



# Пътят на България към еврозоната. С или без валутен борд?

ас. д-р Янко Христов,  
УНСС, София

България е малка и отворена икономика в преход, която, макар и с известно закъснение, бе сериозно засегната от глобалната икономическа криза и продължава да бъде изложена на рискове и заплахи, произтичащи както от външната, така и от вътрешната икономическа среда. Преди кризата страната изпълняваше почти всички критерии за номинална конвергенция, с изключение на този за ценова стабилност, а понастоящем (данни към април 2014 г.) покрива само критерия за публичния дълг. При създаването се ситация с решението на правителството от месец февруари 2015 г. за покриването на дефицита с нови заеми за 16 млрд. лева в следващите две години се очаква в скоро време страната да не отговаря на изискванията и на този критерий. Напредъкът, постигнат в подготовката за членство в еврозоната, бе естествен резултат от динамичния и висок растеж на националната икономика, който стимулира процеса на номинално и реално сближаване с ЕС. Моделът на икономическо развитие преди кризата обаче доведе до натрупването на значителни вътрешни и външни макроикономически дисбаланси, а това направи страната уязвима към външни шокове.

През 2015 г. се навършват осем години откакто България е пълноправен член на Европейския съюз. Темата за европейската интеграция в различните ѝ измерения – политически, социални, икономически и парични, е широко дискутирана. Икономическият паричен съюз (ИПС) се създава през 1992 г. и се характеризира с обща валута и парична политика за членовете. На 01.01.1999 г. 11 държави членки на ЕС приемат еврото. По-късно на няколко етапа към тях се присъединяват още 8. Този експеримент става

реалност именно с установяването на Икономическия паричен съюз. Целта е повишаване на икономическата ефективност и стандартът на живот чрез въвеждането на единна валута, което би улеснило обмена на стоки, услуги, пари и др. Раждането на еврото води до фиксиран валутен курс между всички държави членки на ИПС. Според П. Кругман, М. Обстфелд и М. Мелиц<sup>1</sup> с решението си да създадат валутен съюз страните от ИПС жертват в още по-голяма степен суверенитета си по отношение на монетарната политика, отколкото изисква един фиксиран валутен режим. Според авторите по този начин държавите се отказват от националните си валути и монетарни политика и еврото се явява крайно решение на трилемата: абсолютна стабилност, абсолютна отвореност на финансовата търговия и без каквато и да е монетарна автономност. Според мен въпросът е дискуссионен и централните банки на държавите членки на еврозоната все пак имат възможност за осъществяване на парична политика по отношение на използването на различни инструменти за влияние върху инфлацията и лихвените проценти. Друг е въпросът дали ги използват. Опитът и ефектите от присъединяването към споразумение за фиксиране на валутните курсове са сложни и зависят от редица микро- и макроикономически фактори. Проведените структурни реформи в годините след въвеждането на паричния съвет практически дадоха възможност да се адаптира икономиката на страната към условията на паричен съюз. Присъединяване на България към ИПС би следвало да не доведе до съществени промени в механизма на действие на икономиката, тъй като процесът е подобен.

Пътят на България към еврозоната преминава през няколко етапа. Първото условие бе страната да стане член на ЕС, което е факт от 2007 г. Следваща стъпка е членство в т.нар. “чакалня” на еврозоната - Валутно-курсен механизъм II (ВКМ II) и да остане в този механизъм за най-малко две години. При тези условия, заедно с покриването на т.нар. Маастрихтски критерии, България ще бъде пълноправен член на еврозоната. След като се изпълни първото условие и се присъедини към ЕС през 2007 г., следващата стъпка все още предстои. Само преди няколко години, когато

<sup>2</sup> Кругман, П., Обстфелд, М., Мелиц, М., „Международен Икономикс. Теория и политика“, УНСС, София, 2013 г., стр. 658



настоящата финансова и икономическа криза все още не бе засегнала Европа, тази втора стъпка за приемане на еврото изглеждаше лесна. Редица анализатори прогнозираха, че до момента България вече би следвало да е във ВКМ II, за който практически няма изисквания. Въпреки това, за членството в него е необходимо абсолютно мнозинство на ЕКОФИН (Съвет на ЕС по икономически и финансови въпроси) и ЕЦБ. За целта водещ на преговорния екип следва да бъде министърът на финансите, подкрепян от гуверньора на националната банка. Те трябва да убедят всички членове на Управителния съвет на ЕЦБ, че страната е готова да влезе в преддверието на еврозоната. Всъщност този процес на убеждаване е същинската част от приемането на страната във ВКМ II, докато процесът на самото гласуване се счита по-скоро за формалност. Една от причините за това е именно фактът, че това е фазата, в която ЕЦБ има мандат да гласува, докато на следващия етап, на който практически се въвежда еврото, важно е покриването на Маастрихтските критерии, и тогава ЕЦБ може само да даде препоръките си за готовността на дадения кандидат.

Условията за членство в еврозоната са познати като Маастрихтски критерии, поради това, че са включени в Договора за Европейския

съюз, подписан в Маастрихт през 1992 г. Този набор от макроикономически изисквания се разглежда в допълнение към изискването за поне двегодишен престой във ВКМ II. Маастрихтските критерии са: бюджетен дефицит, който не надхвърля 3% от БВП; държавен дълг под 60% от БВП; устойчивост на цените и средногодишен темп на инфлация, който не надминава с повече от 1,5 процентни пункта този в трите държави членки с най-ниска инфлация; дългосрочните лихвени проценти да не надхвърлят с повече от 2 процентни пункта средното ниво в страните с най-висока ценова стабилност; обменният курс на националната валута не може да излиза извън диапазона от +/-15% колебание в сравнение с еврото (което представлява ВКМ II) и националната валута не следва да е била девалвирана. При евентуално членство във ВКМ II България следва да продължи да изпълнява критериите за членство в еврозоната.

Данните за България относно състоянието на критериите от Маастрихт в България и референтните стойности (реф. ст-ст) за последните 7 години са посочени на фиг.1. Последният референтен период, в който ЕЦБ разглежда критериите за конвергенция на България, е от май 2013 г. до април 2014 г.<sup>3</sup>

Средният темп на инфлация за 12-месечния

	2007		2008		2009		2010		2011		2012		май 2013 – април 2014	
	БГ	Реф. ст-ст	БГ	Реф. ст-ст	БГ	Реф. ст-ст	БГ	Реф. ст-ст	БГ	Реф. ст-ст	БГ	Реф. ст-ст	БГ	Реф. ст-ст
Темп на инфлация в %	7,6	2,8	12	4,1	2,5	0,6	3	1,5	3,4	1,5	2,7	3,1	-0,8	1,7
Бюджетен дефицит/излишък към БВП в %	0,1	3	1,8	3	-3,9	3	-3,1	3	-2,1	3	-1,9	3	1,5	3
Държавен дълг към БВП в %	19,8	60	14,1	60	14,8	60	16,3	60	16,3	60	17,6	60	18,9	60
Дългосрочен лихвен процент (месечна средна величина)	4,5	6,3	5,4	6,2	7,2	6,1	6	5,8	5,4	5,8	5,3	5,8	3,5	6,2

Фиг. 1 Изпълнение на Маастрихтските критерии, България<sup>2</sup> (2007-2014г.)

<sup>2</sup> НСИ, ЕВРОСТАТ, БНБ, ЕЦБ, СБ

<sup>3</sup> Доклад за конвергенция на ЕЦБ, юни 2014 г., стр.78



период между 2013 и 2014 г., измерен с хармонизирания индекс на потребителските цени (ХИПЦ), е -0,8%, т.е. доста под референтната стойност от 1,7% по критерия за ценова стабилност. Ако се разглежда по-дълъг период назад, през последните осем години инфлацията в България, измерена чрез потребителските цени, е колеблива и на годишна база се движи в диапазона от 0,4% до 12,0%. Повишаването на инфлацията в периода 2007–2008 г. отразява корекции в административно определяните цени, хармонизирането на акцизите с равнищата им в ЕС, поредица от шокове от страна на предлагането и нарастващ натиск от страна на търсенето. Резкият спад през 2009 г. отчасти се дължи на по-ниските цени на основните суровини и на свиващата се икономическа активност. През 2010 г. и 2011 г. инфлацията постепенно отново се повишава съответно до 3,0% и 3,4%, отразявайки най-вече поскъпването на основните суровини и повишения на акциза върху тютюневите изделия. Впоследствие облекчаването на натиска от страна на цените на основните суровини, съчетано с по-слабото вътрешно и външно търсене, води до постепенно понижаване на инфлацията. Освен ниското равнище на базисната инфлация значителни намаления на административно определяните цени допълнително способстват за ниските равнища на инфлация, достигнати през 2013 г. Годишният темп на инфлацията следва низходящ тренд, понижавайки се от 1,0% през май 2013 г. до най-ниската стойност от -2,1% през февруари 2014 г., след което се възстановява, за да се установи на -1,3% през април 2014 г. Тази динамика се обуславя отчасти от низходящия тренд на международните цени на храните и енергията и в по-малка степен от покачването на ефективния валутен курс. Освен това извънредни вътрешни фактори оказват значителен натиск за понижаване на инфлацията. Тези фактори включват намаляване на контролираните цени на електроенергията за домакинства, както и намаления на други административно определяни цени, понижаване цените на транспорта и на здравните услуги, а добрата селскостопанска реколта допринася за поевтиняване на храните. Според последните налични прогнози на ЕЦБ и Евростат, се предвижда инфлацията през 2014–2015 г. да

нараства постепенно от текущите силно отрицателни нива до стойности в диапазона от -0,8% до 0,9% до края на 2014 г. и от 0,9% до 2,3% през 2015 г. Икономическата активност и вътрешното търсене се очаква постепенно да се възстановяват, тъй като не се очакват допълнителни намаления на административно определяните цени, а международните цени на основните суровини може да се стабилизират. Въпреки това инфлационният натиск в България е възможно да бъде смекчен от слабо вътрешно търсене, висока безработица и нестабилна международна среда. Рисковете относно прогнозата за инфлацията изглеждат като цяло балансирани в кратко- и в средносрочен хоризонт. Съществуват рискове от надценяване в резултат от по-слабото от очакваното вътрешно търсене. Международните цени на основните суровини, както и прекратяване или обрат в неотдавнашните понижения на административните цени може обаче да породят риск от подценяването ѝ. НСИ предвижда -0,4% инфлация за януари 2015 г. Този индекс се обявява като предварителен, тъй като са изчислени с данни от изследването на домакинските бюджети за периода октомври 2013 - септември 2014 година. Окончателните данни за индексите на потребителските цени за януари 2015 г., изчислени с годишните данни за теглата от изследването на домакинските бюджети за 2014 г., ще бъдат обявени заедно с данните за февруари 2015 година. В по-далечна перспектива поддържането на устойчиво ниски темпове на инфлация в България може да се окаже трудно в средносрочен план предвид ограничените възможности за активна парична политика при съществуващия режим на паричен съвет. Процесът на догонване вероятно ще даде отражение върху инфлацията в средносрочен хоризонт, тъй като БВП на човек от населението и равнището на цените в България са значително по-ниски от тези в еврозоната. Все пак е трудно да се оцени точният размер на ефекта върху инфлацията, дължащ се на този процес на догонване. Когато икономиката се възстанови и бъде постигнат напредък в конвергенцията на доходите, конвергенцията на ценовите равнища вероятно ще продължи. Тя на свой ред ще намери проявление под формата на по-висока вътрешна инфлация предвид фиксирания номинален валутен курс. При процеса на икономическа конвергенция не може изцяло да



се изключи възобновяването на значителен натиск от страна на търсенето, макар извършващият се процес на съкращаване на коефициентите на ливъридж да ограничава в близко бъдеще този риск. Предвид режима на паричен съвет и ограниченото въздействие на алтернативни инструменти за провеждане на антициклична политика може да се окаже трудно да се предотврати ново натрупване на макроикономически дисбаланси, включително високи темпове на инфлация. В обобщение, въпреки че понастоящем 12-месечният среден темп на инфлация в България, измерен с ХИПЦ, е значително под референтната стойност, съществуват опасения относно устойчивостта на конвергенцията по отношение на инфлацията.

За момента България не подлежи на решение на Съвета на ЕС за наличие на прекомерен бюджетен дефицит. През последния разглеждан референтен период бюджетното салдо на сектор „държавно управление“ отчете дефицит в размер на 1,5% от БВП, т.е. значително под референтната стойност от 3%. Съотношението „брутен държавен дълг/БВП“ е 18,9%, т.е. много под референтната стойност от 60%. От 2007 г. до 2008 г. се наблюдава бюджетен излишък, а през 2009 г. е регистриран бюджетен дефицит от 3,9% от БВП. В периода от 2010 до 2012 г. съотношението на дефицита към БВП значително е намаляло. Тъй като през 2009 г. съотношението на дефицита спрямо БВП се повиши над референтната стойност от 3% от БВП, на 13 юли 2010 г. ЕКОФИН реши, че в България е налице прекомерен дефицит, и определи 2011 г. като краен срок за коригирането му. През юни 2012 г. решението бе отменено, след като България успешно намали бюджетния си дефицит.

Цикличните фактори оказват благоприятно въздействие върху изменението на бюджетното салдо според ЕК, след като са допринесли за неговото силно влошаване през 2009 г. От 2010 г. цикличните фактори съвкупно оказват неутрално въздействие върху изменението на бюджетното салдо. Нецикличните фактори оказват разнопосочно влияние върху изменението на бюджетното салдо преди 2008 г. и допринасят за силното му влошаване през 2009 г., достигайки стойности от -3,9%. Това се дължи главно на увеличението на разходите, включително на повишението на пенсиите и на

други дължими текущи трансфери. През втората половина на 2009 г. правителството приложи мащабни мерки за консолидация, които преустановиха влошаването на бюджетното салдо за съответната година и спомогнаха за намаляване на бюджетния дефицит през следващите три години. Тези мерки бяха насочени към съкращаване по-специално на текущите разходи и повишаване събираемостта на данъчните приходи чрез по-доброто спазване на разпоредбите за ДДС и данъка върху корпоративните доходи, за да се противодейства на спада на данъчните приходи. Нецикличните фактори отново оказват негативно влияние за влошаването през 2013 г. на бюджетното салдо, главно в резултат от увеличение на компенсациите на наетите лица, публичните инвестиции и пенсиите. Основните промени в бюджетния дефицит през 2007–2013 г., изглежда, отразяват структурно влошаване на фискалната позиция на България в периода до 2009 г., подобряването ѝ от 2010 г. до 2012 г. и отново влошаване през 2013 г.

Резултатите за брутният дълг на сектор „държавно управление, съотношението „дълг/БВП“ остават най-ниските сред държавите членки на ЕС извън еврозоната. Първичният излишък и положителният диференциал между растежа и лихвения процент благоприятстват това развитие до 2008 г., както е посочено на графика 3. Първичният дефицит допринася за увеличение на дълга след 2009 г., при влошаващи се макроикономически и финансови условия, докато корекциите на бюджетния дефицит и държавния дълг ограничават нарастването на съотношението на дълга, тъй като правителството намали размера на своите финансови активи. В стратегията на средносрочната фискална политика на България, представена в осъвременената Конвергентна програма за 2014–2017 г.<sup>4</sup>, е посочено, че бюджетният дефицит слабо ще нарасне до 1,8% от БВП до края на 2014 г. и постепенно ще се понижи до 0,9% от БВП до 2017 г. Съгласно осъвременената Конвергентна програма за 2014–2017 г. структурният дефицит ще достигне средносрочната цел в размер на 1,0% от БВП (определена в съответствие с Пакта за стабилност и растеж) през 2016 г. Според

<sup>4</sup> Конвергентна програма за 2014–2017 г., Министерство на финансите, 2014 г., стр. 33



икономическите прогнози на Европейската комисия структурният дефицит ще остане над средносрочната цел от 1,0% от БВП през целия прогнозен период.

За последния период дългосрочният лихвен процент е средно 3,5%, т.е. много под референтната стойност от 6,2% според критерия за конвергенция на дългосрочните лихвени проценти. През по-голямата част от 2008 г. дългосрочният лихвен процент в България се стабилизира около 5%, но през декември същата година рязко се покачва до 7,8% поради световната финансова криза, което довежда до понижаване на кредитния рейтинг на България. Дългосрочният лихвен процент в България има постепенен, но постъпателен низходящ тренд до 2013 г., когато се стабилизира. Диференциалът му спрямо този на еврозоната се сви значително до около нула към края на 2012 г., след което леко се разшири. В края на разглеждания период диференциалът спрямо средния за еврозоната лихвен процент е едва 1,0 процентен пункт (и 1,7 процентни пункта спрямо доходността по облигациите на еврозоната с рейтинг AAA).

Формирането на среда, благоприятстваща устойчивата конвергенция на България, изисква наред с другите предпоставки, насочени към осигуряването на обща макроикономическа стабилност, включително устойчива стабилност на цените. Що се отнася до макроикономическите дисбаланси, Европейската комисия избра България за задълбочен преглед в своя „Доклад за механизма за предупреждение, 2015 г.“ и заключението е, че „България продължава да е засегната от макроикономически дисбаланси, които изискват наблюдение и политически действия“<sup>5</sup>. В същото време предвид ограничените възможности на паричната политика за маневриране в условията на паричен съвет е наложително другите сфери на икономическата политика да осигурят на стопанството необходимия ресурс за справяне със специфичните за страната шокове с цел избягване на ново натрупване на макроикономически дисбаланси. По-конкретно, България следва да се справи с широк кръг предизвикателства пред икономическата си

политика. Българското законодателство не отговаря на всички изисквания за независимост на ЦБ, забрана за финансиране и правна интеграция в Евросистемата. България е държава членка на ЕС с дерогация, и следователно следва да спазва всички изисквания за привеждане на законодателството си в съответствие с чл. 131 от Договора за присъединяването ѝ към ЕС. Изпълнението<sup>6</sup> на критериите за номинална конвергенция към настоящия момент не изглежда устойчиво поради проблемите с публичните финанси и банковия сектор в страната.

След приемането на валутния борд България натрупа ценен опит, който увеличи шансовете ѝ за присъединяване към еврозоната. Според изследване на А. Минеа и К. Раул<sup>7</sup>, „България е сравнително по-добре интегрирана с ИПС в сравнение с други страни от Централна и Източна Европа, които имат парична автономност“. Относно перспективите пред валутния борд в България, днес един от водещите въпроси по отношение на подготовката за присъединяване към еврозоната е дали България да запази режима си на паричен съвет до датата на присъединяване към Европейския паричен съюз. Пример за страни членки, които членуваха във ВКМ II с режим на паричен съвет, са Естония и Литва. Това обаче не означава, че на България също ще бъде позволено да запази режима си в рамките на ВКМ II, тъй като стабилността и надеждността на всеки паричен съвет се преценява поотделно. В случай, че режимът на паричен съвет продължи да функционира плавно в страната, принципно няма да има пречки за неговото запазване до датата на членство в еврозоната.

И. Тодоров разглежда следните предимства и недостатъци<sup>8</sup> при запазването на борда. Един от аргументите против запазването на паричния съвет до момента на влизане в еврозоната дава динамиката на реалния ефективен валутен курс на българския лев, която представлява средногеометрично претеглени относителни

<sup>6</sup> Чобанов, Д., „Приемането на еврото в България – актуално развитие“, Десета международна научна конференция на младите учени, доклад, УНСС, София, 2014 г., стр. 197

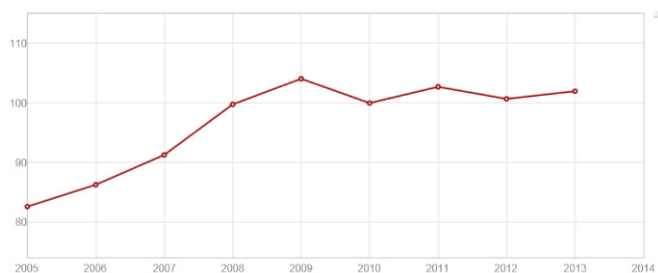
<sup>7</sup> цит. Minea, A., Rault, Ch., External monetary Shocks and monetary Integration: Evidence from the Bulgarian Currency Board”, Elsevier journal, [www.elsevier.com/locate/ecmod](http://www.elsevier.com/locate/ecmod), 2011

<sup>8</sup> Тодоров, И., „Българският паричен съвет в контекста на бъдещото членство на България в еврозоната“, Икономически и социални алтернативи“, статия, бр. 3, 2013 г.

<sup>5</sup> Доклад за механизма за предупреждение на ЕК за 2015 г. до Европейския парламент, Съвета, Европейската централна банка и Европейския икономически и социален комитет, 28.11.2014 г., стр. 16



цени (или разходи) на дадена страна и нейните търговски партньори, изразени в единна валута. Изчислява се, като номиналният ефективен валутен курс се коригира с подходящи дефлатори – ценови или разходни индекси. Реалният ефективен валутен курс е измерител на ценовата или разходната конкурентоспособност на дадена икономика в сравнение с нейните основни конкуренти на международните пазари.



Фиг. 2. Реален ефективен валутен курс на лев (2010=100)<sup>9</sup>

Промените в разходната и в ценовата конкурентоспособност зависят не само от динамиката на номиналния валутен курс, но също така и от динамиката на разходите и цените. Нарастване на този показател означава загуба на конкурентоспособност. Наблюдаваме постоянен темп на растеж на показателя в България, което означава влошаване на ценовата конкурентоспособност на националната икономика в резултат на фиксирането на номиналния курс на българския лев към еврото в условията на паричен съвет.

Съществуват редица привърженици, идеи и аргументи в полза на запазването на валутния борд. Фиксираният валутен курс създава сигурност за стопанските агенти и стимулира търговските и финансовите потоци между България и еврозоната, създавайки добра макросреда за икономически растеж и чуждестранни инвестиции. Паричният съвет стимулира финансова дисциплина и гарантира плавна сходимост на българското ценово равнище към европейското. Ако паричният съвет бъде премахнат преди приемането на еврото и България премине към плаващ валутен курс, това може да доведе до спекулативни атаки срещу българския лев до неговата обезценка и

до поява на свързани с тази обезценка инфлационни процеси. Подобен сценарий би направил приемането на единната валута доста проблематично. Могат да се открият предимства и недостатъци на възможните политически действия, касаещи валутния борд и присъединяването към еврозоната, в условията на сегашната икономическа обстановка и последствията от глобалната финансова криза. В настоящата статия тези предимства и недостатъци ще се коментират от гледна точка на финансово - икономическата стабилност на страната, а не във връзка с политическия им характер. Един от вариантите е България да запази паричния съвет и в максимално кратки срокове да се присъедини към еврозоната. Ключовият въпрос не е дали валутният борд е стабилен и устойчив, а дали запазването му е най-добрата политика за осигуряване на устойчив икономически растеж и макроикономическа стабилност. Възможността за скорошно присъединяване към еврозоната е също под въпрос. Един от аргументите, подкрепящ този вариант е, че тази политика може да доведе до приемането на еврото с възможно най-малко сътресения за икономиката и местния пазар. В конкретния случай запазването на настоящия режим на паричен съвет ще предотврати евентуална обезценка на лева, която би нанесла сериозни поражения върху българските домакинства и счетоводните баланси на частния сектор. Последният аргумент възниква в резултат на големия дял на кредити, деноминирани в чужда валута. На второ място, запазването на валутния борд ще гарантира продължаването на успешната политика на макроикономическа стабилизация, която се провежда от 1997 г. насам, и също така би намалило риска от нежелано повишаване темпа на инфлацията и инфлационните очаквания. Увеличение на инфлацията би могло да възникне вследствие на значителна обезценка на местната валута и/или в резултат от връщането към класическа двустепенна банкова система. Паричният съвет води до надценяване на местната валута и е причина за макроикономическите дисбаланси в последните няколко години и е един от аргументите против запазването му. Повишаването на дефицита по текущата сметка до нива над 25% от БВП през 2008 г. в резултат на нарастнало вътрешното търсене и загуба на конкурентоспособност, се

<sup>9</sup> Световна банка, (<http://data.worldbank.org/indicator/PX.REX.REER/countries/BG?display=graph>)



дължат на инфлационния диференциал и на факта, че курсът на лева е фиксиран към този на еврото. В случай, че България приеме еврото със значително надценена местна валута, българската икономика ще бъде неконкурентноспособна в сравнение с европейските икономики и българските производители няма да могат да реализират стоките и услугите си на чуждия пазар. Опитът на страните от Южна Европа след формирането на еврозоната не е много окуражаващ. С оглед на това и опитът, който имаме от световната финансова криза, политиката на разширяване на ИПС може би не е толкова подходяща. Докато критериите от Маастрихт са ясно определени и не се отнасят до структурите на реалната икономика, въпросите за конкурентноспособността може би са в основата на водената политика от старите страни членки на ИПС. Старите членове на ИПС вече не са толкова склонни да приемат нови страни членки, освен ако те не покажат по някакъв начин, че се стремят към политика на подобряване на конкурентноспособността на техните икономики в рамките на ИПС. Тази политика изисква известно време за ефективно административно прилагане и следователно присъединяването на новите членове към еврозоната може да бъде забавено. С установяването на валутен борд опитът за намаляване на надценения реален валутен курс чрез политика на подържане на по-ниски цени на вътрешния пазар в сравнение с чуждестранните цени не зависи от членството в еврозоната. Същата политика следва да бъде прилагана независимо дали България е в или извън валутния съюз. По този начин, от гледна точка на страната кандидат, решението да запази валутния борд предполага по-бързо присъединяване към еврозоната.

Контрааргумент срещу критиките за надценения лев е фактът, че темпът на инфлацията в България се забавя през последните години и балансът по текущата сметка е твърде вероятно да се подобри значително в резултат на глобалните дефлационни процеси и икономическата рецесия. Друг контрааргумент се основава на факта, че след претърпения външен шок валутният борд поставя основната тежест на приспособяването върху финансовите и макроикономическите променливи на

вътрешния пазар, като например пазарно определените лихвени проценти, заетостта и производителността на труда. Това означава, че липсата на плаващ валутен курс и невъзможността за прилагане инструментите на паричната политика биха улеснили националната икономика при по-лесно приспособяване към външни икономически шокове, като по този начин спомагат за по-резките корекции на дисбалансите и по-бърз устойчив икономически растеж. Въпреки че тези твърдения може да са теоретично верни, те не са доказани на практика, като се има предвид дефицитът по текущата сметка на България през последните години. Потенциалните разходи от запазването на настоящия режим на паричен съвет се отнасят до тежките бюджетни ограничения, които валутният борд налага върху фискалните органи. Валутният борд ограничава тяхната способност да предприемат политически действия срещу цикличните промени на икономиката, които биха смекчили последствията от глобалната рецесия. Всъщност валутният борд може да изостри рецесията в местната икономика в периода на действие на глобалната криза. Този факт може да не е толкова негативен, колкото влошаването на вътрешните икономически условия, в резултат на рязка обезценка на местната валута. Като цяло запазването на валутния борд и присъединяването към ВКМ II с текущия обменен курс е политика, която ефективно може да бъде приложена и да осигури навременно присъединяване към еврозоната. Но също така тази политика крие големи разходи в дългосрочен план, а именно загуба на конкурентноспособност на българската икономика, която много трудно би могла да бъде възстановена след присъединяването на България към еврозоната.

Вторият вариант е евентуална обезценка на лева и позволяване на колебания в тесни граници на валутния курс спрямо еврото във ВКМ II. Политиката на обезценяване на валутата следва да бъде прилагана заедно с политика, целяща повишаване доверието в новия валутен курс. Следователно, влизането във ВКМ II с обезценена валута вероятно ще бъде придружено с изявление от страна на българските власти за предприемане на програма от структурни реформи, насочени към намаляване на риска от значително бъдещо



поскъпване на местната валута. Тази стратегия би довела до възстановяване на конкурентоспособността и намаляване на загубите, нанесени от реалното поскъпване на валутата през последните години и разсейване на спекулациите за бъдещи промени в режима на фиксиран валутен курс. Потенциалните предимства от полагането на основите за членство в еврозоната с по-конкурентна валута трудно биха могли да се игнорират, не на последно място и заради високата степен на отвореност на българската икономика. Критично тълкуване на този вариант може да се търси, защото вероятно той ще изправи българските власти пред голямо предизвикателство и ще изисква силна политическа воля, тъй като се различава от добре познатите стари практики. Ключов въпрос ще бъде същността на паричната политика след девалвацията на лева и последвалата структура на БНБ. Този сценарий може да доведе до нов валутен борд, формиращ нов обменен курс на лева към еврото. Но може и да бъде класическа двустепенна банкова система, целяща твърд обменен курс, например с много тесни граници на колебание на валутния курс. Друг недостатък е свързан с риска от краткосрочна инфлация и последвалата невъзможност да се покрие инфлационният критерий от Маастрихт, което ще забави присъединяването ни към еврозоната. Прогнозирането на дългосрочните инфлационни ефекти в резултат на обезценката на лева е много трудна задача. Това е така, защото освен определянето на приблизителната степен на обезценка, следва да се вземе предвид и евентуална промяна на ключови макроикономически променливи. Например, при такъв сценарий, по-широк (отрицателен) производствен разрыв може да засили дефлационните сили в икономиката, което спомага за намаляване влиянието на първоначалните инфлационни ефекти. В допълнение, следва да се вземат предвид и вероятните инфлационни очаквания при различните парични режими, например, преминаване от валутен борд към обикновено привързване на националната валута към чужда или плаващ валутен курс при класическа банкова система. Обезценката на лева би могла, при равни други условия, да създаде кратък инфлационен шок за икономиката и по-голяма

несигурност по отношение на средносрочния темп на инфлация. Рисковете България да не успее да стабилизира икономиката си и да отговори на критериите от Маастрихт са по-високи при този вариант. Ако успее да го постигне, страната ни ще се присъедини към ИПС с по-конкурентен обменен курс, което би подобрило бъдещите възможности за икономически растеж.

Преминаване към режим на плаващ валутен курс и приемане на еврото, когато условията го позволяват, е друг възможен вариант. Той е малко вероятно да бъде предприет от българските власти, но би могъл да бъде наложен от пазара с оглед силно надценената българска валута. Въпреки че вероятността този вариант да бъде осъществен е минимална, все пак заслужава да бъде разгледан, тъй като дава възможност да се изяснят приликите и разликите между предишните две опции. Една от критиките срещу тази опция се свързва с опита на Украйна, който показва, че преждевременното изоставяне на твърдия валутен курс може да доведе до социална, икономическа и политическа дестабилизация в страната. При този последен сценарий управляващите изоставят режима на валутен борд, а валутният курс бива оставян да „плава“ свободно спрямо другите валути и БНБ отново би станала пълноправна ЦБ. В случай, че този подход бъде предприет, е много вероятно да последва първоначален период на прекомерна волатилност на валутния курс и силна обезценка на лева, тъй като пазарът ще търси ново равновесно ниво на валутния курс при условия на повишена политическа несигурност и неясни перспективи за присъединяване към ВКМ II и приемане на еврото. Влошаващите се икономически условия биха нанесли сериозен удар върху националната икономика, рецесията ще се изостри, а рискът от сериозна финансова криза в страната ще се повиши. Доверието в паричния съвет непрекъснато и стабилно нараства. От възможните сценарии с оглед подготовката на България за членство в еврозоната най-голяма сред експертите е подкрепата за запазването на режима на паричния съвет. Това до голяма степен съвпада и с официалните позиции, които бяха изразени от българските институции. БНБ поема задължението да съдейства за запазването на съществуващия режим на паричен съвет по



време на участието на страната във ВКМ II. Официалната позиция на България е за запазване на режима на паричен съвет до влизането в еврозоната. Един от принципите, на които е основана стратегията на страната за членство в ИПС, е именно запазване режима на валутен борд до влизане в еврозоната при съществуващото равнище на фиксиран валутен курс на българския лев в съотношение 1.95583 лева за едно евро. „България не обмисля възможността за промяна на обвързаността на лева към единната европейска валута преди страната ни да влезе в „приемната“ за еврозоната. Европейската централна банка не е склонна да допусне най-бедния член на ЕС толкова бързо, до голяма степен заради притеснения за двучифрения дефицит по текуща сметка, който може да навреди на дългосрочния икономически растеж.”<sup>10</sup>

Въведен след тежката финансова криза през 1997 г., валутният борд стабилизира икономиката на България и свежда до минимум валутния риск за страната, като понижава значително инфлацията. Въпреки някои от недостатъците му, опитът на България показва, че валутният борд играе съществена роля за икономическото развитие на страната ни и положителните резултати от този режим са повече, отколкото отрицателните. Модифицираната форма на паричен съвет се оказва ефикасна в борбата с инфлацията. Тя довежда до увеличаване интереса на чуждестранните инвеститори, намаляване на външния дълг, повишаване стабилността и доверието в банковия сектор и доверието в националната валута. Въз основа на изброените положителни ефекти от валутния борд може да се направи изводът, че провежданата консервативна фискална политика спомага за доброто икономическо развитие. Доверието в паричния съвет е стабилно. От евентуалните възможности пред България за членство в еврозоната най-правилният подход би бил запазването на борда, който е стъпка към въвеждането на еврото. Стремещт на България за приемане на еврото, по-голямото доверие в паричните власти, както и цялостната икономическа стабилност, която валутният борд осигури, допринесоха за стабилност при постигането на някои от дългосрочните цели на

държавата. Подготовката на България за приемане на еврото се осъществява в изключително динамична, сложна и несигурна вътрешна и външна среда, върху която силно влияние оказват ефектите от световната икономическа криза, намаляване нивото на преките чуждестранни инвестиции, отказът на България от редица международни проекти, загубата на доверие от някои ключови икономически партньори. Всички тези причини рефлектират върху поведението и позициите на националните и на европейските институции и икономическите агенти. Присъединяването към еврозоната е продължителен и сложен процес, обусловен от взаимосвързани икономически и политически фактори както в държавите кандидатки, така и в тези от паричния съюз. Придържането към съществуващия паричен съвет е политика, която ефективно може да бъде приложена и да осигури навременно присъединяване на България към еврозоната с минимални негативни последици за националната икономика. Промяната на паричния режим към този момент трудно би могла да се обоснове и е твърде вероятно да дестабилизира страната. Гарантиращ икономическата стабилност и прозрачност, валутният борд следва да бъде поддържан до момента на приемането на България в еврозоната.

Според някои анализатори финансово - икономическата криза утихна, но според мен редица държави не могат да се възстановят, а тя представлява сериозен тест за устойчивостта на икономиките към външни шокове, както и за степента на тяхната конвергенция. Негативното влияние на кризата върху икономиката на България усложнява процеса на подготовка и ще забавя допълнително изпълнението на критериите за влизане в еврозоната. Възстановяването на икономиката ще бъде продължително, а високият темп на растеж от периода преди рецесията ще бъде трудно постижим, което като цяло ще създава както възможности, така и трудности за номиналната и реалната конвергенция. От гледна точка на теорията за оптималната валутна зона България е готова за участие в ИПС. Добрата синхронизация на българската икономика с икономиките в Еврозоната гарантира, че общата парична политика няма да причини допълнителна инфлация или безработица в

<sup>10</sup> Искров, И., [www.bnb.bg](http://www.bnb.bg)



страната. Обменният курс на българския лев е фиксиран към еврото в условията на паричен съвет, затова българската парична политика е почти изцяло зависима от паричната политика на ЕЦБ. Приемането на единната европейска валута не би довело до загуба на независима монетарна политика, а само до премахване на транзакционните разходи. Категорично може да се заключи, че изгодите от приемането на еврото далеч ще надвишат разходите. Въпреки, че България покрива критериите за оптималност за валутната зона, е малко вероятно тя да успее да постигне устойчиво изпълнение на критерия за стабилност на цените в следващите няколко години. По отношение на реалната конвергенция България също изостава и остава една от най-бедните държави в ЕС с най-ниския доход на глава от населението, най-ниската производителност на труда, с високи безработица илихвени проценти.

Въпреки че изпълнението на критериите за номинална конвергенция не изглеждат устойчиво, моята прогноза е, че България ще успее в близките три години да се присъедини към ВКМ II, запазвайки действащия валутен борд, но за това са нужни преди всичко структурни реформи, последователни действия за развитие на икономиката и стриктна фискална политика. Фиксираният валутен курс позволява да се използват част от предимствата на еврото, без да е необходимо да се въвежда. Изпълнението на критериите за номинална конвергенция е необходимо условие, но не и достатъчно за успешно членство в ИПС. Заключение е, че България трябва да извърви своя път към членство в еврозоната, изпълнявайки стриктно критериите и запазвайки валутния борд, но въпреки своите предимства, приемането на еврото не бива да става самоцел на българската държава, ако заедно с това не бъдат изградени ясна визия за развитието на икономиката и изграждането на качествени държавни институции с цел възстановяване на доверието в България.

#### Използвана литература:

1. Doklad za konvergenciyu na ECB, 2014
2. Doklad za mehanizma za preduprejdienie na EK za 2015 g. do Evropeiskia parlament, Saveta, Evropeiskata centralna banka i Evropeiskiat ikonomicheski i socialen savet, 2014
3. Konvergentna programa za 2014–2017, Ministerstvo na finansite, 2014
4. Krugman, P., Obstfeld, M., Melits, „Mezhunaroden ikonomiks. Teoriya i praktika“, Stopanstvo, UNSS, Sofia, 2013
5. Todorov, I., „Bulgarskiyat parichen suvet v konteksta na budeshoto chlenstvo na Bulgaria v Evrozonata“, Ikonomicheski i socialni alternativi“, statiya, br. 3, 2013
6. Chobanov, D., „Priemaneto na evroto v Bulgaria – aktualno razvitie“, Deseta mezhunarodna nauchna konferenciya na mladite ucheni, doklad, UNSS, Sofia, 2014
7. Minea, A., Rault, Ch., External monetary Shocks and monetary Integration: Evidence from the Bulgarian Currency Board”, Elsevier journal, [www.elsevier.com/locate/ecmod](http://www.elsevier.com/locate/ecmod), 2011
8. <http://data.worldbank.org/indicator/PX.REX.REER/countries/BG?display=graph>
9. <http://ec.europa.eu/eurostat>
10. <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>
11. [www.bnb.bg](http://www.bnb.bg)
12. [www.nsi.bg](http://www.nsi.bg)