предполага запазването на съществен инфлационен диференциал спрямо държавите в ИПС през следващите години, което ще представлява предизвикателство пред страната по отношение на изпълнението на Маастрихтския критерий за ценова стабилност. На база на тези съображения някои автори (MNB, 2020<sup>98</sup>) препоръчват достигането до високо ниво на реална конвергенция (около 90%) преди въвеждане на единната валута.

**Фигура 3: Индекси на физическия обем на БВП на човек от населението (в СПС) и индекси на равнища на цени за избрани страни към момента на присъединяване към ИПС**



Източник: НСИ, собствени изчисления.

Alistair Dieppe (2021), "Global Productivity," World Bank Publications - Books, The World Bank Group, No 34015

<sup>96</sup> За България допълнителен фактор, който допринася положително за свиване на разликата в БВП на човек от населението спрямо еврозоната е по-високият дял на икономически активното население.

<sup>97</sup> World Bank Group (2015), "Productivity in Bulgaria: Trends and Options", Document of the World Bank in Bulgaria, May 2015

<sup>98</sup> Magyar Nemzeti Bank (2020) „Long-term sustainability and the euro- How to rethink the Maastricht criteria?”, MNB Book Series, ISBN 978-615-5318-33-7.

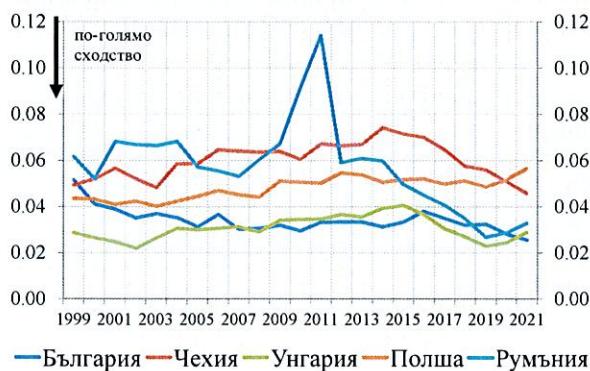
Членството в еврозоната само по себе си не е достатъчно условие за дългосрочно реализиране на ползите от приемането на единната валута. Изследване на ЕЦБ на база опита на страните от еврозоната показва, че приемането на общата валута трябва да е съпроводено от подобряване на институционалната среда, насърчаване на конкуренцията на продуктивите пазари и гъвкавостта на пазара на труда, които да подкрепят растежа на производителността на труда и по-ефективното използване на фактора капитал (ECB, 2015; Diaz del Hoyo et al., 2017)<sup>99</sup>.

### **Сходство в структурата на икономиките на България и еврозоната**

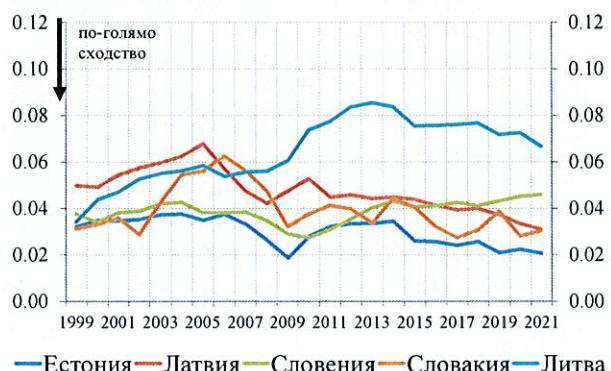
С увеличаването на **сходството между икономическата структура** на присъединяващата се страна и паричния съюз намалява рисъкът от възникване на асиметрични шокове. Структурното сходство на България с еврозоната може да бъде измерено чрез индекс на Landesmann<sup>100</sup>, който сравнява дела на десетте основни сектора на икономиката в общата добавена стойност<sup>101</sup> и по конструкция заема стойности от 0 до 1 (Landesmann (2000), Landesmann et al. (1995))<sup>102</sup>. Колкото индексът е по-близък до 0, толкова по-сходна е структурата на двете икономики. Фигура 4 дава индикации, че Естония, България и Унгария имат най-ниски стойности на индекса на Landesmann, което следва да се интерпретира като най-голямо сходство на икономиките с тази на еврозоната.

**Фигура 4: Индекс на Landesmann**

**(a) НСЧ извън еврозоната**



**(б) НСЧ в еврозоната**



Забележка: Колкото по-ниски са стойностите на индекса, толкова е по-голямо сходството на разглежданите държави спрямо еврозоната.

Източник: Евростат, собствени изчисления.

По икономически сектори разликата в структурата на добавената стойност между България и еврозоната произтича най-вече от по-ниския дял на добавената стойност в България на „Професионални дейности и научни изследвания; административни и спомагателни дей-

<sup>99</sup> ECB. (2015). “Real convergence in the euro area: evidence, theory and policy implications” in ECB Economic Bulletin, Issue 5/2015.

Diaz del Hoyo, J., Dorruci, E., Heinz, F. – Muzikarova, S. (2017). “Real convergence in the euro area: a long-term perspective”. ECB Occasional Paper Series, No. 203. European Central Bank. December 2017.

<sup>100</sup> Индексът на Landesmann се изчислява по следната формула:

$L = \sum_{i=1}^n \sqrt{(sh_{BG}^i - sh_{EA}^i)^2 * \frac{sh_{BG}^i}{2}}$ , където  $sh_{BG}^i$  е процентният дял на  $i$ -тия сектор в добавената стойност на България, докато  $sh_{EA}^i$  е процентният дял на  $i$ -тия сектор в добавената стойност на еврозоната.

<sup>101</sup> Използвана е класификацията на икономическите дейности, КИД-2008.

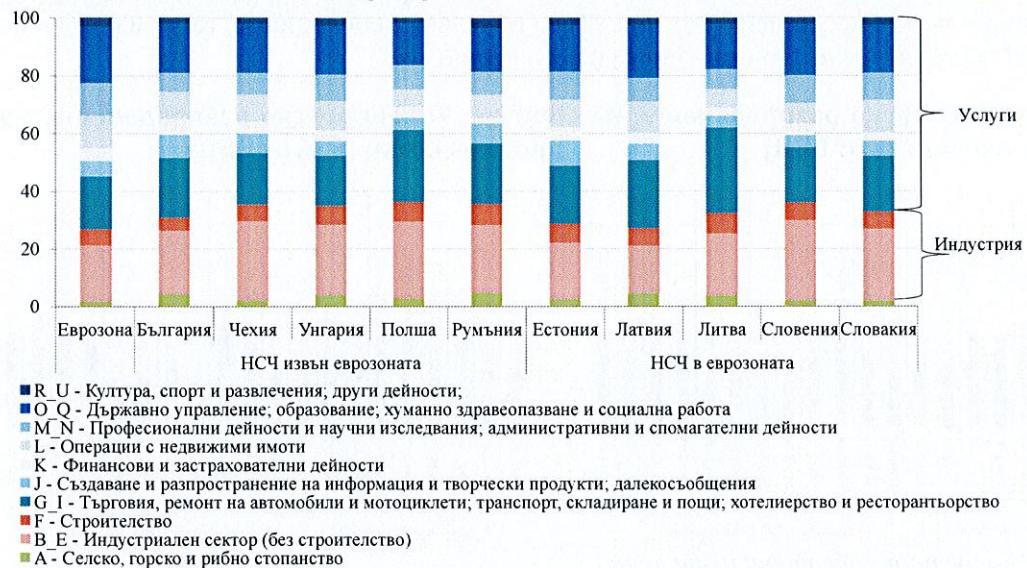
<sup>102</sup> Landesmann, M. and I. Szekely (1995). Industrial Restructuring and Trade Reorientation in Eastern Europe. In: Cambridge, Cambridge University Press. url:

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0954349X9700009X>

Landesmann, M. (2000). Chapter 4. Structural Change in the Transition Economies, 1989-1999. In: Economic Survey of Europe, 2/3, 95-123.

ности" (6.6% спрямо 11.4% в еврозоната) и на по-високия дял на „Създаване и разпространение на информация и творчески продукти; далекосъобщения“ (8% спрямо 5.3% в еврозоната), селското стопанство (4.3% спрямо 1.7% за еврозоната) и индустрията (22.1% спрямо 19.6% в еврозоната). Сравнително високото структурно сходство между България и еврозоната намалява рисковете от появата на асиметрични шокове със секторен характер.

**Фигура 5: Дял на добавената стойност на основни икономически подсектори в общата добавена стойност (в %)**



Източник: НСИ, собствени изчисления.

### Търговска интеграция и размер на ПЧИ

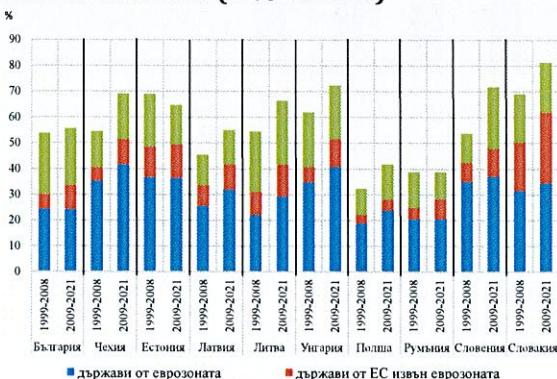
Степента на търговска интеграция е от решаващо значение за готовността на една държава да стане членка на ИПС. По-високото ниво на търговска интеграция преди въвеждането на единна валута води до по-голяма синхронизация на икономическите шокове и цикличната позиция на страните, а също и до спестяване на транзакционните разходи след въвеждането на еврото. В тази връзка по-голямата интензивност на търговските взаимоотношения би ограничила потенциалните негативни рисковете за страната ни във връзка с участието в ИПС. Географската структура на търговията през 2021 г. показва, че 66% от износа на стоки на България е за еврозоната, докато около 50% от вноса на стоки на страната е от еврозоната.

По отношение на **износа на стоки** Фигура 6 показва, че значимостта на еврозоната се засилва след присъединяването на страната към ЕС през 2007 г. Съотношението на износа на стоки към БВП се увеличава от 40.9% през 2008 до 51.1% през 2021 г., като над половина от това увеличение се дължи на страните в еврозоната. Спрямо останалите НСЧ България се нарежда на второ място по най-висок дял на износа на стоки към еврозоната в БВП (след Румъния) през 2021 г.

През 2008 г. **вносът на стоки** на България е преобладаващо от държави извън ЕС, като размерът на внесените стоки от тези страни възлиза на 30% от БВП (виж Фигура 7). Данните за периода след Глобалната финансова криза, обаче, показват промяна в тази тенденция и към 2021 г. еврозоната е основен търговски партньор на България по линия на вноса, като размерът на внесените стоки от страните членки на паричния съюз възлиза на 24% от БВП, от останалите държави в ЕС - 10.9% от БВП, а от трети страни - 22.7% от БВП. Подобно на България и в останалите НСЧ се наблюдава дългосрочна тенденция към нарастване на дела на еврозоната в общия внос на стоки.

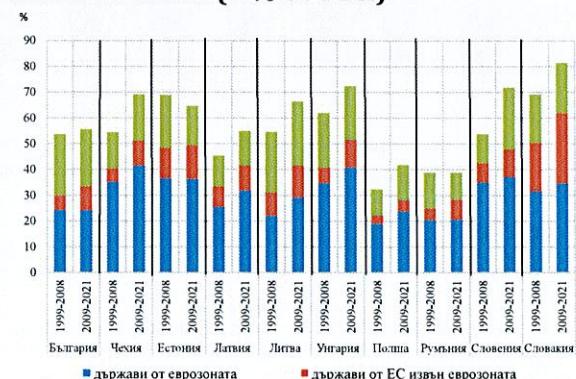
Интензивната търговия на България с еврозоната е предпоставка за реализирането на нетни ползи от приемането на страната в еврозоната. Въпреки това, следва да се има предвид, че търговските потоци на България се влияят съществено от динамиката на международните цени на петрола и други основни сировини, тъй като средно за периода 1999-2021 г. около 27% от износа на стоки и около 30% от вноса на стоки представлява "сировини и материали и енергийни ресурси"<sup>103</sup> Тъй като цените на тези сировини се характеризират с голяма волатилност на международните пазари, страната ни е изложена на сравнително по-големи икономически шокове по линия на условията на търговия в сравнение със страни, чиято търговия е по-малко зависима от тях. Това обуславя необходимостта от изследване на продуктовата структура на износа и вноса на България.

**Фигура 6: Географско разпределение на износа на стоки (в % от БВП)**



Източник: Евростат, собствени изчисления.

**Фигура 7: Географско разпределение на вноса на стоки (в % от БВП)**



**Продуктовата структура на износа и вноса на България** би могла да бъде изследвана чрез индекса на Grubel и Lloyd<sup>104</sup>. Индексът дава индикация за това в каква степен външната търговия на България с еврозоната е вътрешносекторна<sup>105</sup> (при стойност на индикатора близка до 1) или между-секторна (при стойност на индикатора близка до 0). Съгласно теорията за ОВЗ, колкото по-висок е делът на вътрешносекторната търговия, толкова по-малка е вероятността от възникване на асиметрични шокове, които да направят паричната политика на ЕЦБ неподходяща за икономическите условия в страната (Frankel et al., 1997)<sup>106</sup>. Емпирични изследвания показват, че вътрешносекторната търговия е много висока за търгуващи страни, които са на еднакъв етап на икономическо развитие и имат сходни икономически структури (Dautovic, 2014<sup>107</sup>; Krugman, 1981<sup>108</sup>; Hoekman and Djankov, 1996<sup>109</sup>).

<sup>103</sup> Съгласно данни за външната търговия на България по начин на използване.

<sup>104</sup> Индексът е въведен през 1971 г. от H. Grubel и P. Lloyd. В случай, че индексът има стойност от 1 следва да се интерпретира, че страната изнася за еврозоната такова количество от дадена стока, каквото и внася от нея. Когато индексът приема стойност от 0, икономиката или само внася от еврозоната дадена стока или само я изнася. Индексът на Grubel и Lloyd за конкретен вид стока се изчислява по следната формула:

$$GL_i = \frac{(X_i + M_i) - |X_i - M_i|}{(X_i + M_i)} = 1 - \frac{|X_i - M_i|}{(X_i + M_i)}; 0 \leq GL_i \leq 1, \text{ където } X_i \text{ и } M_i \text{ са съответно износът и вносът на продукт } i \text{ към/от еврозоната. Оценяването на степента на вътрешносекторна търговия общо за икономиката, а не само на ниво отделни категории продукти, може да бъде направено чрез изчисляването на претеглена средна величина от } GL_i \text{ индексите по отделните стокови групи.}$$

<sup>105</sup> Има се предвид двустранна размяна на стоки в рамките на една определена търговска класификация.

<sup>106</sup> Frankel, J. and A. Rose (1997), "Is EMU More Justifiable Ex Post Than Ex Ante?" In: European Economic Review 41, pp. 753-760. url: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0014292197000342>.

<sup>107</sup> Dautovic, E. et al. (2014), "Intra-industry trade between CESEE countries and the EU15", ECB Working Paper Series No 1719/August 2014.

<sup>108</sup> Krugman, P. (1981), "Intraindustry Specialization and the Gains from Trade", Journal of Political Economy, 89(5), pp. 959-973.

В този смисъл индексът на Grubel и Lloyd може да се разглежда като друг показател за степента на структурна прилика на икономиките.

За изчисляването на индекса за България и НСЧ е използвана информация по групи на Стандартната външнотърговска класификация (SITC) за търговията в номинално изражение на съответната страна с еврозоната. Броят на групите продукти варира в зависимост от детайлността на данните, които се използват, като има пет нива на детайлност – SITC 1, SITC 2, SITC 3, SITC 4, SITC 5<sup>10</sup>. Изчисленията показват, че колкото по-голямо е нивото на детайлност на продуктовите групи, толкова по-малки са стойностите на изчислените индекси.

Динамиката на индекса на Grubel и Lloyd по години и по страни е представена на Фигура 8 и показва, че както в България, така и в другите НСЧ се наблюдава тенденция към нарастване на вътрешносекторната търговия с еврозоната. Въпреки това съществуват големи различия по държави, като разликите са по-големи при НСЧ извън еврозоната.

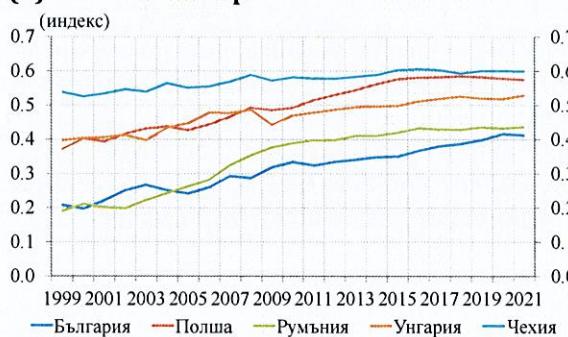
Данните за 2021 г. показват, че на най-детайлното ниво на продуктовите групи GL индексът за България възлиза на 0.41, което е най-ниската стойност в сравнение с останалите НСЧ в разглежданата група (виж Таблица 1). Това дава индикации, че все още в значителна степен търговията на България с еврозоната е междуусекторна, което създава рискове от възникване на асиметрични шокове между двете икономики. В резултат, на база този показател въвеждането на единната валута в настоящия момент изглежда неподходяща, тъй като по конструкция в ИПС липсва централизирана фискална политика за приспособяване на държавите членки към асиметрични шокове.

<sup>109</sup> Hoekman, B. and S. Djankov (1996), “Intra-industry Trade, Foreign Direct Investment and Reorientation of East European Exports”, CEPR Discussion Paper No. 1377.

<sup>110</sup> Стандартната външнотърговска класификация (SITC) има пет нива на детайлност, като SITC 5 е най-подробната разбивка.

**Фигура 8: Индекс на Grubel и Lloyd, изчислен на 5-ти знак на СВТК**

**(а) НСЧ извън еврозоната**



**(б) НСЧ в еврозоната**



**Таблица 1: Индекси на Grubel и Lloyd за вътрешно-секторна търговия (за 2021 г.)**

**НСЧ извън еврозона SITC5**

	НСЧ извън еврозона
България	0.41
Полша	0.57
Румъния	0.44
Унгария	0.53
Чехия	0.60
Хърватия	0.42

**НСЧ в еврозоната**

	НСЧ в еврозоната
Естония	0.55
Латвия	0.53
Литва	0.44
Словакия	0.44
Словения	0.54

Забележка: Всички индекси са изчислени въз основа на двустранната търговия между съответната страна и еврозоната.

Източник: Евростат, собствени изчисления.

**Участието на България в общи с еврозоната вериги за създаване на стойност (BCC)** е друг индикатор за интегрираността на търговските потоци между двете икономики. Този показател е конструиран, така че да измерва както дела на внесената чуждестранна добавена стойност в износа на една държава (участие назад по веригата), така и делът на местно създадената добавена стойност на страната в износа на останалите държави като дял от общия износ на страната - участие напред по веригата (Koopman et al., 2010)<sup>111</sup>. Колкото по-висок е всеки един от тези компоненти, толкова по-голямо е участието и съответно интегрираността на страната във BCC. С помощта на този индекс, можем да определим степента на участие на България като вносител на чуждестранни продукти за междинно потребление от еврозоната и като износител на продукти за междинно потребление, използвани в износа на еврозоната. Резултатът от индекса за участие на България във BCC с еврозоната показва, че към 2018 г. участието на България е едно от най-ниските сред НСЧ и възлиза на около 19.3% от износа на страната (Фигура 9). Най-силно интегрирана е Унгария - 32.8% от износа на държавата. В България, както и в по-голямата част от референтната група доминиращо е участието назад по веригата - в износа се използват в по-голяма степен чуждестранни продукти за междинно потребление.

Въпреки че цялостното участие (назад и напред по веригата) на България в съвместни с еврозоната BCC е едно от най-ниските сред НСЧ, ако разгледаме географското разпределение на произведената само в България добавена стойност, то тази предназначена за крайно използване в еврозоната има сравнително висок дял в общата добавена стойност на

<sup>111</sup> Koopman, R. et al. (2010) "Give credit where credit is due: Tracing value added in global production chains," NBER Working Paper Series 16426.

България (Фигура 10). По този показател България се нарежда на пето място сред групата на НСЧ. Най-голям дял от българската добавена стойност за крайно използване в еврозоната е предназначена за потребление в еврозоната (частно и правителствено) – 10.5% от общата добавена стойност на България, докато около 6% от добавената стойност на страната се използва като съставна част от износа на еврозоната и само 4.6% от българската добавена стойност се съдържа в инвестициите в основен капитал на еврозоната. Подобна е ситуацията и в останалите НСЧ като доминиращ дял от добавената им стойност за крайно използване в еврозоната се съдържа в частното и правителственото потребление на еврозоната.

На база индикаторите за ВСС може да се заключи, че динамиката на добавената стойност в България е сравнително по-силно обвързана с вътрешното търсене на еврозоната (най-вече частното потребление) отколкото с нейния износ в сравнение с други НСЧ. Тъй като вътрешното търсене е с най-голям дял в БВП на еврозоната, то това е предпоставка за висока степен на синхронизираност на бизнес циклите между България и еврозоната, което е основен критерий за това дали въвеждането на еврото е подходящо за България и за размера на потенциалните макроикономически рискове.

**Фигура 9: Участие във веригите за създаване на стойност с партньор еврозоната, 2018 г.**



**Фигура 10: Произведена в страната добавена стойност за крайно използване в еврозоната, 2018 г.**



Източник: OECD TiVa database ed. 2021, собствени изчисления.

Допълнителен индикатор за интегрираност между две икономики е обвързаността по линия на **преките чуждестранни инвестиции** предвид по-дългосрочния характер на тези инвестиции спрямо останалите финансови потоци. В научната литература съществува консенсус, че в случай на асиметричен шок, (при определени условия<sup>112</sup>) един от механизмите за преразпределение на доходи между засегнатите и незасегнатите икономики е именно по линия на мобилността на капиталовите потоци (Eichengreen, 1990<sup>113</sup>). Наличието на големи взаимни експозиции по линия на ПЧИ допринася за споделяне на риска от възникване на отрицателни шокове и смекчаване на негативното им въздействие (Ingram, 1962<sup>114</sup>).

<sup>112</sup> Изискава се наличието на постоянна възвращаемост от мащаба на производство, защото ако технологиите се характеризират с нарастваща възвращаемост от мащаба, то икономически шок, който изискава разширяването на един сектор за сметка на друг, може да наложи преразпределение на факторите на производство между секторите в икономиката, за да бъде постигната пълна ефективност. За повече информация виж: Eichengreen, B. (1990). „One Money for Europe? Lessons from the U.S. Currency and Customs Union“. In: Economic Policy 10, pp. 118-187.

<sup>113</sup> Eichengreen, B. (1990). „One Money for Europe? Lessons from the U.S. Currency and Customs Union“. In: Economic Policy 10, pp. 118-187.

<sup>114</sup> Ingram, J. (1962). "Regional Payments Mechanisms: The Case of Puerto Rico". In: Chapel Hill, University of North Carolina Press.

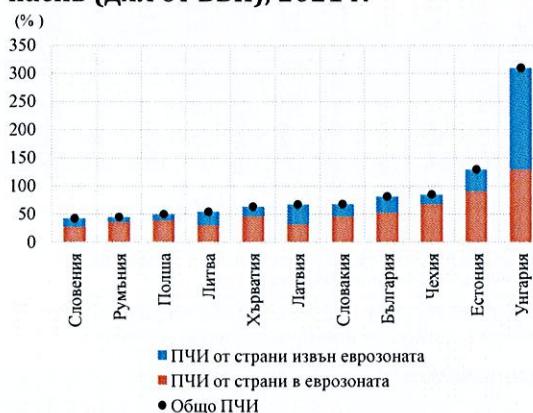
Също така се счита, че по линия на ПЧИ биха могли да навлязат в страната чуждестранни технологии, които да имат положителен ефект върху производителността на местните фирми, а от там и върху доходите и процеса на реална конвергенция.

Интеграцията на България с еврозоната по отношение на ПЧИ е разгледана чрез натрупания размер на преки инвестиции от еврозоната в България<sup>115</sup> в процент от БВП и натрупаните изходящи от България преки инвестиции към еврозоната<sup>116</sup> в процент от БВП (Фигура 11 и Фигура 12).

В края на 2021 г. общият размер на привлечените ПЧИ в България възлиза на 81.3% от БВП, което нарежда страната на четвърто място по този показател сред НСЧ. По географско разпределение 64.7% от тези инвестиции са от страни от еврозоната. Това е предпоставка за сходство в цикличните развития между България и еврозоната. От друга страна, преките инвестиции от резиденти на България в еврозоната (преки инвестиции, актив) все още са много ограничени и в края на 2021 г. възлизат на 5.3% от БВП, като по този показател България, заедно с Румъния, са страните от НСЧ с най-нисък размер на инвестиции в еврозоната.

Сравнително високия дял на привлечени ПЧИ от еврозоната в България е предпоставка за по-лесното адаптиране на българската икономика към специфични за нея негативни шокове, поради възможността за преразпределяне на част от негативните ефекти.

**Фигура 11: Географско разпределение на натрупаните преки инвестиции, пасив (дял от БВП), 2021 г.**



**Фигура 12: Географско разпределение на натрупаните преки инвестиции, актив (дял от БВП), 2021 г.**



Източник: Евростат, собствени изчисления.

#### Синхронизираност на бизнес циклите в България и еврозоната

От теоретична гледна точка, динамиката на икономическата активност в дадена страна е резултат от едновременното проявление на разнообразни макроикономически шокове, дължащи се на промени в провежданата фискална и монетарна политика, технологични промени, институционални фактори, развитието на външната среда, промени в предпочтенията на икономическите агенти и други. 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 паричната политика са различават съществено

<sup>115</sup> „Преки инвестиции, пасив“ по статистиката по шестото издание на Ръководство по платежен баланс и международна инвестиционна позиция (МВФ, 2008).

<sup>116</sup> „Преки инвестиции, актив“ по статистиката по шестото издание на Ръководство по платежен баланс и международна инвестиционна позиция (МВФ, 2008).

в отделните държави. Освен това, ако страните са засегнати от индивидуални за тях шокове, общата парична политика не може да бъде използване за адаптиране на икономиката към тези шокове и в действителност това може да доведе до допълнително засилване на разлика в цикличната позиция на държавите (Frankel, 2004<sup>117</sup>). В резултат на това една страна от валутната зона е възможно да бъде в състояние на рецесия (спад на реалния БВП), докато друга да се наблюдава експанзия на икономическата активност.

Концепцията за синхронизираност на бизнес циклите на икономиките на страните членки има множество аспекти. В приложните изследвания се използват два основни подхода за нейния анализ. Първият подход се състои в датиране на бизнес циклите на отделните държави, идентифициране на т. нар. повратни точки (най-ниското и най-високото равнище на икономическа активност), определяне на продължителността<sup>118</sup>, амплитудата<sup>119</sup> и други основни характеристики на бизнес циклите. На база тези характеристики и факторите, които са допринесли за преминаването от една фаза в друга, се определя сходството в динамиката на икономическата активност между отделните държави. Вторият подход за изследване на синхронизираността на бизнес циклите на група държави включва използването на иконометрични техники, чрез които се идентифицира потенциалното равнище на производство на икономиките на отделните държави и отклоненията от него (т. нар. циклична позиция на икономиката)<sup>120</sup>. В научната литература е възприето схващането, че потенциалното равнище на производство се определя от фактори по линия на предлагането – размерът на наличните производствени фактори (труд, капитал и обща факторна производителност) и технологията на производство, върху които паричната политика не може да влияе. Същевременно цикличната позиция оказва влияние върху динамиката на цените и заплатите и съответно върху поддържането на ценовата стабилност. По тази причина в приложените изследвания синхронизираността на бизнес циклите се изследва през призмата на сходството в (размера и посоката на) цикличната позиция на отделните държави във валутната зона, измерена като отклонение на реалния БВП от потенциалното равнище на производство.

**В контекста на паричната интеграция в ИПС изброените по-горе аспекти могат да бъдат приравнени на следните изследователски въпроси:**

1. Съвпадат ли повратните точки на бизнес циклите на страните членки на еврозоната и България?
2. Съществува ли висока степен на корелация между отклоненията на икономическата активност от потенциалното равнище на производство в отделните страни и еврозоната като цяло?
3. Съществува ли общ бизнес цикъл за цялата еврозона?
4. Доколко симетрични са икономическите шокове в отделните страни членки на ИПС, както и отговорите/политиките за адаптиране към тези шокове?
5. Какъв е делът на „общия фактор“ в динамиката на бизнес цикъла на страните членки на ИПС?

<sup>117</sup> 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”.

<sup>118</sup> Това е периодът от време за достигане от най-ниското до най-високото равнище на икономическа активност.

<sup>119</sup> Това е разликата между най-високото и най-ниското равнище на икономическа активност.

<sup>120</sup> За повече информация виж тематичното изследване „Подходи за оценка на цикличната позиция на икономиката“ в публикацията [Икономически преглед](#), бр. 1/2019 г. на БНБ.

## 6. Въвеждането на единната валута допринесло ли е за увеличаване на конвергенцията на бизнес циклите на страните членки в ИПС?

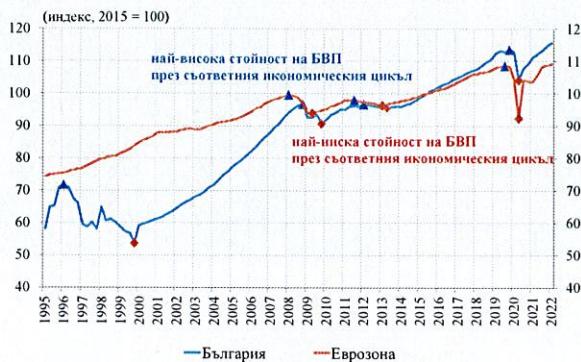
Тази част от анализа има за цел да изследва изброените по-горе въпроси, с изключение на този за асиметричността на икономическите шокове. Анализът на вида на икономическите шокове – дали са по линия на предлагането или търсенето; техният източник (на ниво глобална икономика, еврозона или местна икономика); размер и асиметричност е представен в раздел ....

От гледна точка на индикаторите за изследване на икономическата активност, в научната литература най-често се използват показателите за реалния БВП и индекса на промишленото производство. На Фигура 13 са представени равнището на реалния БВП на България и еврозоната, като са отбелязани най-високите и най-ниските нива на активност в рамките на бизнес цикъла. След въвеждането на паричния съвет в България през 1997 г. и постигането на макроикономическа стабилизация, от началото на 2000 г. в страната се формира тенденция към устойчиво нарастване на икономическата активност, продължаваща до четвъртото тримесечие на 2008 г. Този период на икономическа експанзия е съпроводен с период на възходяща динамика на реалния БВП в еврозоната, но в България темповете на растеж на икономическата активност са приблизително двойно по-високи (виж Фигура 14). Това се определя от различията в първоначалните икономически условия, предприетите в България мерки за трансформация на икономиката и завършване на процеса на приватизация, значителният приток на ПЧИ, интегрирането на експортно-ориентираните фирми във ВСС, присъединяването към единния пазар на ЕС и други. Глобалната финансова криза от 2008-2009 г. представлява общ външен шок за България и еврозоната, който води до спад на икономическата активност в двата региона в условията на понижено външно търсене, както и на слабо вътрешно търсене в резултат на значително увеличение на безработицата, повищена несигурност и натрупване на предпазни спестявания от страна на домакинствата. Освен това, Глобалната финансова криза води и до структурни промени в българската икономика и другите НСЧ, например, по линия на по-ниския приток на ПЧИ. Това е една от причините в следкризисния период годишните темпове на изменение на реалния БВП в България да са по-ниски и съответно по-близки до тези в еврозоната. Analogични изводи могат да бъдат направени и за динамиката на икономическата активност, измерена чрез индекса на индустрисалното производство (Фигура 15).

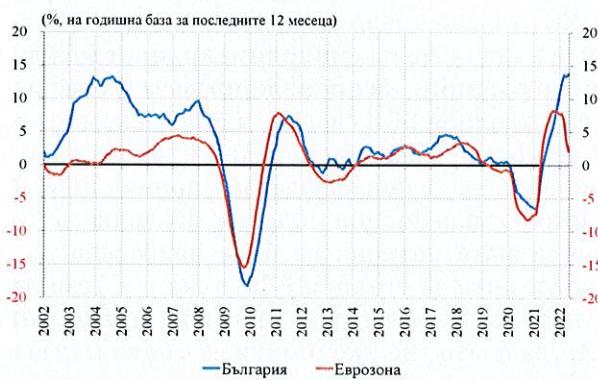
От гледна точка на синхронизираността на повратните точки на бизнес циклите, на Фигура 13 се наблюдава, че негативните икономически последици от Глобалната финансова криза върху българската икономика следват с малко закъснение тези в еврозоната (в рамките на няколко тримесечия). Това се отнася и за последващия период на икономическа експанзия, който за еврозоната започва през третото тримесечие на 2009 г., а за България през първото тримесечие на 2010 г. Възникването на дълговата криза в еврозоната, влошаването на икономическите нагласи, растящите цени на основни сировини и предприетите мерки от частния и публичния сектор за намаляване на задлъжността са причина за преустановяване на положителните икономически развития в ИПС в края на 2011 г. и начало на низходяща фаза на бизнес цикъла, продължаваща до първото тримесечие на 2013 г. Тъй като еврозоната е основният търговски партньор на България, икономическата активност в страната също навлиза в период на низходяща динамика, продължаващ от първото тримесечие на 2012 г. до второто тримесечие на 2013 г. След това реалният БВП на еврозоната и България следва тенденция към устойчиво повишение в условията на благоприятна външна макроикономическа среда, както и силно вътрешно търсене, подкрепено от стимулиращата парична политика на ЕЦБ. Разпространението на пандемията от COVID-19 в Европа от началото на 2020 г. и въведените ограничителните мерки са източник на общ негативен шок по линия на търсенето и предлагането за икономиките на еврозоната и България, като те навлизат в период на рецесия по едно и също време. Предприетите мерки по линия на фискалната и паричната политика от всички страни в ЕС в отговор на пандемията са причини

на от втората половина на 2020 г. реалният БВП на България и еврозоната да следва обща тенденция към възстановяване.

**Фигура 13: Равнище на реален БВП на България и еврозоната (19 страни), индекс 2015 = 100**



**Фигура 15: Годишен растеж на индекса на индустритално производство на България и еврозоната (19 страни)**



Забележка: За датирането на бизнес цикъла са използвани оценки на ЕЦБ, направени с помощта на метода на Bgy-Boschan.

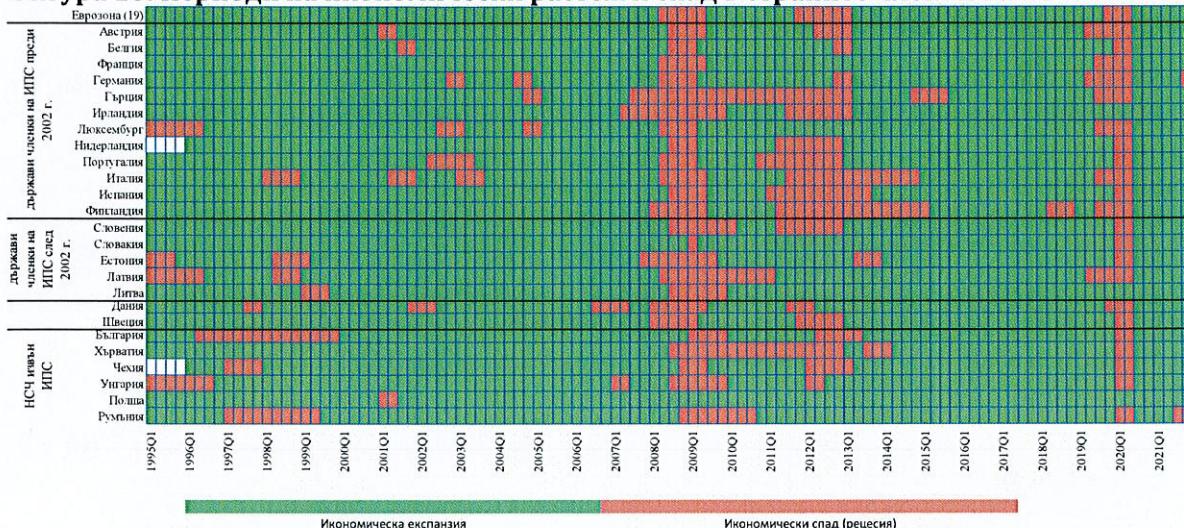
Източник: ЕЦБ, Евростат, собствени изчисления.

Представеният дескриптивен анализ на икономическите развития в еврозоната и България в периода след 2000 г., както и факторите, които ги определят, дават основание да се счита, че съществува силна степен на синхронизираност между бизнес циклите на двата региона. На Фигура 16 са представени данни за датирането на бизнес циклите във всички държави членки на ЕС, които също показват значително сходство в динамиката на реалния БВП. Това сходство може да се отаде на два основни фактора. Първият фактор е свързан с високата степен на търговска и финансова интеграция в рамките на ЕС, а не само еврозоната, която е причина за бързо пренасяне на икономическите шокове между отделните държави. На тази база може да се твърди, че съществува общ бизнес цикъл за страните в ЕС, включително България. Вторият фактор е свързан с глобалния произход на част от шоковете в разглежданния период – Глобалната финансова криза от 2008-2009 г. и пандемията от COVID-19 през 2020 г. Същевременно на база на Фигура 16 можем да заключим, че съществуващи разлики в макроикономическите фундаменти сред държавите членки на ИПС са потенциален източник на асиметрични шокове, които лесно могат да доведат до десинхронизация на бизнес циклите. Възникването на дълговата криза в ИПС през 2012-2013 г. е пример за такива развития.

**Фигура 14: Годишен растеж на БВП на България и еврозоната (19 страни)**



**Фигура 16: Периоди на икономически растеж и спад в страните членки на ЕС**



Забележка: За датирането на бизнес цикъла са използвани оценки на ЕЦБ, направени с помощта на метода на Bry-Boschan.

Източник: ЕЦБ, Евростат, собствени изчисления.

За провеждането на обща парична политика в ИПС от съществено значение е не само сходството в динамиката на реалния БВП, а също така и наличието на **синхронизираност между отклоненията на реалния БВП от потенциалното равнище на производство** за България и еврозоната. За тази цел статистическата серия на реалния БВП следва да бъде декомпозирана на тренд и цикличен компонент, като най-често използваните методи за това са едномерните статистически филтри или многомерните модели с ненаблюдавани променливи. В текущото изследване е предпочтено използването на многомерни модели с ненаблюдаеми компоненти, които позволяват оценката за цикличната позиция да бъде направена въз основа на съдържащата се информация както в данните за реалния БВП, така и в тези за инфлацията и равнището на безработица. На тази база е конструиран т. нар. **индекс на кохерентност**, който измерва частта от времето, за което две икономики са с една и съща циклична позиция (двете държави се характеризират едновременно с положително или отрицателно отклонение от равновесното си равнище на производство). Стойности близки до нулата показват, че за разглеждания период бизнес цикълът в двете икономики не е бил в една и съща фаза, докато стойности близки до 1.00 индикират, че отклонението на икономиките от потенциалното равнище е било едновременно положително/отрицателно и в двете икономики през целия разглеждан период.

**Таблица 2: Индекс на кохерентност на цикличната позиция на НСЧ и еврозоната за периода от първото тримесечие на 1999 г. до първото тримесечие на 2022 г.**

Еврозона	България	Полша	Румъния	Унгария	Чехия	Естония	Латвия	Литва	Словения	Словакия	Хърватия
Еврозона	1.00										
България	0.60	1.00									
Полша	0.73	0.68	1.00								
Румъния	0.61	0.71	0.69	1.00							
Унгария	0.56	0.35	0.40	0.37	1.00						
Чехия	0.71	0.74	0.76	0.62	0.38	1.00					
Естония	0.74	0.73	0.69	0.61	0.39	0.80	1.00				
Латвия	0.67	0.70	0.72	0.60	0.44	0.76	0.69	1.00			
Литва	0.75	0.72	0.74	0.67	0.38	0.78	0.86	0.72	1.00		
Словения	0.86	0.72	0.76	0.67	0.42	0.81	0.77	0.72	0.83	1.00	
Словакия	0.63	0.71	0.73	0.72	0.43	0.73	0.68	0.69	0.69	0.71	1.00
Хърватия	0.72	0.62	0.71	0.59	0.58	0.65	0.68	0.67	0.65	0.74	1.00

Източник: Евростат, собствени изчисления.

Фазите на бизнес цикъла на българската икономика се характеризират с висока степен на съответствие спрямо фазите на бизнес цикъла в еврозоната, като индексът на кохерентност възлиза на 0.60 (виж Таблица 2). Това означава, че средно през около 60% от времето за периода от първото тримесечие на 1999 г. до първото тримесечие на 2022 г. цикличната позиция на българската икономика е била същата като тази в еврозоната. В останалите НСЧ сходна стойност на показателя се наблюдава за Унгария, Румъния и Словакия. Средно за НСЧ индексът на кохерентност е в размер на 0.69. по-ниската стойност на показателя за България отчасти се дължи на периода преди присъединяването на страната в ЕС в началото на 2007 г. Оценената стойност на индекса на кохерентност за периода след 2007 г. възлиза на 0.70. Някои изследвания в литературата заключват, че въвеждането на единната валута е препоръчително, когато синхронизираността на цикличната позиция надхвърли прага от 0.70 (MNB, 2020<sup>121</sup>). Следователно на база на представените индикатори за синхронизираност на бизнес циклите може да се заключи, че съществува достатъчно голямо сходство, което е предпоставка общата парична политика да е подходяща за българската икономика, ограничавайки рисковете от въвеждането на единната валута.

### Гъвкавост на пазара на труда

Гъвкавостта на пазара на труда е от съществено значение за функционирането на дадена икономика в условията на членство в еврозоната, тъй като гъвкавият пазар може лесно и бързо да абсорбира евентуални вътрешни и външни шокове. Гъвкавостта на пазара на труда има няколко основни аспекти – първият е свързан с гъвкавостта по отношение на **отработените човекочасове**, вторият е свързан с **гъвкавостта на заплатите** (както в посока повишение, така и в посока понижение), третият с **мобилността на работната сила**, а четвъртият с **институционалната рамка**.

При негативен шок, гъвкавостта по отношение на отработените човекочасове би предотвратила нарастването на равнището на безработица, свързаното с това покачване на социалните трансфери към домакинствата от страна на правителството и задълбочаването на неблагоприятните икономически ефекти.

Гъвкавостта на заплатите в две икономики е предпоставка в засегнатата от негативен шок икономика фирмите да понижат възнагражденията и цените на произвежданите продукти, с което да се подобри тяхната ценова конкурентоспособност и съответно икономическата активност да се върне на първоначалното си по-високо равнище. За гъвкавостта на заплатите често влияние оказват институционални фактори, свързани със съществуващите регулатии и институции на пазара на труда, които задават условията, при които пазарът на труда функционира.

Мобилността на работната сила в професионален и териториален план би могло да помогне за предотвратяване на натрупването на дисбаланси в икономиката. Високата степен на териториална мобилност, например, е предпоставка за придвижване на работна сила от региони/страни с по-висока безработица към такива с по-ниска, което би елиминирало различията в цикличната позиция на отделните региони/страни, както и в динамиката на цените и заплатите, улеснявайки провеждането на общата парична политика. По аналогичен начин, високата мобилност по отношение на упражняваните професии е предпоставка за по-ефективно използване на фактора труд в икономиката и по-бързото ѝ адаптиране към шокове със секторен характер. Освен това професионалната мобилност е предпоставка за по-бързото и ефективно адаптиране на икономиката към шокове със структурен характер, и съответно за поддържането на по-ниско ниво на структурна безработица. В тази връзка високата гъвкавост на пазара на труда (както по отношение на заплати, така и на работната сила) означава, че в условията на валутен съюз икономиката е по-малко зависима от изпол-

<sup>121</sup> Magyar Nemzeti Bank (2020) „Long-term sustainability and the euro- How to rethink the Maastricht criteria?”, MNB Book Series, ISBN 978-615-5318-33-7.

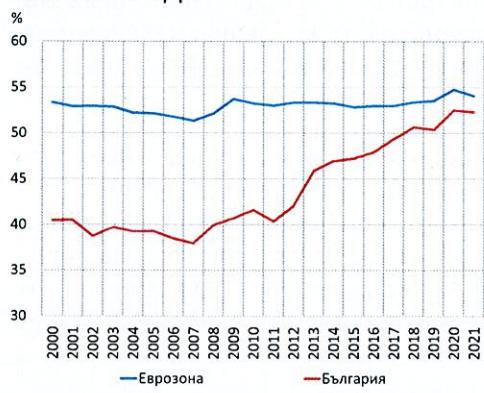
зването на фискални стабилизационни мерки в рамките на националния бюджет и/или на наднационално ниво.

### Гъвкавост на заплатите

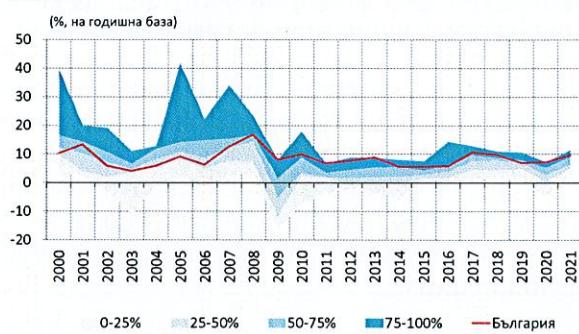
Гъвкавостта на заплатите е важен механизъм за ограничаване на ефектите от негативен шок върху дадена икономика. Степента на гъвкавост на възнагражденията традиционно се изследва на база данни за динамиката на средната работна заплата в страната; честота на намаляване и/или замразяване на доходите от труд от фирми, негативно засегнати от икономически шокове; степента на индексация на заплатите с нивото на инфлация; дял на променливите доходи (негарантирани елементи на възнагражденията) в общия доход на фирмите; дял на минималната работна заплата в средната за страната заплата.

На база макро данни България е една от малкото държави в ЕС, които отчитат устойчив растеж на компенсацията на един нает през целия период след 1999 г.<sup>122</sup> (Maivali and Stierle, 2013) (виж Фигура 18), като в условия на потисната икономическа активност се наблюдава единствено забавяне на темпа на растеж. Съответно, дялът на компенсацията на наетите в добавената стойност в България отчита тенденция на повишение от под 40% през 2008 г. до 52.3% през 2021 г. (и въпреки това остава под този на еврозоната), което отчасти би могло да се обясни с процесите на номинална и реална конвергенция, през които страната преминава (виж Фигура 17). По-детайлна разбивка на разходите за труд по икономически дейности показва, че относително високият растеж на заплатите е концентриран в определени сектори и отразява както процеса на преструктуриране към по-високо квалифицирана заетост, така и влиянието на ефекта "Balassa-Samuelson" (Ivanov and Ivanova, 2021<sup>123</sup>).

**Фигура 17: Дял на компенсацията на наетите в БДС**



**Фигура 18: Годишен темп на изменение на компенсацията на един нает - квартилна графика на база на данни за еврозоната и НСЧ**



Източник: Евростат, НСИ, собствени изчисления.

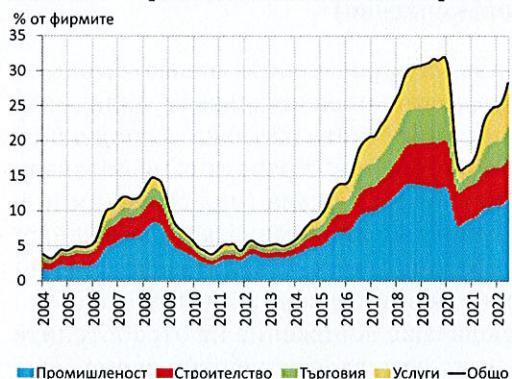
Друг фактор, който е предпоставка за нарастването на заплатите в България и съответно за липсата на гъвкавост в посока намаляване на трудовите възнаграждения на макро ниво е недостига на работна сила в страната. Според данните на НСИ, дялът на предприятията в България, които определят недостига на работна сила като фактор, който затруднява тяхната дейност, устойчиво нараства във всички сектори на икономиката в периода 2014-2019 г. (виж Фигура 19). Въпреки че разпространението на COVID-19 временно прекъсна тази тенденция, от лятото на 2020 г. този дял отново започва да нараства и продължава да

<sup>122</sup> За повече информация виж: Maiväli, M. and M. Stierle, (2013), "The Bulgarian labour market: Strong wage growth in spite of rising unemployment", European Commission, ECFIN Country Focus, Volume 10, Issue 2, June 2013.

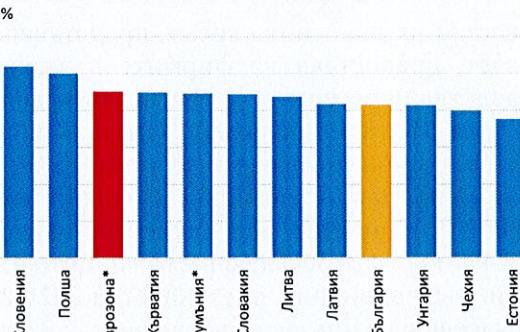
<sup>123</sup> Ivanov, E., and N. Ivanova (2021), "Determinants of Bulgarian Exports: the Role of Price and Non-Price Competitiveness", Bulgarian National Bank, Discussion Papers No 118/2021

се повишава с бързи темпове и през първата половина на 2022 г., приближавайки се към исторически най-високата си стойност. Ограничено предлагане на труд оказва натиск за повишаване на заплатите и техният растеж през последните години, като се очаква негативните демографски развития в страната допълнително да влошат проблема с негъвкавостта на заплатите в средносрочен и дългосрочен период.

**Фигура 19: Фирми, изпитващи недостиг на работна сила в България**



**Фигура 20: Съотношение на минималната работна заплата към средната работна заплата в икономиката (%) през 2021 г.**



\*Забележка: На Фигура 20 за Румъния, Ирландия и Нидерландия (в рамките на еврозоната) са използвани данни за 2020 г.

Източник: Евростат, НСИ, собствени изчисления.

Микро данни от проведено от БНБ през 2014 г. проучване на механизмите за определяне на цените и заплатите в предприятията от нефинансовия сектор в България също преобладаващо свидетелстват за ограничена гъвкавост на трудовите възнаграждения в страната. През периода 2010-2013 г. фирмите запазват заплатите без изменение средно за 27 месеца, а делът на предприятията в България, които променят заплатите си по-рядко от всеки две години възлиза на 24% (Paskaleva, 2016<sup>124</sup>). В допълнение само около 30% от фирмите заявяват, че прилагат правило за индексиране на заплатите с динамиката на инфлацията. Според проучването нисък остава и процентът фирми, които понижават (около 4% от фирмите) или замразяват заплатите (около 10%) на своите служители. Въпреки това се наблюдава тенденция към нарастване на дела на фирмите, които използват плаващ компонент при формирането на трудовите възнаграждения (като допълнителни възнаграждения за положен извънреден труд или за постигнати резултати).

Административното определяне на минималната работна заплата (MP3) също е фактор, който влияе върху динамиката на заплатите в икономиката. Съотношението на минималната работна заплата към средната работна заплата в България е сравнително стабилно, като през 2021 г. то възлиза на 41.5%. Стойността на показателя за България е сред най-ниските в групата на НСЧ и държавите членки на еврозоната (виж Фигура 20). От тази гледна точка изглежда, че механизма на формиране на MP3 в България позволява по-голяма гъвкавост на заплатите спрямо еврозоната. Въпреки това, по данни на НСИ през периода 2016-2021 г. в България се формира тенденция към нарастване на дела на наетите на минимална работна заплата от общо наетите в страната, като през 2021 г. този дял достига до 21.7%. Освен това, по отношение на дейностите или районите, в които голяма част от наетите са назначени на минимална работна заплата, възможността за намаляване на заплатите би била силно ограничена. Така например по данни на НСИ за 2021 г., около 34 % от наетите в сектора на строителството са назначени на минимална работна заплата. Това показва, че в част от

<sup>124</sup> Paskaleva, D. (2016), "Determinants of Bulgarian Exports: the Role of Price and Non-Price Competitiveness", Bulgarian National Bank, Discussion Papers No 118/2021

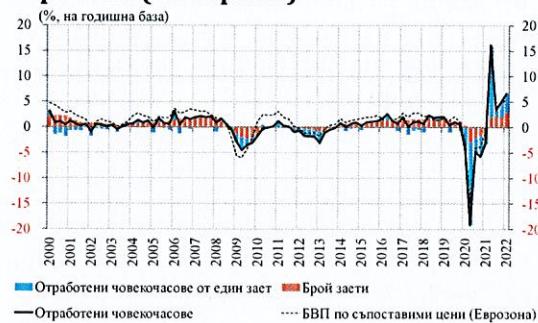
икономическите дейности дългосрочната тенденция към увеличаване на МРЗ ограничава възможността на фирмите да намаляват трудовите възнаграждения.

Наличието на ограничена гъвкавост на заплатите в България в посока тяхното понижение, налага адаптацията към продължителен негативен икономически шок да се извърши по линия на заетостта, което създава рискове за формиране на разнопосочни циклични условия на пазара труда в България и другите страни от еврозоната.

### Гъвкавост на работното време (отработените човекочасове)

Гъвкавостта на работното време, представена чрез броя на отработените човекочасове от един зает, предоставя на фирмите възможност по-ефективно да използват наличните производствени ресурси и да реагират бързо на промени в търсенето на тяхната продукция. Данните за България показват, че в исторически план фирмите в страната са използвали отработените човекочасове като механизъм за абсорбиране на шокове (положителни или отрицателни) главно в периоди на съществена волатилност на икономическата активност. През 2008 г., например, беше отчетено нарастване на отработените човекочасове от един зает с 2.4%, което се обуславяше от силното вътрешно и външно търсене за български стоки и услуги. Същевременно, през 2009 г. и 2020 г. се наблюдаваше понижение на отработените човекочасове на един зает, съответно с -2.8% и -2.5%, като намаленото работно време беше използвано от работодателите за приспособяване към намаляващото търсене и повишената икономическа несигурност, и за бързо оптимизиране на разходите за труд. Фигура 21 и Фигура 22 показват общият брой отработени човекочасове в България и еврозоната, които са декомпозирани на два съставни компонента – заети и човекочасове на един зает. Тези данни са представени на фона на динамиката на БВП в реално изражение. От сравняването на двете икономики може да се заключи, че фирмите в България използват гъвкавостта на работното време за адаптиране към промени в икономическата среда в по-малка степен спрямо фирмите в еврозоната. Същевременно, Фигура 22 показва, че при силен и продължителен негативен шок основният механизъм за оптимизиране на разходите за труд на фирмите в България е по линия на броя заети в икономиката. Това е резултат както от ограничната гъвкавост на работното време, така и на наблюдаваната в България негъвкавост (на макро ниво) на заплатите в посока на понижение. Това поведение на фирмите е предпоставка за формиране на значително превишение на равнището на безработица над естественото равнище в среда на негативни шокове и съответно на разнопосочна динамика в компонентите на БВП на България и еврозоната. Фактор, който може да смекчи ефектите от съществуващите различия в поведението на фирмите от гледна точка на механизмите за адаптиране към негативни шокове е наличието на висока мобилност на работната сила.

**Фигура 21: Отработени човекочасове, Еврозона (19 страни)**



**Фигура 22: Отработени човекочасове, България**



Източник: Евростат, НСИ, собствени изчисления.

## Мобилност на работната сила

Различията в равнището на безработица по региони е косвен индикатор за степента на **териториална мобилност** на работната сила. В приложените изследвания регионалните различия в безработицата могат да се наблюдават с помощта на коефициента на вариация на равнището на безработица по географски райони (NUTS II) и области (NUTS III), който отразява нивото на несъответствие между регионалното предлагане и търсене на работна сила. За България този коефициент се характеризира с тенденция към устойчиво нарастване през периода след 2002 г., когато за първи път Евростат публикува такива данни за страната. За 2020 г. България е държавата членка на ЕС с най-високо равнище на коефициента на вариация на безработицата както на ниво райони, така и на ниво области. Според оценки на Европейската комисия (2020)<sup>125</sup> на база микро данни, България е третата страна в ЕС през периода 2013-2016 г. с най-ниска мобилност на труда (след Румъния и Гърция), представена чрез индекса на Shorrocks (1978)<sup>126</sup>. Според характеристиките на служителите, най-ниска мобилност на труда в България се наблюдава при слабо образованите и възрастните (между 55-64 години). Изследването на Европейската комисия показва също, че **профессионалната мобилност** в България е под средното за ЕС ниво, като спрямо еврозоната мобилността в България е съизмерима единствено с тази в Италия, Гърция и Словакия<sup>127</sup>. Ниската степен на мобилност на труда в България ограничава възможността за бързо адаптиране на икономиката към негативни шокове, което представлява рисък при евентуалното членство на страната в ИПС.

**Таблица 3: Коефициент на вариация на безработицата по икономически райони и области (в %)**

		NUTS II, райони										NUTS III, области					
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Страни, присъединили се към ИПС преди 2002 г.	ЕС 27	49.1	51.6	58.0	63.8	64.8	64.3	63.6	65.5	68.1	75.6	76.5	69.7	70.9	74.3	75.5	70.4
	Белгия	51.4	52.4	59.7	57.4	56.8	55.9	52.2	52.9	53.8	58.4	58.1	53.2	58.3	61.0	62.5	56.3
	Германия	36.7	35.8	40.9	40.3	39.3	39.0	36.8	32.2	32.0	30.5	27.8	25.7	13.0	15.1	16.1	10.4
	Ирландия													20.8	25.5	31.4	29.1
	Гърция	11.0	9.3	10.3	12.3	10.1	8.2	10.9	12.2	12.2	14.6	17.8	15.6	31.3	32.2	32.7	28.6
	Испания	26.9	26.3	25.7	24.7	24.0	25.3	26.1	28.0	29.6	30.4	30.9	27.6	21.5	19.7	22.8	19.8
	Франция	34.9	34.9	33.7	32.2	31.6	27.8	25.8	26.1	30.1	30.4	28.5	24.3	54.3	56.2	57.8	57.1
	Италия	42.5	41.5	43.3	42.6	43.2	43.7	43.6	47.2	50.6	52.3	53.9	51.7	48.9	57.3	58.4	53.4
	Нидерландия	16.6	12.5	11.8	13.7	11.0	12.4	11.7	15.3	15.2	14.2	15.2	12.0	21.5	19.7	22.8	19.8
	Австрия	33.8	37.0	39.7	43.3	38.7	42.5	45.0	46.4	46.4	55.6	56.5	51.6	27.4	28.7	31.4	21.3
	Португалия	17.0	19.1	11.7	13.2	15.5	12.0	13.6	13.5	12.4	10.9	12.7	12.2	35.2	29.4	28.6	24.6
НСЧ, присъединили се към ИПС	Словения	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	16.9	26.3	23.7	23.3	
	Словакия	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	41.9	44.8	45.7	42.9	
	Естония	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	37.8	36.0	35.2	25.9	
	Латвия	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	27.4	28.7	31.4	21.3	
	Литва	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	35.2	29.4	28.6	24.6	
НСЧ извън ИПС	България	30.8	24.9	24.9	26.9	18.8	16.2	20.2	24.3	42.1	49.4	58.0	52.5	58.0	68.3	90.5	84.9
	Хърватия	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	
	Чехия	33.9	31.2	27.7	33.0	31.1	29.7	32.8	33.2	30.4	34.1	37.6	26.0	31.8	36.0	40.5	29.0
	Унгария	31.1	23.0	26.3	22.9	20.3	29.8	32.8	40.4	46.0	43.5	44.4	36.7	50.6	50.3	52.3	41.9
	Полша	19.5	13.9	15.1	15.4	19.1	20.6	21.8	25.7	29.4	35.2	29.4	30.1	36.3	42.8	38.6	39.1
	Румъния	26.1	23.3	32.6	32.4	31.7	34.8	37.3	39.8	33.7	34.0	38.1	29.3	74.1	71.3	70.7	61.2

Забележка: (1) Коефициентът на вариация е съотношението на стандартното отклонение на безработицата по региони, претеглено според размера на региона, към средното ниво на безработица;

(2) Малта и Кипър не са включени поради специфичните особености на техните икономики

Източник: Евростат, собствени изчисления.

<sup>125</sup> Европейска комисия, Генерална дирекция „Трудова заетост, социални въпроси и приобщаване“, Macchiarelli, C., Lampropoulou, N., Monastiriotis, V., *Transitions in the EU labour market : structure, crisis and recovery*, Publications Office, 2020

<sup>126</sup> Индексът на Shorrocks е обобщена мярка за мобилността на пазара на труда. Той обхваща вероятността за преминаване от едно в друго състояние на пазара на труда (заетост, безработица и неактивност) между текущия и предходния период. Индексът е ограничен между нула и едно, където стойност нула предполага нулева вероятност за напускане на което и да е състояние на пазара на труда (т.е. липса на мобилност), а стойност едно предполага пълна мобилност. За повече подробности виж: Shorrocks, A.F., “The measurement of mobility”, *Econometrica*, Vol. 46, 1978, pp. 1013-1024

<sup>127</sup> Според Националната агенция за професионално образование и обучение в България за 2019 г. броят на хората, които получават свидетелство за нова професия на година е нисък и възлиза на около 22 000 (под 1% от заетите за 2019 г. по данни от статистиката на националните сметки).

Ниската териториална и професионална мобилност вътре в страната би могло поне частично да се компенсира с мобилност към/от останалите страни на ЕС. Мобилността на работната сила в рамките на дадена валутна зона е един от най-важните механизми, чрез които отделните държави членки могат да се приспособят към асиметрични шокове с дългосрочен характер. В резултат на това, делът на население в трудоспособна възраст, което е родено в дадена държава от валутния съюз, а пребивава в друга държава, е един от важните показатели за измерване на международната мобилност на труда. В България този показател се е увеличил повече от три пъти в годините след присъединяването към ЕС и през 2018-2020 г. се стабилизира на около 12%. Таблица 4 показва, че страните с по-ниска степен на икономическо развитие, като България и Румъния, имат по-силно изразени миграционни процеси в рамките на ЕС.

**Таблица 4: Население в трудоспособна възраст, което пребивава в друга държава от ЕС по държава на раждане (дял от общото население на държавата), в %**

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
НСЧ, присъединили се към ИПС	Словения	3.3	3.8	3.3	3.4	3.3	3.2	3.3	3.0	2.7	2.4	2.7	3.0	3.4	3.7	4.1	4.0	3.9	
	Словакия	3.2	3.5	3.7	4.5	4.8	4.6	4.7	4.7	4.7	5.1	5.4	5.3	5.9	6.1	6.4	6.7	7.1	
	Естония	2.1	2.2	2.4	2.8	3.4	3.8	3.9	4.1	4.8	5.2	5.8	6.1	6.6	7.0	6.8	7.1	8.1	
	Латвия	1.4	2.4	2.3	2.6	2.6	3.1	3.3	3.6	3.9	4.3	5.4	6.2	6.7	7.3	7.8	7.2	8.0	
	Литва	2.8	3.6	3.8	4.1	4.4	4.4	4.9	5.2	5.5	5.5	5.9	6.0	6.8	6.8	7.5	7.7	9.2	
	България	3.3	4.3	4.4	5.4	6.3	6.3	6.3	6.5	6.8	7.6	8.7	9.7	11.1	12.3	12.4	11.0	11.9	
НСЧ извън ИПС	Хърватия	12.3	11.5	10.8	10.7	10.3	8.8	8.5	8.2	8.4	8.8	9.4	10.7	10.0	10.9	11.5	11.2	11.1	
	Чехия	1.4	1.6	1.5	1.6	1.5	1.4	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	1.9	2.0	2.1	1.8	2.0
	Унгария	1.4	1.3	1.5	1.8	1.8	1.6	1.7	2.0	2.3	2.8	3.3	3.7	4.1	4.6	4.6	4.8	4.6	
	Полша	2.0	2.3	2.6	2.9	3.0	3.0	3.0	3.3	3.5	3.9	4.2	4.5	7.2	7.5	7.6	7.2	7.0	
	Румъния	5.6	6.8	8.1	10.5	11.6	12.4	13.5	13.9	14.9	15.8	16.2	17.7	19.7	21.2	22.2	21.7	21.1	

*Източник: Евростат, собствени изчисления.*

#### Институционална рамка на пазара на труда

Институционалната рамка на пазара на труда се отнася до: съществуващите регулатации за наемане и освобождаване на труд; регламентацията на работното време; размера и начин на определяне на минималната работна заплата; обхвата и функционирането на системата за колективно договаряне.

**Степента на строгост на законодателството за защита на заетостта** се свързва с разходите, които работодателите правят за освобождаване на наети. Според редица приложни изследвания високата строгост на законодателството води до понижаване на гъвковостта на пазара на труда и до увеличение на дългосрочната безработица, тъй като обезкуражава работодателите от създаване на постоянни работни места<sup>128</sup>. Според Глобалният индекс на конкурентоспособността на Световния икономически форум за 2019 г., строгостта на регулатиците по отношение наемането и освобождаването на труд у нас е значително под средната за страните от еврозоната (виж Фигура 23). **Минималната работна заплата (МРЗ)** е основен инструмент за намеса на правителството на пазара на труда. Ако административно определяната минимална работна заплата е твърде висока, това може да ограничи търсенето на по-малко квалифицирана работна сила и по този начин да увеличи общото и дългосрочното равнище на безработица в икономиката. Тъй като съотношението на минималната работна заплата към средната работна заплата в България е значително по-ниско от това в еврозоната, МРЗ не може да се определи като фактор, който затруднява процеса по наемане в по-голяма степен, от тази за еврозоната.

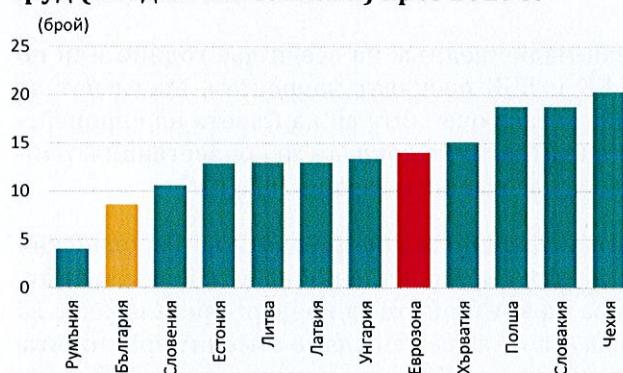
**Регламентацията на работното време** е друг фактор, който оказва влияние върху гъвковостта на пазара на труд в дадена държава. Според данни на Евростат от Наблюдението на работната сила за 2019 г., работното време на около 80% от заетите в България се определя от работодателя и работникът не разполага с гъвкавост в това отношение. За сравнение работното време на около 58% от заетите в еврозоната се определя изцяло от работодателя, а около 40% от заетите могат в някаква степен да определят работното си време. Значително по-ограничена в България спрямо еврозоната е и възможността за промяна в продължи-

<sup>128</sup> За повече информация виж: OECD, (1998, 2004, 2010), "Employment Outlook", Paris, OECD.

телността на работното време. Това е предпоставка част от населението в трудоспособна възраст да е икономически неактивно. **Колективното договаряне** като индикатор за централизация на сключените трудови договори също е от значение за гъвкавостта на пазара на труда. В България преобладава фирмено договаряне. По данни на ОИСР за 2016 г. 15.3% от настите са част от синдикални организации. Този дял свидетелства за слаба централизация на договаряне в страната, което предполага висока гъвкавост при наличието на шокове в икономиката. Въпреки това се наблюдават различия, както по отношение на частния и обществения сектор, така и в отделните икономическите сектори.

В резултат, може да се заключи, че институционалната рамка на пазара на труда като цяло създава добри условия за неговото функциониране и не води до по-ниска степен на гъвкавост спрямо държавите членки на еврозоната. Въпреки това наблюданата в исторически план в България ниска мобилност на работната сила и ограничена гъвкавост на заплатите в посока понижение е причина за бавно адаптиране на икономиката към икономически шокове. Това създава рискове от членството в ИПС, ако то е свързано с възникване на шокове с асиметричен характер за българската икономика и/или ограничени възможности за провеждане на дискреционна фискална политика.

**Фигура 23: Разходи при освобождаване от труд (в седмични заплати) през 2019 г.**



Източник: Евростат, собствени изчисления.

#### 4.1.1 Конвергенция на доходите, производителността и ценовото равнище

#### 4.2 Номинална конвергенция – изпълнение на критериите от Маастрихт

Критериите за номинална конвергенция (известни още като Маастрихтски критерии) са базирани на икономически показатели, които държавите членки на Европейския съюз трябва да изпълняват, за да влязат в еврозоната.<sup>129</sup> Спазването им предполага, че дадената държава е готова да въведе еврото и че присъединяването ѝ към еврозоната няма да доведе до икономически рискове за самата нея или за цялата еврозона. Договорът за Европейския съюз, който влиза в сила на 1 ноември 1993 г., очертава четири основни критерия за номинална конвергенция, свързани с динамиката на инфляцията, устойчивостта

<sup>129</sup> Конвергентните критерии са описани в чл. 140 от Договора за функционирането на Европейския съюз и Протокол 13 към него: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/BG/TXT/?uri=celex%3A12012E%2FTXT>.

на фискалната позиция, стабилността на обменния курс и конвергенцията на лихвените проценти.

В допълнение, чл. 140 от ДФЕС изисква в анализите на ЕЦБ и ЕК да се разглеждат и други фактори, свързани с икономическата интеграция и конвергенция. В анализите на двете институции в това отношение се разглеждат най-вече финансовата, продуктовата интеграция и интеграцията на пазара на труда, бизнес и институционална среда, състоянието и развитието на текущата сметка по платежния баланс, развитието на разходите за труд на единица продукция и на други ценови индекси. Взимат се предвид и показателите от Процедурата при макроикономически дисбаланси и заключенията в рамките на Европейския семестър. Тяхната оценка също се разглежда като важна индикация за това дали интеграцията на дадена държава в еврозоната би протекла успешно.

Наред с икономическите критерии кандидатите за присъединяване към еврозоната трябва също така да гарантират, че националното им законодателство е съвместимо с Договора и Устава на Европейската система на централните банки и Европейската централна банка (член 140 от ДФЕС). Сближаването в законодателната област съдържа условие за независимост на централната банка, включително забрана за финансиране на публични институции от средства на централните банки и забрана за привилегирован достъп до средства на кредитни институции (членове 123, 124, 130 и 131 от ДФЕС). Съвместимостта на конкретната държава по това направление също се изследва в докладите за конвергенция на ЕЦБ и ЕК.

Съгласно член 140, параграф 1, от ДФЕС най-малко веднъж на всеки две години или по искане на държава членка с derogация<sup>130</sup> ЕК и ЕЦБ оценяват напредъка, постигнат от страните кандидатки за еврозоната, докладват заключенията си на Съвета на Европейския съюз и публикуват своите заключения в съответните доклади за конвергенция. Най- скорошните доклади на двете институции бяха изгответи през юни 2022 г.<sup>131</sup>

След консултация с Европейския парламент и след обсъждане в Съвета на Европейския съюз, Съветът, по предложение на ЕК, решава кои държави членки на ЕС с derogация отговарят на необходимите условия въз основа на критериите за конвергенция и може да отмени дерогацията на съответната държава. Ако бъде решено да се отмени дерогацията, Съветът и държавата кандидатка, по предложение на ЕК, и след консултация с ЕЦБ, фиксираят неотменимо курса, по който националната валута на съответна държава ще бъде заменена с еврото, и предприема другите мерки, необходими за въвеждането на еврото като единна валута.

### **Критерий за ценова стабилност**

Въз основа на възприетата до момента практика за критерия за ценова стабилност, при намерение на България да въведе еврото като национална валута от 1 януари 2024 г., в оценките на ЕЦБ и ЕК ще се ползва средногодишната инфлация в страната, измерена чрез ХИПЦ, от 1 май 2022 г. до 30 април 2023 г. В исторически план (виж Фигура 4-16) България не изпълнява критерия за ценова стабилност, с изключение на периода от 2012-2018 г., когато в глобален план се наблюдаваше трайно понижаване на цените на основни суровини. Основните фактори, които имат отношение към способността на България да

<sup>130</sup> Държави-членки на ЕС, за които Европейският съвет счита, че не отговарят на необходимите условия за приемането на еврото се наричат „държави членки с derogация“. Това са България, Чехия, Унгария, Полша, Румъния и Швеция.

<sup>131</sup> За повече информация виж Доклад за конвергенция от 2022 г. на Европейската централна банка и Доклад за конвергенция от 2022 г. на Европейската комисия.

изпълнява критерия за ценова стабилност, могат да се разделят на такива с външен и вътрешен за страната характер.

Критерият за ценова стабилност оценява темпа на изменение на хармонизирания индекс на потребителските цени (ХИПЦ), който за период от 12 месеца преди осъществяването на прегледа от страна на ЕЦБ и ЕК не трябва да надвишава с повече от 1.5 пр.п. непретегления среден темп на инфляция за трите държави-членки на ЕС с най-добри резултати по отношение на ценовата стабилност. Определението „най-добри резултати по отношение на ценова стабилност“ не е дефинирано изрично в ДФЕС и следва да не се тълкува механично, а да се взима предвид състоянието на икономическата среда и специфичните за страната фактори по време на оценката. Конкретното приложение на критерия се представя в докладите за конвергенция на ЕЦБ и ЕК. Определени държави, за които се прецени, че динамиката на инфляцията им се дължи на специфични фактори и не е представителна за еврозоната, могат да бъдат изключени от изчислението на референтната стойност за ценовата стабилност.<sup>132</sup> Протоколът относно критериите за конвергенция изисква не само държавите членки да са постигнали ценова стабилност, а тя да е устойчива във времето. Устойчивостта на ценовата стабилност предполага, че изпълнението на критерия по същество трябва да се дължи на структурни, а не на циклични или временни фактори. Съответно анализите на ЕЦБ и ЕК също взема предвид ролята на макроикономическата ситуация и цикличната позиция на икономиката за динамиката на инфляцията, на промените в разходите за труд на единица продукция, както и на развитията във вносните цени, косвените данъци и административно определяните цени.

**Граф. 4-1:**  
ХИПЦ инфляция в България (средно за последните 12 месеца) и Маастрихтски критерий за ценова стабилност



Забележка: Представеният на Фигура 1 Маастрихтски критерий за инфляцията е на база изчислената стойност на показателя в публикуваните от ЕЦБ Конвергентни доклади. Данните за инфляцията в България за последните 12 месеца през 2022 г. са изчислени към юни 2022 г.

Източник: Евростат, ЕЦБ, изчисления на БНБ

<sup>132</sup> Такъв е случаят с Малта и Португалия, които са извадени от изчисленията на референтния критерий за ценова стабилност в конвергентните доклади на ЕЦБ и ЕК от юни 2022 г., но подобна практика е характерна и се наблюдава и през предходните години (2004, 2010, 2013, 2014 и 2016 г.).

Предвид високата степен на отвореност на българската икономика (измерена чрез дела на външната търговия към БВП) и фиксирания валутен курс на лева към еврото, потребителските цени в България до голяма степен се определят от външни за икономиката фактори, като данните на ОИСР от таблици „ресурс-използване“ към 2018 г. показват, че 41% от крайното потребление в България се дължи на чуждестранна добавена стойност, при 17% за държавите от еврозоната. Това предполага по-силно пренасяне на международните цени върху крайните потребителски цени в България в сравнение с държавите от еврозоната. По линия на външните фактори най-значително влияние имат цените на енергийните ресурси, храните и други основни суровини на международните пазари, а също така и динамиката на валутния курс на еврото спрямо другите водещи валути и най-вече щатския долар. По-ниските реални доходи на домакинствата в България спрямо еврозоната са причина храните и енергийните продукти да имат по-висок дял в потребителската кошница у нас (виж Таблица 1), а цените на тези стоки са силно зависими от международните пазари. С конвергиранието на доходите в България спрямо тези в побогатите страни от ЕС може да се очаква в бъдеще теглата на групите стоки и услуги в потребителските кошници да се доближат до структурата на теглата в еврозоната, което би предполагало нарастване на дела на услугите. Българската икономика се характеризира с най-високата енергийна интензивност в рамките на ЕС, измерена в килограма нефтен еквивалент за 1000 евро БВП. (виж **Error! Reference source not found.**). Високата му стойност за българската икономика допълнително засилва директното и индиректното пренасяне на динамиката на цените на енергийните продукти на международните пазари върху крайните потребителски цени в страната. Тези фактори са предпоставка, в условията на възходяща динамика на глобалния бизнес цикъл, съпътствана от растеж на цените на основни суровини, инфляцията в България да бъде по-висока спрямо тази в по-развитите страни от ЕС, което би затруднило изпълнението на критерия 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 повороятно България да изпълни критерия за ценова стабилност, стига цикличните развиятия в страната да съответстват на глобалните.

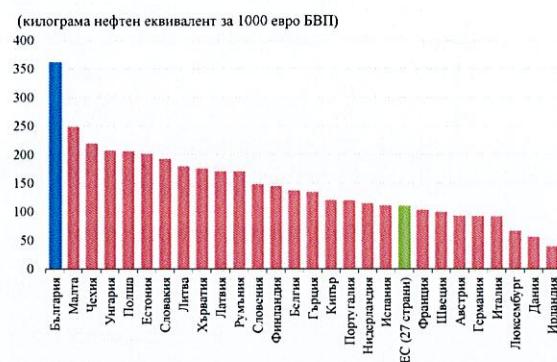
**Табл. 4-1:**

Тегла на основни групи стоки и услуги в потребителската кошница на еврозона (19 страни) и България през 2022 г.

**Граф. 4-2:**

Енергийна интензивност на икономиката на България и другите държави членки на ЕС (по данни за 2020 г.)

Група	Еврозона 19	България
Храни	0.21	0.31
Енергийни продукти	0.11	0.27
Промишлени стоки	0.27	0.13
Услуги	0.42	0.27



Забележка: Теглата в Таблица 1 отразяват структурата на крайните потребителски разходи на домакинствата по данни от статистиката на националните сметки.

Източник: Евростат, изчисления на БНБ

В средносрочен план се очаква натискът към повишение на потребителските цени от външната среда да остане значителен, което ще отразява високото равнище на цените на храните, петрола, електроенергията за стопански потребители и природния газ на меж-

дународните пазари. За това ще допринасят структурните промени, произтичащи от войната в Украйна, 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. Тези развития биха затруднили изпълнението на критерий за ценова стабилност от страна на България.

Вътрешните за България фактори, които могат да затруднят изпълнението на критерия за ценова стабилност, са свързани най-вече с два дългосрочни процеса, които водят до натиск за по-силно покачване на заплатите в България спрямо основните ни търговски партньори: процесът на реална и номинална конвергенция и негативните демографски развития, водещи до задълбочаването на недостига на работна ръка.

Протичащите в България процеси на реална и номинална конвергенция са причина в България да се наблюдава по-висок растеж на икономическата активност и доходите спрямо по-развитите държави членки на ЕС, което е причина за наличието на положителен инфационен диференциал спрямо тях. Теоретичен подход за анализ на инфлацията, който може да обясни затрудненията в постигане на критерия за ценова стабилност от страни като България с по-ниски доходи в сравнение със средните в еврозоната, е чрез закона за едната цена, допускането за равенство на покупателната способност и ефекта на Баласа-Самуелсън (Ненова, 2022)<sup>133</sup>. Баласа (1964)<sup>134</sup> идентифицира, че икономическият растеж в една страна се свързва с растяща производителност на труда при производството на търгуеми стоки, при което цената им намалява относително спрямо цената на нетъргуемите стоки. Това означава, че страните с по-висок икономически растеж ще се характеризират и с повишение на относителните цени на нетъргуемите стоки спрямо цените на търгуемите стоки и съответно с по-висока инфлация. По отношение изпълнението на конвергентния критерий за ценовата стабилност, оценката на ефекта Баласа-Самуелсън има значение, защото ако този ефект се изчислява в размер, по-висок от надбавката от 1.5 процентни пункта, използвана при формирането на референтната стойност за ценова стабилност в критерия, то тогава страната много трудно би могла да постигне критерия. Практическото приложение на изчисленията на ефекта Баласа-Самуелсън обаче не е целесъобразно поради високата степен на несигурност в оценките (Ненова, 2022). При изчисленията се използват множество допускания и класификации, като всяка промяна в тях води до значителни разлики в крайните резултати, което ограничава полезнотата на теорията за взимането на решения в областта на икономическата политика (Ненова, 2022).

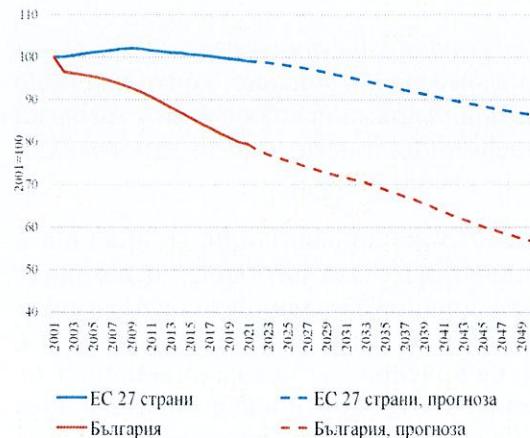
Другият вътрешен за България фактор, който може да затрудни изпълнението на критерия за ценова стабилност произтича от по-негативните демографски тенденции и по-значителния недостиг на работна ръка в България спрямо средното за ЕС, което съответно оказва по-съществен натиск върху производствените разходи на фирмите в България, тъй като фирмите се конкурират помежду си на база на предлаганите възнаграждения (виж Фигури 4-18 и 4-19).

<sup>133</sup> 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.

<sup>134</sup> Balassa, B., (1964), „The Purchasing-Power Parity Doctrine: A Reappraisal“, Journal of Political Economy, Vol. 72, No. 6 (Dec., 1964), pp. 584 – 596.

**Граф. 4-3:**

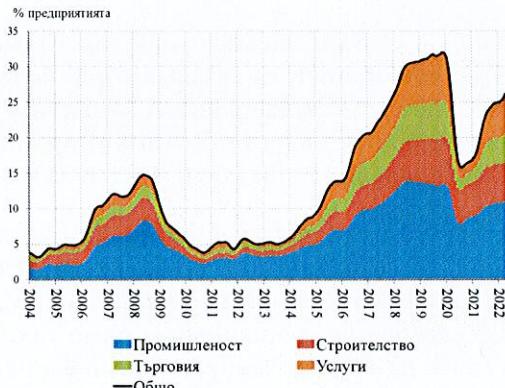
Население в трудоспособна възраст, 15-64 години (индекс 2001 = 100)



Източник: Евростат

**Граф. 4-4:**

Предприятия, изпитващи недостиг на работна сила в България (сезонно изгладени и претеглени по сектори данни)

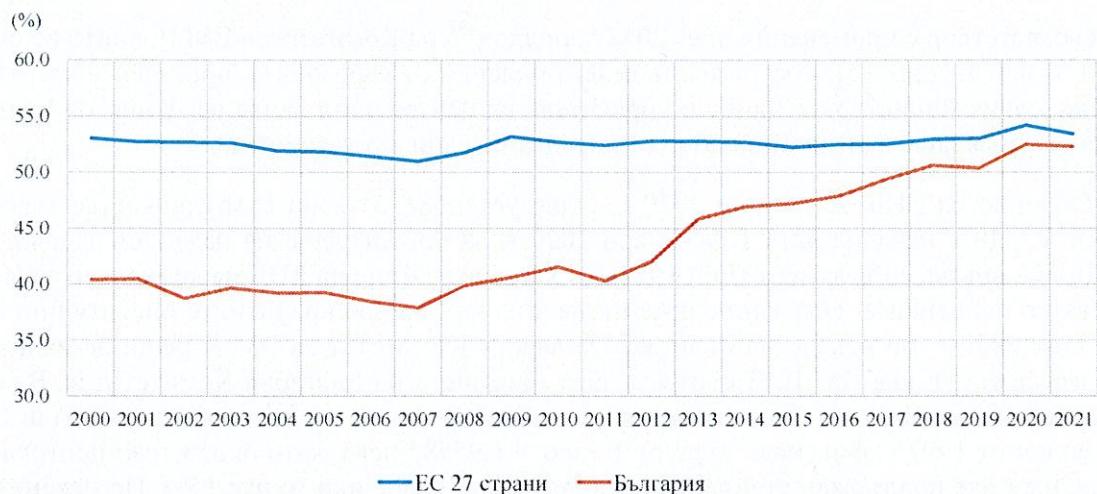


Бележка: Данните за 2022 г. са до юни 2022 г. Историческият ред е сезонно изгладен от БНБ.  
Източник: НСИ, изчисления БНБ.

В резултат в исторически план осредненият растеж на компенсацията на един наст обще за икономиката надхвърля този на реалната производителност на един зает и води до покачване на разходите за труд на единица продукция за фирмите, като съотношението на разходите за компенсации към брутна добавена стойност общо за икономиката се е покачило от 40% през 2000 г. до 52.3% през 2021 г., доближавайки средната стойност за страните от ЕС (виж Фигура 4-20). Това предполага, че разходите на фирмите за заплати стават все по-съществен компонент от общите производствени разходи<sup>135</sup> и съответно покачването им с цел привличане на персонал е по-вероятно да бъде прехвърлено от фирмите към потребителските цени в случай, че фирмите не успят да понижат останалите си производствени разходи. Негативните демографски тенденции и недостигът на работна ръка ще продължат да оказва натиск върху производствените разходи на фирмите в средносрочен и дългосрочен план, което също ще допринася за формирането на положителен инфлационен диференциал спрямо по-развитите държави членки на ЕС.

<sup>135</sup> Най-актуалните данни от структурната бизнес статистика за 2019 г. показват, че в българската икономика делът на разходите за труд в общите разходи на фирмите е един от най-ниските в ЕС и възлиза на 13.1% при средно 20.7% за агрегацията ЕС-27. Съответно по-ниският дял в България е фактор, който предполага, че при еквивалентно покачване на разходите за труд в България и ЕС-27, крайните продажни цени на фирмите в България биха се повишили по-малко спрямо средното за ЕС. Трябва да се отбележи, че от 2013 г. делът на разходите за труд в общите разходи на фирмите в България следва трайна тенденция към нарастване, като това съотношение е възлизало на 9.3% през 2013 г.

**Граф. 4-5:**  
Дял на компенсацията на наетите в добавената стойност, %



Източник: Евростат

#### Дългосрочен лихвен процент (МФ)

#### Устойчива държавна финансова позиция (МФ)

#### Участие в механизма на обменните курсове (МФ)

Според критерия за участие във Валутен механизъм II (ВМ II) валутата на държавата-кандидат за членство в еврозоната трябва да участва в ВМ II за период най-малко от две години преди прегледа на резултатите от страна на ЕЦБ и ЕК<sup>136</sup>, спазвайки нормалните граници на отклонение<sup>137</sup> и без да са били налице „значителни отклонения“ (severe tensions). В частност държавата членка не трябва да е осъществяваала през същия период девалвация на централния курс на своята валута спрямо еврото по своя собствена инициатива. Въпросът за липсата на „значителни отклонения“ се решава чрез: 1) преглед на степента, в която валутните курсове се отклоняват от централните курсове спрямо еврото във ВМ II; 2) използване на показатели, като колебливост на валутния курс спрямо еврото и неговия тренд, както и диференциалите на краткосрочните лихвени проценти спрямо тези в еврозоната и тяхната динамика; 3) преценка за ролята на валут-

<sup>136</sup> Ако периодът на участие във ВМ II е по-кратък от две години, динамиката на валутния курс се разглежда за двугодишен референтен период.

<sup>137</sup> Считано от август 1993 г. нормалните граници за отклонение на валутния курс от централния курс, предвидени във валутния механизъм на Европейската парична система, са +/-15%, без да се изключва възможността за определяне на по-тесен интервал. За повече информация виж [Икономически бюллетин на ЕЦБ 8/2020](#).

ните интервенции; и 4) разглеждане на ролята на международните програми за финансова помощ за стабилизирането на валутата. Генералният съвет на ЕЦБ следи за функционирането на ВМ II и осигурява координацията на паричните и валутните политики.

В съответствие с променения през 2018 г. подход<sup>138</sup> на Комитета за ВМ II, който се състои от финансовите министри на държавите членки от еврозоната, президента на ЕЦБ, финансовия министър на Дания и управителя на централната банка на Дания, от България се изискваше да изпълни набор от „предварителни ангажименти“<sup>139</sup>.

С Решение на ЕЦБ от 24 юни 2020 г. беше установено тясно сътрудничество между БНБ и ЕЦБ с начална дата 1 октомври 2020 г. за прехвърляне на надзорни задачи на ЕЦБ във връзка с Регламент (ЕС) 1024/2013 и за възлагане на ЕЦБ на конкретни задачи относно политиките, свързани с пруденциалния надзор над кредитните институции. На 10 юли 2020 г. по искане на българските власти Комитетът за ВМ II реши да включи българския лев във ВМ II. В съответствие с искането на България Комитетът за Валутен механизъм II реши централният курс на българския лев да се определи на съществуващия от 1997 г. фиксиран курс от 1 евро = 1.95583 лева, като около този централен курс ще бъде поддържан стандартният диапазон от плюс или минус 15%. По искане на българските власти България се присъедини към валутния механизъм със съществуващия си режим на паричен съвет като едностраничен ангажимент и без допълнителни изисквания към ЕЦБ. Българският лев бе включен във ВМ II на 13 юли 2020 г.

Критерият за стабилност на валутния курс за срок от две години вече е изпълнен без отклонение от централния курс в условията на функционирането на паричния съвет в България от юли 1997 г. насам.

След присъединяването на българския лев към ВМ II, България се ангажира да приложи набор от политически мерки – така наречените „последващи ангажименти“. Конкретни мерки в тази насока са поети чрез приетия от Министерския съвет „План за действие за изпълнение на последващите ангажименти след присъединяването към ERM II“ в следните области: небанков финансов сектор, управление на държавни предприятия, рамка по несъстоятелността и рамката за борба с изпирането на пари<sup>140</sup>.

## Допълнителни показатели (МФ)

### 4.3      Оценка за макроикономически дисбаланси – МФ

<sup>138</sup> За повече информация виж каре „Box 1.5: A reinforced approach to ERM II participation by means of upfront policy commitments by the applicant Member States“ в Доклада за конвергенцията на ЕК за 2022 г.

<sup>139</sup> За повече информация виж: Министерство на финансите :: План за действие за присъединяване към ERM II ([minfin.bg](http://minfin.bg))

<sup>140</sup> <https://www.minfin.bg/bg/1464>

## **5      Очаквани промени, ползи, разходи, рискове и предизвикателства от присъединяването на Република България към еврозоната**

### **5.1     Обща институционалната рамка – МФ**

#### **Политически и репутационни ефекти**

##### **Институционална конвергенция**

### **5.2     Парична политика на Република България – БНБ**

С влизането на България в еврозоната основната цел на централната банка на България ще остане същата, както и при паричния съвет, а именно - поддържане ценова стабилност. Ще се запазят всички изисквания за независимост на централната банка, които се прилагат и по действащия закон за БНБ. От институционална гледна точка, при крайно извънредни ситуации с огромни икономически последици, българският парламент няма да има възможност да извърши налагащи се промени в паричния режим, а БНБ няма да има възможност да използва инструментите си за влияние върху монетарните условия в страната. В такива случаи страната ще трябва да разчита на наличността и ефективността на действащите в еврозоната механизми за управление на асиметрични икономически шокове (виж точка 5.8.).

Управлятелят на БНБ ще стане член на Управлятелния съвет на ЕЦБ и ще участва на ротационен принцип при гласуването на решенията относно паричната политика в еврозоната като цяло. Ротационният принцип на гласуване на решения в Управлятелния съвет на ЕЦБ бе приет през декември 2002 г. и бе въведен след приемането на Литва за член на еврозоната, с което броят на държавите-членки на еврозоната достигна 19. Държавите членки са разделени на две групи като първите пет имат 4 гласа, а останалите 14 страни имат 11 гласа. Ротацията на страните става по предварително обявена схема на месечна основа. Към момента държавите от втората група (в която биха били включени Хърватска и България), не гласуват през три от дванадесетте месеца на годината. След като броят на държавите-членки на еврозоната надхвърли 21, ще бъдат формирани три групи. Както и преди, първата група, съставена от петте най-големи държави, ще споделя четири права на глас, докато втората група от средно големи държави ще получи осем права на глас. Управлятелите на централните банки на третата група, включваща най-малките държави, ще споделят три права на глас. По този начин по-нататъшното разширяване на паричния съюз ще намали относителното тегло при гласуване в Управлятелния съвет на ЕЦБ най-вече на по-малките държави.

Принципът на функциониране на Евросистемата се свежда до централизирано вземане на решения по отношение на паричната политика от ЕЦБ и децентрализирано прилагане на тази политика от националните централни банки. По този начин паричната политика е фокусирана върху еврозоната като цяло. С влизането на България в еврозоната Упра-

вителят на БНБ ще участва в Управителния съвет на ЕЦБ с право на глас на ротационен принцип и ще гласува решения като част от паричната политика на ЕЦБ. Решенията се взимат при отчитане на икономическите условия в еврозоната като цяло, а не на основата на данни или съображения, свързани само с България. Тъй като България е относително малка държава, тя би имала много малко тегло в общите данни за еврозоната, вследствие на което провеждането на общата парична политика, фокусирана върху еврозоната като цяло, е възможно да не е оптимално за нея.

Режимът на паричен съвет и силната икономическа и финансова интеграция на България със страните от еврозоната предполагат бързо пренасяне на ефектите от паричната политика на ЕЦБ към финансовите и икономически условия у нас. При режима на паричен съвет БНБ разполага с ограничен набор от инструменти на паричната политика за влияние върху монетарните условия в страната, които до голяма степен се влияят от паричната политика в еврозоната. Следователно, влизането на България в еврозоната няма да доведе до коренна промяна в начина на определяне на паричните условия у нас. Основните икономически ефекти ще са свързани с по-пряката и по-бърза трансмисия на паричната политика на ЕЦБ към българската икономика, което ще се обуславя от участието на банките в България в операциите на ЕЦБ и прекия им достъп до нейните улеснения, както и от участието на БНБ при провеждане на програми на Евросистемата за покупки на активи от публичния и частния сектор. С влизането на България в общата валутна зона БНБ ще загуби възможността да използва макар и ограничени си инструменти на паричната политика, чрез които би могла да отслаби или засили ефектите от паричната политика на ЕЦБ върху българската икономика. България няма да разполага с възможност за дискреционно определяне на ставката на ЗМР и на лихвения процент по свръхрезервите на търговските банки, каквато има в момента. Регулацията на ЗМР, прилагана в момента за поддържане на предпазни ликвидни буфери в българската банкова система, ще отпадне. За банките от българската банкова система ще бъде приложена общата за еврозоната ставка (в момента тази ставка е 1% от депозитната база, влизаша в паричния агрегат M3 и 0% за останалите депозити). Действащите в момента ставки в Евросистемата са значително по-ниски от текущата ефективна ставка на ЗМР от 9.4% за българската банкова система. Промени ще настъпят и в дефинирането на депозитната база, върху която се начисляват задължителните минимални резерви. В момента в България депозитната база е дефинирана по-широко в сравнение с тази в еврозоната. Свиването на депозитната база и значителното намаление на ставката на задължителните минимални резерви с влизането в еврозоната ще доведе до първоначално значително увеличение на ликвидността в банковата система в страната. Част от освободената от ЗМР ликвидност банките ще трябва да използват за закупуване на активи, които могат да се използват за обезпечение при участие в операциите на паричната политика на ЕЦБ. Друга част от освободената ликвидност банките могат да поддържат по разплащателни сметки в ЕЦБ или по депозитното улеснение на ЕЦБ. При наличие на достатъчно търсене на кредити, освобождаването на част от депозитната база вероятно ще създава стимул за банките да кредитират повече или да търсят алтернативни възможности за инвестиране с цел постигане на по-висока доходност спрямо тази, която биха получавали по сметките си в ЕЦБ<sup>141</sup>. Това би могло, при равни други условия, да създаде условия за известно понижение на лихвите по кредитите в страната (виж точка 5.4).

Недостататечно високата степен на реална и номинална конвергенция спрямо средните нива за еврозоната, както и по-пряката и по-бърза трансмисия на паричната политика на ЕЦБ създават предпоставки общата парична политика в паричния съюз в повечето случаи да бъде неподходяща за България. Въпреки че България е силно интегрирана в

<sup>141</sup> Към септември 2022 г. лихвеният процент по депозитното улеснение на ЕЦБ е 0.75%.

единния пазар, съществува значителна степен на синхронизация на бизнес цикъла ѝ с този на еврозоната и може да се очаква допълнително нарастване на тази синхронизация в бъдеще, още дълги години страната ще бъде в процес на реална и номинална конвергенция към средните за еврозоната нива. Това означава, че във възходящата фаза на бизнес цикъла реалният икономически растеж и инфляцията в България биха били по-високи спрямо средното им ниво за еврозоната.

Икономическите изследвания потвърждават, че дългосрочната връзка между реалната и номиналната конвергенция е положителна и е частично движена от нормалната „физиология“ на икономическото развитие<sup>142</sup>. Най-често срещаното обяснение е, че наваксването на производителността в така наречения „търгуем сектор“ на „догонващите“ икономики води до сближаване на нивата на БВП на глава от населението, а също и – чрез цените на нетъргуемите стоки – до сближаване на ценовите нива<sup>143</sup>. Поради тази причина процесът на постигане на трайна реална конвергенция е в съответствие с наличието на „естествен“ инфационен диференциал между по-малко развитите и по-развитите икономики. Този „естествен“ инфационен диференциал обаче може да доведе до прекалено ниски реални лихвени проценти в „догонващите“ икономики. При наличие на устойчиви инфационни диференциали равенството на номиналните лихвени проценти, определяни от ЕЦБ, предполагат разнородност на реалните лихвени проценти. По-нисък от средния за еврозоната реален лихвен процент в една страна (по-специално под естествения лихвен процент) стимулира в по-голяма степен нейната икономическа активност в сравнение с останалите държави членки и следователно повишава темпа на инфляция, като по този начин инфационните различия между страните се засилват. Следователно този механизъм, лежащ в основата на така наречената „критика на Уолтърс“ на паричните съюзи<sup>144</sup>, има процикличен характер.

В България, като конвергираща икономика, естественият лихвен процент<sup>145</sup> е по-висок от този в еврозоната<sup>146</sup>. Този лихвен спред може да се обясни с относително по-високия потенциален икономически растеж в България в сравнение със средния за еврозоната. Това

<sup>142</sup> Diaz del Hoyo, J. L., Dorrueci, E., Heinz, F. F., & Muzikarova, S. (2017): "Real Convergence in the Euro Area: A Long-Term Perspective", ECB Occasional Paper, 203. Frankfurt am Main: European Central Bank.

<sup>143</sup> Balassa, B. (1964), "The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal", Journal of Political Economy, Vol. 72, No 6, pp. 584-596; Samuelson, P.A. (1964), "Theoretical Notes on Trade Problems", Review of Economics and Statistics, Vol. 46, No 2, pp. 145-154.

<sup>144</sup> Walters A. (1994): "Walters Critique, w: Matthews, K. (red.) The Economics and Politics of Money: The Selected Essays of Alan Walters", Elgar Publishing, London.

<sup>145</sup> Първата дефиниция на естествения лихвен процент е тази на Wicksell, K. (1907): "The Influence of the Rate of Interest on Prices", History of Economic Thought Articles, Vol.17, pp. 213-220. Според нея естественият лихвен процент е този лихвен процент, който е неутрален по отношение на цените на стоките и при който пазарът на стоки би се уравновесил в отсъствието на паричен пазар. По-късно Williams, J. H. (1931): "The Monetary Doctrines of JM Keynes", The Quarterly Journal of Economics, Vol. 45(4), pp. 547-587 поставя концепцията за естествения лихвен процент в контекста на целите на централната банка за ценова стабилност. Естественият лихвен процент е този лихвен процент, при който инвестициите са равни на спестяванията и целта на централната банка е да приравни пазарния лихвен процент към естествения лихвен процент. Концепцията за естествения лихвен процент се разглежда в по-дългосрочен план, т.е. изключват се краткосрочните циклични колебания.

<sup>146</sup> По оценки на БНБ, средно за периода 2000 г. - 2018 г. естественият лихвен процент в България е около 2 процентни пункта над този в еврозоната. Оценката е направена на база на модифициран за България структурен модел с ненаблюдаеми компоненти, първоначално разработен за САЩ от Laubach, T. and J. C. Williams (2003): "Measuring the Natural Rate of Interest" Review of Economics and Statistics, November 2003, Vol. 85 (4), pp. 1063-1070 и впоследствие разширен с оценки за еврозоната, Канада и Великобритания от Holston, K., Laubach, T. and J. C. Williams (2016): "Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants", Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper, 2016-11. В този модел естественият лихвен процент се моделира на базата на оценки за потенциалния икономически растеж и за отклонението на текущото равнище на икономическа активност от потенциалното равнище на производство.

се определя от по-ниското ниво на натрупан капитал в българската икономика и по-високата норма на възвръщаемост на капитала<sup>147</sup>.

Естественият или равновесен реален лихвен процент дава ориентир за състоянието на паричната политика. Паричната политика е експанзионистична, когато краткосрочният реален лихвен процент е под естествения лихвен процент. Съответно, паричната политика е рестриктивна, когато краткосрочният реален лихвен процент е над равновесния. Тази роля на естествения лихвен процент може да се илюстрира с правилото на Тейлър<sup>148</sup>, според което при равни други условия реалният лихвен процент надвишава равновесния, когато инфляцията е над целевата инфлация и обратното.

Естественият инфационен диференциал, спредът между равновесните лихвени проценти в България и еврозоната, както и по-пряката и по-бърза трансмисия на паричната политика на ЕЦБ създават предпоставки общата парична политика в паричния съюз в повечето случаи да бъде неподходяща за недостатъчно конвергирала икономика в реално и ценово изражение като българската. При равни други условия, във възходящата фаза на бизнес цикъла ЕЦБ би следвало да провежда рестриктивна парична политика с цел да противодейства на инфляцията в еврозоната в краткосрочен план. Тъй като осреднените показатели за икономиката на еврозоната и решенията в Управителния съвет на ЕЦБ се доминират от страни с по-висока степен на конвергенция, паричната политика на ЕЦБ няма да бъде достатъчно рестриктивна за условията в България и съответно може да се очаква наличието на по-нисък от оптималния за българската икономика реален лихвен процент. Същевременно като част от Евросистемата БНБ няма да разполага с макар и ограничените към момента възможности на паричната си политика да отслаби трансмисията на паричната политика на ЕЦБ към българската икономика. В тези случаи БНБ би могла да продължи да използва инструментите на макропруденциалната си политика, с които да оказва влияние върху монетарните условия в страната, въпреки че основна цел на тези инструменти ще остане оказването на непосредствено влияние за гарантирането на финансовата стабилност в икономиката, докато ефектът върху монетарните условия ще бъде косвен.

Недостатъчно рестриктивната парична политика на ЕЦБ за условията в България във възходящата фаза на бизнес цикъла може да доведе до натрупване на макроикономически дисбаланси, както вътрешни (например, прекомерно кредитиране), така и външни (влошаване на конкурентоспособността и съпътстващото влошаване на текущата сметка). Вероятността от развитието на такива дисбаланси, водещи до появата на „балони“, е особено висока в периоди на голяма глобална ликвидност. Също така, рискът от възникването на дисбаланси се повишава, ако ЕЦБ не реагира навременно и адекватно при появата на тенденция на повишаване на инфляцията в еврозоната. С оглед на устойчивата тенденция на задължняване на голяма част от държавите-членки на еврозоната рискът от възникването на така нареченото „фискално надмоście“ в еврозоната се увеличава, а с него и вероятността мерките на паричната политика на ЕЦБ да не са навременни и достатъчни за изпълнението на мандата ѝ. За противодействие при проявата на дисбаланси във възходяща фаза на бизнес цикъла е необходимо провеждането на контрациклична фискална и макропруденциална политика и предприемане на специфични структурни мерки, които да осигуряват финансата стабилност и запазване на конкурентоспособността на икономиката.

В периоди на провеждане на агресивна експанзионистична парична политика от ЕЦБ, каквато е политиката на отрицателни лихвени проценти, количествени улеснения и дъл-

<sup>147</sup> За по-подробна информация, виж „Подходи за оценка на цикличната позиция на икономиката“, тримесчна публикация на БНБ „Икономически преглед“ бр. 1/2019.

<sup>148</sup> Taylor, J. B. (1993): "Discretion versus Policy Rules in Practice", Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 39 (1), pp. 195-214.

госрочни рефинансиращи операции и при по-бърза и по- пряка трансмисия на паричната политика на ЕЦБ към българската икономика, също може да се очаква, че реалният лихвен процент в България би бил по-нисък от оптималния за икономическите условия в страната. В допълнение покупките на Евросистемата на активи от публичния и частния сектор, както и провеждането на дългосрочни рефинансиращи операции ще окажат много по-прям и силен ефект върху цената на финансиране на правителството, фирмите и домакинствата<sup>149</sup>. Поради относително по-ниския реален лихвен процент в България спрямо средния за еврозоната, както и поради разхлабване на бюджетното ограничение на правителството, вследствие на ограничаването на дисциплиниращата роля на финансовите пазари от покупките на ДЦК от страна на НЦБ, прекомерно експанзионистичната парична политика на ЕЦБ за условията у нас би могла да създаде стимули за прекомерно увеличение на правителствените разходи и кредитирането. Това от своя страна може да доведе до трайно и неустойчиво повишение на задълъжността на публичния и частния сектор, както и до прекомерно поскъпване на някои финансови и нефинансови активи (например, недвижимите имоти). При тези условия, в сравнение с текущия режим на паричен съвет, биха се създали предпоставки за по-силно повишаване на инфляцията и увеличаване на естествения инфационен диференциал за догонваща икономика като българската.

### **Взаимодействие между фискалната и паричната политика**

Присъединяването на България към еврозоната е вероятно да намали стимулите за провеждане на дисциплинирана фискална политика, каквато България поддържа при режима на паричния съвет. Докато в действащия паричен режим следването на благоразумна фискална политика се обуславя от законовото ограничение за финансиране на правителството от страна на БНБ (както на първичния пазар, така и на вторичния пазар на ДЦК) и от дисциплинирация ефект на пазарната реакция, след приемането на България в еврозоната първият от тези фактори ефективно ще отпадне, а ролята на втория фактор може да се очаква да отслабне.

В научната литература дисциплинирацият ефект на пазарната реакция („market discipline“) се определя като корекцията, която налагат финансовите пазари при формирането на премията за кредитен риск на дадена страна и съответно при определянето на цената на нейното финансиране, като отчитат фундаменталните фактори, като тези свързани с текущата и очакваната бъдеща фискална политика на страната, потенциала за икономически растеж и други. В анализ за ролята на пазарните механизми спрямо тази на формалните фискални правила като дисциплиниращи фактори за фискалната политика, Dabrowski (2019)<sup>150</sup> посочва, че в исторически план пазарната реакция има превъзходство. Превъзходството на пазарната реакция е свързано с обстоятелството, че опасността от изпадане в неплатежоспособност на дадена страна създава възможно най-силен стимул за поддържане на стабилна фискална политика<sup>151</sup>. Според автора в случая на държавите от

<sup>149</sup> В икономическата литература като цяло е установено, че нестандартните мерки засилват трансмисията на стандартните мерки на паричната политика в еврозоната. Виж von Borstel, J., Eickmeier, S., and Krippner, L. (2016): „The Interest Rate Pass-through in the Euro Area during the Sovereign Debt Crisis“, Journal of International Money and Finance, 68(C):386–402. 2018; Horvath, R., Kotlebova, J., and Siranova, M. (2018): „Interest rate pass-through in the euro area: Financial fragmentation, balance sheet policies and negative rates“, Journal of Financial Stability, 36(C):12–21.

<sup>150</sup> Dabrowski, M. (2019): “The Economic and Monetary Union: Past, Present and Future”, Monetary Dialogue January 2019, Study requested by the European Parliament’s Committee on Economic and Monetary Affairs.

<sup>151</sup> Dabrowski (2019) посочва, че федералните власти в САЩ не са предоставяли финансова помощ на нито един щат със затруднения от 1840 г. насам, което е стимулирало регионалните правителства да включат фискални правила в своята законодателна рамка (федералното правителство не е налагало правила за фискална дисциплина на местно ниво през разглеждания исторически период).

еврозоната, принципът за *no bail-out* не се прилага в стриктен вид на практика, тъй като с предоставянето на финансова помощ за Гърция през 2010 г. и впоследствие със създаването на Европейския стабилизиционен механизъм този принцип по същество приема характеристиките на условен *bail-out*.

Значителните покупки на държавни ценни книжа, предприети от ЕЦБ на вторичния пазар в отговор на глобалната финансова криза и след началото на пандемията от COVID-19, ефективно осигуряват финансиране на правителствата в еврозоната и оказват влияние за ограничаване на дисциплиниращия ефект на пазараната реакция върху фискалната позиция на страните. Покупките на ценни книжа на публичния сектор по линия на Програмата за пазарите на ценни книжа (SMP) от 2010 г. и особено по линия на Програмата за закупуване на публични активи (PSPP) от 2015 г. и Програмата за закупуване на активи в условията на извънредна ситуация, причинена от пандемия (PEPP) от 2020 г. представляват част от пакета нестандартни мерки, предприети от ЕЦБ с цел подпомагане на трансмисията на паричната политика. Същевременно обаче може да се твърди, че тези програми не само намаляват стимулите за провеждане на благоразумна фискална политика в държавите членки на еврозоната, но и създават условия за поддържане на неустойчиви нива на публичен дълг в силно задлъжени страни като Италия.

Неспазването на фискалните правила в страните от еврозоната създава предпоставки за ограничаване на независимостта на паричната политика на ЕЦБ. След глобалната финансова и икономическа криза във фискалната рамка на ЕС бяха направени редица промени, имащи за цел засилване на бюджетната дисциплина, но същевременно и повишаване на гъвкавостта на правилата, което усложни значително тяхното прилагане. Kamps и Killinger (2019)<sup>152</sup> правят задълбочен анализ на функционирането на фискалната рамка в страните от еврозоната в периода от 1998 г. до 2017 г., като стигат до заключението, че фискалните позиции в ЕС и еврозоната сега са по-благоприятни, отколкото биха били при липсата на Договора за Европейския съюз („Договора от Мaaстрихт“) и на Пакта за стабилност и растеж. Същевременно авторите обръщат внимание, че Пактът за стабилност и растеж в настоящия му вид не представлява добър дисциплиниращ инструмент, както и че се наблюдава тенденция към недостатъчно изграждане на фискални буфери в някои от страните въпреки опитите за засилване на фискалната рамка във времето. Средно за периода 1998-2017 г. бюджетният дефицит на Италия възлиза на -3.1% от БВП независимо от високото ниво на публичния дълг на страната, а този на Франция съответно на -3.5% на БВП. И при двете страни бюджетният дефицит е близо до референтната стойност от -3.0% от БВП дори и в условията на благоприятните макроикономически развития преди началото на глобалната финансова и икономическа криза от 2007-2008 г. В периода от 2011 г. до 2018 г. голем брой страни последователно не изпълняват изискването за постигане на средносрочната бюджетна цел за структурния баланс, като това включва страни с висок публичен дълг като Италия, Франция, Португалия и Испания. Същевременно от гледна точка на референтната стойност за правителствения дълг от 60% от БВП, през разглеждания период от 1998 г. до 2017 г. неизпълнение е налице в редица страни, включително такива с висок публичен дълг и нисък икономически растеж като Италия.

В анализ относно прилагането на фискалната рамка в ЕС през 2019 г., Европейският фискален съвет (2020)<sup>153</sup> обобщава, че 10 страни значително се отклоняват от

<sup>152</sup> Kamps, C. and N. Killinger (2019): "Taking Stock of the Functioning of the EU Fiscal Rules and Options for Reform", ECB Occasional Paper Series, No. 231 / August 2019.

<sup>153</sup> European Fiscal Board (2020): "Annual Report 2020", European Fiscal Board (EFB) | European Commission ([europa.eu](http://europa.eu)).

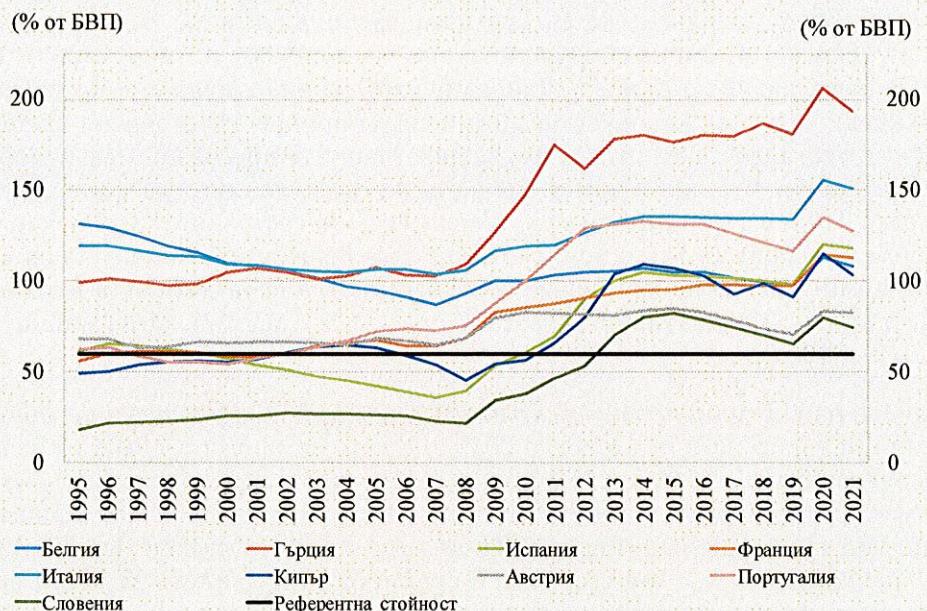
изискванията на превантивната част на Пакта за стабилност и растеж, като безпрецедентният брой отклонения в условияя на все още устойчива икономическа активност е най-висок след законодателните промени във фискалната рамка от 2011-2013 г., целящи засилване на бюджетната дисциплина в ЕС. В допълнение три страни (Белгия, Испания и Франция) не изпълняват и така наречения бенчмарк за намаляване на дълга<sup>154</sup>. Такова неизпълнение е налице и в случая с Италия, въпреки че за нея Европейската Комисия не поставя категорична оценка. Европейският фискален съвет отбелязва, че двустранните преговори между Европейската Комисия и Италия относно оценката за изпълнението на фискалните правила през 2019 г. в страната не е в съответствие с многостраничното наблюдение, дефинирано в Договора за функциониране на ЕС. За Белгия общата оценка на Европейската Комисия е, че не изпълнява изискванията на превантивната и корективната част на Пакта за стабилност и растеж през 2019 г., както и кумулативно за периода 2018-2019 г.

Разглеждането на консолидирания дълг на сектор „държавно управление“ по отделни страни от еврозоната към края на 2019 г. (преди разпространението на пандемията, предизвикана от COVID-19) показва, че при половината от страните дългът надхвърля референтната стойност от 60% от БВП, като при 7 от тях дългът е значително над тази стойност (Гърция, Италия и в по-ниска степен Португалия, Испания, Франция, Белгия и Кипър). Неизпълнението на правилото за дълга при тези страни показва не само неефективност при прилагането на правилото в исторически план, но и толериране на високи нива на публичен дълг от страна на Европейската Комисия и Съвета ECOFIN при оценките за изпълнението на едно от основните правила, залегнали във фискалната рамка на ЕС. Същевременно анализът в последния Доклад за фискалната устойчивост на Европейската комисия (2022)<sup>155</sup> посочва, че в редица страни е налице висок риск по отношение на устойчивостта на фискалните им позиции в средносрочен и/или дългосрочен хоризонт (Белгия, Гърция, Испания, Франция, Италия, Малта, Португалия, Словения и Словакия).

<sup>154</sup> Със законодателните промени във фискалната рамка на ЕС от 2011 г. се въвежда така нареченото „правило за достатъчно намаляване на нивото на дълга“, което определя стъпката, с която следва да се понижава дългът на страните с висок дълг до достигане на 60% от БВП.

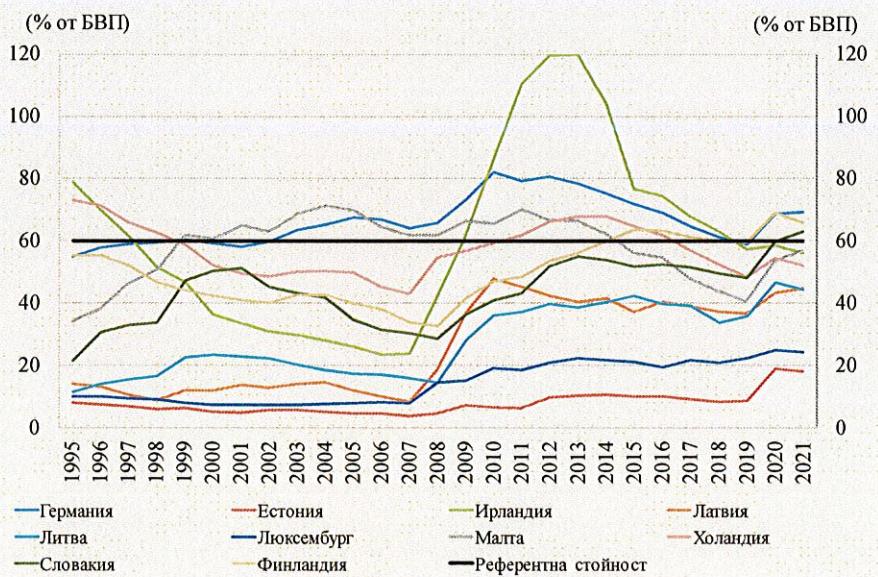
<sup>155</sup> European Commission (2022): "Fiscal Sustainability Report 2021", Institutional Paper 171, April 2022.

Граф. 1: Консолидиран дълг на сектор „държавно управление“ в страните от еврозоната, в които към края на 2019 г. дългът надхвърля 60% от БВП



Източник: Евростат

Граф. 2: Консолидиран дълг на сектор „държавно управление“ в страните от еврозоната, в които към края на 2019 г. дългът е под 60% от БВП



Източник: Евростат

Неспазването на фискалните правила в някои от силно задълженелите страни от еврозоната като Италия и неустойчивостта на техните фискални позиции е предпоставка за ограничаване на независимостта на паричната политика на ЕЦБ и

осъществяване на „фискално надмощие“ над нея. Както Wyplosz (2020)<sup>156</sup> посочва, „фискалното надмощие“ се реализира, когато правителствата по формален или неформален начин принуждават централната банка да финансира бюджетните им дефицити. В този случай, политиката на централната банка е под влияние на нуждите на фискалната политика, а не се води от изпълнението на мандата за поддържане на ценова стабилност. Същевременно Schnabel, I. (ECB, 2020)<sup>157</sup> защитава тезата, че политиката на ЕЦБ остава твърдо насочена към изпълнение на мандата за поддържане на ценова стабилност и че предприетите неконвенционални мерки на паричната политика не смекчават дисциплиниращата роля на финансите пазари, тъй като рисковата премия на пазарите на суверен дълг в еврозоната продължава да отразява действието на специфичните фундаментални фактори за отделните страни.

Въз основа на направен преглед на литератуара, би могло да се направи заключението, че честандартните мерки на паричната политика на ЕЦБ оказват влияние за свиване на спредовете по доходностите по суверенния дълг на държавите от еврозоната, особено при уязвимите страни от еврозоната. В емпирично изследване за периода от началото на 2007 г. до края на 2013 г. Jäger и Grigoriadis (2017)<sup>158</sup> стигат до заключението, че обявяването на програмата на ЕЦБ за провеждане на преки парични операции (Outright Monetary Transactions, OMT) оказва статистически значимо влияние в посока понижаване на спредовете по доходностите на държавите от еврозоната, а Програмата за пазарите на ценни книжа (SMP) понижава спредовете в уязвимите страни от еврозоната. Авторите установяват и положително влияние на мерките на паричната политика на ЕЦБ върху нивото на краткосрочния правителствен дълг. Havlik et al. (2022)<sup>159</sup> изследват влиянието на обявените решения, свързани с паричната и фискалната политика в периода на кризата, предизвикана от разпространението на COVID-19, върху спредовете на доходност на ДЦК на държавите от еврозоната. Авторите на статията установяват, че Програмата за закупуване на активи в условията на извънредна ситуация, причинена от пандемия (PEPP) има най-съществено влияние за свиване на спредовете. На ниво отделни държави изследването показва, че в случая на Италия PEPP, но не и обявяването на инструмента „Следващо поколение ЕС“ е асоциирано със значително свиване на спредовете на доходност по ДЦК.

Понижаването на доходностите по ДЦК особено при силно задлъжнелите държави временно ограничава рисковете, свързани с устойчивостта на техните фискални позиции, но в същото време представлява и предпоставка за разхлабване или продължаващо поддържане на разхлабена фискална политика в тези страни. Тези условия правят страните с висок публичен дълг уязвими към повишение на лихвените проценти при нормализиране на паричната политика, каквото протича в момента в еврозоната. Това от своя страна създава потенциален натиск върху ЕЦБ да подчинява целта за поддържане на ценова стабилност на това да не бъде допуснато изпадане в неплатежоспособност на страна с висок публичен дълг поради неб-

<sup>156</sup> Wyplosz, C. (2020): "The Euro Area after COVID-19", In-depth analysis requested by the European Parliament's committee on Economic and Monetary Affairs, Monetary Dialogue Papers, November 2020.

<sup>157</sup> Schnabel, I. (2020): "The shadow of fiscal dominance: Misconceptions, perceptions and perspectives", speech by Isabel Schnabel, Member of the Executive Board of the ECB, at the Centre for European Reform and the Eurofi Financial Forum on "Is the current ECB monetary policy doing more harm than good and what are the alternatives?", Berlin, 11 September 2020.

<sup>158</sup> Jäger, J. and T. Grigoriadis (2017): "The Effectiveness of the ECB's Unconventional Monetary policy: Comparative Evidence from Crisis and Non-crisis Euro-area countries", Journal of International Money and Finance 78 (2017) 21-43.

<sup>159</sup> Havlik et al. (2022): "Dispelling the Shadow of Fiscal Dominance? Fiscal and Monetary Announcement Effects for Euro Area Sovereign Spreads in the Corona Pandemic", Journal of International Money and Finance 122 (2022).

лагоприятните ефекти, които могат да се пренесат върху другите държави членки на еврозоната, което може да застраши целостта на еврозоната като цяло.

При ефективни действия от страна на ЕЦБ като кредитор от последна инстанция, може да се твърди, че времевото бюджетно ограничение за правителствата от еврозоната се разхлабва. Buiter (2012)<sup>160</sup> посочва, че ЕЦБ започва да осъществява функция на кредитор от последна инстанция чрез Програмата за пазарите на ценни книжа (SMP) от 2010 г., с която започва изкупуването на ДЦК на периферните държави от еврозоната. ЕЦБ индиректно изпълнява тази функция и чрез дългосрочните операции по рефинансиране от 2011 г. и началото на 2012 г., при които предоставените благоприятни условия за финансиране на банковия сектор улесняват изкупуването на ДЦК на Италия и Испания на първичния пазар, което води до съществено увеличаване на експозицията на банковия сектор в тези страни към правителствения сектор. Sinn (2018)<sup>161</sup> също подчертава, че ЕЦБ надхвърля правомощията в своя мандат и по същество навлиза в изпълнението на фискални функции с изпълнението на Програмата за пазарите на ценни книжа (SMP), обявяването на ОМТ програмата и изпълнението на програмата за количествени улеснения от 2015 г.

Според Buiter (2014; 2020)<sup>162,163</sup> общият консолидиран баланс на публичния сектор (който включва баланса на централната банка и баланса на правителствения сектор или „общото времево бюджетно ограничение на държавата“) е подходящият показател, въз основа на който може да се анализира фискалното пространство, с което разполагат правителствата. Печатането на пари, с помощта на което се закупуват финансови активи от централната банка при политика на количествени улеснения, разхлабва общото времево бюджетно ограничение на суверена. Това е така, тъй като приходите от сеньораж представляват източник на приходи за суверена, което разширява фискалното пространство на страната. Следователно фискалната устойчивост в крайна сметка се определя от степента, в която може да се толерира повишаване на инфлацията, предизвикано от увеличаването на паричната маса. От тази гледна точка времевото бюджетно ограничение на правителствения сектор, което традиционно в литературата се асоциира с възможността правителствата да обслужват дълговите си задължения в безкраен времеви хоризонт с потока от всички бъдещи първични бюджетни излишъци и което осигурява фискална устойчивост в дългосрочен план, не представлява действителен ограничаващ фактор за правителствата от еврозоната.<sup>164</sup>

**Опитът на Латвия и Литва, които са едни от последните страни, приели единната европейска валута съответно през 2014 г. и 2015 г., не показва, че се реализира**

<sup>160</sup> Buiter, W. and E. Rahbari (2012): "The ECB as Lender of Last Resort for Sovereigns in the Euro Area", CEPR Discussion Paper No.8974, May 2012.

<sup>161</sup> Sinn, H.-W. (2018): "The ECB's Fiscal Policy", NBER Working Paper 24613, May 2018.

<sup>162</sup> Buiter, W. (2014): "The Simple Analytics of Helicopter Money: Why It Works – Always", Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal, Vol. 8, 2014-28.

<sup>163</sup> Buiter, W. (2020): "Central Banks as Fiscal Players: The Drivers of Fiscal and Monetary Policy Space", Cambridge University Press.

<sup>164</sup> Спазването на интерtempоралното (времево) бюджетно ограничение на правителството изисква стабилизиране на правителствения дълг в дългосрочен хоризонт. Тази дефиниция за интерtempоралното бюджетно ограничение е представена в изследване на Blanchard et al. (1990) и стои в основата на голяма част от фискалните правила за бюджетния дефицит и дълга, прилагани във фискалните рамки в световен мащаб и в частност в ЕС. За повече информация, виж Blanchard, O. et al. (1990): "The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question", OECD Economic Studies No.15, Autumn 1990.

разхлабване на фискалната дисциплина, тъй като и при двете страни консолидираният дълг на сектор „държавно управление“ се понижава в края на 2019 г. спрямо годината преди присъединяването им в еврозоната. Независимо от това, в случаи на България може да се твърди, че отслабването на дисциплиниращия ефект на пазарната реакция, отпадането на действащото в момента законово ограничение за финансиране на правителството, както и ефективното разхлабване на бюджетното ограничение на правителството при режим на количествени улеснения, представляват потенциални фактори за отслабване на фискалната дисциплина на страната след присъединяването към еврозоната.

Структурата на финансовата система в България ще действа ограничаващо върху трансмисията на част от неконвенционалните мерки на паричната политика на ЕЦБ. Програмите на Евросистемата за закупуване на активи включват покупки на редица финансови активи, включително държавни облигации, ценни книжа, емитирани от европейски наднационални институции, корпоративни облигации, обезпечени с активи ценни книжа и обезпечени облигации. В България финансата система се доминира от банковия сектор, докато капиталовият пазар, включително вторичният пазар за държавни облигации и пазарът за корпоративни облигации, е значително по-малък. В допълнение, в България не е развит пазарът за обезпечени с активи ценни книжа и пазарът на обезпечени облигации. Това означава, че каналите<sup>165</sup>, чрез които тези покупки биха оказвали въздействие върху финансовите условия у нас, а от там и върху икономическия растеж и инфляцията, ще са по-малко ефективни.

### 5.2.1 Ефекти върху баланса на БНБ – БНБ

#### Технически и качествени промени в баланса на БНБ

Присъединяването на Българската народна банка към Евросистемата ще доведе до технически и качествени промени в баланса на БНБ. Всички активи и пасиви в баланса на БНБ, деноминирани в левове, ще бъдат превалутирани в евро по фиксирания курс на българския лев към еврото. От техническа гледна точка балансите на управление „Емисионно“ и управление „Банково“ ще бъдат обединени в общ баланс на БНБ<sup>166</sup>, който следва да бъде изгoten в съответствие с Насоките на ЕЦБ относно правната рамка за счетоводното и финансово отчитане в ЕСЦБ, приети от Управителния съвет на ЕЦБ<sup>167</sup>. В съответствие с тези насоки отделните компоненти на баланса следва да бъдат диференциирани по резидентност (резиденти от еврозоната и резиденти извън еврозоната), както и по валути (деноминирани в евро и деноминирани в чуждестранна валута). В допълнение в актива и пасива на баланса следва да бъдат отделно обособени операциите, свързани с провеждането на паричната политика на ЕЦБ. Друга техническа промяна ще представлява това, че основната част от международни валутни резерви на страната – към момента актив по баланса на управление „Емисионно“ на БНБ<sup>168</sup> – ще бъдат прекласифицирани

<sup>165</sup> Повече информация за каналите на въздействие на програмите на Евросистемата за закупуване на активи върху инфляцията е налична тук: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/app.bg.html>.

<sup>166</sup> Изготвяният към момента консолидиран финансов отчет на БНБ е в съответствие с Международните стандарти за финансово отчитане, приети от Европейската комисия.

<sup>167</sup> За повече информация виж Guideline (EU) 2016/2249 of the European Central Bank (ECB) on the legal framework for accounting and financial reporting in the European System of Central Banks (ECB/2016/34).

<sup>168</sup> Към края на юни 2022 г. във валутната структура на брутните международни валутни резерви активите в евро съставляват 91.16% от всички активи от баланса на управление „Емисионно“.

като инвестиционни активи, деноминирани в местна валута (евро), докато валутни резерви ще представляват единствено активите, деноминирани в различна от евро валута, както и златото.

Качествена промяна в баланса на БНБ ще произтича от обстоятелството, че с присъединяването на България към еврозоната БНБ трябва да прехвърли на ЕЦБ чуждестранни резервни активи. Приносът в общия валутен резерв е пропорционален на дела на всяка национална централна банка (НЦБ) в записания капитал на ЕЦБ и се отчита счетоводно като вземане от ЕЦБ. По оценки на БНБ стойността на международните валутни резерви, които ще се трансферират към ЕЦБ възлиза на около 500 млн. евро, което представлява около 1.5% от общата стойност на брутните международни валутни резерви на България към средата на 2022 г. Прехвърляните към ЕЦБ чуждестранни активи следва да бъдат в или деноминирани в щатски долари, японски ѹени и злато, като те ще бъдат включени в общия портфейл на ЕЦБ от чуждестранни резервни активи (щатски долари, японски ѹени, китайски юани, злато и специални права на тираж). Портфейлът на ЕЦБ в щатски долари, японски ѹени и китайски юани се инвестира и управлява от ЕЦБ и избрани НЦБ за сметка на ЕЦБ. В допълнение към резервите на ЕЦБ, всяка национална централна банка от Евросистемата управлява собствените си чуждестранни валутни резерви. Управление-то на тези резервни активи се регулира от Евросистемата<sup>169</sup>.

Друга качествена промяна в баланса на БНБ, която ще настъпи с присъединяването на България към еврозоната, е прилагането на общата за валутната зона ставка на ЗМР и стесняването на обхвата на депозитната база, въз основа на която се определя размерът на задължителните минимални резерви, които трябва да се поддържат от търговските банки. Тези промени ще доведат до значително намаление на поддържаните към момента задължителни минимални резерви от банките, което ще повлияе за свиване на баланса на БНБ.

Потенциална промяна, която може да настъпи в баланса на БНБ, е свързана с парите в обращение. Освен техническото разделяне на банкнотите в обращение от монетите в обращение като отделни позиции в баланса в съответствие с насоките за счетоводно и финансово отчитане, приети от УС на ЕЦБ,<sup>170</sup> евентуална по-съществена промяна е вероятно да бъде свързана с общата стойност на банкнотите, която ще се отчита в баланса на БНБ. Съгласно правната рамка ЕЦБ и НЦБ емитират евро банкноти в еврозоната, като на практика само НЦБ пускат и изтеглят от обращение евробанкноти. Необходимото количество банкноти се изчислява на базата на прогнози, изготвени от НЦБ и на централната прогноза на ЕЦБ, като то се одобрява от Управителния съвет на ЕЦБ. Общата стойност на евробанкнотите в обращение се разпределя между членовете на Евросистемата чрез прилагане на „алгоритъм за разпределение на евробанкнотите“.<sup>171</sup> Малка част от общата стойност на банкнотите, които са в обращение в еврозоната, се отчитат в баланса на ЕЦБ (8%). Останалите 92% се разпределят между отделните национални централни банки в съответствие с техния дял в записания капитал на ЕЦБ. Положителна разлика между стойността на евробанкнотите, разпределена за всяка НЦБ, и стойността на евробанкнотите, които тази НЦБ в действителност пуска в обращение, се представя в баланса й като

<sup>169</sup> Виж Протокол (№ 4) за Устава на Европейската система на централните банки и на Европейската централна банка.

<sup>170</sup> Съгласно Насоките на ЕЦБ относно правната рамка за счетоводното и финансово отчитане в ЕСЦБ, номиналната стойност на монетите в евро, които ще бъдат пуснати в обращение от БНБ, ще бъде представена в балансова позиция '12. Други пасиви', докато банкнотите в обращение ще бъдат представени в първата балансова позиция на пасивите '1. Банкноти в обращение'.

<sup>171</sup> Този алгоритъм представлява процентите, които се получават, като се вземе предвид дела на ЕЦБ в общата емисия на евробанкноти и като се приложи алгоритъма за записване на капитала спрямо дела на НЦБ към общата емисия. За повече информация виж Решение на Европейската централна банка от 13 декември 2010 г. относно емитирането на евробанкноти (преработена версия) (ЕЦБ/2010/29) (2011/67/ЕС).

„нетно вземане, свързано с разпределянето на евробанкноти в рамките на Евросистемата“, което се олихвява с референтния лихвен процент<sup>172</sup>. С цел избягване на значителни колебания в паричния доход след присъединяване на нова държава към еврозоната, салдата в рамките на Евросистемата, възникващи в резултат от разпределянето на евробанкноти, се коригират с компенсаторна сметка, която се прилага за новите страничленки на еврозоната от съответната година на присъединяването им и постепенно се понижава през следващите години. Когато нова НЦБ се присъединява към Евросистемата, нейната компенсационна сума се разпределя между другите НЦБ пропорционално на съответните дялове на другите НЦБ в алгоритъма за записване на капитала с обратен знак и е допълнителна спрямо компенсационните суми, които са вече в сила за другите НЦБ. По оценки на БНБ с данни към края на 2021 г. общата стойност на банкнотите в обращение, които биха били разпределени за България в началото на 2022 г., ако страната се присъединява към еврозоната в този момент, възлиза на 13 970 млн. евро (за сравнение към края на 2021 г. стойността на банкнотите в обращение в България възлиза на 12 341 млн. евро).

Важна структурна промяна, която ще настъпи в баланса на БНБ с присъединяването към еврозоната, ще бъде отразяването както при пасивите, така и при активите на операции, свързани с провеждането на паричната политика на ЕЦБ. Основен инструмент за управление на краткосрочната ликвидност на банките в България ще бъде участието им в основните операции по рефинансиране на ЕЦБ. Потенциални инструменти за управление на ликвидността на банките ще бъдат също операциите за фино регулиране и структурните операции, осъществявани от ЕЦБ, както и улесненията с постоянен достъп. Банките ще могат да участват и в дългосрочните операции по рефинансиране на ЕЦБ. За участие във всички операции банките ще трябва да разполагат с адекватно обезпечение. Използването на депозитното улеснение при управлението на банковата ликвидност също ще представлява съществена промяна спрямо начина, по който в момента банките поддържат свободните си ликвидни средства по сметки в БНБ, тъй като те ще бъдат олихвявани с лихвения процент по депозитното улеснение, докато БНБ не олихвява с положителен лихвен процент наличностите по сметките на банките, надвишаващи изискванията за минималните задължителни резерви. Банките също така ще разполагат с текущи сметки, по които изпълняват и изискването за ЗМР в съответствие с действащата ставка, определена от ЕЦБ. Кредитното улеснение на ЕЦБ ще позволи на банките, в случай на необходимост, да получават овърнайт ликвидност срещу предоставяне на изискваното обезпечение и при заплащане на лихвения процент по това улеснение.

По отношение на активите на БНБ съществена промяна, която ще настъпи, е свързана с потенциалното включване в тях на покупки на ДЦК на българското правителство и на финансови активи на частния сектор при режим, в който се прилагат нестандартни инструменти на паричната политика от страна на ЕЦБ след присъединяването на България към еврозоната.

### **Разпределение на паричния доход на Евросистемата**

Паричният доход от всяка национална банка в Евросистемата се определя като годишен доход, получен от активите, държани срещу банкнотите в обращение, и от депозитните задължения към кредитни институции. Той се превежда на ЕЦБ и оттам се преразпределя между националните банки въз основа на дела им в капитала на ЕЦБ. Националните централни банки от своя страна превеждат дохода на държавата пропорционално на размера на внесения капитал, след като приспаднат оперативните разходи и направят необходимите провизии. Вносоката в общия резервен фонд на ЕЦБ не може да превиши 20% от

<sup>172</sup> Виж Решение (ЕС) 2016/2248 на Европейската централна банка от 3 ноември 2016 г. относно разпределението на паричния доход на националните централни банки на държавите членки, чиято парична единица е еврото (ЕЦБ/2016/36) (преработен текст).

нетната печалба, а размерът на резервният фонд е ограничен до 100% от капитала. В случай на загуба реализирана от ЕЦБ, недостигът може да бъде покрит за сметка на общия резервен фонд на ЕЦБ и, ако е необходимо, след решение на УС на ЕЦБ, за сметка на паричния доход за съответната финансова година пропорционално на внесените от националните централни банки дялове от капитала на ЕЦБ. Държавите членки са задължени да участват при необходимост в увеличение на капитала на ЕЦБ.

С присъединяването си към еврозоната нетният доход от емитирането на левове (сеньоражът) на БНБ ще се промени. При режима на паричен съвет сеньоражът на БНБ се влияе от фактори, свързани с търсенето на левове, доходността на нискорисковите чуждестранни ценни книжа, деноминирани в евро, както и от издръжката на паричното обращение. Тъй като след 2014 г., когато ЕЦБ въведе отрицателните лихвени проценти по депозитното улеснение, доходността на деноминираните в евро облигации с високо кредитно качество, в които съгласно ЗБНБ са инвестиирани по-голямата част от валутните резерви на БНБ, е отрицателна, то и сеньоражът, разбиран в тясната му дефиниция<sup>173</sup>, е отрицателен. В еврозоната през този период сеньоражът е положителна величина, тъй като валутните резерви на ЕЦБ са инвестиирани в активи (деноминирани в щатски долари, японски юени и китайски юани), чито доходности през периода са положителни. Същевременно ЕЦБ нормативно не отчита действителните доходности по голяма част от активите си, свързани с покупката на ценни книжа на публичния сектор. Съгласно Решение на ЕЦБ/2016/36<sup>174</sup> дълговите инструменти, емитирани от централни, регионални и местни правителства и признати агенции, и заместващите дългови инструменти, емитирани от държавни нефинансови предприятия, държани за целите на паричната политика, закупени по програма за закупуване на активи на публичния сектор на вторичните пазари и временна програма за закупуване на активи в условията на извънредна ситуация, причинена от пандемия, носят паричен доход равен на лихвеният процент по основните операции по рефинансиране.

При присъединяване на България към еврозоната, на БНБ ще бъде разпределен дял от паричния приход на Евросистемата. При действащата нормативна рамка в еврозоната е възможно този дял да бъде по-голям като сума от сеньоража, реализиран понастоящем от БНБ.

В по-широката дефиниция на сеньоража, обхващащ общия финансов резултат на централната банка, не може да се направи еднозначно заключение дали след присъединяването към еврозоната БНБ ще реализира по-висок или по-нисък финансов резултат, тъй като той ще зависи от решенията по паричната политика на ЕЦБ, взети както през бъдещите, така и през изминалите години, от устойчивостта на дълговете на публичния и частен сектор в еврозоната, както и от глобалните пазарни условия. Следва да се им предвид, че през 2023 г. и 2024 г. се очаква националните централни банки на Евросистемата да отчетат съществени финансови загуби, вследствие на операциите по покупката на активи по програмите APP и PEPP, както и от разликата между положителните лихви, които банките получават по депозитното улеснение и дължимите от тях по-ниски лихви по дългосрочните рефинансиращи операции. Централните банки на някои от страните-членки на еврозоната са натрупали провизии през последните години, които биха смек-

<sup>173</sup> Не съществува общоприето и универсално определение на понятието „сеньораж“. Една от тесните счетоводни дефиниции на сеньоража е разликата между действителните приходи от лихви по активите на централната банка, съответстващи на банкнотите и монетите в пасивите, минус разходите, свързани с издръжката на паричното обращение. За повече информация виж Polański, Zbigniew and Szadkowski, Mikołaj, (2020), Seigniorage and central banks' financial results in times of unconventional monetary policy, No 331, NBP Working Papers, Narodowy Bank Polski.

<sup>174</sup> РЕШЕНИЕ (ЕС) 2016/2248 НА ЕВРОПЕЙСКАТА ЦЕНТРАЛНА БАНКА от 3 ноември 2016 г. относно разпределението на паричния доход на националните централни банки на държавите членки, чиято парична единица е еврото (ЕЦБ/2016/36).

чили очакваните негативни ефекти от промяната в лихвения цикъл, но ако тези буфери-те бъдат изчерпани или очакваните печалби на централните банки останат твърде ниски, може да се наложи предприемане на мерки за възстановяване на стабилността на балансите на НЦБ, чрез капиталови вноски от страна на съответните правителства.<sup>175</sup>

Рискове, свързани със споделянето на кредитен риск в Евросистемата<sup>176</sup> влизането в Евросистемата носи съществен риск за баланса на БНБ, който е свързан с начина на споделяне на кредитния риск в Евросистемата. Операциите на открития пазар носят кредитен риск за НЦБ и ЕЦБ независимо дали са рефинансиращи операции или покупки на активи. Кредитният риск при някои от програмите за покупки на активи и операции по рефинансиране е напълно споделен в Евросистемата съобразно дела на всяка НЦБ в капитала на ЕЦБ. Такива са програмите SMP, OMT, програмите за покупки на ценни книжа на частния сектор като част от програмите APP и PEPP, и рефинансиращите операции с изключение на тези по ELA. Непълно споделяне на риск има при покупките на ДЦК като част от програмите APP и PEPP, докато за операциите по по ELA няма споделяне на риска<sup>176</sup>. Някои автори считат този факт като нарушение на ДФЕС (Buiter, 2021). 80% покупките на ДЦК по тези програми са в балансите на НЦБ (всяка НЦБ купува книжата само на собственото си правителство), като кредитният риск не се споделя в Евросистемата. Рискът за останалите 20% от покупките по тези програми е споделен, като те се състоят от 10% покупки на ценни книжа на наднационални институции от ЕС и 10% покупки на ДЦК на държавите от еврозоната, извършени от ЕЦБ. Счетоводната практика в Евросистемата е ценните книжа, придобити по някои от програмите за покупки на активи, да бъдат отчитани в баланса на Евросистемата по цена на придобиване и да не се преоценяват, тъй като се водят в портфейл, в който ценните книжа се държат до падеж. Загуба или печалба се отчита при падежа на ДЦК или в момента на тяхната продажба. Във възходящия лихвен цикъл, в който в момента се намира паричната политика на ЕЦБ, ще се наблюдава нарастване на доходностите на ценните книжа и съответно понижаване на цените им, което при други равни условия би трябвало да доведе до съществени неочетени преоценки в балансите на НЦБ от Евросистемата. При нарастващи лихвени проценти НЦБ ще продължават да отчитат отрицателен доход по активите си, свързан със закупени ценни книжа с фиксирана отрицателна доходност, но същевременно трябва да плащат на Евросистемата размера на лихвения процент по основните операции по рефинансиране. Това ще води до натрупване на загуби в балансите на НЦБ паралелно с повишаването на референтните лихвени проценти на ЕЦБ. Счетоводното покриване на тези загуби не е изяснено в Статута на ЕСЦБ и ЕЦБ. Съгласно член 32.4 от Статута УС на ЕЦБ „може да вземе решение националните централни банки да бъдат обезщетени за разходите във връзка с емитирането на банкноти или при извънредни обстоятелства – за специфични загуби, възникващи от операции по паричната политика, извършвани за ЕСЦБ. Обезщетението е във форма, смятана за подходяща, според преценката на Управителния съвет; тези суми могат да бъдат прихванати срещу паричния доход на националните централни банки.“ Подобен прецедент има през 2009 г. когато УС на ЕЦБ решава, че загубите на централните банки на Германия, Холандия и Люксембург ще бъдат споделени в Евросистемата, тъй като са свързани с изпълнението на паричната политика. Това на практика би могло да означава, че в бъдеще, ако БНБ стане член на Евросистемата, може да понесе загуби от дейността на Евросистемата преди БНБ да е била нейн член.

<sup>175</sup> Подобни предупреждения към октомври 2022 г. са направили НЦБ на Холандия и Белгия. Виж пресъобщенията на холандската централна банка <https://www.dnb.nl/en/general-news/nieuwsberichten-2022/dnb-foresees-deterioration-of-capital-position/> и белгийската централна банка [https://www.nbb.be/doc/ts/enterprise/press/2022/marketrelease\\_nbb\\_21092022.pdf](https://www.nbb.be/doc/ts/enterprise/press/2022/marketrelease_nbb_21092022.pdf).

<sup>176</sup> Виж точка 2.2.4

Много по-големи загуби биха могли да възникнат при потенциална неплатежоспособност на някоя от държавите в еврозоната. Балансът на Евросистемата се разширява съществено след 2006 г. Размерът на консолидираният годишен баланс на Евросистемата се повишава от 13% от БВП на еврозоната в края на 2006 г. до 70% от БВП през 2021 г., като основен принос за нарастването имат покупките на ДЦК по програмите APP и PEPP. Тъй като основната част от кредитния риск за тези покупки не е споделен и е за сметка на НЦБ, а те нямат контрол върху паричната база, невъзможност на държавата да обслужва задълженията си може да доведе до неплатежоспособност на централната ѝ банка (Buiter, 2020)<sup>177</sup>. Фалитът на отделна НЦБ същевременно няма да води до загуби за другите банки в Евросистемата. В този случай министерството на финансите на съответната държава трябва да покрие загубите на НЦБ, но това не е вероятен сценарий, тъй като то вече ще е пропуснало плащане по дълга си. Вероятно е Евросистемата да не допусне фалит на НЦБ, като вземе решение *ex post* за спасителен план, което от своя страна може да доведе политически натиск за напускане на еврозоната на някоя държава, която няма да може да постигне вътрешен политически консенсус за спасяването на чуждо правителство. Възможен счетоводен вариант е да бъде взето решение загубите да се покриват от бъдещи печалби на НЦБ, но той също е свързан със съществени политически рискове. Един от съществените негативни ефекти за баланса на Евросистемата при хипотетичен случай на разпадане на еврозоната ще бъде свързан с експозициите на НЦБ в платежната система Target 2 (Sinn, 2020)<sup>178</sup>. При напускане на еврозоната съответната НЦБ следва да изпълни задълженията си в тази платежна система. Към май 2022 г. задълженията на Италия и Испания са най-големи и възлизат съответно на 597 млрд. евро и 526 млрд. евро. В случай че съответната НЦБ не може да покрие своите задължения, загубите ще се разпределят в Евросистемата пропорционално на дяловете им в капитала на ЕЦБ.

### 5.3 Кредитор от последна инстанция

В условията на функционирация в страната паричен съвет БНБ има ограничена функция на кредитор от последна инстанция. Реализирането на системни рискове в банковата система е възможно да създаде недостиг на ликвидност, който да надвиши потенциала на БНБ за отпускане на обезпечени кредити в левове на платежоспособни банки (виж точка 3.2.3.). В такива случаи правителството на България може да предостави ликвидна подкрепа на платежоспособните банки, която следва да е в съответствие с правилата на ЕС за държавните помощи<sup>179</sup>. При прилагане на такъв подход за предоставяне на ликвидност на банки се прехвърля кредитен риск в държавния бюджет. Поради тази причина ограничената функция на БНБ като кредитор от последна инстанция създава необходимост от поддържане на значителни ликвидни буфери (виж графика ...) в банковата система, осигурявани включително чрез висока норма на ЗМР и консервативни надзорни регулатации.

<sup>177</sup> Buiter, W. (2020): "Central Banks as Fiscal Players: The Drivers of Fiscal and Monetary Policy Space", Cambridge University Press.

<sup>178</sup> Sinn, H. W. (2020). "The Economics of Target Balances: From Lehman to Corona"

<sup>179</sup> На 29.06.2014 г. Република България отпусна индивидуална държавна помощ - ликвидна подкрепа на „Първа инвестиционна банка“ АД под формата на държавен депозит в размер на 1,2 млрд. лева. Поради ограничения, свързани с лимита на новопoет дълг съгласно Закона за държавния бюджет за 2014 г., тази помощ беше с краткосрочен срок от 5 месеца. В следствие на това МФ нотифицира пред Европейската комисия нова държавна помощ за преструктуриране в полза на „Първа инвестиционна банка“ АД. Планът за преструктуриране предвиждаше удължаване на срока на държавния депозит в размер на 900 млн. лева с максимален срок до 18 месеца (до 28 май 2016 г.). На 26.05.2016 г. Министерство на финансите съобщи, че „Първа инвестиционна банка“ АД е получила получената през 2014 г. държавна помощ в определения срок.

**Графика ... Съотношение на ликвидно покритие**



Забележка: Съношението на ликвидно покритие за банковата система се изчислява като съотношение между ликвидния буфер и нетните изходящи ликвидни потоци.

Източник: БНБ

При включване на БНБ в Евросистемата ограниченията по отношение на възможността за предоставяне на обезпечени кредити за ликвидни нужди на платежоспособни банки в България ще бъдат облекчени в голяма степен. Предоставянето на ликвидност ще се определя изцяло от количеството и качеството на наличното в банките обезпечение. Спрямо характеристиките на наличното обезпечение банките ще могат, в случай на нужда, да се възползват от достъпа им до стандартния инструмент на паричната политика - кредитното улеснение на ЕЦБ или до инструмента за спешна ликвидна помощ (ELA), който би се предоставил от БНБ (виж точка 2.2.4).

След началото на финансовата криза от 2008 г. ЕЦБ извършва промени в своята рамка за допустимо обезпечение с цел да посрещне нарасналите нужди от ликвидност на търговските банки и да осигури ефективното действие на трансмисионния механизъм на паричната политика. Тези промени включват разширяване на набора от допустими за обезпечение активи, намаление на минималния изискуем кредитен рейтинг за различните класове активи, както и промени в отбива (така нареченият "haircut") от цената на активите, служещи за обезпечение, в зависимост от техния кредитен рисък, като по този начин се цели да се ограничи натрупването на рисък в баланса на ЕЦБ, произтичащ от приемането на по-голям набор от по-рискови и по-малко ликвидни активи. Към момента наборът от допустими от ЕЦБ активи, служещи за обезпечение, варира от ДЦК до необезпечени банкови облигации, обезпечени с активи ценни книжа (ABS) и нетъргуеми активи, като вземания по кредити. Според Nyborg (2017)<sup>180</sup> в периода след кризата през 2008 г. се наблюдава тенденция на повишение на дела на залаганите от банките като обезпечение ABS, непокритите банкови облигации и други нетъргуеми активи с по-ниско кредитно качество в общото количество заложени обезпечения. В тази връзка ползите от промените в рамката на ЕЦБ за допустими обезпечения, водещи до ограничаване на рисковете за настъпване на ликвидна криза и до подобряване на трансмисията на паричната политика, следва да се съпоставят с разходите по отношение на повишения рисък в баланс на централната банка и потенциалните капиталови загуби.

<sup>180</sup> Nyborg, Kjell G. (2017), "Collateral frameworks: the open secret of central banks", Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press

Рамката на ЕЦБ за допустимото обезпечение определя и степента, до която функцията на кредитор от последна инстанция се предоставя чрез редовни кредитни операции на паричната политика на ЕЦБ или чрез ELA от националната централна банка (НЦБ). В случай че нуждаещата се от ликвидни средства платежоспособна банка няма достатъчно качествено обезпечение, за да се възползва от кредитното улеснение на ЕЦБ, тя може да поиска предоставяне на спешна ликвидна помощ от НЦБ, която определя параметрите на необходимото обезпечение. Отговорността за предоставянето на ELA ще се носи изцяло от НЦБ, като това означава, че всички разходи и рисковете, произтичащи от предоставянето на ELA, се поемат от НЦБ.

Присъединяването на България към еврозоната ще облекчи ограниченията по отношение на достъпа на платежоспособните банки в страната до ликвидна помощ в случай на нужда. Може да се очаква също, че достъпът на банките до кредитното улеснение на ЕЦБ и до ELA ще намали стимулите им за поддържане на висококачествени ликвидни активи спрямо текущото им ниво, което надвишава регуляторните изисквания.

#### **5.4 Фискална рамка на Република България (по-засилено наблюдение и координация) – МФ**

**Пряко ограничение под формата на по-твърди правила пред бюджетните решения**

#### **Ограничение чрез набора от инструменти за финансиране**

#### **5.5 Лихвени проценти – БНБ**

С присъединяването на България към еврозоната паричната политика на ЕЦБ ще се пренася към България по-бързо и по-пряко, отколкото в условията на паричен съвет. С присъединяването на България към общата валутна зона банките в България ще участват в основните операции по рефинансиране на ЕЦБ, чрез които ЕЦБ оказва влияние върху краткосрочните лихвени проценти в еврозоната и съответно върху условията на паричния пазар. Те ще имат достъп и до депозитното и кредитното улеснение, ще могат да участват в дългосрочните операции по рефинансиране на ЕЦБ, както и да се възползват от количествените облекчения, ако такива съществуват към момента на присъединяването.

Възможно е да има различна степен на пренасяне на паричната политика на ЕЦБ към лихвените проценти по кредитите в зависимост от това дали съответните лихвени проценти са обвързани директно с ЮРИБОР или с конкретен лихвен процент по депозитите и пренасянето да се реализира с известен времеви лаг. Също така е възможно да има различна степен на пренасяне в зависимост от матуритета на кредита, сектора на икономическа активност и размера на лихвения диференциал със средните нива за еврозоната. Изследване на Hüfner and Koske (2008)<sup>181</sup> например показва, че при по-голям първоначален спред със средните лихвени нива за еврозоната конвергенцията към тези нива се

<sup>181</sup> Hüfner, F. and I. Koske (2008): "The Euro Changeover in the Slovak Republic: Implications for Inflation and Interest Rates", OECD Economics Department Working Papers, No. 632.

случва по-бързо, отколкото при по-малък лихвен диференциал. Също така оценки за Словакия свидетелстват за по-бърза конвергенция на лихвените проценти по кредитите за нефинансови предприятия в сравнение с тези за домакинствата, както и на лихвените проценти по кредитите с по-дълъг матуритет.

Понижението на лихвените проценти по банковите продукти след приемането на еврото от други страни се обвързва с отстраняването на несигурността, произтичаща от валутния риск. В условията на паричния съвет в България този ефект се очаква да бъде незначителен, тъй като и в момента валутният риск е минимизиран благодарение на фиксирания валутен курс на лева към еврото от 1997 г. насам и институционалната рамка на дейността на централната банка, която гарантира неговото поддържане.

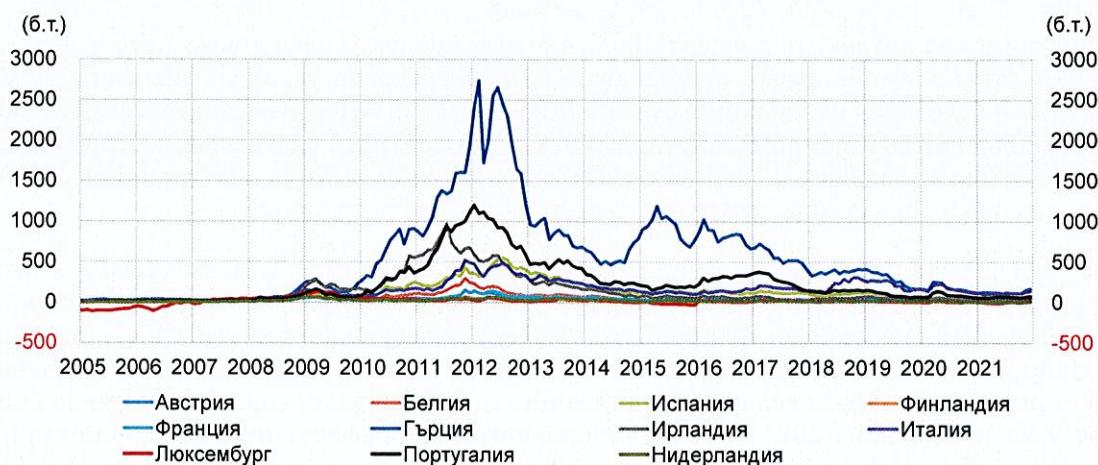
Освобождаването на част от депозитната база, поддържана като задължителен минимален резерв в БНБ, при равни други условия може да доведе до нарастване на кредитирането и понижение на лихвените проценти по кредитите основно в краткосрочен план, но ще допринася и за по-висока инфлация. По-ниските задължителни минимални резерви (1% от депозитната база след присъединяването към еврозоната спрямо ефективна ставка от 9.4% към края на 2021 г.) биха били равносилни на ефекти от експанзионистична парична политика, тъй като ще се освободи ликвидност, която текущо не може да се използва за кредитиране. При равни други условия освобождаването на определено количество пари, което е било поддържано като резерв в централната банка, ще доведе до нарастване на кредитирането и съответно до понижение на лихвените проценти по кредитите спрямо нивата им преди присъединяването. От друга страна вливането на допълнителни пари в икономиката е равносилно на увеличение на паричното предлагане, което съгласно количествената теория на парите може да се очаква да доведе до по-висок темп на инфлация, ако степента на разширяване на паричното предлагане изпреварва растежа на икономиката<sup>182</sup>.

Освен чрез освобождаването на част от депозитната база, в посока по-ниски лихвени проценти спрямо нивата, които преобладават към момента на присъединяването, ще действат и други фактори. Те са свързани най-вече с евентуална положителна оценка на пазарните участници за суверенния риск на страната, включително поради вероятно повишение на кредитния рейтинг на България от страна на рейтинговите агенции, което при равни други условия ще рефлектира в намаление на премията за кредитен рисков. Действието на този ефект може да се очаква да бъде ограничено във времето.

<sup>182</sup> Friedman, M., (1956): "The Quantity Theory of Money: A Restatement" in Studies in the Quantity Theory of Money, edited by M. Friedman. Reprinted in M. Friedman The Optimum Quantity of Money (2005), pp. 51-67.

**Граф. 5-1:**

Спредове на доходност по 10-г. ДЦК на „старите“ държави членки на еврозоната спрямо ДЦК на Германия



Източник: ЕЦБ.

Суверенният риск и съответно премията за кредитен риск се влияят в значителна степен и от други фактори, като устойчивост на фискалната позиция, показатели като бюджетен дефицит и държавен дълг, икономически растеж, стабилност на финансова система и други макроикономически индикатори. Историята показва, че преди глобалната финансова и икономическа криза от 2008-2009 г. доходностите по дългосрочните облигации на „старите“ държави-членки на еврозоната се движеха в сравнително тесни граници, а спредовете им с ДЦК на Германия бяха незначителни (вж. Граф.5-4 1). Ниските нива на спредовете отразяваха липсата на съществено разграничение от страна на пазарните участници на рисковете, произтичащи от различните фискални позиции на държавите 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 повлияха за постепенно повишаване на спредовете по ДЦК. През периода 2009 - 2012 г. дълговата криза в еврозоната промени съществено оценката на риска за отделните страни, като спредовете на доходностите по ДЦК се повишиха 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 започна 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. Същевременно в периода 2015 -2021 г. се наблюдаваше съществено свиване на спредовете на доходност по ДЦК на държавите в еврозоната под влияние на значителните покупки на ценни книжа на публичния сектор по линия на Програмата за закупуване на публични активи (PSPP) от 2015 г. и Програмата за закупуване на активи в условията на извънредна ситуация, причинена от пандемия (PEPP) от 2020 г.

Включването на българския лев във валутно-курсовия механизъм ERM II и присъединяването на България към така наречения банков съюз създават очаквания сред пазарните участници за предстоящо присъединяване на България към еврозоната, като е вероятно тези очаквания да са вече частично инкорпорирани в цената на финансиране на публичния и частния сектор..

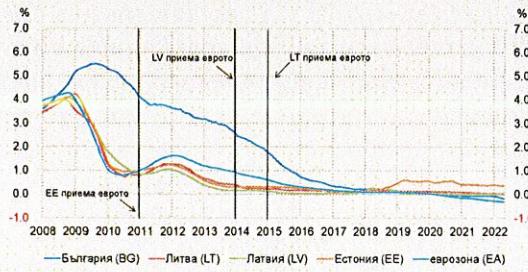
Лихвеният диференциал спрямо еврозоната до голяма степен отразява фактори от локален характер, но поради високата степен на отвореност на българската икономика и силната търговска обвързаност с общата валутна зона динамиката на лихвените проценти в България (по депозити, по кредити и доходности по ДЦК) следва общите тенденции в еврозоната (виж Каре „Преглед на динамиката на лихвените проценти в България и най-новите държави-членки на еврозоната“).

### **Преглед на динамиката на лихвените проценти в България и най-новите държави-членки на еврозоната**

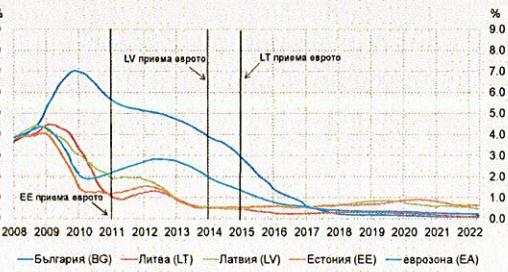
Анализът на потенциалните ефекти от присъединяването на България към еврозоната върху лихвените проценти може да бъде задълбочен с исторически преглед на динамиката на лихвените проценти по депозитите, кредитите и дългосрочните ДЦК в България и най-новите държави-членки на еврозоната – Литва, Латвия и Естония. Този сравнителен анализ е подходящ 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 (фиксирани валутни курс към еврото), а в Латвия – на квази паричен съвет, с фиксиран валутен курс към еврото и допустим коридор на отклонение от +/- 1%.

В исторически план 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 (виж Графика 2 и Графика 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 със средните за 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 със средните лихви 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 със средните лихвени нива в еврозоната 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 паричната политика на ЕЦБ и от високата ликвидност в българската банкова система.

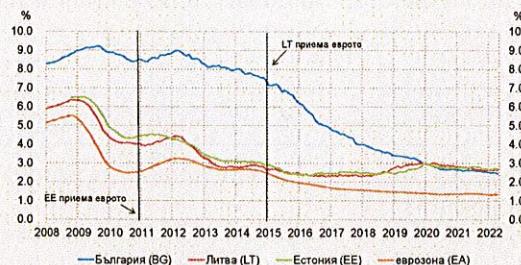
**Граф. 2: Лихвени проценти по нови депозити на НФП**



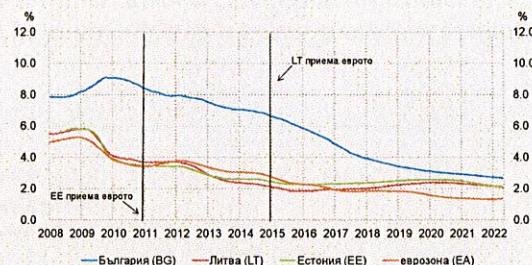
**Граф. 3: Лихвени проценти по нови депозити на домакинства**



Граф. 4: Лихвени проценти по нови кредити на НФП



Граф. 5: Лихвени проценти по нови жилищни кредити



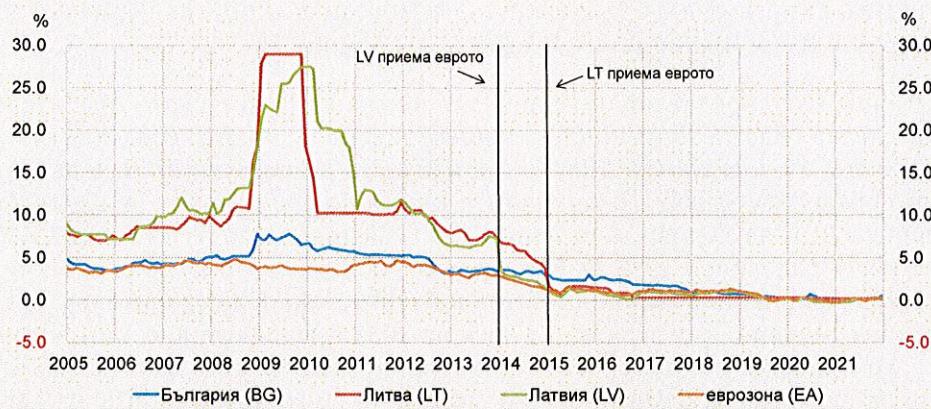
Забележка: Представените на графиките лихвени проценти за еврозоната, Естония, Литва и България са годишни претеглени лихвени проценти по депозити и кредити за всички мaturитети в евро. Съответно за България са представени годишни претеглени лихвени проценти по депозити и кредити за всички мaturитети в евро и местна валута.

Източници: БНБ, ЕЦБ.

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 (виж Графика 4 и Графика 5). В България, както при лихвените проценти по депозитите, така и при тези по кредитите в периода 2009 г. – 2010 г. спредовете със средните нива за еврозоната са значителни и в определени месеци надхвърлят 5 процентни пункта при ипотечните кредити и 6 процентни пункта при тези за нефинансови предприятия. През следващите години тенденцията е към трайно понижение и свиване на спредовете, като към края на 2021 г. спредът между лихвените проценти по новите фирмени кредити в България и еврозоната е 1.2 процентни пункта и е на исторически най-ниското си равнище. Същевременно през 2020 г. и 2021 г. лихвите по новите кредити за предприятия в България са по-ниски от 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. Както и при лихвените проценти по новите кредити за предприятия, така и при ипотечните кредити към края на 2021 г. спредът със средните лихвени нива 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 държави-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 средните за еврозоната. Лихвените проценти по кредитите следват дългогодишна тенденция на понижение и свиване на спредовете със средните лихви в еврозоната, 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 държави членки на еврозоната, към 2021 г. не се открояват значителни различия.

Граф. 6: Дългосрочен лихвен процент за оценка на степента на конвергенция



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



Прегледът на динамиката на доходността по 10-годишните правителствени облигации в балтийските държави (Литва и Латвия<sup>183</sup>) показва, че в периода непосредствено след присъединяването им към ЕС и валутно-курсовия механизъм ERM II доходността по 10-годишните им ДЦК е над средната доходност в еврозоната (виж Графика 6). 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“ държави 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 предприетите от ЕЦБ нестандартни мерки, включително програмите за закупуване на ДЦК,

<sup>183</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.

повлиява за намаляване на напрежението на финансовите пазари. 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 (виж Графика 6 и Графика 7).

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.<sup>184</sup> В периода 2014 г. – 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 средноевропейските равнища. 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.

### 5.5.1 Кредитен рейтинг и обслужване на дълга – МФ

## 5.6 Инфлация – БНБ

Присъединяването към Икономическия и паричен съюз (ИПС) е свързано с преизчисление от лева в евро на всички цени, което ще се извършва чрез прилагането на неотменено 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, т.e. 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.e. 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. Освен това, 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.e. конкуренцията, както и въвеждането на изисквания за задължително обозначаване на цените едновременно в лева и евро за определен период от време преди и след приемането на еврото. Въпреки това, има фактори, които могат да допринесат 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 произтича от:

(1) закръгляване на цените в посока нагоре до достигане на 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

<sup>184</sup> Това най-вероятно е частично свързано със събитията около изпадането в несъстоятелност на „Корпоративна търговска банка“ АД.

да подценяват разходите за закупените продукти. Освен това, продавачите се стремят нивото на цените да е практично от гледна точка на това да не води до използването на прекалено много монети и банкноти за връщане на ресто;

(2) прехвърляне на разходите на фирмите за превалутиране върху потребителите. Такива разходи могат да възникнат поради необходимостта за: (i) промяна на ценовите листи и изискването за двойно обозначение на цените в лева и евро от страна на търговците<sup>185</sup>; (ii) поддържане на касови наличности едновременно в лева и евро; (iii) разходи за софтуер и други ИТ услуги, включително по линия на адаптиране на информационните системи и промяна на публикувани реклами материали на интернет старниците на търговците;

(3) т.нар. ефект на „рационално невнимание“ (rational inattention) на потребителите. След въвеждането на еврото и изтичането на периода на двойно обозначаване на цените, част от потребителите престават да 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)<sup>186</sup>.

(4) 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<sup>187</sup>. На макроикономическо ниво честотата на обновяване на цените е корелирана с размера на инфлацията, като в повечето случаи връзката е положителна<sup>188</sup>. 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,

<sup>185</sup> Националният план за въвеждане на еврото предвижда публичните предприятия и администрация, както и нефинансовите предприятия да трябва задължително да прилагат двойно обозначаване на цените, като изискването ще влезе в сила 30 дни след решението на Съвета на ЕС за неотменимо фиксиране на курса между лева и еврото и ще бъде в сила до 12 месеца след деня на приемането на страната в еврозоната.

<sup>186</sup> Ehrmann, M. (2006): Rational Inattention, Inflation Developments and Perceptions After the Euro Cash Changeover. ECB Working Paper Series, No. 588.

<sup>187</sup> Честотата на промяна на цените зависи както от прилаганите от фирмите стратегии за ценообразуване (например, „следване на политиката на конкурентите“, „определяне на цените на база на разходите и маржа на печалбата“), така и от фактори по линия на макроикономическата среда (динамиката на съвкупното търсене, цените на основни суровини, финансовите разходи и равнището на инфлация). Според проведено от БНБ проучване на механизмите за определяне на цените и заплатите в предприятията от нефинансовия сектор в България в периода септември – октомври 2009 г., около 52.3% от фирмите нямат фиксирана схема на промяна на цените, около 17.0% променят цените веднъж годишно, 24.0% по-често от веднъж в годината и 6.7% по-рядко от веднъж годишно. При друго изследване, обхващащо периода след Глобалната финансова криза (2010-2013 г.) резултатите показват намаляване на честота на промяна на цените – около 34.5% от фирмите отбележват, че променят цените веднъж годишно, а 35.9% правят това по-рядко. За повече информация виж:

Vladova, Z. (2012): „Survey Evidence on Price-setting Behaviour of Firms in Bulgaria“, BNB Discussion Papers DP/89/2012.

Paskaleva, D. (2016): „Labour Cost and Price Adjustment Practices of Bulgarian Firms in the Period 2009–2013“, BNB Discussion Papers DP/101/2016.

<sup>188</sup> За повече информация относно тази зависимост виж:

Galí, J. (2015): „Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework and Its Applications Second edition“, Economics Books, Princeton University Press, edition 2, number 10495.

Sbordone, A., A. Tambalotti, K. Rao and K. Walsh (2010): „Policy Analysis Using DSGE Models: An Introduction“, FRBNY Economic Policy Review / October 2010

отколкото в периода когато само част от компаниите в икономиката променят цените (Folkertsma, 2001)<sup>189</sup>.

(5) целенасочени действия на някои фирми да увеличат маржа на печалбата си, докато домакинствата свикват с новата валута.

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 възприятията на домакинствата за инфляцията. Такива мерки са например задължението на бизнеса за определен период от време (преди и след приемането на еврото) да показва цените в търговската мрежа както в евро, така и в левове; провеждане на информационни и разяснятелни 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. В резултат на това, в този раздел е възприет подхода за оценка на потенциалните ефекти от преизчислението на цените чрез проучване на опита на държавите-членки на еврозоната.

Друго направление, по което присъединяването към еврозоната е възможно да окаже влияние върху инфляцията в България, е по линия на промяната на трансмисионния механизъм на паричната политика на ЕЦБ и включването в него на ефектите от политиката на количествени улеснения. Тази политика е от скоро в инструментариума на ЕЦБ (Andrade, Breckenfelder, Fiore, Karadi, Tristani, 2016)<sup>190</sup> и нейните ефекти върху икономиките на присъединяващите се в ИПС държави не е добре проучена в научната литература. Затова потенциалните ефекти за инфляцията в България от промяна в трансмисионния механизъм са представени дескриптивно.

#### **Преглед на опита на държавите-членки на еврозоната по отношение на ефектите от преизчислението от местна валута в евро на цените върху инфляцията**

Изследвания на база страните, които вече са въвели еврото, показват, че основните проприфлационни рискове от преизчислението на цените произтичат по линия на търговската практика за закръгляване на цените. Механичното прилагане на определения фиксиран валутен курс за превалутиране 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 закръглянето често не е симетрично (т.е. понякога нагоре и понякога надолу), а изместено преобладаващо в посока нагоре. Aucremanne и Cornille (2001)<sup>191</sup> и Folkertsma et al. (2002)<sup>192</sup> се опитват да оценят ефектите от тази търговска практика върху инфляцията 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 инф-

<sup>189</sup> Folkertsma, C. K. (2001): „The Euro and Psychological Prices: Simulations of the Worst-Case Scenario”, De Economist, 150(1), 19-40.

<sup>190</sup> Andrade, P., J. Breckenfelder, F., De Fiore, P. Karadi, O. Tristani (2016): The ECB's asset purchase programme: an early assessment, Working Paper No 1956, European Central Bank

<sup>191</sup> Aucremanne L., and D. Cornille (2001): Attractive Prices and Euro-rounding Effects on Inflation, Working Paper, No. 17, National Bank of Belgium, Bruxelles.

<sup>192</sup> Folkertsma, C. K., C. van Renselaar, and A. C. M. Stokman (2002): Smooth Euro Changeover, Higher Prices? Results of a Survey Among Dutch Retailers, Research memorandum, No. 682, De Nederlandsche Bank, Amsterdam.

лацията могат да възлязат на 0.7 пр.п. Анализът, който Folkertsma et al. (2002) извършва след въвеждането на еврото, показва, че действителният ефект върху инфляцията в Нидерландия е в диапазона от 0.2 до 0.4 пр.п., като две трети от него се дължи на ефекта от закръгяването 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 преизчисляване 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)<sup>193</sup> установява, че колкото по-лесен и удобен за използване е избраният валутен курс за преизчисление на цените, толкова по-малък е инфационният 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 динамиката на инфляцията във всеки един момент влияние оказват множество други фактори. Например, в началото на 2002 г. в голяма част от държавите от еврозоната се наблюдава повишение на инфляцията 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 и проявленето 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, чийто 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 инфляция 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>194</sup>, ефектът от това върху инфляцията през месеците около преизчислението (т.е. декември 2001 г. и януари 2002 г.) е в размер на 0.1-0.3 пр.п. Други изследвания по темата, които се фокусират върху отделни държави, показват, че въвеждането на еврото е допринесло за 0.2 пр.п. по-висока инфляция във Франция, Белгия и Португалия; 0.3 пр.п. в Германия и между 0.1-0.6 пр.п. по-висока инфляция в Италия (виж Error! Reference source not found.). По отношение на

<sup>193</sup> Ehrmann, M. (2011): Inflation developments and perceptions after the euro cash changeover, German Economic Review, Vol. 12(1), pp. 33-58.

<sup>194</sup> За повече информация виж: 'News Release 69/2003', Eurostat, June 2003

НСЧ, горната граница на оценените от Евростат ефекти от преизчислението на цените върху инфляцията е 0.3 пр.п.

Табл. 5-1:

Оценки на ефекта от преизчислението на цените от местна валута в евро върху инфляцията

Автор и година на изследването	Държава	Период (месяц/година)	Оценен ефект върху ХИПЦ инфляцията (пр. п.)
<b>Стари страни членки на ИПС</b>			
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)	Еврозона	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)	Еврозона	7/2001 - 7/2002	0.34
F. Mostacci, R. Sabbatini (2008)	Италия	12/2001 - 12/2002	0.1 - 0.6
J. Sturm, U. Fritzsche, M. Graff, M. Lamla, S. Lein, V. Nitsch, D. Liechti, D. Triet (2009)	Еврозона	12/2001 - 1/2002	0.05 - 0.23
<b>Нови страни членки на ИПС</b>			
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. Rõõm, 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 пр.п. (Hüfner and Koske, 2008<sup>195</sup>). В същото време изследването на Sturm и неговите съавтори (2009)<sup>196</sup> установява, че въвеждането на еврото е допринесло за по-висока инфляция в държавите-членки на еврозоната в диапазона от 0.05 до 0.23 пр.п. 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

<sup>195</sup> Hüfner, F., and I. Koske (2008): The Euro Changeover in the Slovak Republic: Implications for Inflation and Interest Rates, OECD Economics Department Working Papers, No. 632, OECD, Paris.

<sup>196</sup> Sturm, J-E., U. Fritzsche, M. Graff, M. Lamla, S. Lein, V. Nitsch, D. Liechti, and D. Triet (2009): The Euro and Prices: Changeover-related Inflation and Price Convergence in the Euro Area, European Economy Economic Papers, No. 381, European Commission, Bruxelles.

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>197</sup>. Също така, колкото по-висока е степента на конкуренция на продуктовите пазари, толкова по-слаб е проинфлационният ефект от въвеждането на еврото (Eife, 2006)<sup>198</sup>.

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 инфляция е сравнително малък. В научната литература до подобни изводи достигат авторите, изследващи както старите, така и новите държави-членки на еврозоната. На **Error! Reference source not found.** е показано, че в повечето държави превалутирането води до поскъпване на услугите на ресторантите, кафенетата и други подобни заведения. В групата на старите държави-членки на ИПС най-значително повишение в цените на тези услуги на месечна база е отчетено в Нидерландия (3.5%), Германия (2.2%) и Финландия (2.0%). Според Hobijn (2006)<sup>199</sup> тези развития 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 превалутирането на цените.

**Табл. 5-2:**  
Групи стоки и услуги, при които се наблюдава по-съществено поскъпване вследствие на преизчислението на цените от местна валута в евро

Държава	Продуктова група
Еврозона	Почистване, ремонт и отдаване под наем на облекло
	Ремонт на аудио-визуална, фотографска и информационна техника
	Ресторанти, кафенета и други подобни
	Фризьорски салони и салони за козметика
Белгия	Ресторанти, кафенета и други подобни
	Плодове
	Събиране на отпадъци
	Услуги за поддръжка и ремонт на жилището
	Развлекателни и спортни услуги
Финландия	Ресторанти, кафенета и други подобни
	Почистване, ремонт и отдаване под наем на облекло
	Ремонт на аудио-визуална, фотографска и информационна техника
	Вестници и периодични издания
	Ресторанти, кафенета и други подобни
Франция	Фризьорски салони и салони за козметика
	Почистване, ремонт и отдаване под наем на облекло
	Ремонт на аудио-визуална, фотографска и информационна техника
	Ресторанти, кафенета и други подобни
Германия	Почистване, ремонт и отдаване под наем на облекло
	Ремонт на аудио-визуална, фотографска и информационна техника
	Ресторанти, кафенета и други подобни

<sup>197</sup> Сред старите държави членки на ИПС този подход е бил въведен в Австрия, Финландия, Гърция и Португалия. За повече информация виж Hüfner and Koske (2008).

<sup>198</sup> 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.

<sup>199</sup> Hobijn, B., F. Ravenna, and A. Tambalotti (2006): Menu Costs at Work: Restaurant Prices and the Introduction of the Euro, Quarterly Journal of Economics, Vol. 121(3), pp. 1103-1131.

	Ресторанти, кафенета и други подобни
	Фризьорски салони и салони за козметика
Ирландия	Развлекателни и спортни услуги
Италия	Сухопътен превоз на пътници
Нидерландия	Финансови услуги, некласифицирани другаде
	Мотоциклети, велосипеди
Испания	Други услуги по поддържане на лични транспортни средства
	Градинарство и цветарство
	Фризьорски салони и салони за козметика
	Ресторанти, кафенета и други подобни
	Обувки включително попрвака
Словения	Ремонт на битова техника
	Транспортни услуги
	Развлекателни и спортни услуги
	Храни и безалкохолни напитки
	Транспортни услуги
Словакия	Лекарствени продукти и медицински изделия
	Ресторанти, кафенета и други подобни
	Услуги за поддръжка и ремонт на жилището
	Почистване, ремонт и отдаване под наем на облекло
	Развлекателни и спортни услуги
Естония	Обществено хранене
	Фризьорски салони и салони за козметика
	Услуги за поддръжка и ремонт на жилището
	Ремонт на битова техника
Латвия	Стоматологични услуги
	Ресторанти, кафенета и други подобни
	Фризьорски салони и салони за козметика
	Столове за хранене
Литва	Наеми за жилища
	Фризьорски салони и салони за козметика
	Услуги за поддръжка и ремонт на жилището

Забележка:

Таблицата е конструирана на база публикуваните в научната литература изследвания, представени в Error! Reference source not found..

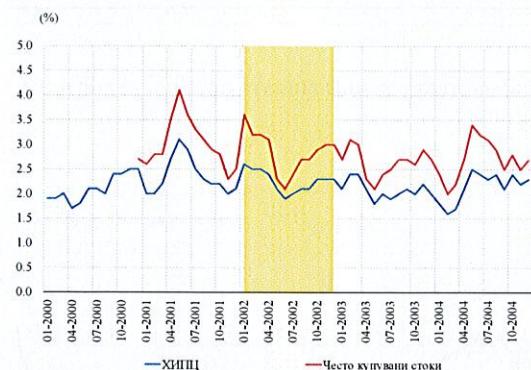
По отношение на хранителните продукти и промишлените стоки в повечето от изследванията държави като цяло не се установява значително повишение на техните цени в резултат от смяната на паричната единица (ECB, 2003)<sup>200</sup>. Въпреки това, по подгрупи храни и промишлени стоки по-силно изразено нарастване 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 (виж Граф. 5-6 и Граф 5-7). От друга страна, има тенденция цените на продуктите с по-висока пазарна цена, като например дълготрайните потреби-

<sup>200</sup> European Central Bank (2003): Effects of the Introduction of the Euro Banknotes and Coins on Consumer Prices, Annual Report 2002, pp. 40-42.

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

**Граф. 5-2:**

Годишен темп на изменение на ХИПЦ и на цените на най-често купуваните стоки

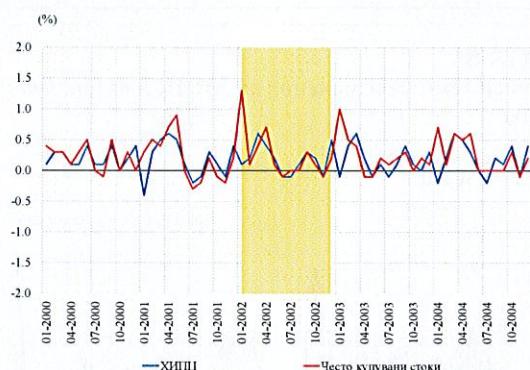


Забележка: Защрихованата в жълто област показва годината на въвеждане на еврото. Индексът на цените на най-често купуваните стоки е конструиран въз основа на [дефиниция на Евростат](#).

Източник: Евростат, собствени изчисления

**Граф. 5-7:**

Месечен темп на изменение на ХИПЦ и на цените на най-често купуваните стоки



### 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 Граф. 5-8, на която са съпоставени годишните темпове на изменение на ХИПЦ и възприятието на домакинствата за инфлацията<sup>201</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)<sup>202</sup> основната причина за това се дължи на обстоятелството, че домакинствата обикновено формират своите възприятия за нивата на инфлация по тенденциите на цените на най-често купува-

<sup>201</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. Данныте 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 следния 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 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 повишили през последните дванадесет месеца), но не и за нивото на инфлацията според потребителите.

<sup>202</sup> 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.

ните 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)<sup>203</sup> 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 отадено на въвеждането на еврото.

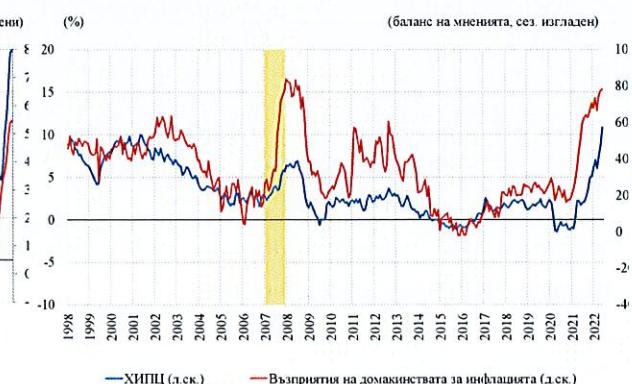
**Граф. 5-8:**

Годишен темп на изменение на ХИПЦ и възприятия на домакинствата за инфлацията през последните 12 месеца

(а) Еврозона



(б) Словения



(в) Словакия



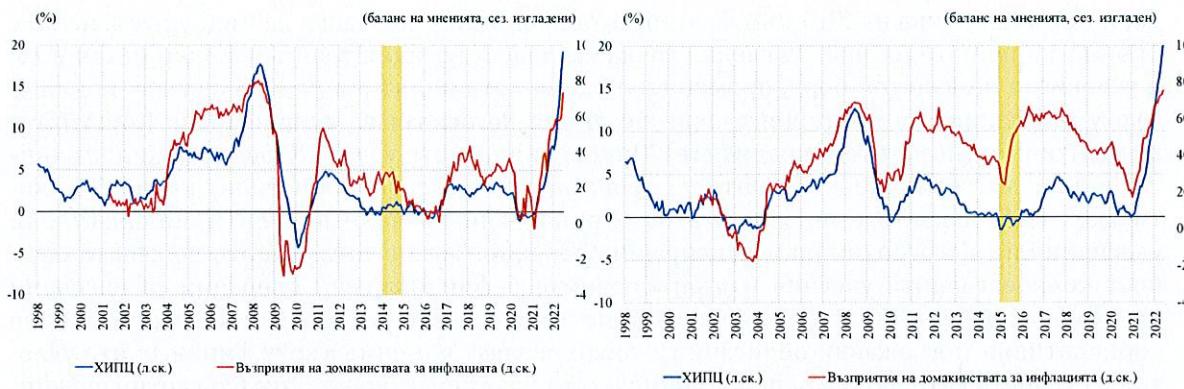
(г) Естония



(д) Латвия

(д) Литва

<sup>203</sup> Fluch, M., and H. Stix (2005): Perceived inflation in Austria – extent, explanations, effects, Oesterreichische Nationalbank Monetary Policy and the Economy, No. 3, pp. 22-47.



Забележка: Зашрихованите в жълто области показват годината на въвеждане на еврото в съответната страна

Източник: Евростат, ЕК, изчисления на БНБ

Други обяснения в литературата за разликите между действителната и възприеманата инфляция са свързани с: предварително формирани субективни нагласи у домакинствата за неизбежно покачване на цените след пристъединяване към еврозоната (Traut-Mattausch et al., 2004)<sup>204</sup>, повишаване на 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)<sup>205</sup>. Освен това Brachinger (2006) твърди, че увеличенията 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)<sup>206</sup>.

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 развития. В противен случай по-високите инфлационни очаквания биха оказали натиск за преддоговаряне на заплатите и съществуващите в икономиката договори, което е потенциален източник на рискове за ценовата стабилност. В допълнение, от ЕЦБ (2002)<sup>207</sup> отбелazzват, 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.

### **Ефекти върху инфляцията, предизвикани от промяна на трансмисията на парична-та политика на ЕЦБ**

В допълнение към еднократните ефекти от преизчисляването на цените и промяната в инфлационните очаквания на икономическите агенти, засилването на трансмисията на

<sup>204</sup> Traut-Mattausch, E., S. Schulz-Hardt, T. Greitemayer, and D. Frey (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, pp. 739-760.

<sup>205</sup> Lamla, M. J., and S. M. Lein (2015): Information rigidities, inflation perceptions, and the media: lessons from the euro cash changeover, Economic Inquiry, Vol. 53(1), pp. 9-22.

<sup>206</sup> Del Giovane, P., and R. Sabbatini (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), pp. 155-192.

<sup>207</sup> European Central Bank (2002): Recent developments in consumers' inflation perceptions, Monthly Bulletin, July, pp. 18-19.

паричната политика на ЕЦБ към българската икономика се очаква да бъде друг фактор с проинфлационно влияние. От гледна точка на съществуващия трансмисионен механизъм в условията на валутен борд, промените в паричната политика на ЕЦБ оказват влияние върху инфляцията в България главно по линия на цената на финансиране (лихвените проценти по депозитите и кредитите). Присъединяването към ИПС ще добави допълнителен канал за влияние в случаите на провеждане на експанзионистична парична политика от ЕЦБ, каквато е политиката на отрицателни лихвени проценти, количествени улеснения и дългосрочни рефинансиращи операции. Това е така, защото по своята същност количествените улеснения и дългосрочните рефинансиращи операции са насочени към увеличаване на банковото кредитиране и покупки на редица активи (включително корпоративни и държавни облигации), които оказват влияние върху финансовите условия в страната като цяло и едновременно с това разхлабват времевото бюджетно ограничение на икономическите агенти, което е предпоставка за по-силна икономическа активност и по-висока инфлация.

В допълнение към гореизброените ефекти, произтичащи от структурна промяна в трансмисионния механизъм за българската икономика в среда на количествени улеснения, влизането в еврозоната ще се отрази и в първоначално значително увеличаване на ликвидността в банковата система на България по линия на свиване на регуляторно дефинирания размер на депозитната база, върху която се начисляват задължителните минимални резерви, както и по линия на същественото намаление на ставката на задължителните минимални резерви. Освободената ликвидност е предпоставка за допълнително понижение на лихвените проценти по депозити и кредити в страната спрямо нивата им преди присъединяването към еврозоната. В тази връзка би могло да се очаква, че в икономиката ще се създадат стимули за увеличение на кредитирането, насярчаване на потребителското търсене и съответно натиск към повишение на потребителските цени. Силата на проинфлационния ефект ще се определя от редица фактори, като: икономическият цикъл в страната и свързаното с това търсене на кредити от частния сектор с цел потребление и инвестиции; политиката на банките за предлагане на кредитен ресурс и решението им каква част от освободената ликвидност да използват за отпускане на кредити и закупуване на алтернативни активи; прилагането на макропруденциални мерки<sup>208</sup>.

## 5.7 Външна търговия и инвестициите – МФ

### 5.7.1 Конкурентоспособност – БНБ

Икономическата теория за оптималните валутни зони, основаваща се на анализите на Mundell (1961)<sup>209</sup>, McKinnon (1963)<sup>210</sup> и Kenen (1969)<sup>211</sup>, предполага, че един от най-значимите позитивни ефекти от използването на обща валута е именно по линия на постигането на по-висок обем на външна търговия и инвестиции между държавите в

<sup>208</sup> Основната цел на използванието от БНБ макропруденциални мерки е ограничаване на рисковете за финансова стабилност в икономиката. Тъй като тези мерки обаче действат по линия на капиталовите и ликвидните буфери в банковата система, те косвено оказват влияние върху монетарните условия в страната.

<sup>209</sup> Mundell, R., (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", The American Economic Review, Sep., 1961, Vol. 51, № 4 (Sep., 1961), pp. 657-665.

<sup>210</sup> McKinnon, R., (1963), "Optimum Currency Areas", The American Economic Review, Sep., 1963, Vol. 53, № 4 (Sep., 1963), pp. 717-725.

<sup>211</sup> Kenen, P., (1969), "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View", R. Mundell and A. Swoboda eds, Monetary Problems of the International Economy, The University of Chicago Press, pp. 41-60.

съюза. Теорията предполага, че колкото по-голяма е търговската и финансова интеграция на конкретна страна с държавите от даден паричен съюз, толкова по-големи са потенциалните ползи от използването на обща валута.

Една от основните ползи от единната валута е свързана с премахването на валутния риск и разходите за хеджиране срещу него, а също и с по-ниските транзакционни разходи (виж Секция ...) – финансови и административни (Mongelli, 2002)<sup>212</sup>. От теоретична гледна точка повишената волатилност на валутния курс влияе неблагоприятно върху обема на външната търговия заради несигурността за приходите, изразени в месечна валута, и заради разходите, необходими за хеджиране срещу по-високия риск (Kenen, 1969; Cushman, 1983<sup>213</sup>; Akhtar and Hilton, 1984<sup>214</sup>). При международните транзакции обикновено има несъответствие между времето на доставка на стоките и момента на получаване на плащането от страна на износителите. Затова волатилността на валутния курс увеличава несигурността относно връзката между производствените разходи и приходите от продажби, когато и двете променливи са изразени в една и съща валута. Намаляването на транзакционните разходи при търговията и премахването на валутния риск след приемането на общата валута се предполага, че ще даде възможност малките и някои средни предприятия да започнат да изнасят продукцията си.<sup>215</sup> Тъй като тези разходи продължават да са налични при търговия със страни, използващи друга валута, износът на тези по-малки фирми се насоча към търговия основно в рамките на общата валутна зона. По този начин се получава определено изместване на търговията към страните участващи във валутния съюз. Елиминирането на валутния риск също така е предпоставка за понижение на рисковата премия, която инвеститорите биха очаквали, за да направят конкретна инвестиция в страната и съответно би могло да доведе до по-ниски лихвени проценти спрямо сценария със запазване на националната валута и до привличане на повече чуждестранни инвестиции. В допълнение сравнимостта и прозрачността на цените между отделните държави настърчават свободното и лесно движение на стоки и услуги във валутния съюз.

Оценяването на ефектите от въвеждането на еврото върху външната търговия с количествени методи може да бъде извършено само след като са минали поне няколко години от приемането на общата валута. Най-често използваният в литературата иконометричен модел за тази цел е гравитационният модел на външната търговия (*gravity model of international trade*), като почти всички оценки за реализираните ефекти от приемането на единната валута върху външната търговия и инвестициите от отделните държави-членки на еврозоната са изгответи с вариации на този модел.

В научната литература се срещат различни анализи по отношение на влиянието на общата валута върху търговията, показващи разнообразни резултати относно размера на ефекта. Първите статии, оценяващи ефекта на валутните съюзи върху външната търговия, стигат до заключението, че съществуват много големи положителни ефекти, но последвалата литература до голяма степен смекчава оптимизма от първоначалните изс-

<sup>212</sup> Mongelli, F., (2002) "New Views on the Optimal Currency Area Theory: What is EMU telling us?", European Central Bank Working Papers, № 138.

<sup>213</sup> Cushman, D., (1983). "The effects of real exchange rate risk on international trade", Journal of International Economics 15, pp. 45-63.

<sup>214</sup> Akhtar, M. and Hilton, R., (1984). "Exchange rate uncertainty and international trade: Some conceptual issues and new estimates for Germany and the United States", Reserve Bank of New York, Research Papers, № 8403.

<sup>215</sup> Baldwin, R. E., & Taglioni, D. (2004). Positive OCA criteria: microfoundations for the Rose effect. COE/RES Discussion Paper Series, (34).

ледвания. Първото изследване по тази тема е публикувано от Роуз (2000)<sup>216</sup>, като то показва, използвайки гравитационния модел върху панел от данни от 186 държави в периода от 1970 до 1990 г., че страните, споделящи една и съща валута, търгуват до три пъти повече от страните с различни валути и че нестабилността на обменния курс има отрицателен ефект върху търговията. Литературата след 2000 г. до голяма степен смекчава оптимизма от първоначалните изследвания - доказателствата за въздействието на приемането на еврото върху търговията не са устойчиви на различни иконометрични спецификации и извадки от данни и водят до смесени резултати (Gunnella et al., 2021<sup>217</sup>).

В последвалата след 2000 г. литература се идентифицират значителните проблеми при изчислението на ефектите от страна на Роуз (2000) и се подчертава необходимостта от контролиране в регресията на допълнителни детерминанти на двустранната търговия, като относителното ниво на търговските бариери или ненаблюдавани фактори, които са специфични за страната и времето. Вземайки предвид част от тези съображения, Glick и Rose (2002)<sup>218</sup> оценяват ефекта от използването на обща валута като по-малък, но все още много висок (около 100% увеличение). Micco et al. (2003 г.)<sup>219</sup> посочват, че резултатите за други валутни съюзи може да не се отнасят пряко за случая на еврозоната, тъй като те засягат бедни или много малки икономики, които не са напълно сравними с тези на страните от еврозоната. В статия, публикувана по случай отбележването на десетата годишнина на единната валута, Baldwin et al. (2008)<sup>220</sup> заключават, че позитивното въздействие на еврото върху търговията е сравнително ограничено, но статистически значимо и възлиза на около 2% покачване на търговията. В опит да изследват разликите между отделните валутни зони, Eicher и Henn (2011)<sup>221</sup> ги оценяват поотделно и заключват, че увеличението на търговията в случая на еврозоната е по-ниско, отколкото в случая на други валутни съюзи. В обновените си оценки Glick и Rose (2016)<sup>222</sup> отделят Икономическия и паричен съюз от други валутни зони, като по този начин допълнително намаляват очаквания ефект от приемане на еврото върху износа. Ако извадката от държави бъде намалена само до настоящи и потенциални бъдещи членове на ЕС (за разлика от глобалната извадка), ефектът на еврото върху износа става статистически незначим, дори отрицателен в определени периоди (Bukovšak et al., 2017<sup>223</sup>). Отклояват се и изследвания, които считат, че положителните ефекти за търговския обмен са в по-голяма степен резултат от членството в ЕС. Glick (2017)<sup>224</sup> анализира ефекта от присъединяването на дадена страна към ЕС, отделно от ефектите на други регионални търгов-

<sup>216</sup> Rose, A., (2000), "One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade", *Economic Policy*, 30, pp 9-45.

<sup>217</sup> Gunnella, V., Lebastard, L., Lopez-Garcia, P., Serafini, R., Mattioli, A., (2021) "The impact of the euro on trade: two decades into monetary union", *European Central Bank Occasional Paper Series*, № 283.

<sup>218</sup> Glick, R., and Rose, A., (2002), "Does a currency union affect trade? The time-series evidence", *European Economic Review*, 46, pp. 1125-1151.

<sup>219</sup> Micco, A., Stein, E., Ordoñez, G., (2003), "The Currency Union Effect on Trade: Early Evidence from EMU", *Economic Policy*, 18(37), pp. 315-356.

<sup>220</sup> Baldwin, R., Di Nino, V., Fontagné, L., De Santis, R., Taglioni, D. (2008), "Study on the impact of the euro on trade and foreign direct investment", *Economic Papers* № 321, European Commission.

<sup>221</sup> Eicher, T., Henn, C., (2011), "One Money, One Market: A Revised Benchmark", *Review of International Economics*, 19(3), pp. 419-435.

<sup>222</sup> Glick R. and Rose, A. (2016), "Currency Unions and trade: A post-EMU reassessment", *European Economic Review*, Vol. 87, Issue C, pp. 78-91.

<sup>223</sup> Bukovšak, M., Ćudina, A., Pavić, N., (2017), "Adoption of the Euro in Croatia: Possible Effects on International Trade and Investments", *Croatian National Bank, Surveys*, S-26.

<sup>224</sup> Glick, R., (2017), "Currency Unions and Regional Trade Agreements: EMU and EU Effects on Trade", *Comparative Economic Studies* 59 (2), pp. 194-209.

ски споразумения, надграждайки работата на Glick и Rose (2002 и 2016) и установява, че статистически значимият и положителен ефект от приемането на еврото върху търговията е значително по-малък от този от присъединяването към ЕС. В статията на Gunnella et al. (2021), фокусираща се върху ефектите от използването на еврото върху търговията през двадесетте години от въвеждането му, се оценява с помощта на гравитационен модел на външната търговия, че положителният ефект на еврото върху търговията варира средно между 4.3% и 6.3%, като величината е най-висока за вътрешнообщиностния износ на държавите, присъединили се към еврозоната след 2007 г. Изследването също така заключва, че използването на еврото задълбочава разпространението на производствените вериги в рамките на еврозоната, което подкрепя тезата за ендогенността на Оптималната валутна зона в икономическата теория.

Конкретни изследвания на структурно сходните до България държави, присъединили се към еврозоната след 2007 г. откриват предимно позитивни ефекти от въвеждането на еврото върху външната им търговия, но се обособява значимостта на режима на паричната политика преди приемането на еврото за значимостта и размера на получените резултати. Изследването на Lalinsky и Merikull (2021)<sup>225</sup> разглежда случая на Словакия и Естония и подчертава значението на канала на трансакционните разходи, свързан с нестабилността на обменния курс - по-голямата част от търговския ефект може да се отдаде на спестяванията от намаляването на колебливостта на обменния курс. Словакия и Естония са изложени по различен начин на намаляването на трансакционните разходи, причинени от въвеждането на еврото, тъй като имат различни парични политики, преди да приемат общата валута<sup>226</sup>. Преминаването към еврото има силен позитивен ефект върху износа за страна с плаващ обменен курс като Словакия, докато няма почти никакъв ефект за страна с фиксиран обменен курс към еврото като Естония. Изследване на Cieślik et al. (2012)<sup>227</sup> за Словения и Словакия показва, че присъединяването към еврозоната не е довело до статистически значимо увеличение на износа. Друго изследване за Словакия (Polyák, 2016)<sup>228</sup>, което сравнява представянето на износа спрямо този на Чехия заключва, че износьт в двете държави се развива до голяма степен успоредно, като положителните търговски ефекти от въвеждането на еврото в Словакия са умерени – до 5%. Изследване, прилагашо регресионен модел с панелни данни върху група от страни членки на еврозоната от Източна, Централна и Южна Европа – Кипър, Естония, Латвия, Литва, Малта, Словения и Словакия, показва настърчаване на търговията с 3.3% (износ и внос на стоки и услуги) след приемане на еврото (Vlahova-Veleva, 2020).<sup>229</sup>

Икономическите изследвания обръщат малко внимание на въпроса за ефекта от приемането на еврото върху оборота в туризма, но до голяма степен предполагат положителни последици от въвеждането на общата валута. Степента на тази връзка може да варира значително в зависимост от извадката на държавите, разглеждания период и използвания метод (както и в случая с търговията, най-често използваните методи за

<sup>225</sup> Lalinsky, T. and Merikull, J., (2021), "The Effect of the Single Currency on Exports: Comparative Firm-Level Evidence", International Journal of Central Banking, vol. 17(3), pp. 203-239.

<sup>226</sup> До присъединяването си към еврозоната Словакия оперира с управляем плаващ валутен курс с таргетиране на инфлацията, докато Естония оперира в условията на валутен борд от 1992 г., където естонската валута е първоначално обвързана с германската марка, а от 2002 г. нататък – с еврото. Естония се присъединява към ERM II през 2004 г., а Словакия – през 2005 г.

<sup>227</sup> Cieślik, A., Michałek, J., Michałek, A., (2013), "The Impact of the Common Currency on Exports of New EMU members: Firm-level Evidence for Slovenia and Slovakia", Equilibrium Quarterly Journal of Economics and Economic Policy", Volume 8, Issue 4, pp. 7-23.

<sup>228</sup> Polyák, O., (2016), "Euro Adoption and Export: A Case Study of the Czech Republic, Slovakia and Old EU Member States", Prague Economic Papers, Volume 25, № 4, pp. 1-17.

<sup>229</sup> Vlahova-Veleva, M. (2020). The Euro's effect on trade, Economic Thought, Bulgarian Academy of Sciences, 6, 46-65.

оценка са гравитационните модели). В допълнение оценката на ефектите е възпрепятствана от глобализацията на туристическия пазар (Bukovšak et al., 2017). Според част от изследвания, предвид големината на сектора и значителния обем на касовите операции влиянието на еврото върху възприятията на потребителите следва да има положително влияние при избора им на туристическа дестинация, с оглед например на по-добрата и по-лесна съпоставимост с други туристически дестинации в еврозоната и с намалените пътни и оперативни разходи<sup>230</sup>. Ефектът в България вероятно ще е по-ограничен в сравнение с други изследвани държави, присъединили се към еврозоната в предходни периоди, с оглед дългогодишното поддържане на фиксиран валутен курс на лева спрямо еврото. Изследването на Bukovšak et al. (2017) прави опит да анализира ефекта от приемането на еврото върху туризма в голяма част от държавите, приели общата валута след 2007 г., като на база на броя на туристическите нощувки очакваният позитивен ефект от общата валута не се материализира нито по отношение на промяната в тенденцията на растежа, нито по отношение на увеличаването на дела от туристическите нощувки от гражданите от други държави на еврозоната.

Необходимо е резултатите от описаните изследвания да се интерпретират внимателно. Както се подчертава в Agur et al. (2005)<sup>231</sup>, Dorrucchi et al. (2005)<sup>232</sup>, Baldwin et al. (2008) и Gunnella et al. (2021) процесът на европейска интеграция, започнал през 60-те години на миналия век, е дългосочен и все още продължава, което означава, че оценените ефекти от приемане на еврото могат да отразяват, поне частично, забавени ефекти от мерките, насочени към увеличаване на пазарната интеграция чрез единния пазар. През 1995 г. е създадена Световната търговска организация и много държави се присъединяват през следващото десетилетие, което води до намаляване на търговските бариери и отваряне на нови пазари за световната икономика, сред които и Китай (Gunnella et al., 2021). Този процес съвпада и с въвеждането на еврото през 1999 г. и затруднява изготвянето на надеждни количествени оценки за ефекта от въвеждане на еврото върху външната търговия и конкурентоспособността на първата вълна от държави, приели общата валута. В допълнение, приемането на еврото от втората вълна държави (2007 - 2015 г.) се случва относително скоро след присъединяването им към Европейския съюз през 2004 г. и съвпада с периода около глобалния търговски срив от 2009 г., което затруднява разграничаването на ефекта от приемането на общата валута.

Еврозоната никога не е била хомогенна група от държави по отношение на представянето на външната търговия и конкурентоспособността на износа и опитът на отделните държави след приемането на еврото е разнороден. След създаването на еврото има постоянни и стабилни различия в конкурентоспособността между отделните страни от еврозоната, което е широко обсъждано явление, особено след дълговата криза в Европа (Dieppe et al., 2012<sup>233</sup>). Конкурентоспособността няма еднозначна дефиниция, но най-често се разбира като способността за постигане на високи нива на производителност, което позволява на страната да плаща високи заплати, като същевременно поддържа адекватни нива на износ за осигуряване на балансирането на външната позиция на ико-

<sup>230</sup> Gil-Pareja et al. (2007), Santana-Gallego et al. (2016), Rudež & Bojneč (2008).

<sup>231</sup> Agur, I., Dorrucchi, E. and Mongelli, F., (2005), "What does European institutional integration tell us about trade integration?", European Central Bank Occasional Paper Series, № 40.

<sup>232</sup> Dorrucchi, E., Firpo, S., Fratzscher, M. and Mongelli, F., (2005), "The Path of European Institutional and Economic Integration: What Lessons for Latin America?", Journal of Economic Integration, Vol. 20, № 2.

<sup>233</sup> Dieppe, A., Dees, S., Jacquinot, P., Karlsson, T., Osbat, C., Özyurt, S., Vetlov, I., Jochem, A., Bragoudakis, Z., Sideris, D., Tello, P., Bricongne, J., Gaulier, G., Pisani, M., Papadopoulou, N., Micallef, B., Ajevskis, V., Brzoza-Brzezina, M., Gomes, S., Krekó, J., Vyskrabka, M., (2012), "Competitiveness and External Imbalances Within the Euro Area", European Central Bank Occasional Paper Series, № 139.

номиката (Световен икономически форум, 2015<sup>234</sup>). Конкурентоспособността не следва да се интерпретира просто като по-ниски заплати или по-ниски производствени разходи спрямо другите страни, защото тези фактори обхващат само част от. Най-общо могат да бъдат дефинирани два компонента на конкурентоспособността – ценова и неценова конкурентоспособност<sup>235</sup>. Комбинацията от тяхното влияние върху износа на дадена държава може да се наблюдава най-надеждно чрез изменението на пазарния дял на съответната държава в глобалната търговия. Нарастването на пазарния дял, при отчитане на продуктовата и географската структура на износа на дадена държава, е индикация за подобряване на конкурентните предимства на съответната държава, докато спадът на пазарния дял е индикация за загуба на конкурентоспособност.

Конкурентните предимства на отделните държави от еврозоната са по-скоро свързани със специфичните за тях характеристики, отколкото с използването на еврото. Съответно и опитът на отделните държави по отношение на развитието на търговията със стоки след приемането на еврото е различен и зависи от редица фактори, сред които могат да бъдат откроени конкретният период на приемане на еврото и глобалните икономически развития през него, структурните характеристики на отделните икономики и режимът им на парична политика преди влизането им в еврозоната (Bukovšak et al., 2017). Към 2021 г. при всички от старите държави-членки на еврозоната<sup>236</sup> се наблюдава спад на пазарния им дял в глобалната търговия със стоки спрямо 1999 г., когато е въведено еврото, като при някои държави този кумулативен спад достига до около 50%. Тази динамика обаче по-скоро се дължи на процеса на глобализация и разрастването на световните вериги за създаване на стойност, което е причината част от вътрешното производство в тези държави членки на еврозоната да бъде преместено към дестинации, където разходите за производство са по-ниски (Ivanova and Ivanov, 2017<sup>237</sup>).

<sup>234</sup> Световен икономически форум, (2015), “Global Competitiveness Report”.

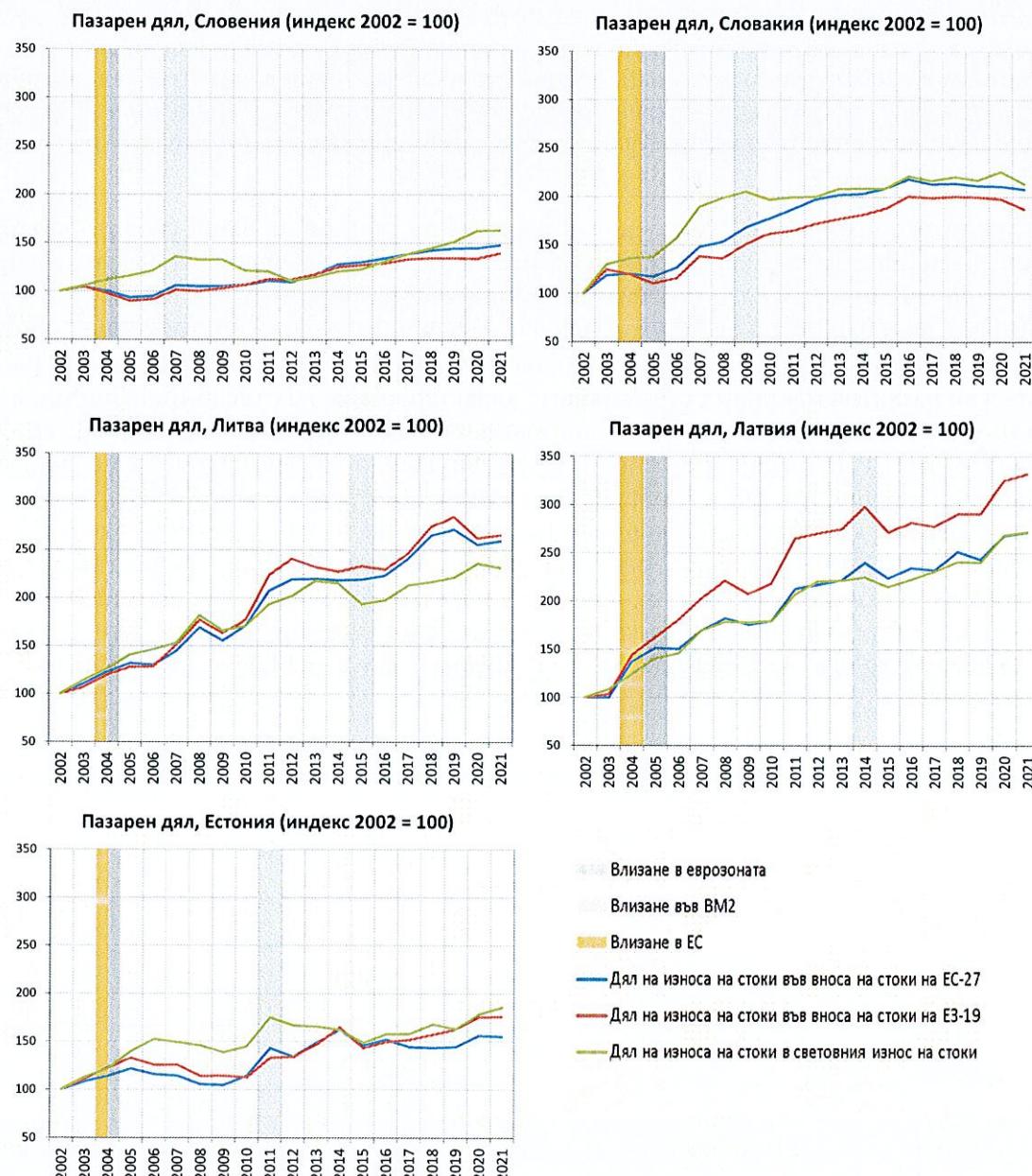
<sup>235</sup> Могат да бъдат посочени редица неценови измерения на конкурентоспособността, като репутация, качество, наличност и надеждност на допълнителни услуги, предпочитания и т.н. Те са обединени заедно под етикета „неценови“ фактори на конкурентоспособността. Повечето от тези измерения не могат да се наблюдават пряко в статистическите данни и са строго специфични за продукта. Това ги прави трудни за оценяване или прогнозиране, особено на ниво държава.

<sup>236</sup> Има се предвид Белгия, Германия, Ирландия, Испания, Франция, Италия, Люксембург, Нидерландия, Австрия, Португалия и Финландия.

<sup>237</sup> Ivanova, N. and Ivanov, E., (2017), “The Role of Bulgaria in Global Value Chains”, Дискусионни материали на БНБ, 105/2017.

### Граф. 5-3:

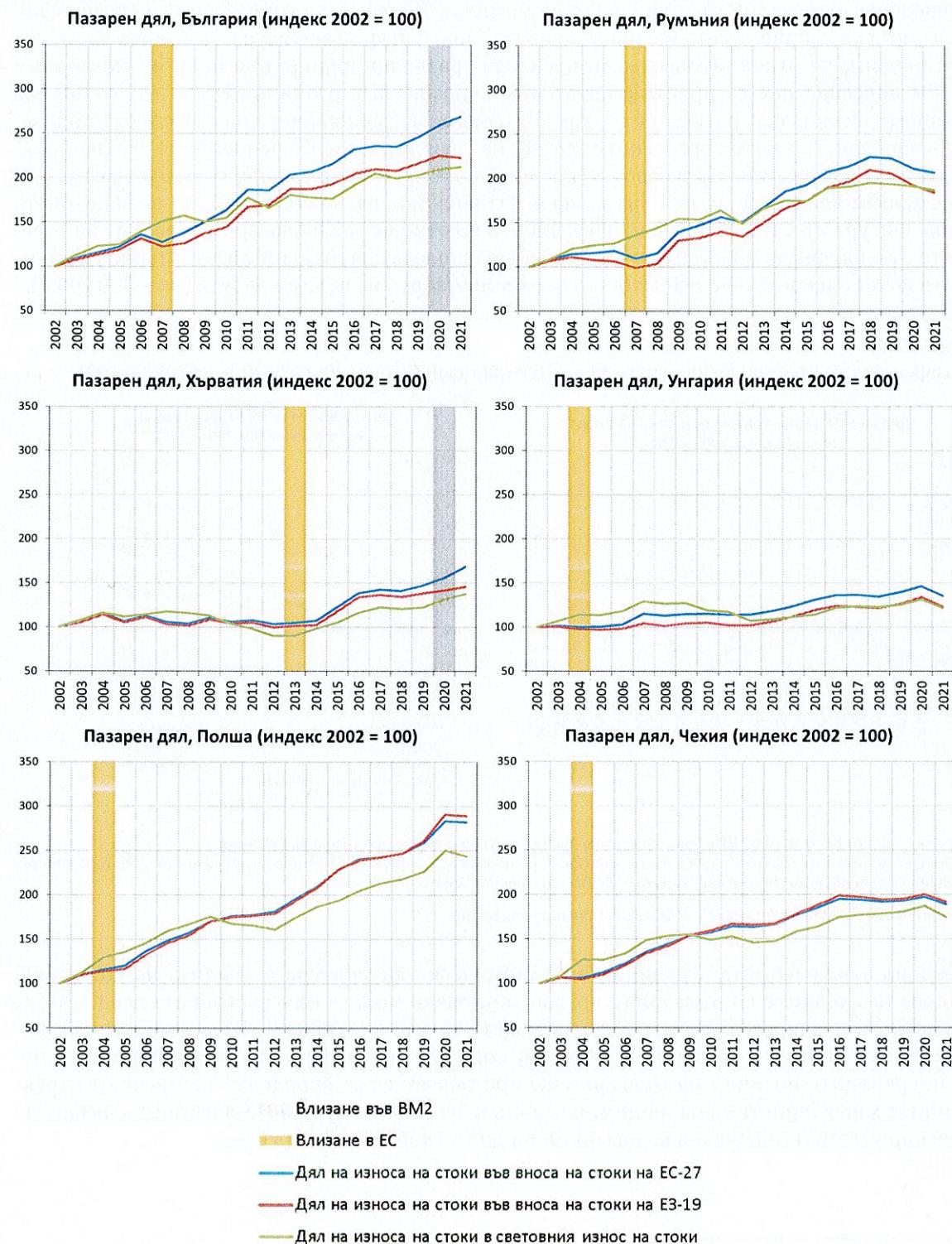
Пазарен дял на държавите членки на ЕС от Централна и Източна Европа, който са част от еврозоната (индекс 2002 = 100)



Бележка: ВМ2 е съкращение на Валутен Механизъм 2; ЕЗ е съкращение на еврозона.  
Източник: AMECO database, COMEXT database, собствени изчисления.

**Граф. 5-4:**

Пазарен дял на държавите членки на ЕС от Централна и Източна Европа, който не са част от еврозоната (индекс 2002 = 100)



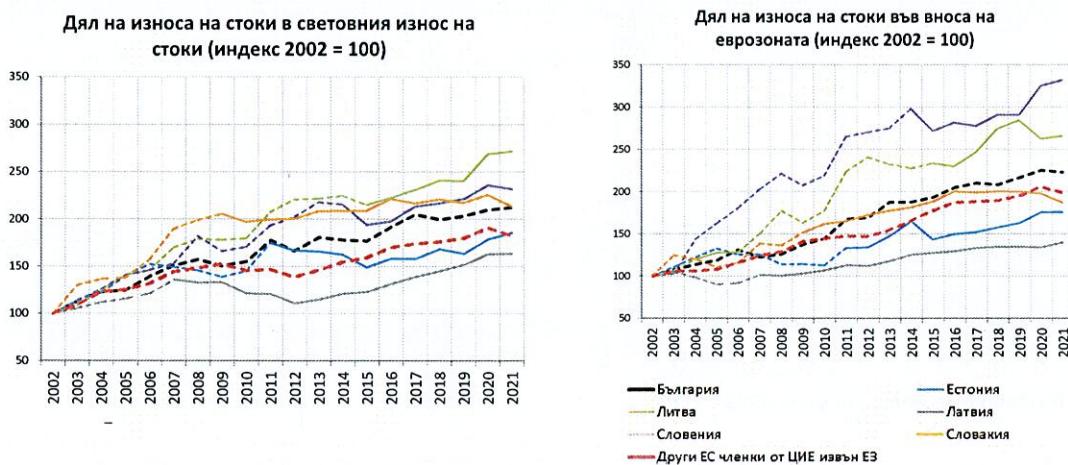
Бележка: BM2 е съкращение на Валутен Механизъм 2; ЕЗ е съкращение на еврозона.

Източник: AMECO database, COMEXT database, собствени изчисления.

Петте нови членове на еврозоната<sup>238</sup> с икономически характеристики, подобни на България, регистрират постепенно нарастване на пазарните си дялове от 2002 г. насам както в глобалната търговия, така и в търговията с другите държави от ЕС и еврозоната. Влизането на тези държави в еврозоната не изглежда да има съществен ефект върху темпа на покачване на пазарния им дял, като единствено Литва регистрират по-съществени покачвания след приемането на общата валута (виж Фигура 1 и Фигура 3). Трябва да се вземе предвид, че отделните държави прекарват различен период във Валутен механизъм II<sup>239</sup> и впоследствие се присъединяват към еврозоната в различни етапи от глобалния икономически и търговски цикъл, което затруднява сравняването на ефекта от влизането в еврозоната върху търговските потоци на тези държави. Същевременно сходна динамика към постепенно, дългосрочно покачване на пазарните дялове се наблюдава и при държавите-членки на ЕС от Централна и Източна Европа, които не са част от еврозоната (виж Фигура 2). Сравнение на представянето по отношение на пазарните дялове на страните от еврозоната и извън еврозоната не предполага значителни ефекти върху търговските потоци и конкурентоспособността от приемането на общата валута (виж Фигура 3).

#### Граф. 5-5:

Пазарен дял на държавите членки на ЕС от Централна и Източна Европа (индекс 2002 = 100)



Бележка: „Други ЕС членки от ЦИЕ извън ЕЗ“ включва Чехия, Хърватия, Унгария, Полша, Румъния. Периодът, в който държавите не са част от еврозоната е обозначен с пунктирана линия на графиката, докато периодът след присъединяването им към еврозоната е обозначен с непрекъсната линия.

Източник: AMECO database, COMEXT database, собствени изчисления.

Предвид заключенията в наличната икономическа литература и анализа на пазарните дялове на сходните до България държави, присъединили се към еврозоната след 2007 г., не може да се очаква, че приемането на общата валута от страна на България ще има значителен позитивен ефект върху износа и конкурентоспособността на икономиката ни. Конкурентните позиции на България ще продължат да се определят най-вече от структурните характеристики на икономиката ни, които към текущия момент продължават да благоприятстват покачване на пазарния ни дял в глобалната търговия.

<sup>238</sup> Има се предвид страните, присъединили се към еврозоната след 2007 г., които имат сходни до България икономически характеристики: Естония, Латвия, Литва, Словакия, Словения. В извадката не са разгледани Малта и Кипър. Хърватия не е разгледана, защото ще стане на еврозоната от 2023 г.

<sup>239</sup> С най-кратък престой в BM 2 са Словения (две години и шест месеца) и Словакия (три години), докато при останалите процесът отне повече време - Естония (7 години), Латвия (8 години и 8 месеца) и Литва (11 години).

Режимът на паричен съвет в България и присъединяването на страната към ЕС през 2007 г. благоприятстват нарастването на външнотърговските потоци и интегрираността на страната в глобалните вериги за създаване на стойност през последните 25 години. Растежът на износа имаше значима роля за постепенното икономическо сближаване на България с държавите от ЕС и еврозоната. Данните към 2021 г. показват, че пазарните дялове на България в световната търговия и в търговията с държавите от ЕС и еврозоната са се увеличили повече от два пъти спрямо 2002 г., като по този показател България се нарежда на 4 място от 11-те държави членки на ЕС от Централна и Източна Европа, присъединили се към Съюза след 2004 г. (виж Фигура 3) Освен това България се открява като една от страните, където значимостта на външната търговия и участието в глобалните производствени вериги са по-високи спрямо средното за новите държави членки на ЕС (Ivanova and Ivanov, 2017). Значителна част от износа (47% през 2021 г.) и вноса на стоки (36% през 2021 г.) от/в България се дължи на търговията с държави от еврозоната, като се при пазарите на ЕС и еврозоната се наблюдава значително по-силно нарастване на пазарния дял на България спрямо държавите извън ЕС (виж Фигура 2).

Изчисления на БНБ върху номиналния износ на български стоки на база на метода на постоянни пазарни дялове предполага, че нарастването на пазарния дял на България в глобалната търговия през последните 25 години не се дължи само на благоприятни стокова композиция и географско разпределение на износа, а и на повишаване на конкурентоспособността му (Ivanov and Ivanova, 2021<sup>240</sup>).

Изчисления на БНБ предполагат, че за периода 2002-2019 г. нарастването на пазарния дял на България в световната търговия със стоки се е дължало най-вече на неценовата конкурентоспособност, докато в периода след 2012 г. ценовата конкурентоспособност на българската икономика следва тенденция към понижение (Ivanov and Ivanova, 2021). Последното може да се обясни с нарастването на разходите за труд на единица продукция, тъй като негативните демографски развития и значителното нарастване на недостига на работна сила<sup>241</sup>, особено в експортно-ориентираните сектори на икономиката, принуждават фирмите да се конкурират помежду си на база на предлаганите възнаграждения. Тази тенденция е вероятно да продължи в дългосрочен план, което в комбинация със свиването на абсолютната разлика в доходите на глава от населението в България спрямо развитите държави, би означавало, че бъдещите покачвания на пазарния дял на България в глобалната търговия ще зависят все повече от покачване на неценовата конкурентоспособност на износителите.

Предвид действащия у нас паричен съвет с фиксиран валутен курс към еврото, дългогодишното членство на страната ни в ЕС и факта, че около 60% от търговските потоци са с държави, членки на ЕС, положителните ефекти по линия на търговията в голяма степен са вече реализирани. Режимът на паричен съвет в България означава, че транзакционните разходи и разходите за хеджиране срещу валутен риск са сведени до минимум, но все пак може да се очакват известни позитивни ефекти за българската външна търговия от приемането на еврото в дългосрочен план по тези канали поради кумулативния ефект на натрупване на тези разходи в годините и предвид факта, че България е силно отворена<sup>242</sup>.

<sup>240</sup> Ivanov, E. and Ivanova, N., (2021), "Determinants of Bulgarian Exports: the Role of Price and Non-Price Competitiveness", Дискусационни материали на БНБ, 118/2021.

<sup>241</sup> България изпитва значителни затруднения с намирането на достатъчно работна ръка, като по данни на НСИ делят на фирмите, отчитащи недостига на работна ръка като фактор, ограничаващ производствената им дейност, възлиза на почти 30% към средата на 2022 г. По този показател, според данни на Европейската комисия, България се нарежда сред страните в Централна и Източна Европа, където проблемите с недостига на работна ръка са най-значителни.

<sup>242</sup> Към 2021 г. отвореността на българската икономика, изразяваща се в общия дял на износа и вноса на стоки и услуги в БВП, възлиза на 125%, при 95% средно за държавите от еврозоната. Същевременно 47% от износа на стоки и 36% от вноса на стоки на България са за/от държавите от еврозоната.

и интегрирана в европейските производствени вериги икономика<sup>243</sup> със значително присъствие на чуждестранни инвеститори от държавите в еврозоната<sup>244</sup>. Тези ефекти засягат директно цените на износители и съответно могат да се разглеждат като такива, които биха могли да доведат до известно еднократно повишаване на ценовата конкурентоспособност на икономиката. В допълнение по-лесната съпоставимост на цените на изнасяните от България стоките и услугите може в известна степен да стимулира допълнително износа ни на стоки и услуги за държави от общата валутна зона.

Преките чуждестранни инвестиции (ПЧИ) са тясно свързани с интеграцията на страната в глобалните производствени вериги и съответно с външната ѝ търговия (Ivanova and Ivanov, 2017). Икономическата теория за оптималните валутни зони предполага, че единната валута създава благоприятна среда за ПЧИ, но в академичната литература няма емпиричен консенсус дали въвеждането на еврото има директен благоприятен ефект върху преките чужди инвестиции, като изследванията, разглеждащи ПЧИ в държавите от еврозоната, демонстрират разнородни резултати. Привличането на преки чуждестранни инвестиции и задълбочаването на интеграцията на страната в глобалните производствени вериги зависи в значително по-голяма степен от финансовите условия и геополитическите съображения на световните пазари, както и от структурните характеристики на конкретната икономика (данъчна тежест, качество на институциите и законодателство, достъп до квалифицирана работна ръка, географско разположение и т.н.) отколкото от използваната валута.

Въпреки че може да се очаква, че приемането на еврото ще има положително влияние върху инвестициите, крайният му ефект не е ясен предварително, защото зависи от типа на връзката между търговията и ПЧИ (Bukovšak et al., 2017). Трябва да се разграничи дали става въпрос за вертикални ПЧИ (производство в чужбина за използване на по-ниски разходи, като например по-ниски заплати), което е допълнение към (стимулиращо) външната търговия или хоризонтални ПЧИ (производство в чужбина за избягване на търговски разходи), което е заместител (алтернатива) на външната търговия. Предвид структурните характеристики на българската икономика може да се предполага, че притокът на ПЧИ ще е предимно с „вертикален“ мотив, което би имало позитивен ефект върху външната търговия. Притокът на ПЧИ се счита в икономическата литература за основен фактор, улесняващ интеграцията на дадена страна в глобалните производствени вериги, което от своя страна води до по-голяма устойчивост на износа на страната и е главен канал за трансфер на технологии и знания, което в дългосрочен план може да повиши продуктивността и неценовата конкурентоспособност на износа на дадената държава (Ivanova and Ivanov, 2017). Именно с процеса на вертикална специализация през ПЧИ се обяснява нарастването на осреднения дял на износа и вноса в БВП на държавите от еврозоната от около 20% през 1970 г. на 47% през 2021 г. (Dieppe et al., 2012 и Gunnella et al., 2021). Въпреки това не е възможно да се каже до каква степен подобен позитивен ефект би се наблюдавал върху външната търговия на България при влизане в еврозоната. Darvas et al. (2013)<sup>245</sup> установяват, че за разлика от членството в ЕС, членството в еврозоната няма статистически значителен ефект върху потоците на преки чуждестранни инвестиции по линия на привлечен дялов капитал<sup>246</sup>. Същевременно авторите заключват, че въвеждането на еврото има статистически значим позитивен ефект най-вече по отно-

<sup>243</sup> За повече информация, виж Ivanova, Ivanov (2017).

<sup>244</sup> Към декември 2021 г. размерът на преките чуждестранни инвестиции в България възлиза на 75% от БВП, като от тях 49 % от БВП са инвестиции от държавите в еврозоната.

<sup>245</sup> Darvas, Z., Hüttl, P., Merler, S., Sousa, C., Walsh, T., (2013), "Analysis of developments in EU capital flows in the global context", Final Report, Bruegel, № 50/F, 2013.

<sup>246</sup> Икономическата литература предполага, че именно чуждестранните инвестиции в дялов капитал имат по-съществената роля за задълбочаването на интеграцията на страната в глобалните производствени вериги и трансфера на технологии и знания в сравнение с преките инвестиции, свързани с дългови инструменти.

шение на капиталовите потоци, свързани с дългови инструменти. Lane (2013)<sup>247</sup> потвърждава, че приемането на еврото има по-силен ефект върху потоците на дългов капитал, отколкото върху потоците на дялов капитал, обяснявайки това с факта, че рискът от обменния курс е много по-малко важен фактор при оценката на дяловия капитал, отколкото при дълговия капитал.

Приемането на еврото в България е потенциален източник на рискове за ценовата конкурентоспособност на експортно-ориентирания сектор на икономиката по линия на възможността провежданата от ЕЦБ паричната политика да не е оптимална за България и по този начин да се стигне до натрупване на дисбаланси в икономиката. Подобни притеснения са изразени и от Централната банка на Латвия в течен анализ преди присъединяването им към еврозоната (Bitâns and Kauzens, 2004<sup>248</sup>). Изоставянето на режима на паричен съвет е свързано с включване в трансмисионния механизъм на паричната политика на ЕЦБ към българската икономика на допълнителен финансов канал по линия на мерки за количествени улеснения. При равни други условия тази промяна в трансмисионния механизъм ще повлияе в посока разхлабване на монетарните условия в страната в периоди, когато ЕЦБ провежда експанзионистична монетарна политика чрез използването на мерки за количествени улеснения. Това от своя страна би довело допонижаване на цената на финансиране за икономическите агенти и разхлабване на бюджетното ограничение на правителството (виж Секция...), което създава стимули за прекомерно увеличение на правителствените разходи и кредитирането, насьрчаване на потребителското търсене и повишаване на потребителските цени. Повишаването на инфляцията отвъд равновесното ниво, определено от протичащите процеси на реална конвергенция в страната, ще окаже натиск за покачване на заплатите и ще понижи ценовата конкурентоспособност на икономиката (Fagan and Gaspar, 2008<sup>249</sup>). По-благоприятните условия за поемане на дълг и разхлабването на бюджетното ограничение на правителството (виж Секция...) вероятно ще създаде условия за ускорено повишаване на заплатите чрез административни мерки. Редица изследвания (Holm-Hadulla et al., 2010<sup>250</sup>; Dieppe et al., 2012) откриват силна положителна корелация между публичните и частните заплати в краткосрочен до средносрочен план, като заплатите в частния сектор често следват заплатите в публичния сектор. В условията на задълбочаващи се демографски проблеми и увеличаващ се недостиг на работна ръка подобни фискални действия биха имали още по-силен ефект върху частния сектор и биха довели до натиск върху работодателите за покачване на заплатите. При равни други условия това ще допринесе за влошаването на ценовата конкурентоспособността на износа.

## 5.8 Асиметрични шокове и инструменти за тяхното управление – МФ

<sup>247</sup> Lane, P., (2013), “Capital Flows in the Euro Area”, European Economy, Economic Papers 497.

<sup>248</sup> Bitâns, M., Kauzens, E., (2004), “Impact of the Euro Adoption on the Economy of Latvia”, Bank of Latvia Working Paper Series, 2/2004.

<sup>249</sup> Fagan, G., Gaspar, V., (2008), “Macroeconomic adjustment to monetary union”, European Central Bank Working Papers, № 964.

<sup>250</sup> Holm-Hadulla, F., Kamath, K., Lamo, A., Pérez, J., Schuknecht, L., (2010), “Public wages in the euro area – Towards securing stability and competitiveness”, European Central Bank Occasional Paper Series, № 112.

## **5.9 Механизми на еврозоната за финансова подкрепа и преструктуриране (МФ)**

**Европейски механизъм за стабилност (ЕМС)**

**ЕМП и ЕФП**

## **5.10 Премахване на трансакционните разходи – МФ**

## **5.11 Разходи и други ефекти – БНБ и МФ**

**Оценка на разходите, свързани с вносоката в капитала на ЕЦБ.**

Във връзка с участието си в ЕСЦБ от 2007 г., БНБ, както и останалите национални централни банки (НЦБ) извън еврозоната, е задължена да внася средства за оперативните разходи на ЕЦБ, като изплаща малък процент от дела си в записания капитал на ЕЦБ. Към края на 2021 г. капиталът на ЕЦБ възлиза на 10 825 007 069.61 евро и се образува от НЦБ на всички държави членки на ЕС. Делът на всяка НЦБ в общия капитал на ЕЦБ се определя въз основа на методология, която отчита дела на съответната държава в общото население и в БВП на ЕС, като двата фактора са с еднакво тегло. Дяловете се коригират регулярно на всеки пет години, като досега това е правено на 01.01.2004 г., 01.01.2009 г., 01.01.2014 г. и 01.01.2019 г., както и допълнително, при присъединяване на нова или напускане на съществуваща държава-членка на ЕС – на 01.05.2004 г., 01.01.2007 г., 01.07.2013 г. и 01.02.2020 г. Корекцията се извършва въз основа на данни, предоставени от Европейската комисия. От 29 декември 2010 г. вносоките на НЦБ извън еврозоната представляват 3.75% от общия им дял в записания капитал на ЕЦБ. Същевременно преди присъединяването към еврозоната, НЦБ на съответните държави нямат право на дял от разпределимата печалба на ЕЦБ и не са задължени да покриват загуби, претърпени от ЕЦБ. Като пълноправен член на Евросистемата, БНБ ще трябва да изплати останалата част от записания си дял в капитала на ЕЦБ, който е в размер на 106 431 469.51 евро или 0.9832% от общия записан капитал на ЕЦБ. При внесен капитал от БНБ до момента в размер на 3.75% от записания дял, това определя допълнителен еднократен разход за БНБ в размер на 102 440 289.40 евро<sup>251</sup>, с който ще бъдат придобити акции от капитала на ЕЦБ.

### **Разходи на БНБ за касова дейност при въвеждане на еврото**

За приемането на еврото като законно платежно средство в България е необходимо да се извърши голям обем касова дейност, която включва снабдяване с необходимото количество евробанкноти и евромонети, което да замени намиращите се в наличното обращение български банкноти и монети.

За осигуряване на обработката на евробанкнотите и евромонетите е необходимо да бъдат закупени банкнотообработващи и монетообработващи системи с инсталиран софтуер, позволяващ разпознаването за истинност, обработката (сортирането на годни и негодни) на банкноти и монети евро, както и автоматизирано им пакетиране. Изисква се развитие на информационната система на БНБ, обслужваща емисионно-касовата дейност.

<sup>251</sup> Изчислението е направено на база определените от ЕЦБ дялове към юли 2022. Следващата регулярна корекция на дяловете предстои да бъде извършена на 01.01.2024 г., в резултат на която е възможно да настъпят промени в дела на България. При присъединяване на страна към еврозоната след тази дата, допълнителният еднократен разход може да бъде различен от посочения тук.

В резултат на изтеглянето от обращение на големи обеми български банкноти и монети, които подлежат съответно на унищожаване и демонетизация, е необходимо да бъдат наети машини с голям капацитет за извършване на тези дейности, както и да бъдат наети площи за съхранение до извършването на унищожаването и демонетизацията им.

Предвижда се закупуване на допълнителни количества консумативи, осигуряващи обработката както на българските банкноти и монети, така и на евробанкнотите и евромонетите.

Необходимо е да бъде изградена нова сграда на БНБ във Варна с достатъчен капацитет, който да позволи нормалното извършване на изтеглянето от обращение и съхраняването на българските банкноти и монети, както и съхраняването и пускането в обращение на евробанкнотите и евромонетите.

За извършване на дейностите по снабдяване с евробанкноти и евромонети, освобождава-не от българските банкноти и монети, както и обработката им, ще се наеме допълнителен персонал. За извършване на транспортирането на банкнотите и монетите ще трябва да се закупят още специализирани транспортни средства – камиони и пилотни коли със съответното оборудване, както и да се осигури персонал за охраната им.

**Табл. 5-3:**  
Разходи за касова дейност при въвеждане на еврото

№	Разход за:	Предварителна оценка на разхода в лева с ДДС
1	Банкноти и монети евро	313,000,000
2	Машини и касово оборудване	10,000,000
3	Наемане на машини с висок капацитет за унищожаване на банкноти и демонетизиране на монети	1,000,000
4	Наемане на допълнителни площи за съхранение на банкноти и монети	6,000,000
5	Консумативи за банкноти и монети	9,000,000
6	Нов касов център във Варна	25,000,000
6	Допълнителни работни места	1,000,000
7	Специализиран транспорт на банкноти и монети евро	няма данни
<b>Общо:</b>		<b>365,000,000</b>

## **6        Ефекти от въвеждането на еврото в други държави – МФ**

### **6.1      Ефекти от въвеждането на еврото в други държави**

**6.1.1     Словения**

**6.1.2     Словакия**

**6.1.3     Естония**

**6.1.4     Латвия**

**6.1.5     Литва**

### **6.2      Анализ на държави членки, които не възнамеряват да въвеждат еврото**

**6.2.1     Швеция**

**6.2.2     Полша**

**6.2.3     Унгария**

**6.2.4     Чехия**

**6.2.5     Румъния**

**6.2.6     Дания**



## 8 Библиография

- Agur, I., Dorruci, E. and Mongelli, F., (2005), "What does European institutional integration tell us about trade integration?", European Central Bank Occasional Paper Series, № 40.
- Akhtar, M. and Hilton, R., (1984), "Exchange rate uncertainty and international trade: Some conceptual issues and new estimates for Germany and the United States", Reserve Bank of New York, Research Papers, № 8403.
- Alesina, A., Barro, R. J., and Tenreyro, S. (2002). Optimal currency areas. NBER macroeconomics annual, 17, 301-345.
- Artis, M. J., and Zhang, W. (1998). "The Linkage of Interest Rates within the EMS" Weltwirtschaftliche Archiv, vol. 132(1), pp. 117-132.
- Balassa, B. (1964), "The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal", Journal of Political Economy, Vol. 72, No 6, pp. 584-596.
- Baldwin, R., Di Nino, V., Fontagné, L., De Santis, R. & Taglioni, D. (2008). Study on the impact of the euro on trade and foreign direct investment. *European Economic and Monetary Union Working Paper*, (321).
- Baldwin, R., Di Nino, V., Fontagné, L., De Santis, R., Taglioni, D. (2008), "Study on the impact of the euro on trade and foreign direct investment", Economic Papers № 321, European Commission.
- Bank, L. N. (2004). A Report on the Costs and Benefits of Poland's Adoption of the Euro. *Warsaw: National Bank of Poland*.
- Beck, Thorsten, and Luc Laeven. "Institution building and growth in transition economies." *Journal of Economic Growth* 11.2 (2006): 157-186.
- Bertola, G., & Boeri, T. (2003). EMU, Institutions and the Labour Markets.
- Bitāns, M., Kauzens, E., (2004), "Impact of the Euro Adoption on the Economy of Latvia", Bank of Latvia Working Paper Series, 2/2004.
- Blanchard, O. et al. (1990): "The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question", OECD Economic Studies No.15, Autumn 1990.
- Bodea, A. (2021). Assessing the optimality of euro adoption in Romania through shock correlations. *European Journal of Government and Economics*, 10(2), 107-127.
- Bodin, Ollivier. "Institutions, Economic Prosperity and EU Accession." *Efficient Membership and Successful Preparation for EU Accession* (2009): 151.
- Borowski, J., Brzoza-Brzezina, M., Czogata, A., Fic, T., Kot, A., Jedrzejowicz, T., Mroczek, W., Polanski, Z., Rozkrut, M., Rubaszek, M., Sawinski, A., Woreta, R. & Zótkiewski, Z. (2004). A Report on the Costs and Benefits of Poland's Adoption of the Euro. National Bank of Poland.
- Brei, M. and R. Moreno (2018): "Reserve Requirements and Capital Flows in Latin America", BIS Working Papers, No. 741.
- Brouwer, J., Paap, R. & Viaene, J. (2007). The Trade and FDI Effects of EMU Enlargement. Tinbergen Institute Discussion Papers 07-077/2, Tinbergen Institute.
- Buiter, W. (2014): "The Simple Analytics of Helicopter Money: Why It Works – Always", *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, Vol. 8, 2014-28.
- Buiter, W. (2020): "Central Banks as Fiscal Players: The Drivers of Fiscal and Monetary Policy Space", Cambridge University Press.

- Buiter, W. and E. Rahbari (2012): "The ECB as Lender of Last Resort for Sovereigns in the Euro Area", CEPR Discussion Paper No.8974, May 2012.
- Bukovšak, M., Ćudina, A., Pavić, N., (2017), "Adoption of the Euro in Croatia: Possible Effects on International Trade and Investments", Croatian National Bank, Surveys, S-26.
- Buti, M., & Messori, M. (2020). Next Generation-EU: An interpretative guide.
- Căpraru, B., Georgescu, G., & Sprincean, N. (2022). Do independent fiscal institutions cause better fiscal outcomes in the European Union?. *Economic Systems*, 100973.
- Caselli, F. G., & Wingender, M. P. (2018). *Bunching at 3 percent: The Maastricht fiscal criterion and government deficits*. International Monetary Fund.
- Caselli, F., Stoehlker, D., & Wingender, P. (2020). Individual Treatment Effects of Budget Balance Rules. Available at SSRN 3772478.
- Chintrakarn, P. (2008). Estimating the Euro Effects on Trade with Propensity Score Matching. *Review of International Economics*, 16(1), 186-198.
- Cho, S. W. S., & Wong, S. (2021). Better out than in? Regional disparity and heterogeneous income effects of the euro.
- Cieślik, A., Michałek, J., Michałek, A., (2013), "The Impact of the Common Currency on Exports of New EMU members: Firm-level Evidence for Slovenia and Slovakia", Equilibrium Quarterly Journal of Economics and Economic Policy", Volume 8, Issue 4, pp. 7-23.
- Claeys, G., Darvas, Z. M., & Leandro, A. (2016). *A proposal to revive the European Fiscal Framework* (No. 2016/07). Bruegel Policy Contribution.
- Coase, Ronald Harry. "The nature of the firm." *economica* 4.16 (1937): 386-405.
- Codogno, L., & de Grauwe, P. (2015). Why Denmark should either abandon its peg to the euro or join the single currency. *LSE European Politics and Policy (EUROPP) Blog*.
- Coimbra, C., Santos, D., Evangelista, R. & Nascimento T. (2002). Analysis on the Impact of the Conversion of Escudos into Euros. Economic Bulletin and Financial Stability Report Articles and Banco de Portugal Economic Studies, Banco de Portugal, Economics and Research Department.
- Combes, J. L., Debrun, M. X., Minea, A., & Tapsoba, R. (2014). *Inflation targeting and fiscal rules: do interactions and sequencing matter?*. International Monetary Fund. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1489.pdf>
- Commons, John R. "Institutional economics." *The American economic review* (1931): 648-657.
- Croatian National Bank. (2018). *Strategy for the adoption of the Euro in the Republic of Croatia*. Retrieved 2022, from <https://euro.hnb.hr/documents/2070751/2104255/e-strategy-for-the-adoption-of-the-euroin-Cro.pdf/9e02b33f-665a-46a9-a1b6-ac63f9af3c95>
- Csermely, Á. (2002). *Adopting the euro in Hungary: expected costs, benefits and timing*. NBH.
- Cushman, D., (1983), "The effects of real exchange rate risk on international trade", *Journal of International Economics* 15, pp. 45-63.
- Czech National Bank. (2020). *Assessment of the Fulfilment of the Maastricht Convergence Criteria and the Degree of Economic Alignment of the Czech Republic with the Euro Area*.
- Dandashly, A., & Verdun, A. (2015). Boarding the euro plane: euro adoption in the Czech Republic and Slovakia. *Review of European and Russian Affairs*, 9(2), 1-26.
- Darvas, Z., Hüttl, P., Merler, S., Sousa, C., Walsh, T., (2013), "Analysis of developments in EU capital flows in the global context", Final Report, Bruegel, № 50/F, 2013.

- De Grauwe, P. & Mongelli, F. (2005). *Endogeneities of optimum currency areas: What brings countries sharing a single currency closer together?* (ECB Working Papers, No. 468)
- De Grauwe, Paul. Economics of the monetary union. Oxford University Press, USA, 2020.
- De Jong, J. F., & Gilbert, N. D. (2020). Fiscal discipline in EMU? Testing the effectiveness of the Excessive Deficit Procedure. *European Journal of Political Economy*, 61, 101822.
- De Nardis, S. & Vicarelli, C. (2003). Currency Unions and Trade: The Special Case of EMU. *Review of World Economics*, 139(4), 625-649.
- De Sousa, J. & Lochard, J. (2006). Does the single currency affect FDI? A gravity-like approach. Manuscript, University of Paris.
- Deskar-Škrbić, M., & Kunovac, D. (2020). Twentieth anniversary of the euro: why are some countries still not willing to join? Economists' view. *Comparative Economic Studies*, 62(2), 242-262.
- Diaz del Hoyo, J. L., Dorracci, E., Heinz, F. F., & Muzikarova, S. (2017): "Real Convergence in the Euro Area: A Long-Term Perspective", ECB Occasional Paper, 203. Frankfurt am Main: European Central Bank
- Dieppe, A., Dees, S., Jacquinot, P., Karlsson, T., Osbat, C., Özyurt, S., Vetlov, I., Jochem, A., Bragoudakis, Z., Sideris, D., Tello, P., Bricongne, J., Gaulier, G., Pisani, M., Papadopoulou, N., Micalef, B., Ajevskis, V., Brzoza-Brzezina, M., Gomes, S., Krekó, J., Vyskrabka, M., (2012), "Competitiveness and External Imbalances Within the Euro Area", European Central Bank Occasional Paper Series, № 139.
- Dinga, M. & Dingová, V. (2011). Currency union and investment flows: estimating the euro effect on FDI. IES Working Paper (No. 25/2011).
- Dorracci, E., Firpo, S., Fratzscher, M. and Mongelli, F., (2005), "The Path of European Institutional and Economic Integration: What Lessons for Latin America?", Journal of Economic Integration, Vol. 20, № 2.
- EBRD. "Business Environment and Enterprise Performance Survey (BEEPS)." (2005).
- Eichengreen, B. (1988). "Real Exchange Rate Behavior Under Alternative International Monetary Regimes: Interwar Evidence," *European Economic Review* 32, 363-371.
- Eicher, T., Henn, C., (2011), "One Money, One Market: A Revised Benchmark", Review of International Economics, 19(3), pp. 419-435.
- Errit, G. & Uuskula, L. (2013). Euro Area monetary policy transmission in Estonia. Working Papers wp2013-7, Bank of Estonia.
- EUR-Lex-12012E/TXT-EN-EUR-Lex. (2012). Europa.eu. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/BG/TXT/?uri=celex%3A12012E%2FTXT>
- Eurogroup. (2019). *ESM reform*. Retrieved 2022, from <https://www.consilium.europa.eu/media/41643/20191205-letter-president-of-the-eurogroup-to-cm.pdf>
- European Commission (2022): "Fiscal Sustainability Report 2021", Institutional Paper 171, April 2022.
- European Commission, Brussels (2021): Flash Eurobarometer 492
- European Fiscal Board (2020): "Annual Report 2020", European Fiscal Board (EFB) | European Commission (europa.eu).
- Fagan, G., Gaspar, V., (2008), "Macroeconomic adjustment to monetary union", European Central Bank Working Papers, № 964.

- Federico, P., Vegh, C. and G. Vuletin (2014): "Reserve Requirement Policy over the Business Cycle", NBER Working Paper, No. 20612.
- Felbermayr, G. & M. Steininger (2019). Revisiting the Euro's Trade Cost and Welfare Effects. Kiel Working Paper N 2121. Kiel Institute for the World Economy (IfW).
- Flam, H. & Nordström, H. (2008). The Euro impact on FDI revisited and revised. Institute for International Economic Studies, Stockholm University, Swedish National Board of Trade.
- Flam, H. (2009). The Impact of the Euro on International Trade and Investment: A Survey of Theoretical and Empirical Evidence. Sieps – Swedish Institute for European Policy Studies.
- Foscarini, R. (2018). The Cost and Benefits of a Swedish EMU Membership: An analysis of the consequences for Sweden to had opted out of the European Monetary Union.
- Francová, O., E. Hitaj, J. Goossen, R. Kraemer, A. Lenarčič and G. Palaiodimos (2021), EU fiscal rules: reform considerations, ESM Discussion Paper Series, 17.
- Frankel, Jeffrey A., and Rose, Andrew K. "The endogeneity of the optimum currency area criteria." Optimum Currency Areas. New Analytical and Policy Developments, Washington DC: International Monetary Fund (1997)
- Friedman, M., (1956): "The Quantity Theory of Money: A Restatement" in Studies in the Quantity Theory of Money, edited by M. Friedman. Reprinted in M. Friedman The Optimum Quantity of Money (2005), pp. 51-67.
- Gabriel, R. & Pessoa, A. (2020). Adopting the Euro: a synthetic control approach. MPRA Paper 99391, University Library of Munich, Germany.
- Gallego, M., Rodríguez, J. & Rodríguez, F. (2012). On the impact of the euro on international tourism (No. 50). Universitat de les Illes Balears, Departament d'Economía Aplicada.
- Gechev, R., Beev, I. & Hristozov, Y. (2020). Expected Effects of the Euro Adoption in Bulgaria. *Икономически изследвания*, 2, 19-44.
- Gil-Pareja, S., Llorca-Vivero, R. & Martínez-Serrano, J. A. (2007). The effect of EMU on tourism. *Review of International Economics*, 15(2), 302-312.
- Glick R. and Rose, A. (2016), "Currency Unions and trade: A post-EMU reassessment", European Economic Review, Vol. 87, Issue C, pp. 78-91.
- Glick, R. & Rose, A. (2016). Currency unions and trade: A post-EMU reassessment. *European Economic Review*, 87, 78-91.
- Glick, R., (2017), "Currency Unions and Regional Trade Agreements: EMU and EU Effects on Trade", Comparative Economic Studies 59 (2), pp. 194-209.
- Glick, R., and Rose, A., (2002), "Does a currency union affect trade? The time-series evidence", European Economic Review, 46, pp. 1125-1151.
- Gunnella, V., Lebastard, L., Lopez-Garcia, P., Serafini, R. & Mattioli, A. (2021). The impact of the euro on trade: two decades into monetary union. European Central Bank, Occasional Paper Series, 283.
- Gunnella, V., Lebastard, L., Lopez-Garcia, P., Serafini, R., Mattioli, A., (2021) "The impact of the euro on trade: two decades into monetary union", European Central Bank Occasional Paper Series, № 283.
- Gyoerk, E. (2017). Economic Costs and Benefits of EMU Membership from the Perspective of a Non-member," *Open Economies Review*, Springer, 28(5), 893-921.
- Habib, M. and F. Venditti (2018): "The Global Financial Cycle: Implications for the Global Economy and the Euro Area", ECB Economic Bulletin, Issue 6/2018.

- Havlat, M. et al. (2018). Economic Convergence in the Czech Republic and Slovakia. *Economic Brief*, Vol. 34, European Commission
- Havlik et al. (2021): "Dispelling the Shadow of Fiscal Dominance? Fiscal and Monetary Announcement Effects for Euro Area Sovereign Spreads in the Corona Pandemic", *Journal of International Money and Finance* 122 (2022).
- Heinemann, F., Moessinger, M. D., & Yeter, M. (2018). Do fiscal rules constrain fiscal policy? A meta-regression-analysis. *European Journal of Political Economy*, 51, 69-92.
- Hodgson, Geoffrey M. "The approach of institutional economics." *Journal of economic literature* 36.1 (1998): 166-192.
- Holden, S. (2009). EMU at ten. Should Denmark, Sweden and the UK join?. *wj SNS Economic Policy Group Report, INSEAD*.
- Holm-Hadulla, F., Kamath, K., Lamo, A., Pérez, J., Schuknecht, L., (2010), "Public wages in the euro area – Towards securing stability and competitiveness", European Central Bank Occasional Paper Series, № 112.
- Holston, K., Laubach, T. and J. C. Williams (2016): "Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants", Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper, 2016-11.
- Horvath, R., Kotlebova, J., and Siranova, M. (2018): „Interest rate pass-through in the euro area: Financial fragmentation, balance sheet policies and negative rates“, *Journal of Financial Stability*, 36(C):12-21.
- Hüfner, F. & Koske, I. (2008). The Euro Changeover in the Slovak Republic: Implications for Inflation and Interest Rates. [Www.oecd-ilibrary.org](http://www.oecd-ilibrary.org). <https://doi.org/10.1787/240631807010>
- Hüfner, F. and I. Koske (2008): "The Euro Changeover in the Slovak Republic: Implications for Inflation and Interest Rates", OECD Economics Department Working Papers, No. 632.
- Ioannou, D. & Stracca, L. (2011). Have euro area and EU economic governance worked? Just the facts. ECB Working paper series No. 1244.
- Ivanov, E. and Ivanova, N., (2021), "Determinants of Bulgarian Exports: the Role of Price and Non-Price Competitiveness", Дискусационни материали на БНБ, 118/2021.
- Ivanova, N. and Ivanov, E., (2017), "The Role of Bulgaria in Global Value Chains", Дискусционни материали на БНБ, 105/2017.
- Jäger, J. and T. Grigoriadis (2017): "The Effectiveness of the ECB's Unconventional Monetary policy: Comparative Evidence from Crisis and Non-crisis Euro-area countries", *Journal of International Money and Finance* 78 (2017) 21-43.
- Kamps, C. and N. Killinger (2019): "Taking Stock of the Functioning of the EU Fiscal Rules and Options for Reform", ECB Occasional Paper Series, No. 231 / August 2019.
- Kenen, P. B. (1969). The optimum currency area: An electric view. *Monetary Problems of the International Economy*. University of Chicago Press. Chicago.
- Kenen, P., (1969), "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View", R. Mundell and A. Swoboda eds, *Monetary Problems of the International Economy*, The University of Chicago Press, pp. 41-60.
- Kenen, Peter B. "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View." *Monetary Problems of the International Economy* 1969.
- Klein, Peter G. "New institutional economics." Available at SSRN 115811 (1998).

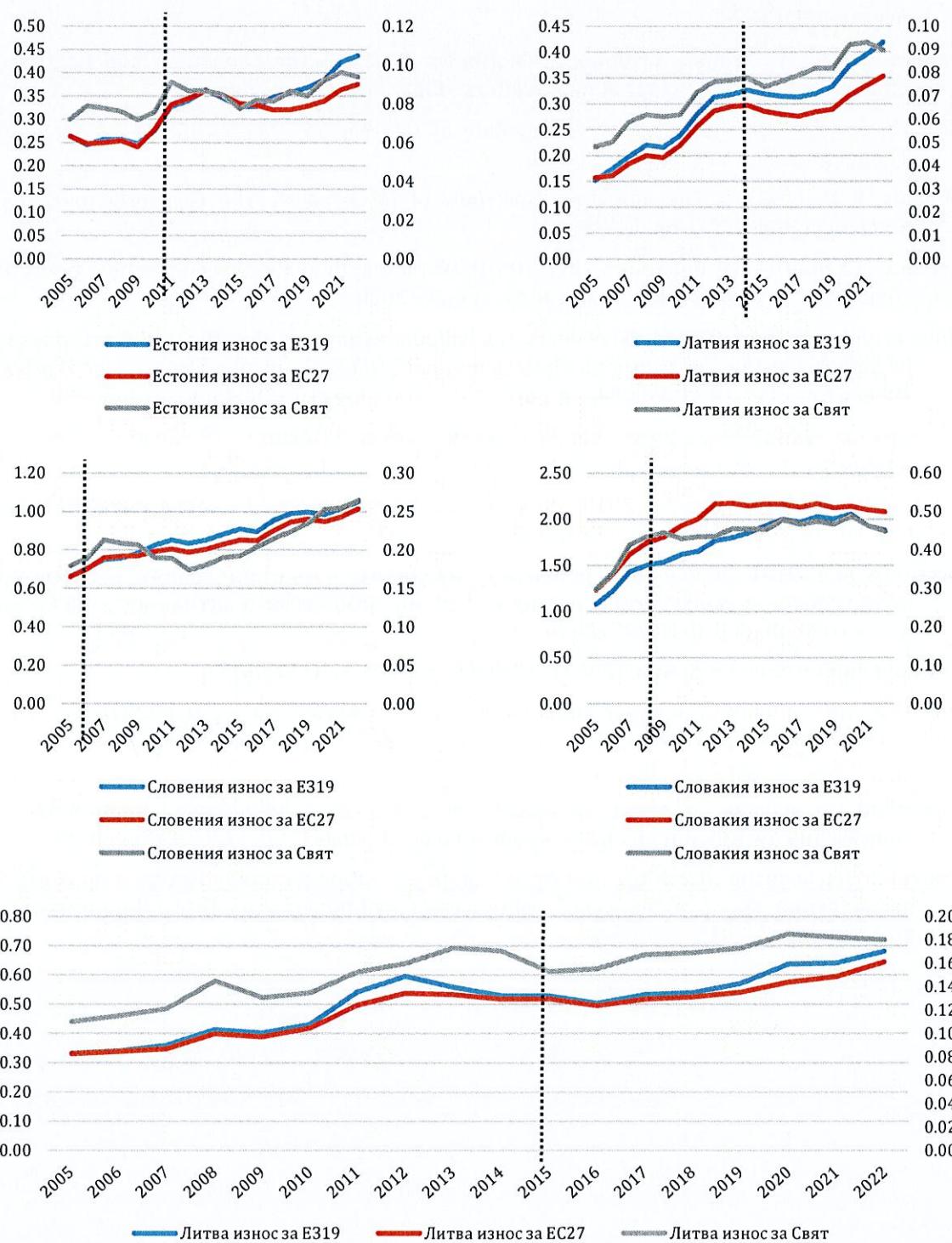
- Krugman P. (1993). "Lessons of Massachusetts for EMU," in F. Giavazzi and F. Torres, eds., *The Transition to Economic and Monetary Union in Europe*, Cambridge University Press, New York 241-261.
- Lalinsky, T. and Merikull, J., (2021), "The Effect of the Single Currency on Exports: Comparative Firm-Level Evidence", International Journal of Central Banking, vol. 17(3), pp. 203-239.
- Lane, P. (2006). The real effects of European monetary union. *Journal of Economic Perspectives*, 20(4), 47-66.
- Lane, P., (2013), "Capital Flows in the Euro Area", European Economy, Economic Papers 497.
- Laubach, T. and J. C. Williams (2003): "Measuring the Natural Rate of Interest" Review of Economics and Statistics, November 2003, Vol. 85 (4), pp. 1063-1070.
- Lim, Ewe-Ghee. "Determinants of, and the relation between, foreign direct investment and growth a summary of the recent literature." (2001).
- Liu, X., Wu, Y., and Supaphiphat, N. "Bulgaria: Selected Issues." IMF Country Report No. 19/84. Washington DC: International Monetary Fund (2019)
- López-Córdova, E. & Meissner, C. (2003). Exchange Rates Regimes and International Trade: Evidence from the Classical Gold Era. *American Economic Review*, 93, 344-53.
- Marcussen, M., & Zølner, M. (2001). The Danish EMU referendum 2000: Business as usual. *Government and Opposition*, 36(3), 379-402.
- Marinaş, M. C. (2013). The risks of Euro adoption in Romania-an analysis based on ten criteria. *Theoretical & Applied Economics*, 20(1).
- McKinnon, R. I. (1963). Optimum currency areas. *The American economic review*, 53(4), 717-725.
- McKinnon, R., (1963), "Optimum Currency Areas", The American Economic Review, Sep., 1963, Vol. 53, № 4 (Sep., 1963), pp. 717-725.
- Meriküll, J. & Rõõm, T. (2015). One Currency, One Price? Euro Changeover-Related Inflation in Estonia. *JCMS: Journal of Common Market Studies*, 53(4), 822-839.
- Micco, A., Stein, E. & Ordonez, G. (2003). The Currency Union Effect on Trade: Early evidence from EMU. *Economic Policy*, 18(37), 315-356.
- Micco, A., Stein, E., Ordoñez, G., (2003), "The Currency Union Effect on Trade: Early Evidence from EMU", Economic Policy, 18(37), pp. 315-356.
- Mongelli, F., (2002) "New Views on the Optimal Currency Area Theory: What is EMU telling us?", European Central Bank Working Papers, № 138.
- Montoro, C. and R. Moreno (2011): "The Use of Reserve Requirements as a Policy Instrument in Latin America", BIS Quarterly Review, March 2011.
- Mundell, R., (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", The American Economic Review, Sep., 1961, Vol. 51, № 4 (Sep., 1961), pp. 657-665.
- Mundell, Robert A. "A theory of optimum currency areas." The American economic review 51.4 (1961): 657-665.
- Nenova, M. et al. (2019): „Transmission of ECB's Monetary Policy in Bulgaria: Insights from a Large Macro-Econometric Model”, BNB Discussion Papers DP/115/2019.
- North, Douglass C. "Institutions." *Journal of economic perspectives* 5.1 (1991): 97-112.
- Oman, W. (2019). The synchronization of business cycles and financial cycles in the euro area. 57th issue (March 2019) of the *International Journal of Central Banking*.

- Pantelidis, P., Kyrkilis, D. & Nikolopoulos, E. (2014). Effects of European monetary integration on intra-EMU foreign direct investment. *SPOUDAI-Journal of Economics and Business*, 64(4), 67-74.
- Petroulas, P. (2007). The effect of the euro on foreign direct investment. *European Economic Review*, 51(6), 1468-1491.
- Polyák, O., (2016), "Euro Adoption and Export: A Case Study of the Czech Republic, Slovakia and Old EU Member States", Prague Economic Papers, Volume 25, № 4, pp. 1-17.
- Reade, J. J., and Volz, U. (2009). Too much to lose, or more to gain? Should Sweden join the euro?. Discussion Paper Series, University of Oxford
- Rey, H. (2013): "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence", Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium, 2013.
- Rose, A., (2000), "One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade", *Economic Policy*, 30, pp 9-45.
- Rutherford, Malcolm. "Institutional Economics: Then and Now". *Journal of Economic Perspectives*. 15(3), (2001): 173-194).
- Saia, A. (2017). Choosing the open sea: The cost to the UK of staying out of the euro. *Journal of International Economics*, 108, 82-98.
- Samuelson, P.A. (1964), "Theoretical Notes on Trade Problems", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 46, No 2, pp. 145-154.
- Santana-Gallego, M., Ledesma-Rodríguez, F. & Pérez-Rodríguez, J. (2015). The euro effect: Tourism creation, tourism diversion and tourism potential within the European Union. *European Union Politics*, 17(1), 46-68.
- Scheubel, B., Stracca L. and C. Tille (2019): "The Global Financial Cycle and Capital Flow Episodes: A Wobbly Link", ECB Working Paper, No. 2337.
- Single Resolution Fund (SRF). (2021a). Fact Sheet. Retrieved 2022, from [https://www.srb.europa.eu/system/files/media/document/2021\\_fact\\_sheet\\_en.pdf](https://www.srb.europa.eu/system/files/media/document/2021_fact_sheet_en.pdf)
- Single Resolution Fund (SRF). (2021b). Building up the Fund. Retrieved 2022, from <https://www.srb.europa.eu/en/content/single-resolution-fund>
- Sinn, H.-W. (2018): "The ECB's Fiscal Policy", NBER Working Paper 24613, May 2018.
- Sturm, J.-E., Fritzsche, U., Graff, M., Lamla, M., Lein, S., Nitsch, V., Liechti, D. & Triet, D. (2009). The euro and prices: changeover-related inflation and price convergence in the euro area. European Commission. Economic papers, 381.
- Taylor, J. B. (1936): "Discretion versus Policy Rules in Practice", Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 39 (1), pp. 195-214.
- Ter-Minassian, T. (2007). *Fiscal rules for subnational governments: can they promote fiscal discipline?* OECD Journal on Budgeting, 6(3).
- Thompson, A. & Thompson, H. (2010). The exchange rate, euro switch and tourism revenue in Greece, *Tourism Economics*, 16 (3), 773-778.
- Virág, B. (Ed.). (2020). *Long-term Sustainability and the Euro: How to Rethink the Maastricht Criteria?*
- Vlahova-Veleva, M. (2020). The Euro's effect on trade, *Economic Thought*, Bulgarian Academy of Sciences, 6, 46-65.

- von Borstel, J., Eickmeier, S., and Krippner, L. (2016): „The Interest Rate Pass-through in the Euro Area during the Sovereign Debt Crisis”, *Journal of International Money and Finance*, 68(C):386–402.018.
- Wach, K., & Wojciechowski, L. (2016). Determinants of inward FDI into Visegrad countries: Empirical evidence based on panel data for the years 2000–2012. *Economics and Business Review*, 2(1), 34-52.
- Walters A. (1994): “Walters Critique, w: Matthews, K. (red.) The Economics and Politics of Money: The Selected Essays of Alan Walters”, Elgar Publishing, London.
- Wicksell, K. (1907): “The Influence of the Rate of Interest on Prices”, *History of Economic Thought Articles*, Vol.17, pp. 213-220.
- Williams, J. H. (1931): “The Monetary Doctrines of JM Keynes”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 45(4), pp. 547-587.
- Wyplosz, C. (2020): “The Euro Area after COVID-19”, In-depth analysis requested by the ECON committee, Monetary Policy Dialogue, November 2020.
- Žúdel, B. and L. Melioris (2016), "Five years in a balloon: Estimating the effects of euro adoption in Slovakia using the synthetic control method", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1317, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/5jlv236zqj7b-en>.
- Договора за функционирането на Европейския съюз. Посетен 2022, на: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/BG/TXT/?uri=celex%3A12012E%2FTXT>
- Министерство на финансите. (2019). План за действие за присъединяване към ERM II. Retrieved 2022, from <https://www.minfin.bg/bg/1291>
- Михайлов, М. (2014): „Лихвените проценти по кредитите в България: ролята на монетарните условия в еврозоната и влиянието на икономическата активност”, Дискусационен материал на БНБ DP/97/2014.
- Световен икономически форум, (2015), “*Global Competitiveness Report*”.
- Споразумение за съвместно управление на Република България в период 2021 г. – 2025 г. (2021). Продължаваме Промяната. <https://promeni.bg/sporazumenie-za-savmestno-upravlenie-na-republika-bulgaria-v-period-2021-2025/>
- Тематично изследване „Подходи за оценка на цикличната позиция на икономиката“, тримесечна публикация на БНБ „Икономически преглед“ бр. 1/2019, стр. 70-79.
- Тематично изследване „Потенциални ефекти върху българската икономика от промяната на валутния курс „долар/евро“, тримесечна публикация на БНБ „Икономически преглед“, бр. 2/2015, стр. 66-74.

## Приложение

Пазарни дялове при износа на стоки към Е3-19, ЕС-27, Свят, в % от общия внос



Източник: Евростат, Световна банка, МФ