

Икономически и финансови ефекти и оценка на последиствията от промените в паричната система при въвеждане на единната европейска валута в Република България¹

ноември 2022 г.

¹ Настоящият документ представлява принос на Българската народна банка към проект на Анализ на ползите и разходите от присъединяване на България към еврозоната, представен на Министерския съвет и парламентарните групи.

Съдържание

1	Основни политики в еврозоната.....	3
1.1	Парична политика.....	3
1.1.1	Цел, стратегия и управление на Евросистемата.....	3
1.1.2	Инструменти на паричната политика на Евросистемата.....	7
1.2	Регулаторна рамка, надзор, възстановяване и реструктуриране на банковия сектор.....	16
1.2.1	Регулаторна рамка.....	16
1.2.2	Банков съюз.....	16
1.2.3	Кредитор от последна инстанция.....	25
2	Основни макроикономически и финансови политики в Република България	26
2.1	Парична политика в Република България	26
2.1.1	Канали за „внасяне“ на инфлация в страната. Трансмисия на паричната политика на ЕЦБ към икономиката на България.....	33
2.1.2	Валутни резерви	37
2.2	Регулаторна рамка, надзор, възстановяване и реструктуриране на банковия сектор.....	38
2.2.1	Банков надзор	38
2.2.2	Кредитор от последна инстанция.....	40
2.2.3	Реструктуриране на кредитни институции	41
3	Състояние на българската икономика	44
3.1	Реална конвергенция	46
3.2	Номинална конвергенция – изпълнение на критериите от Маастрихт.....	71
4	Очаквани промени, ползи, разходи, рискове и предизвикателства от присъединяването на Република България към еврозоната.....	80
4.1	Парична политика на Република България.....	80
4.1.1	Ефекти върху баланса на БНБ	91
4.2	Кредитор от последна инстанция	97
4.3	Регулаторна рамка, надзор, възстановяване и реструктуриране на банковия сектор.....	99
4.4	Лихвени проценти	101
4.5	Инфлация	108
4.6	Външна търговия и инвестициите.....	119
4.7	Разходи и други ефекти	129

1 Основни политики в еврозоната

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-Уудската финансова система, но отново е подновен 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 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. икономическия съюз, фискалния съюз, банковия 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.

1.1 Парична политика

1.1.1 Цел, стратегия и управление на Евросистемата

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 отворена пазарна икономика при свободна конкуренция². Основните задачи, провеждани

² 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 обикно-

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), Изпълнителен съвет (ИС) и Генерален съвет (ГС). 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, отнасящи се до междинни цели на паричната политика, основните лихвени проценти и депозирването 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 еврото³. 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 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

вено 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.

³ 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.

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 описания 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 ЕЦБ⁴ 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%. Описаният ротационен принцип на гласовете в УС на ЕЦБ важи за всички решения с изключение на решенията относно капитала на ЕЦБ, алгоритъма за записване на капитала на ЕЦБ, прехвърлянето на чуждестранни резервни активи на ЕЦБ и разпределянето на паричния доход на националните централни банки, разпределянето на нетните печалби и загуби на ЕЦБ. В тези случаи гласовете на Управителния съвет се претеглят в съответствие с дела на националните централни банки в записания капитал на ЕЦБ, а теглото на гласовете на членовете на Изпълнителния съвет е равно на нула.

Генералният съвет се състои от председателя и заместник-председателя на ЕЦБ и управителите на НЦБ на всички държави-членки на ЕС. Другите членове на Изпълнителния съвет на ЕЦБ, председателят на Съвета на ЕС и един член на Европейската комисия могат да присъстват на заседанията на Генералния съвет, но нямат право да гласуват. Председателят на ЕЦБ информира ГС за решенията на УС на ЕЦБ. От присъединяването на България към ЕС Българската народна банка е част от ЕСЦБ, управителят на БНБ е член на Генералния съвет на ЕЦБ, и участва в заседанията, които обикновено се провеждат четири пъти в годината. За провеждане на гласуване на заседанията на Генералния съвет е необходим кворум от две трети от членовете му или техните заместници. Решенията на Генералния съвет се вземат с обикновено мнозинство, като съществува възможност решенията да могат да бъдат вземани и чрез писмена процедура. За Генералния съвет на ЕЦБ не се прилага ротационната система, която се отнася до разпределянето на правото на глас между членовете на Управителния съвет на ЕЦБ.

Отговорностите на ГС включват: осъществяването на консултативната дейност на ЕЦБ в областите от нейна компетентност по проекти за актове на Съюза или националните власти, включително по обхвата и приложението на законодателството на Съюза, отнасящо се до надзора върху кредитните институции и стабилността на финансовата система; събирането на статистическа информация; изготвяне на годишните доклади на ЕЦБ; установяването на необходимите правила за стандартизиране на счетоводството и отчетността на операциите, извършвани от НЦБ; приемането на мерки относно алгоритъма

⁴ 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.

за записване на капитала на ЕЦБ; определянето на референтни стойности, които да се прилагат при оценката на икономическата конвергенция съгласно Маастрихтските критерии, включително определянето на изключения при прилагането на критерия за ценова стабилност; определянето на условията за работа на персонала на ЕЦБ; допринася за осъществяването на необходимата подготовка за неотменимо фиксиране на обменните курсове на валутите на държавите-членки на ЕС с дерогация спрямо еврото.

Ежегодно ГС разглежда доклад относно спазване от НЦБ на забраната за парично финансиране и привилегирован достъп съгласно ДФЕС, както и доклад за предоставянето на спешна ликвидна подкрепа. Веднъж на две години или по искане на държава членка с дерогация ГС обсъжда и приема изготвения от ЕЦБ доклад относно напредъка, постигнат от държавите членки с дерогация в изпълнението на техните задължения, във връзка с постигането на икономическия и паричен съюз (т.нар. доклад за конвергенцията).

Във връзка с участието си в ЕСЦБ всяка НЦБ записва вноса 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 brutния 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 ЕЦБ

Договорът за функционирането на Европейския съюз определя като основна цел на ЕЦБ 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 ЕЦБ, публикувана на 13 октомври 1998 г.⁵ 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 ежегодно⁶. Според стратегията отклонения на растежа на 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 инфлацията 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 политика⁷. 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.

⁵ 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.

⁶ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/1998/html/pr981201_3.en.html.

⁷ https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/pp79_92_mb200306en.pdf.

Резултатите от следващия и последен към момента преглед на стратегията за провеждане на паричната политика се обявяват на 8 юли 2021 г.⁸ 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 инфлацията 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 инфлацията 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 препоръчва 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 инфлацията, които включват първоначална оценка за тези разходи като част от по-широк набор от допълнителни показатели за инфлацията. 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.

1.1.2 Инструменти на паричната политика на Евросистемата

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 обемите на финансиране. Съгласно текущите правила за прилагането на единната парична политика от Евросистемата⁹ 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 финансовия 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 суапове за целите на паричната политика; набиране на срочни депозити; емитиране на дългови сертификати на ЕЦБ; окончателни сделки. Могат да се осъществяват и кре-

⁸ https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement.bg.html.

⁹ 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).

дитни операции с кредитните институции и други участници на пазара, при които предоставянето на заеми се основава на адекватни обезпечения. ЕЦБ определя общите принципи за операцияите 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 предложения 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. предизвиква загуба на доверие между участниците на паричния пазар в Европа, като редица кредитни институции от еврозоната губят възможността да се финансират чрез този пазар. В отговор на тези събития УС на ЕЦБ решава¹⁰, 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 обезпечение. 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 извършва 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 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 матуритет 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 домакинствата. 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 разпространение-

¹⁰ Виж: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081008_2.bg.html.

то 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. Условието 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 глобалната финансова и икономическа криза негативни ефекти, свързани с фрагментирането на банковата система в еврозоната вследствие на структурен недостиг на ликвидност в банки с лошо качество на портфейлите поради висок процент на необслужваните кредити и голям дял на държавни ценни книжа на силно задлъжнели правителства. 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 изглаждане на ефектите от неочаквани 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 инфлация 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)¹¹. С тази програма се подпомага банковият сектор в еврозоната. Програмата приключва на 30 юни 2010 г. след достигането на пълния си 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.

¹¹ Виж: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html#cbpp3>.

- 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 политика¹². 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 трансакции (outright monetary transactions, OMT). Тъй като покупките на дългови ценни книжа, извършвани в контекста на SMP, са стерилизирани, те не променят ликвидността на банковата система. 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 между държавите – членки на Евросистемата, съобразно дела на всяка НЦБ в капитала на ЕЦБ.
- Програма OMT има за цел да предотврати евентуални дългови кризи в еврозоната¹³. 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 OMT 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 OMT. Ако са в процес на преразглеждане, няма да се извършват покупки на OMT, докато не приключи преразглеждането с констатация за спазване на програмата.

Покупките по OMT могат да започнат най-рано в момента, в който държавата успее да си възвърне пълния достъп до частните пазари на кредитиране¹⁴.

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 бъдат обосновани от фундаменталните икономически данни за съответната държава.

Към момента програмата OMT не е била използвана от нито една държава в еврозоната. Кредитният риск при покупките на ценни книжа по програмата OMT 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 ак-

¹² <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010bg.pdf>.

¹³ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.bg.html.

¹⁴ Според определението на ЕЦБ това става, когато държавата успее да емитира ДЦК с 10-годишен матуритет.

тиви 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 своето правителство, 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%.
- В средата на 2022 г. очакваното затягане на паричната политика на ЕЦБ и прекратените нетни покупки на активи доведе до пазарна несигурност по отношение на устойчивостта на държавните дългове на силно задлъжнелите страни от еврозоната и в частност този на Италия, което се отрази в разширяване на спредовете между доходностите по ДЦК на тези държави и доходността по ДЦК на Германия. За да противодейства на наблюдаваната фрагментация на финансовите пазари в еврозоната и за да се подпомогне ефикасното функциониране на трансмисионния механизъм на паричната политика през юли 2022 г. ЕЦБ одобрява Инструмент за защита на трансмисионния механизъм (transmission protection instrument, TPI). 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 извършва 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 извършва 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 разглеждани. 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 стабилизационен 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 ТРІ не е предварително ограничен и ще зависи от рисковете за трансмисията на политиката. По ТРІ 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 ТРІ не бяха изяснени от ЕЦБ при обявяването на новия инструмент на паричната политика и към октомври 2022 г. все още липсва яснота по тях (например няма информация в кой баланс ще се запишат активите, закупени по програмата, и дали и как се споделя риска от тези активи).

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.

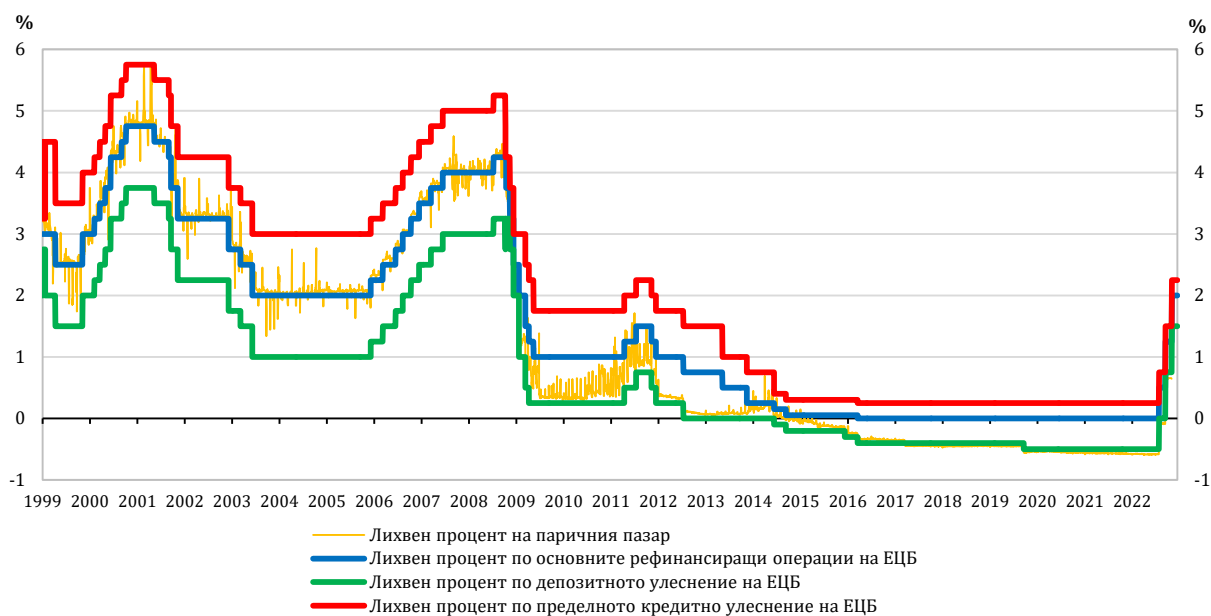
В резултат на стимулиращите операции по паричната политика на Евросистемата след здравната криза, свързана с разпространението на COVID-19, обемът на свръхрезервите в

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 долна (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 постоянен достъп варира в широки граници от 250 базисни точки при създаването на еврозоната до 50 базисни точки през периода 2014–2015 г. Считано от 2 ноември 2022 г. лихвените проценти по основните операции по рефинансиране, по пределното кредитно улеснение и по депозитното улеснение възлизат съответно на 2.00%, 2.25% и 1.50%.

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



Забележка: Динамичният ред „Лихвен процент на паричния пазар“ е съставен от: ЕОНИА в периода от 1999 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.

Източник: ЕЦБ.

Ориентир за лихвените проценти

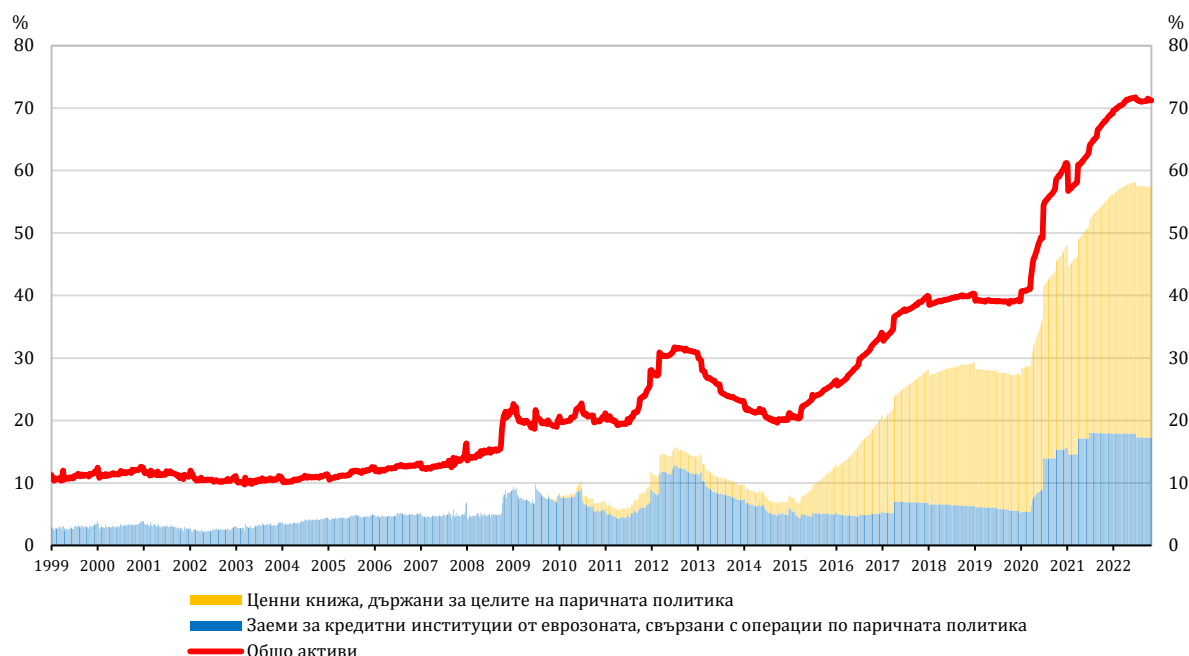
Ориентирът за лихвените проценти спомага за по-ефективна трансмисия на паричната политика на ЕЦБ и помага изпълняване на мандата на ЕЦБ за ценова стабилност. ЕЦБ дава информация за бъдещите си намерения в областта на паричната политика въз основа на оценката си за перспективите за инфлацията. В хода 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 взема решенията 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.

Графика 1-2:

Основни позиции от баланса на Евросистемата (% от БВП на еврозоната)



Източник: ЕЦБ, изчисления на БНБ.

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, свързани с високото ниво на публичния дълг и слабата капитализация на банковата система. Същевременно се наблюдава съществено занижаване на изискванията за качество на обезпечението при рефинансиращите операции, които водят до натрупване на кредитен риск 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 ЕЦБ не може да може да продължава безкрайно.

Валутни резерви

Националните централни банки на държавите членки предоставят на ЕЦБ чуждестранни резервни активи¹⁵, 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 възвръщаемост¹⁶. 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 едностранно 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.¹⁷ 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 обеми от съответно 1.5 млрд. евро и 1.6 млрд. евро поради опасения от възможни последици от слабия курс на еврото върху глобалната икономика¹⁸. През четвъртото тримесечие на 2000 г. ЕЦБ интервенира едностранно 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 еврозоната¹⁹. 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 йената 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.²⁰

¹⁵ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/BG/TXT/?uri=CELEX%3A32000O0015&qid=1658134113469&home=ecb>.

¹⁶ <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/reserves/html/index.bg.html>.

¹⁷ https://www.ecb.europa.eu/stats/balance_of_payments_and_external/international_reserves/fx_interventions/html/index.bg.html.

¹⁸ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2000/html/pr000922.en.html>.

¹⁹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2000/html/pr001103.en.html>.

²⁰ 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 споразуме-

1.2 Регулаторна рамка, надзор, възстановяване и реструктуриране на банковия сектор

1.2.1 Регулаторна рамка

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.

Единен надзорен механизъм (ЕНМ) е системата за единен банков надзор в Европейския съюз. Механизмът включва ЕЦБ и националните надзорни органи на участващите държави. Основен документ за неговото функциониране е Рамковият регламент²¹ за Единния надзорен механизъм (ЕНМ), който определя институционалните отношения и процедури в рамките на европейския банков надзор. Други разпоредби на ЕЦБ уточняват как ЕЦБ използва възможностите или дискреционните права, налични съгласно европейското банково законодателство, или налагат определени допълнителни задължения на поднадзорните банки, напр. относно плащането на надзорни такси. За изпълнение на своя надзорен мандат ЕЦБ приема свои правни инструменти. 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 регулаторен 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.

1.2.2 Банков съюз

Единен надзорен механизъм

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“.

ния 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, чиито срок изтича на 15 януари 2023 г.

²¹ 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)

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 реструктуриране.

Понастоящем 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 Хърватия²²).

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;
- хармонизиране на най-добрите надзорни практики;
- възможност за сравнителен анализ на поведението на кредитните институции в обхвата на държавите членки на ЕНМ;
- 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;
- предприемане 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 (така наречените 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.

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.

²² Хърватия се очаква да се присъедини към еврозоната на 01.01.2023 г.

От страна на националните компетентни органи обект на надзор са така наречените „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.

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, 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 съвет²³ съгласно процедурата при липса на възражения. Крайното, правно обвързващо решение, е на Управителния съвет на ЕЦБ.

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 придружаван от представител на НЦБ. В тези случаи представители заедно се считат за един член за целите на процедурата на гласуване.

Съгласно Регламент 468/2014 на ЕЦБ, 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

²³ 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 държавите от еврозоната.

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 Единният надзорен наръчник на ЕЦБ. Той описва организационната структура на Единния надзорен механизъм и определя методологиите, процесите и процедурите за банков надзор в Еврозоната. 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 (ПНПО)“, като целта е да се направи оценка на рисковия профил на банките и да се вземат, при необходимост, съответните надзорни решения. ПНПО 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 общо 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 изисква 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, доку-

менти 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.

Единен механизъм за реструктуриране

Единният механизъм за реструктуриране (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 регулаторна и институционална рамка, включваща Регламент (ЕС) № 806/2014²⁴ и междуправителствено Споразумение относно прехвърлянето и взаимното използване на вноски в Единния фонд за реструктуриране²⁵. Режимът на реструктурирането в еврозоната се допълва от Директива 2014/59/ЕС²⁶ и от пакет делегирани регламенти и регламенти за изпълнение, приети от Комисията в изпълнение на мандатите, произтичащи от Директива 2014/59/ЕС.

Чрез посочените актове от правото на ЕС възприетите на глобално ниво принципи на Съвета за финансова стабилност за ефективно реструктуриране на финансовите институции, са въведени на ниво банков съюз. Регулаторната рамка на реструктурирането предвижда механизми за намеса на ранен етап по отношение на проблемна кредитна институция, които включват специфични инструменти за реструктуриране. 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 реструктурирането 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 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 съображение 17 от преамбюла 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) № 1024/2013²⁷ се считат за участващи държави членки за целите на Регламент (ЕС) № 806/2014. Съгласно член 2 от Регламент (ЕС) № 1024/2013,

²⁴ Регламент (ЕС) № 806/2014 на Европейския парламент и на Съвета от 15 юли 2014 година за установяването на еднообразни правила и еднообразна процедура за реструктурирането на кредитни институции и някои инвестиционни посредници в рамките на Единния механизъм за реструктуриране и Единния фонд за реструктуриране и за изменение на Регламент (ЕС) № 1093/2010.

²⁵ 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.

²⁶ Директива 2014/59/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 15 май 2014 година за създаване на рамка за възстановяване и реструктуриране на кредитни институции и инвестиционни посредници и за изменение на Директива 82/891/ЕИО на Съвета и директиви 2001/24/ЕО, 2002/47/ЕО, 2004/25/ЕО, 2005/56/ЕО, 2007/36/ЕО, 2011/35/ЕС, 2012/30/ЕС и 2013/36/ЕС и на регламенти (ЕС) № 1093/2010 и (ЕС) № 648/2012 на Европейския парламент и на Съвета.

²⁷ 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.

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 финансовия сектор, установени в участващите държави членки, по отношение на които ЕЦБ упражнява консолидиран надзор.

В рамките на ЕМП действат еднообразни правила за реструктуриране на проблемни кредитни институции, които се прилагат от създадения в съответствие с член 42 от Регламент (ЕС) № 806/2014 Единен съвет за реструктуриране (ЕСП), съвместно със Съвета, Комисията и националните органи за реструктуриране. Централизираният механизъм за реструктуриране 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“²⁸.

В ЕМП е създаден централизиран механизъм за финансиране на реструктурирането на кредитни институции – Единен фонд за реструктуриране (ЕФП). Средствата в ЕФП се набират от институциите в обхвата на ЕМП чрез вноски. Целевото ниво на ЕФП възлиза на 1 % от гарантираните депозити в участващите държави и следва да бъде достигнато до 1 януари 2024 г. 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 реструктуриране. 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 извънредните последващи вноски е същата като за предварителните вноски. Принципите и правилата за определяне на индивидуалните годишни вноски и извънредните последващи вноски на кредитните институции в ЕФП се съдържат в съответната правна уредба на Европейския съюз²⁹.

Единният съвет за реструктуриране (ЕСП) осъществява дейността си в тясно сътрудничество с националните органи за реструктуриране (член 30, параграф 2 от Регламент (ЕС) № 806/2014). Единният съвет за реструктуриране е изграден като колегиален орган, в състава на който се включват постоянни (щатни) членове (председател и 4 щатни членове) и по един член, определен от всяка участваща държава, представляващ нейните национални органи за реструктуриране. Всеки член, включително председателят, има право на един глас. Определянето на представител на националните органи за реструктуриране 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.

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 че-

²⁸ Съображение 24 към преамбюла на Регламент (ЕС) № 806/2014.

²⁹ 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/ЕС на Европейския парламент и на Съвета по отношение на предварителните вноски в механизмите за финансиране на реструктурирането 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.

тиримата 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 участващи държави, при обсъждането и решаването освен председателят и щатните членове участват членовете на ЕСП, които представляват съответните национални органи за реструктуриране). Когато разширената Изпълнителна сесия не може да вземе решение с консенсус, решението се приема от председателя и четиримата 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 реструктуриране в рамките на ЕМП са доразвити в Решение на Единния съвет за реструктуриране (SRB/PS/2018/15).

Разпределението на функциите и задачите между ЕСП и националните органи за реструктуриране 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 реструктурирането и предприемането на действия по реструктуриране 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 реструктуриране 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 реструктуриране упражняват в пълен обем правомощията по планиране на реструктурирането, оценка на възможността за реструктуриране, отстраняване на пречките пред възможността за реструктуриране и предприемане на действия по реструктуриране. В изключителните правомощия на ЕСП е одобряването на схемите за реструктуриране, 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 реструктурирането, както и еднообразното тълкуване и прилагане на европейската правна рамка, ЕСП издава насоки и общи указания, насочени до националните органи за реструктуриране, във връзка с изпълнението на техните задачи и приемането на решенията за реструктуриране. Посочените документи се приемат от ЕСП съответно във формат Пленарна сесия или разширена Изпълнителна сесия, в които националните органи за реструктуриране участват със свои представители.

Ролята на ЕСП като централизиран орган за реструктуриране 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 разходи³⁰ ЕСП набира ежегодни вноски³¹ от задължените субекти в обхвата на ЕМП.

³⁰ Административните разходи на ЕСП представляват разходите по част I от бюджета на Единния съвет за реструктуриране, посочени в чл. 59, параграф 2 от Регламент (ЕС) № 806/2014.

³¹ 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 г. относно окончателната схема за вноските за покриване на административните разходи на Единния съвет за реструктуриране (ОВ, L 337/6 от 19 декември 2019 г.), изм. с

Европейска схема за гарантиране на депозитите

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 предприемане на действия във връзка с изпадане в несъстоятелност на банки с трансгранична дейност.

В Доклада на петимата председатели от 2015 г.³² 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 съюз³³, 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.

В тази връзка на 24 ноември 2015 г. Европейската комисия представи законодателно предложение³⁴, 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.

Делегиран Регламент (ЕС) 2021/517 на Комисията от 11 февруари 2021 г. 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 реструктуриране (ОВ, L 104/ 30-33 от 25 март 2021 г.).

³² Завършване на европейския икономически и паричен съюз. Доклад на Жан-Клод Юнкер в тясно сътрудничество с Доналд Туск, Йерун Дейселблум, Марио Драги и Мартин Шулц, 22.06.2015 г.

³³ Документ за размисъл относно задълбочаването на икономическия и паричен съюз, COM(2017) 291, 31.15.2017 г.

³⁴ 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.

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 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 насърчено 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. Впоследствие държавите членки обсъдиха хибридният 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 хибридният 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 гарантираните 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 националните 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.

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 формат³⁵ бяха приканени да се обединят на консенсусна основа около поетапен и обвързан със срокове план за всички мерки, необходими за завършване на банковия съюз.

Напредък по законодателното предложение не е постигнат въпреки проведените продължителни дискусии относно различни концепции за създаване на общоевропейска схема за защита на депозитите. Основните причини са опасенията от морален риск, както и необходимостта от мерки за намаляване на рисковете в банковата система като предварително условие за споделяне на тези рискове чрез ЕСГД. За редица държави не е приемливо обединяването на рисковете на банковите системи предварително, което би довело до евентуални фискални трансфери между държавите-членки.

1.2.3 Кредитор от последна инстанция

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 роля³⁶: 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-широка, 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 институ-

³⁵ 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).

³⁶ 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.

ции, които са платежоспособни, но изпитват временни ликвидни затруднения³⁷. За платежоспособни се считат кредитни институции, чиито базов собствен капитал от първи ред, капитал от първи ред и общо капиталово съотношение отговарят на хармонизирани минимални регулаторни капиталови равнища – съответно 4.5%, 6% или 8% или съществува надеждна перспектива за рекапитализация и минималните регулаторни 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 ЕЛА трябва да надвишава със 100 базисни точки лихвения процент по пределното кредитно улеснение³⁸. 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 Основни макроикономически и финансови политики в Република България

2.1 Парична политика в Република България

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 използвания 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, заложи 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

³⁷ Проучване показва, че в периода 2008–2019 г. от 36 банки получили подкрепа чрез ЕЛА 26 не са оцелели, което подлага под съмнение изпълнението на критерия за платежоспособност при достъпа до ЕЛА. Виж Cadamuro, L. and F. Papadia (2021) 'Emergency Liquidity Assistance: A new lease of life or kiss of death?', Bruegel Blog, 28 May.

³⁸ 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.

единствено и само срещу предоставянето на резервна валута по фиксирания валутен курс³⁹.

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. Предоставяне на такива кредити 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; (3) БНБ инвестира своите брутни международни валутни резерви в съответствие с разумните инвестиционни принципи и практика, като инвестициите в ценни книжа могат да бъдат само в ликвидни дългови инструменти при строги правила, които имат за цел да защитят качеството на активите, в които се инвестират брутните международни валутни резерви.

Функционирайки в режим на паричен съвет, БНБ не извършва операции на открития пазар и не определя основен лихвен процент на паричната политика (policy rate)⁴⁰. 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 лихвите на междубанковия пазар в България и в по-ниска степен 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 еврозоната⁴¹. 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 долар, евро, паунд, йена, юан) и тази трансмисия се случва независимо от режима на валутен курс.⁴² Пренасянето на монетарните условия от еврозоната към България косвено влияе и върху динамиката на инфлацията в страната.

³⁹ Закон за Българската народна банка.

⁴⁰ БНБ изчислява и обявява основен лихвен процент (ОЛП), който не е инструмент на паричната политика, а се определя на пазарен принцип. Размерът на ОЛП, в сила от първо число на всеки календарен месец, е равен на средната аритметична величина от стойностите на индекса [ЛЕОНИЯ Плюс](#) (LEONIA: LEv OverNight Interest Average Plus) за работните дни на предходния календарен месец. Когато тази средна аритметична величина възлиза на стойност по-малка от нула, ОЛП се определя в размер, равен на нула.

⁴¹ В края на 2021 г. този дял възлиза на 57.4%.

⁴² 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

В условията на паричен съвет БНБ разполага с няколко инструмента, с които може да влияе върху монетарните условия в страната. Първият от тези инструменти е регулацията на задължителните минимални резерви (ЗМР), които банките поддържат в БНБ. Този инструмент позволява на БНБ да освобождава или да изтегля ликвидност от банковата система и по този начин да влияе върху развитието на междубанковия паричен пазар 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 стимули 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 финансовата 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 инструмент⁴³. Чрез промяна в ставката на ЗМР централната банка може да повлияе върху стимулите на банките да кредитират и съответно върху кредитната активност. От друга страна, тъй като ЗМР не се олихвяват, тяхната ставка имплицитно влияе върху общите разходи за финансиране на банките и по този начин оказва влияние върху тяхната политика по определяне на лихвените проценти по кредитите. Някои държави са използвали този инструмент, за да ограничат 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 депозитите⁴⁴. На трето място, инструментът на ЗМР може да се използва от централната банка за регулиране на ликвидността в банковата система.

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.

⁴³ Federico, P., Vegh, C. and G. Vuletin (2014): "Reserve Requirement Policy over the Business Cycle", NBER Working Paper, No. 20612.

⁴⁴ 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.

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%⁴⁵, 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 БНБ⁴⁶. 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 кредита надхвърля определени стойности, посочени от централната банка⁴⁷. В периода след въвеждането на кредитните тавани се наблюдава значително подобрене в балансите на банките и редуциране на кредитния риск в банковата система, както и забавяне на растежа на кредита за частния сектор⁴⁸. 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%⁴⁹.

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 банките⁵⁰, както и намаляване на нормата на ЗМР от 12% на 10%⁵¹. 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. Целта на диференцирането на ставката за нерезиденти е да се запази съществуващото чуждестранно финансиране за банките в условията на намаление на ликвидността в глобален план, докато нулевата ставка за привлечените средства от държавния и местните бюджети е продиктувана от обезпечението им с ДЦК. Общият ефект от мерките на БНБ се изразява в освобождаване на ликвидност в икономиката 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 съ-

⁴⁵ https://www.bnb.bg/AboutUs/PressOffice/POPressReleases/POPRDate/RELEASE_20040520_BG.

⁴⁶ https://www.bnb.bg/AboutUs/PressOffice/POPressReleases/POPRDate/RELEASE_20041118_BG.

⁴⁷ https://www.bnb.bg/AboutUs/PressOffice/POPressReleases/POPRDate/RELEASE_20050422_1_BG.
https://www.bnb.bg/AboutUs/PressOffice/POPressReleases/POPRDate/RELEASE_20051110_BG.

⁴⁸ https://www.bnb.bg/AboutUs/PressOffice/POPressReleases/POPRDate/RELEASE_20061026_BG.

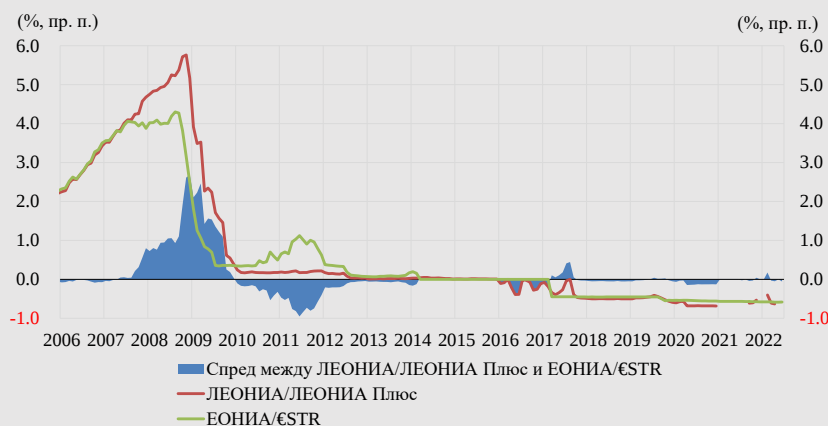
⁴⁹ https://www.bnb.bg/AboutUs/PressOffice/POPressReleases/POPRDate/RELEASE_20070719_BG.

⁵⁰ https://www.bnb.bg/AboutUs/PressOffice/POPressReleases/POPRDate/RELEASE_20081021_BG.

⁵¹ https://www.bnb.bg/AboutUs/PressOffice/POPressReleases/POPRDate/RELEASE_20081127_1_BG.

ществено понижение на лихвените проценти на междубанковия паричен пазар в България (вж. Графика 1).

Графика 1: Лихвени проценти на междубанковия паричен пазар (овърнайт депозити)



Забележка: Серията ЕОНИЯ /€STR е съставена от: ЕОНИЯ 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 ЛЕОНИЯ Плюс замени ЛЕОНИЯ. Месечните стойности на индекса ЛЕОНИЯ Плюс са изчислени като средноаритметични от стойностите за дните, в които на междубанковия пазар има сключени сделки за предоставяне на необезпечени овърнайт депозити в левове. Източници: БНБ, ЕЦБ.

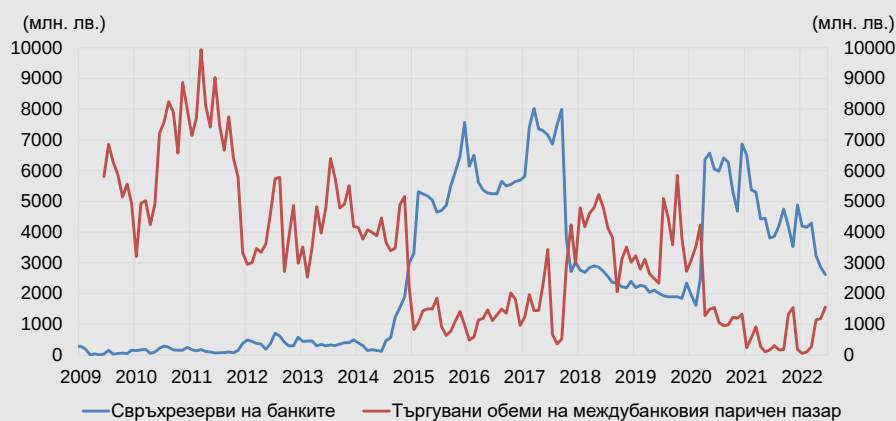
От 2009 г. БНБ не е предприемала промени в ставката на ЗМР. Към средата на 2022 г. нормата на ЗМР за привлечените средства от резиденти е 10% от резервната база, от нерезиденти – 5%, а от държавния и местните бюджети – 0%. Съответно ефективната имплицитна норма на ЗМР възлиза на 9.4%.

Вторият инструмент, с който БНБ може да влияе върху монетарните условия в страната е лихвеният процент върху свръхрезервите на банките. Този лихвен процент има свойствата на стандартен инструмент на паричната политика, когато банковата система оперира 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-нисък лихвен процент върху свръхрезервите спрямо преобладаващите пазарни лихви размерът на поддържаните от банките свръхрезерви намалява, 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, съответно увеличава стимула за инвестиции и потребление на фирмите и домакинствата. Същевременно, при определяне на по-висок лихвен процент върху свръхрезервите спрямо преобладаващия пазарен лихвен процент по алтернативни ликвидни активи размерът на поддържаните от банките свръхрезерви нараства. Поддържането на по-голяма ликвидност в баланса на БНБ и намаляването на склонността на банките да кредитират е равносилно на изтегляне на ликвидност от икономиката, което намалява стимулите на икономическите агенти да потребяват и инвестират. 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 отрицателен 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.

Графика 2: Свръхрезерви на банките и търгувани обеми на междубанковия паричен пазар



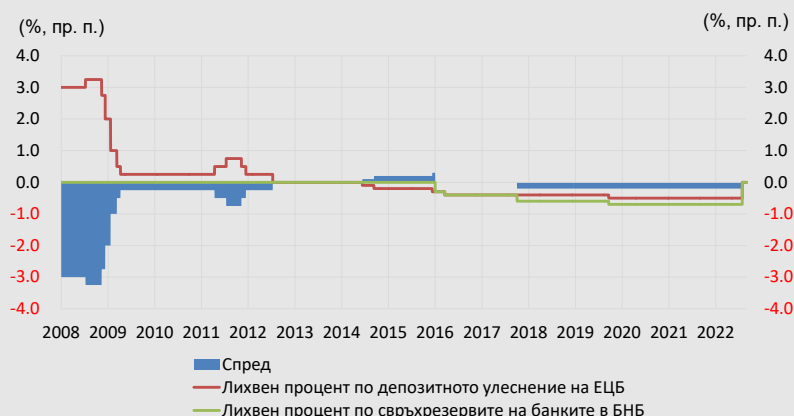
Източник: БНБ.

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 отрицателен⁵². 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 точки⁵³. В условията на свръхликвидност в глобален план поддържането на по-слабо отрицателен лихвен процент по свръхрезервите на банките в сравнение с лихвения процент по депозитното улеснение на ЕЦБ би довело до значително нарастване на банковите свръхрезерви и до разрастване на баланса на БНБ. Тъй като България е сравнително малка икономика потенциалното изтегляне на ликвидност не би имало значим икономически ефект, а същевременно в условията на отрицателни лихви би довело до значителни загуби от инвестирането на тази

⁵² От 9 декември 2015 г. лихвеният процент по депозитното улеснение на ЕЦБ е -0.30%.

⁵³ 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%.

Графика 3: Лихвен процент по депозитното улеснение на ЕЦБ и по свръхрезервите на банките в БНБ



Източници: БНБ, ЕЦБ.

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. Графика 1 и Графика 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 ⁵⁴, финансирани 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 парична 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.

По-високата изискуема норма на ЗМР и по-консервативните надзорни регулации спрямо банките в България могат да се отразят в по-високи лихвени 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 поли-

⁵⁴ Дефицит значително над определеното в ПСР ограничение от 3% от БВП.

тика, които се отразяват на оценката на пазарните участници за риска на страната и съответно рефлектират върху рисковата премия.

2.1.1 Канали за „внесяне“ на инфлация 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 инфлацията 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.⁵⁵ Високият относителен дял на вложените чуждестранни стоки и услуги в производството на местни стоки и услуги⁵⁶ представлява важен фактор за влиянието на международните цени на суровините и стоките върху разходите за производство на фирмите в страната и допринася измененията 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 суровини като суров петрол и природен газ е друга важна структурна характеристика на българската икономика, която допринася за силното влияние на международните цени върху инфлацията 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 инфлацията 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. Повишението/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 суровини и материали, разходите за заплати, промените в търсенето, 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 еврозоната, които представляват най-големият търговски партньор на България⁵⁷. 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 инфлацията 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“.

⁵⁵ Делът на износа и вноса на стоки и услуги към БВП на България за 2021 г. възлиза на 125%.

⁵⁶ По данни на ОИСР към 2018 г. делът на чуждестранната добавена стойност, включена в крайното вътрешно търсене на България, възлиза на 41%.

⁵⁷ Данните от статистиката за външната търговия показват, че за 2021 г. делът на държавите от еврозоната в общия износ на стоки на България възлиза на 46.7%.

Основните канали, чрез които се осъществява трансмисията на стандартните мерки на паричната политика на ЕЦБ⁵⁸ към икономическата активност и инфлацията в България, могат да бъдат обобщени като канал на външната търговия и канал на финансовите условия.⁵⁹ 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“⁶⁰. 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 заетост) 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 инфлацията в страната. Това влияние отразява най-вече степента, в която цените на внасяните готови потребителски стоки (като непреработени 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 пазари⁶¹, а промените в разходите за производство на фирмите са предпоставка за изменение на крайните потребителски цени. Оценки на БНБ за българската икономика⁶² 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 инфлационната динамика в страната, е основно свързан с лихвените проценти. Лихвеният канал отразява силното влияние, което оказват промените в лихвените проценти, определени 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 силно влияние върху лихвените проценти по кредитите⁶³ и депозитите в България. Директното въздействие

⁵⁸ В тази част анализът се фокусира върху промените в лихвения процент по основните операции на рефинансиране на ЕЦБ.

⁵⁹ Емпиричен анализ на каналите, чрез които паричната политика на ЕЦБ се пренася върху икономическата активност и инфлацията в България, е представен в дискуссионен 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.

⁶⁰ 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.

⁶¹ 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.

⁶² 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.

⁶³ Като използва модели с корекция на грешката, в дискуссионен материал на БНБ „Лихвените проценти по кредитите в България: ролята на монетарните условия в еврозоната и влиянието на икономическата

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 евро⁶⁴, както и използването му като един от ценообразуващите фактори по отношение на задълженията на местните кредитни институции към банките-майки⁶⁵. 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 измененията в лихвените проценти по депозитите са притокът на привлечени средства от резиденти (формиращ значителна част от общия размер на депозитите в банковата система)⁶⁶ 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 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 повишено ниво на необслужваните кредити на фирмите и домакинствата в страната, което при равни други условия би влошило пока-

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. Приложеният 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.

⁶⁴ 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%.

⁶⁵ Юрибор се използва като ценообразуващ фактор и по отношение на заемните средства, отпуснати от дъщерните банки и клоновете на чуждестранни банки към банките-майки в еврозоната.

⁶⁶ 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%.

зателите 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 ограничената 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 нива⁶⁷. 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 в страната. 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, създадоха 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 създаваше натиск за нарастване на цените на жилищата, но и стимулираше 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 индексирание на размера на някои социални плащания (като пенсиите) 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 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

⁶⁷ 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%.

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. За българската икономика не бе създаван потенциален инфлационен натиск и по линия на евентуална по-силна кредитна активност, която би могла се реализирала при участие на банките в България в целевите операции за дългосрочно рефинансиране (TLTRO) на ЕЦБ.

2.1.2 Валутни резерви

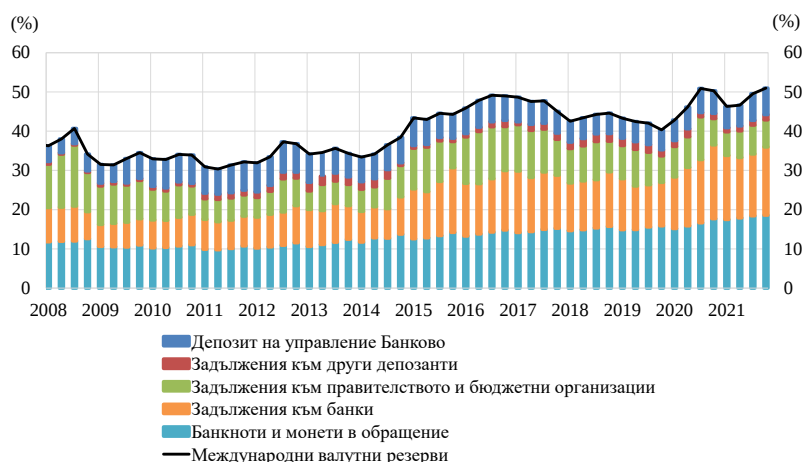
При текущия режим на паричен съвет в България балансът на БНБ е разделен на два баланса: баланс на управление „Емисионно“ и баланс на управление „Банково“. Съгласно принципите на функциониране на паричния съвет размерът на brutните международни валутни резерви на България съответства на балансовата стойност 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, чиито 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, емитирани от чужди държави, централни банки, други чуждестранни финансови институции или международни финансови организации, чиито 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, сключени със или гарантирани от чуждестранни централни банки, публични международни финансови организации или други чуждестранни финансови институции, чиито 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 превишава левовия еквивалент на brutния 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, емитирани 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 brutните 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. Задължителните 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%.

Графика 2-1:
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%.

2.2 Регулаторна рамка, надзор, възстановяване и реструктуриране на банковия сектор

2.2.1 Банков надзор

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).

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 органа.

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 България⁶⁸.

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.

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 плановите за възстановяване, както и на адекватността на бизнес модела и корпоративното управление на всяка една банка.

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.

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.

Основните ИТ 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 реструктуриране (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

⁶⁸ На 14 юли 2022 г. в Търговския регистър към Агенцията по вписванията е вписана промяна в собствеността на „Райфайзенбанк (България)“ ЕАД, като новият едноличен собственик на капитала на банката е Кей Би Си Банк НВ, Белгия. Считано от тази дата наименованието на „Райфайзенбанк (България)“ ЕАД се изменя на „Кей Би Си Банк България“ ЕАД.

и преструктуриране. Не се очаква въвеждането на еврото да породи необходимост от промяна на Наредба № 40 на БНБ.

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. Присъединяването на БНБ към ЕНМ се обвързва със сътрудничество с ЕЦБ и при осъществяването на макропруденциалния надзор върху банковата система. За инструментите, имащи за цел ограничаване на системните или макропруденциалните рискове, предвидени в Регламент (ЕС) № 575/2013 и Директива 2013/36/ЕС, 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 системните 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.

2.2.2 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 регулации, произтича, както от основната цел на БНБ, така и от ограничената функция на кредитор от последна инстанция на БНБ. Функцията на кредитор от последна инстанция се осъществява 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 риск, 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. Предоставянето на такива кредити би се осъществило след оценка от страна на БНБ на условията и вероятността за възникване на ликвиден риск в системата. В този смисъл предоставянето на извънредна ликвидност не е процес, който да се задейства автоматично при поискване от страна на банките.

Ликвидните активи, които банките трябва да предоставят на БНБ като обезпечение на кредита, включват злато, чуждестранна валута⁶⁹, 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. Тези високи изисквания на БНБ към качеството на обезпечението представляват съществена разлика спрямо по-ниските и дискреционно определени изисквания за качество на обезпечението на кредитите, които централните банки на страните от еврозоната могат да отпускат по ELA. Също така общата сума на предоставените като залог в БНБ активи, оценени по пазарната

⁶⁹ Само евро, щатски долари и швейцарски франкове.

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 brutния 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 банкова система, но също така допринасят за поддържане на финансовата дисциплина в банковата система и за намаляване на моралния риск. В периода от въвеждането на паричния съвет през 1997 г. до днес не е отправяно искане от банка за предоставяне на кредит от страна на БНБ в съответствие с изискванията на Наредба № 6 на БНБ.

2.2.3 Преструктуриране на кредитни институции

Хармонизираната европейска рамка за възстановяване и преструктуриране на кредитни институции и инвестиционни посредници, установена с Директива 2014/59/ЕС, е въведена в националното законодателство със Закона за възстановяване и преструктуриране на кредитни институции и инвестиционни посредници (ЗВПКИИП)⁷⁰. През периода на подготовката за присъединяване към ЕМП са приети изменения и допълнения на ЗВПКИИП⁷¹, 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 ЗВПКИИП⁷² в националното законодателство са въведени изискванията на Директива (ЕС) 2019/879⁷³, 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 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) №

⁷⁰ Държавен вестник, бр. 62 от 14.08.2015 г.

⁷¹ 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.

⁷² Държавен вестник, бр. 12 от 12.02.2021 г.

⁷³ Директива (ЕС) 2019/879 на Европейския парламент и на Съвета от 20.05.2019 г. за изменение на Директива 2014/59/ЕС по отношение на капацитета за поемане на загуби и рекапитализация на кредитните институции и инвестиционните посредници и на Директива 98/26/ЕО

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 групи⁷⁴, са 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 реструктурирането на кредитни институции от една страна като орган за реструктуриране и от друга страна - като национален орган за реструктуриране по смисъла на Регламент (ЕС) № 806/2014. Тази двустепенна функция на БНБ има изрична регламентация в чл. 2, ал. 1 от ЗВПКИП, 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 реструктуриране по отношение на субектите, попадащи в обхвата на преките правомощия на ЕСП и при вземането на решения във всички аспекти на реструктурирането относно тях: планиране, отстраняване на пречки пред реструктурирането, обезценяване и преобразуване, предприемане на действия по реструктуриране и т.н.

Във връзка с функциите по реструктуриране на субектите, попадащи в обхвата на преките правомощия на ЕСП, централизираният орган за реструктуриране замества БНБ и при осъществяването на сътрудничеството с органите за реструктуриране на неучастващите държави членки, включително в колегиите за реструктуриране и европейските колегии за реструктуриране, които се създават по реда на Директива 2014/59/ЕС 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 реструктуриране. 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 реструктуриране БНБ присъства наравно с останалите органи за реструктуриране 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 Изпълнителна сесия на ЕСП⁷⁵ и в Пленарната сесия. На експертно ниво БНБ е представена в така наречените вътрешни екипи за реструктуриране, които се организират от ЕСП за всяка институция, съответно - група, попадаща в прекия обхват на правомощията на ЕСП и изпълняват задачи относно подготовката на планове за реструктуриране и решенията във връзка с реструктурирането.

В качеството си на национален орган за реструктуриране 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 реструктурирането, оценка на възможността за реструктуриране, отстраняване на пречките пред възможността за реструктуриране, налагането на мерки за ранна намеса и решенията и действията по реструктуриране, в случай че схемата за реструктуриране не предвижда участие на ЕФП. В съответствие с чл. 30, параграф 2 от Регламент (ЕС) № 806/2014 БНБ упражнява право-

⁷⁴ „УниКредит Булбанк“ АД, „Обединена българска банка“ АД, „Банка ДСК“ АД, „Юробанк България“ АД и „Кей Би Си Банк България“ ЕАД.

⁷⁵ Когато се вземат решения по въпроси на реструктурирането относно кредитна институция – значимо поднадзорно лице, лицензирано в България,

мощията си в тясно сътрудничество с ЕСП. Сътрудничеството между БНБ и ЕСП в контекста на реструктурирането 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 реструктурирането; предоставяне на ЕСП на планове за реструктуриране и техните актуализации, заедно с мотивирани оценки на възможността за реструктуриране; задължение за съобразяване с общите насоки и указания на ЕСП при приемане на планове и решенията относно реструктурирането; предоставяне на ЕСП на информация за определеното МИСКПЗ; обмен на информация с ЕСП и други.

Считано от 27 юли 2020 г.⁷⁶ Българската народна банка, в качеството на орган за реструктуриране, отговаря изцяло за администрирането и управлението на Фонда за реструктуриране 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 реструктуриране 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 реструктурирането на клонове на кредитни институции от трети държави (извън обхвата на ЕМП). Целта му е при необходимост от допълнително финансиране на реструктурирането да се ограничи в максимална степен използването на публични средства на национално ниво.

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

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

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

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 ФПБ⁷⁷; изпълнение на задълженията, произтичащи от ЗВПКИИП, свързани с прилагане на инструментите за реструктуриране, 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 реструктуриране по смисъла на Регламент (ЕС) № 806/2014, БНБ осигурява събирането на информацията, необходима за определяне на

⁷⁶ 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.).

⁷⁷ Инвестиционните решения се вземат от УС на БНБ на тримесечна база по предложение на подуправителя, ръководещ управление „Емисионно“, придружено от анализ на очакваните доходност и риск. Средствата на отделните подфондове се инвестират, без да се допуска тяхното смесване.

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 реструктуриране 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 реструктуриране.

Административните разходи на БНБ, произтичащи от функцията по реструктуриране, 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 реструктуриране.

3 Състояние на българската икономика

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 нетните ползи и потенциалните макроикономически рискове от въвеждането на еврото, чието изследване в научната литература традиционно се основава на теорията за оптимална валутна зона (ОВЗ). Затова в тази част на анализа най-напред е представена теорията за ОВЗ 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 извличане 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 (ОВЗ) на R. Mundell (1961)⁷⁸. 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 интеграция⁷⁹. Теорията за ОВЗ претърпява значително развитие през 90-те години на миналия век под влияние на създаването на Икономическия и паричен съюз (ИПС), като става обект на множество емпирични изследвания и придобива не само теоретично, но и практическо значение.

Според теорията за ОВЗ, ако между две или повече страни се наблюдава висока степен на обвързаност между икономиките, то за тях ще е икономически изгодно да фиксират валути-

⁷⁸ Mundell, R. A. (1961), "A theory of optimum currency areas", The American Economic Review, volume 51, № 4, p. 657-665.

⁷⁹ 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 поражда 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.

те 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 оптималност⁸⁰, 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 интеграция (Mongelli, 2008)⁸¹. 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 повлияят неблагоприятно върху вътрешната ценова стабилност. Затова производственият процес в тези икономики се оптимизира на база по-високата конкуренция и ефективното използване на ресурси, което ги прави подходящи за участие в паричен съюз. В научната литература 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 извличане на ползи при присъединяване към валутна зона (ЕЦБ, 2007⁸²; Benčík, 2011⁸³). 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 курс⁸⁴. 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 предполагат лесно наемане и освобождаване на работници, гъвкавост на работното време и на работната заплата, професионална и географска мобилност на работната сила. Съществуващите регулации 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 генерират прекомерно високи нива на безработица и/или обезценяване на валутата.

Също така важен критерий за участие във валутен съюз е наличието на висока степен на синхронизираност на бизнес циклите, както и интеграция на финансовите пазари. По този начин се ограничава риска от възникване на евентуални асиметрични шокове, които биха

⁸⁰ 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. (*Външното 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.

⁸¹ Mongelli, F. (2008), "European Economic and Monetary Integration, and the Optimum Currency Area Theory", European Commission, European Economy, Economic Papers № 302.

⁸² Afons, A., and D. Furceri (2007), "Business cycle synchronization and insurance mechanisms in the EU", ECB, Working Paper Series № 844/2007.

⁸³ Benčík, M. (2011), "Business cycle synchronisation between the V4 countries and the euro area", Národná banka Slovenska, Working Paper № 1/2011.

⁸⁴ 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.

породили нуждата от прилагането на специфични за отделните страни политики на адаптация, което в частта на паричната политика на практика е невъзможно в условията на валутен съюз. В резултат на това друг съществен елемент на теорията за ОВЗ е наличието на фискална интеграция, която да изпълнява стабилизираща роля при поява на асиметрични външни шокове. Отличителна особеност на 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 произтекат някои рискове (De Grauwe, 2020)⁸⁵. Това, което академичната теория отбелязва в този случай, е че т.нар. „неоптималност“ на еврозоната следва да намалява с развитието и усъвършенстването на ИПС в дългосрочен план. Този процес се обяснява с теорията за „ендогенността“ на ефекта на ОВЗ, според която присъединяването на страни към ИПС по естествен начин ускорява техните фискална и финансова интеграция и подсилва мобилността на работната сила и гъвкавостта на цените и заплатите (Frankel and Rose, 1997)⁸⁶.

3.1 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 НСЧ⁸⁷ 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., 2017⁸⁸). Това стимулира притока на чуж-

⁸⁵ De Grauwe, P. (2020), “Economics of Monetary Union”, Oxford university Press, 2020.

⁸⁶ 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.

⁸⁷ Имат се предвид държавите присъединили се към ЕС след 2004 г. с изключение на Кипър и Малта поради специфичните особености на техните икономики.

⁸⁸ Теоретичните основи на концепцията за конвергенция и факторите, които я определят, водят началото си от неокласическия модел на растеж на Solow-Swan (1957). Неговата централна хипотеза е, че икономиките се характеризират с неокласическа производствена функция от типа Cobb-Douglas, с постоянна 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 населението 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 “ендоген-

дестранни капитали, което пък от своя страна разширява производствения потенциал на икономиката и води до засилване на реалната конвергенция. Чуждестранните инвестиции 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 произвежданите 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)⁸⁹.

Когато през 1990 г. започва изграждането на ИПС в настоящия му вид, съществува разбирането, че той трябва да е продължение на единния пазар на ЕС, чиито 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 поява 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)⁹⁰. 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, заложи 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 показва, че към текущия момент индикаторът за БВП на глава от населението (изразен в стандарти на покупателната способ-

ни“ 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.

⁸⁹ Kabrt, 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“.

⁹⁰ Hoyo, J., E. Dorrucci, 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.

ност) на България е на сравнително ниско равнище спрямо средната стойност на показателя за страните членки на ИПС. Това се дължи главно на по-ниската производителност на труда в България, което създава рискове от възникване на специфични за страната икономически шокове. В дългосрочен период съществува правопрпорционална връзка между степента на реална конвергенция (относителното равнище на доходите) и относителното равнище на цените спрямо ИПС. Затова ниската степен на реална конвергенция на България спрямо еврозоната предполага запазването на съществен инфлационен диференциал спрямо държавите в ИПС, което потенциално ще затрудни изпълнението на Маастрихтския критерий за ценова стабилност. Същевременно, високата степен на отвореност на българската икономика и обвързаността на страната с еврозоната по линия на търговските потоци и ПЧИ частично смекчават макроикономическите рискове от членството в ИПС, тъй като водят до синхронизираност на бизнес циклите. 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 асиметрични шокове. Това се дължи най-вече на ограничената гъвкавост на възнагражденията от труд в посока понижение и ниската териториална и професионална мобилност в страната.

Конвергенция на доходите, производителността и ценовото равнище

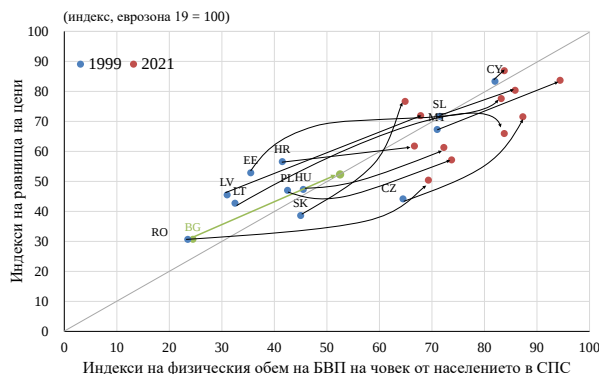
Конвергенцията се измерва в относителни величини и за нейното изследване е необходимо икономическото развитие на България да се съпостави с това на еврозоната, която е избрана за база. Конвергенцията е дългосрочен процес, който възниква когато се наблюдават по-високи темпове на икономически растеж при 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. Графика 3-1 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 Графика 3-1 могат да се изведат някои стилизирани факти относно процеса на конвергенция в НСЧ. Първо, държавите с най-ниско първоначално равнище на доходите (Румъния, България, Латвия, Литва и Естония) отбелязват най-голямо сближаване по отношение на еврозоната⁹¹. 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 равни-

⁹¹ 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.

щето 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.

Графика 3-1:

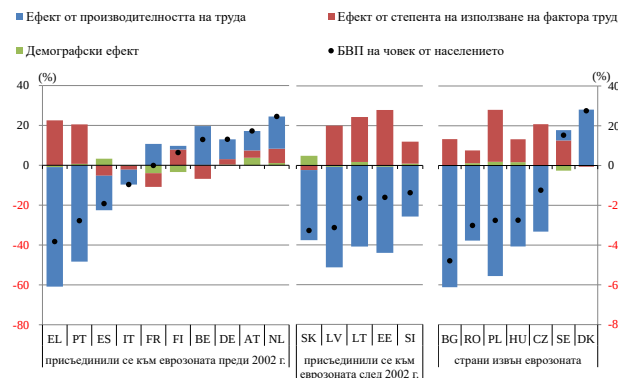
Индекси на физическия обем на БВП на човек от населението (в СПС) и индекси на равнища на цени за НСЧ през 1999 г. и 2021 г.



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

Графика 3-2:

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



Източник: АМЕСО, собствени изчисления

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 развятия⁹² (OECD, 2000; Alam et al., 2008⁹³). 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. Графика 3-2 показва, че различията в степента на конвергенция на България и останалите НСЧ спрямо еврозоната се определя главно от различия в производителността на труда. В България тя е значително по-ниска от средната производителност за еврозоната⁹⁴. Въпреки това, България и НСЧ частично компенсират изоставането си в производител-

⁹² За целта реалният БВП на глава от населението може да бъде представен по следния начин:

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

където с 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).

⁹³ 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), OECD Economic Outlook, Volume 2000 Issue 1, OECD Publishing, Paris, https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2000-1-en.

⁹⁴ 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

ността на труда спрямо еврозоната по линия на по-високата степен на използване на фактора труд, дължащо се на по-ниската безработица и по-големия брой отработени човекочасове на един зает през 2021 г. в тези страни⁹⁵. Според доклад на Световната банка, изготвен през 2015 г., основните ограничения пред производителността на труда в България са свързани с качеството на образованието, квалификацията и уменията на работната сила, наличието на регулаторна несигурност и бариери, институционалната и бизнес среда (World Bank Group, 2015)⁹⁶.

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 Графика 3-3). 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 могло да направи 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. Ако присъединяването към ИПС не е съпроводено с подобряване на структурните характеристики на икономиката (например по линия на институционалната и бизнес средата), то понижаването на лихвените проценти би се дължало на занижени оценки за риск от страна на инвеститорите. 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, 2020⁹⁷) препоръчват достигането до високо ниво на реална конвергенция преди въвеждане на единната валута.

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

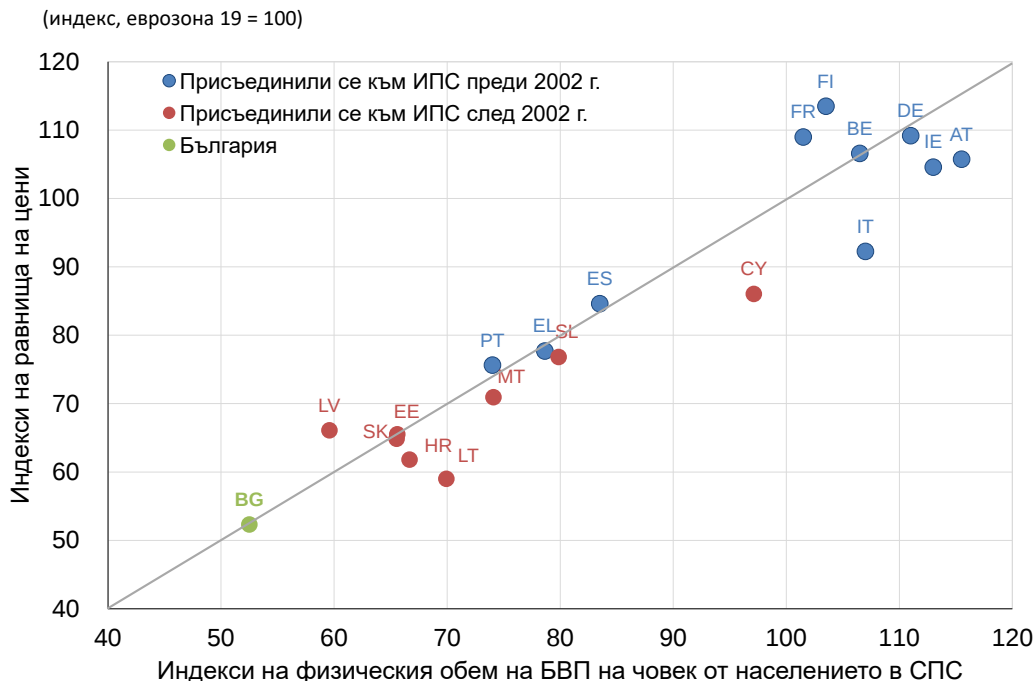
⁹⁵ За България допълнителен фактор, който допринася положително за свиване на разликата в БВП на човек от населението спрямо еврозоната е по-високият дял на икономически активното население.

⁹⁶ World Bank Group (2015), "Productivity in Bulgaria: Trends and Options", Document of the World Bank in Bulgaria, May 2015

⁹⁷ 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.

Графика 3-3:

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.

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 продукто-вите 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)⁹⁸.

Сходство в структурата на икономиките на България и еврозоната

С увеличаването на сходството между икономическата структура на присъединяващата се страна и паричния съюз намалява рискът от възникване на асиметрични шокове. Структурното сходство на България с еврозоната може да бъде измерено чрез индекса на Landesmann⁹⁹, който сравнява дела на десетте основни сектора на икономиката в общата добавена стойност¹⁰⁰ и по конструкция заема стойности от 0 до 1 (Landesmann (2000), Landesmann et al. (1995))¹⁰¹. Колкото индексът е по-близък до 0, толкова по-сходна е структурата на двете

⁹⁸ ECB. (2015). "Real convergence in the euro area: evidence, theory and policy implications" in ECB Economic Bulletin, Issue 5/2015.

Diaz del Hoyo, J, Dorrucchi, 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.

⁹⁹ Индексът на Landesmann се изчислява по следната формула:

$$L = \sum_{i=1}^n \sqrt{(sh_{BG}^i - sh_{EA}^i)^2 * \frac{sh_{BG}^i}{2}},$$

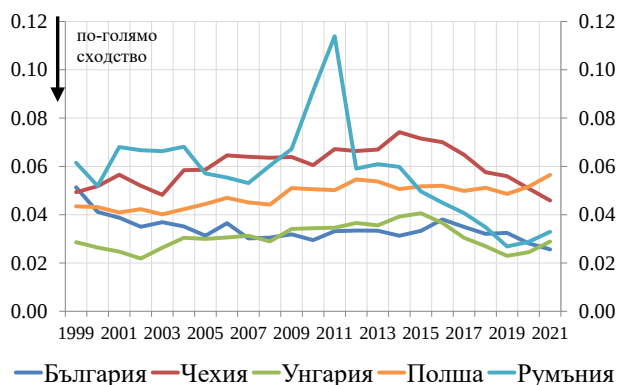
където sh_{BG}^i е процентният дял на i-тия сектор в добавената стойност на България, докато sh_{EA}^i е процентният дял на i-тия сектор в добавената стойност на еврозоната.

¹⁰⁰ Използвана е класификацията на икономическите дейности, КИД-2008.

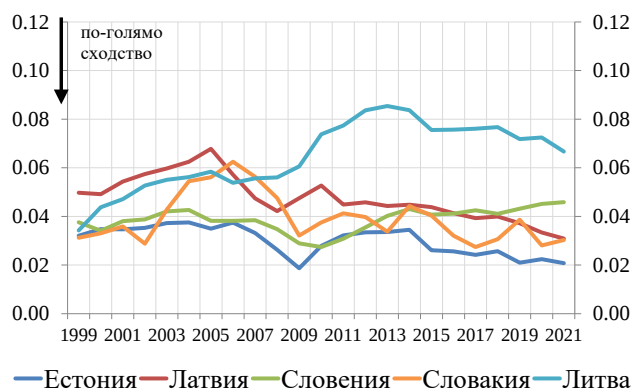
¹⁰¹ Landesmann, M. and I. Szekeley (1995). Industrial Restructuring and Trade Reorientation in Eastern Europe. In: Cambridge, Cambridge University Press. url: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0954349X9700009X>

икономики. Графика 3-4 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.

**Графика 3-4: Индекс на Landesmann
(а) НСЧ извън еврозоната**



(б) НСЧ в еврозоната



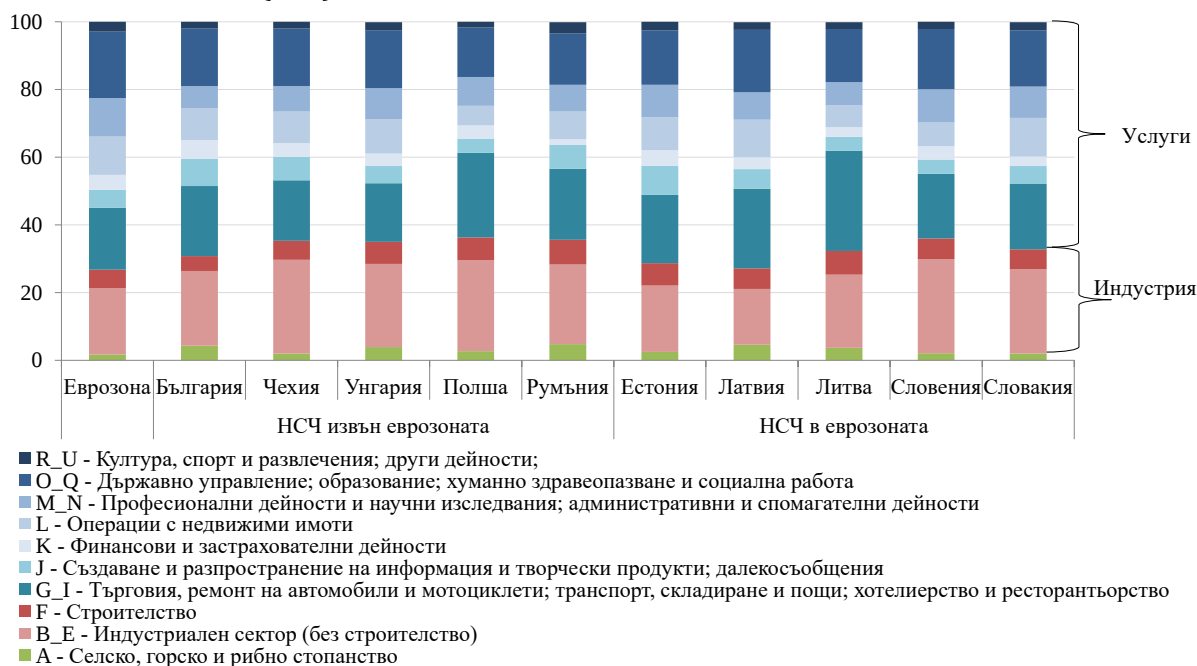
Забележка: Колкото по-ниски са стойностите на индекса, толкова е по-голямо сходството на разглежданите държави спрямо еврозоната.

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 дейности“ (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.

Графика 3-5:

Дял на добавената стойност на основни икономически подсектори в общата добавена стойност (в %)



Източник: НСИ, собствени изчисления.

Търговска интеграция и размер на ПЧИ

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 рискове за страната от участието в ИПС.

Географската структура на брутната търговия на България през 2021 г. показва, че около 47% от износа на стоки на страната е предназначен за еврозоната, докато около 36% от вноса на стоки на страната е с произход еврозоната.

По отношение на износа на стоки значимостта на еврозоната като търговски партньор на България се засилва след присъединяването на страната към ЕС през 2007 г. Съотношението на износа на стоки към еврозоната (в процент от БВП) се увеличава от 18.9% през 2008 г. до 24.2% през 2021 г. Спрямо останалите НСЧ България се нарежда на трето място по най-нисък дял на износа на стоки към еврозоната в процент от БВП (след Румъния и Латвия) през периода 2009-2021 г. (виж Графика 3-6). Вносът на стоки на България е преобладаващо от държави извън еврозоната, като размерът на внесените стоки от тези страни възлиза на около 31.4% от БВП средно за периода 2009-2021 г. (виж Графика 3-7). Същевременно, делът на вноса на стоки от страните членки на еврозоната възлиза на 24.1% от БВП, което отново нарежда България на третото място с най-ниско равнище на показателя (след Румъния и Полша).

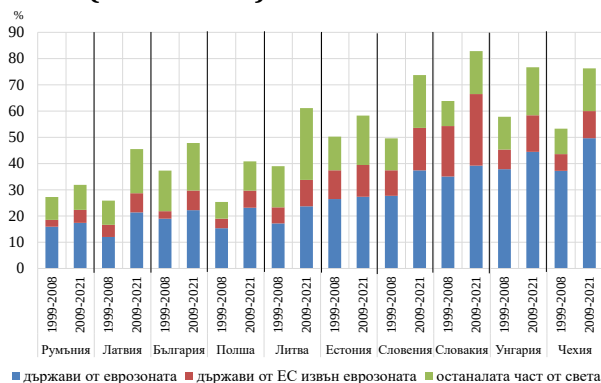
Следва да се има предвид, че търговските потоци на България се влияят съществено от динамиката на международните цени на петрола и други основни суровини, тъй като средно за периода 2009-2021 г. около 54% от търговията със стоки представлява *“суровини и материали и енергийни ресурси”*¹⁰² Тъй като цените на суровините на международните пазари се характеризират с голяма волатилност, страната ни е изложена на сравнително по-

¹⁰² Съгласно данни за външната търговия на България по начин на използване.

големи икономически шокове по линия на условията на търговия в сравнение със страни, чиято търговия се характеризира с по-малък дял на суровини. Това обуславя необходимостта от изследване на продуктовата структура на износа и вноса на България.

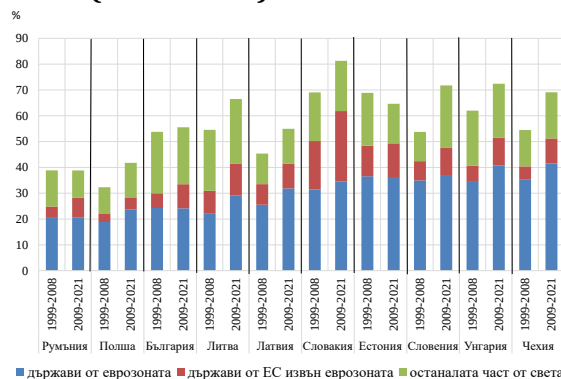
Графика 3-6:

Географско разпределение на износа на стоки (в % от БВП)



Графика 3-7:

Географско разпределение на вноса на стоки (в % от БВП)



Забележка: Държавите са подредени във възходящ ред според дела на търговията с еврозоната (в процент от БВП) през периода 2009-2021 г.

Източник: Евростат, собствени изчисления.

Продуктовата структура на износа и вноса на България би могла да бъде изследвана чрез индекса на Grubel и Lloyd¹⁰³. Индексът дава индикация за това в каква степен външната търговия на България с еврозоната е вътрешносекторна¹⁰⁴ (при стойност на индикатора близка до 1) или междусекторна (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)¹⁰⁵. 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, 2014¹⁰⁶; Krugman, 1981¹⁰⁷; Hoekman and Djankov, 1996¹⁰⁸). В този смисъл индексът на Grubel и Lloyd може да се разглежда като друг показател за степента на структурна прилика на икономиките по линия на външната търговия.

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

¹⁰³ Индексът е въведен през 1971 г. от Н. Grubel и Р. 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:

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

¹⁰⁴ Има се предвид двустранна размяна на стоки в рамките на една определена търговска класификация.

¹⁰⁵ 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>.

¹⁰⁶ Dautovic, E. et al. (2014), "Intra-industry trade between CESEE countries and the EU15", ECB Working Paper Series No 1719/August 2014.

¹⁰⁷ Krugman, P. (1981), "Intraindustry Specialization and the Gains from Trade", Journal of Political Economy, 89(5), pp. 959-973.

¹⁰⁸ Hoekman, B. and S. Djankov (1996), "Intra-industry Trade, Foreign Direct Investment and Reorientation of East European Exports", CEPR Discussion Paper No. 1377.

детайлността на данните, които се използват, като има пет нива на детайлност – SITC 1, SITC 2, SITC 3, SITC 4, SITC 5¹⁰⁹. Изчисленията на БНБ показват, че колкото по-голямо е нивото на детайлност на продуктовете групи, толкова по-малки са стойностите на изчислените индекси.

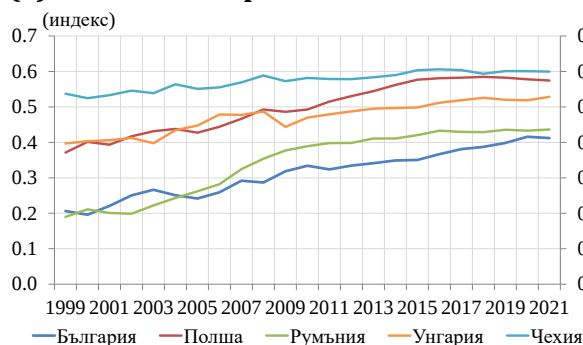
Динамиката на индекса на Grubel и Lloyd по години и по страни е представена на Графика 3-8 и показва, че както в България, така и в другите НСЧ се наблюдава тенденция към нарастване на вътрешносекторната търговия с еврозоната. Въпреки това съществуват големи различия по държави.

Данните за 2021 г. показват, че на най-детайлното ниво на продуктовете групи GL индексът за България възлиза на 0.41, което е най-ниската стойност в сравнение с останалите НСЧ (виж Таблица 3-1). Това дава индикации, че все още в значителна степен търговията на България с еврозоната е междусекторна, което създава рискове от възникване на асиметрични шокове между двете икономики и формирането на разнопосочна циклична позиция на икономиката на България с еврозоната, тъй като по конструкция в ИПС липсва централизирана фискална политика за приспособяване на държавите членки към асиметрични шокове.

Графика 3-8:

Индекс на Grubel и Lloyd, изчислен на 5-ти знак на СВТК

(а) НСЧ извън еврозоната



(б) НСЧ в еврозоната

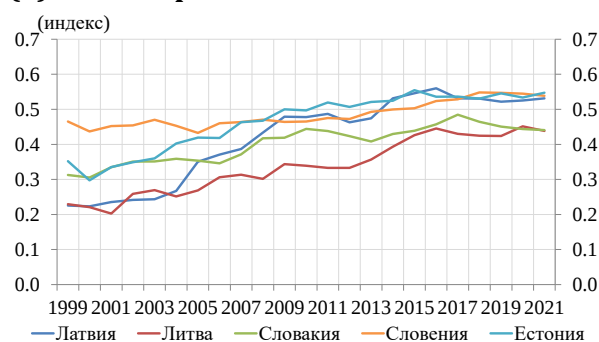


Таблица 3-1:

Индекси на Grubel и Lloyd за вътрешно-секторна търговия (за 2021 г.)

НСЧ извън еврозоната	SITC5
България	0.41
Полша	0.57
Румъния	0.44
Унгария	0.53
Чехия	0.60
Хърватия	0.42

НСЧ в еврозоната	SITC5
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.

¹⁰⁹ Стандартната външнотърговска класификация (SITC) има пет нива на детайлност, като SITC 5 е най-подробната разбивка.

Участието на България в общи с еврозоната вериги за създаване на стойност (ВСС) 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 дела на местно създадената добавена стойност на страната в износа на останалите държави съпоставено с общия износ на страната - участие напред по веригата (Koorman et al., 2010)¹¹⁰. Колкото по-висок е всеки един от тези компоненти, толкова по-голямо е участието и съответно интегрираността на страната във ВСС. С помощта на този индекс, може да се определи 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. Резултатите от индекса за участие на България във ВСС¹¹¹ с партньор 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 (Графика 3-9). 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 на България за еврозоната 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 ВСС е едно от най-ниските сред НСЧ, при разглеждане на 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 България (Графика 3-10). 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.

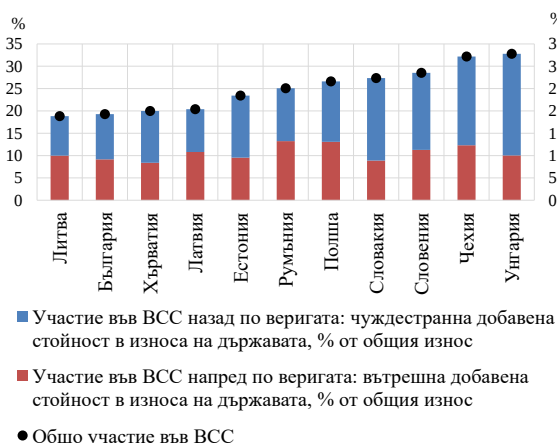
На база индикаторите за ВСС може да се заключи също, че динамиката на добавената стойност в България е сравнително по-силно обвързана с вътрешното търсене на еврозоната (най-вече частно и правителствено потребление) отколкото с нейния износ в сравнение с други НСЧ. В резултат на това може да се очаква, че българската икономика ще се характеризира с висока степен на синхронизираност с еврозоната в случаите, когато динамиката на икономическата активност в ИПС се определя от шокове по линия на вътрешното търсене. Същевременно, ако водещи за развитието в ИПС са глобални шокове със значим ефект върху износа на еврозоната, то тогава степента на синхронизираност на бизнес циклите между България и еврозоната би била по-ниска. Фактор, който потенциално ще оказва влияние върху уязвимостта на България в бъдеще по отношение на отделните типове икономически шокове, е наблюдаваната дългосрочна тенденция към увеличаване в търговията на България с еврозоната на дела на стоките с по-висока добавена стойност и придвижването на страната към по-високо участие във ВСС напред по веригата на производство.

¹¹⁰ Koorman, R. et al. (2010) "Give credit where credit is due: Tracing value added in global production chains," NBER Working Paper Series 16426.

¹¹¹ Индикаторът за участие във ВСС е изчислен на база информация от таблиците „ресурс-използване“ на ОИСП. Тъй като тези данни се публикуват с голямо закъснение, последните налични оценки са към 2018 г. и са публикувани от ОИСП (*TiVa database*) през 2021 г.

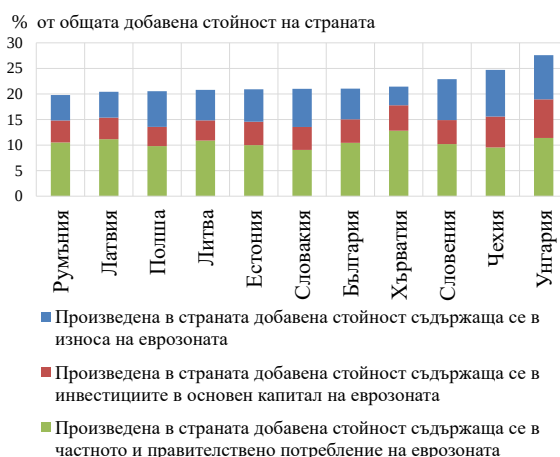
Графика 3-9:

Участие във веригите за създаване на стойност с партньор еврозоната, 2018 г.



Графика 3-10:

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 им характер. В научната литература съществува консенсус, че в случай на асиметричен шок, (при определени условия¹¹²) един от механизмите за преразпределяне на доходи между засегнатите и незасегнатите икономики е именно по линия на мобилността на капиталовите потоци (Eichengreen, 1990¹¹³). 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, 1962¹¹⁴). 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 България¹¹⁵ в процент от БВП и натрупаните изходящи от България преки инвестиции към еврозоната¹¹⁶ в процент от БВП (Графика 3-11 и Графика 3-12).

По данни на Евростат, 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.¹¹⁷

¹¹² Изисква се наличието на постоянна възвращаемост от мащаба на производство, защото ако технологиите се характеризират с нарастваща възвращаемост от мащаба, то икономически шок, който изисква разширяването на един сектор за сметка на друг, може да наложи преразпределяне 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.

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

¹¹⁴ Ingram, J. (1962). „Regional Payments Mechanisms: The Case of Puerto Rico“. In: Chapel Hill, University of North Carolina Press.

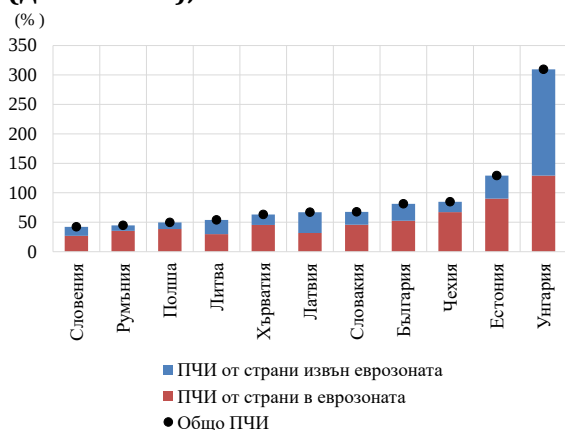
¹¹⁵ „Преки инвестиции, пасив“ по статистиката по шестото издание на Ръководство по платежен баланс и международна инвестиционна позиция (МВФ, 2008).

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

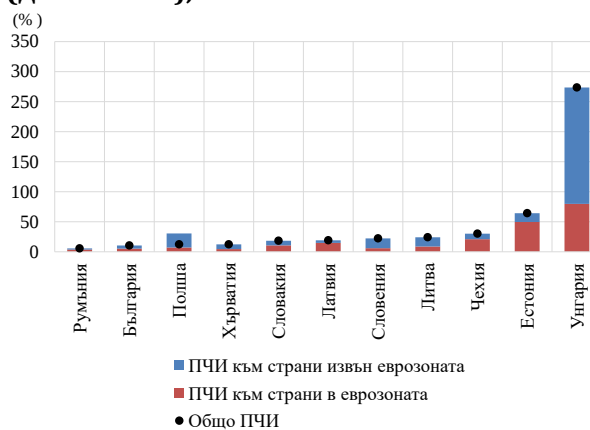
¹¹⁷ Следва да се има предвид, че статистиката за ПЧИ по географско разпределение се съставя на база пряк, а не краен собственик на контролиращото дружество. Около 40% от инвестициите в България от еврозоната са с произход от Холандия, Люксембург, Малта и Кипър, което е възможно да отразява наличието

Това създава условия за споделяне на риска от възникване на специфични за България и страните членки на ИПС асиметрични шокове и възможността за преразпределяне на част от негативните ефекти от тях. 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 и Румъния са страните от НСЧ с най-нисък размер на инвестиции в еврозоната.

Графика 3-11:
Географско разпределение на натрупаните преки инвестиции, пасив (дял от БВП), 2021 г.



Графика 3-12:
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 предпочитанията 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 страните членки, ако трансмисионните механизми на паричната политика се различават съществено в отделните държави или ако съществуват различни първоначални (изходни) условия в отделните икономики. Освен това, ако страните са засегнати от индивидуални за тях шокове, общата парична политика не може да бъде използвана за адаптиране на икономиката към тези шокове и в действителност това може да доведе до допълнително засилване на различията в цикличната позиция на държавите (Frankel, 2004¹¹⁸). В резултат на това една страна от валутната зона е възможно да бъде в състояние на рецесия (спад на реалния БВП), докато в 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 определени данъчни облекчения в тези държави или статута им на офшорна юрисдикция. Това поставя под въпрос до колко инвестициите от тези страни действително имат краен собственик резидент на еврозоната.

¹¹⁸ 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".

на икономическа активност), определяне на продължителността¹¹⁹, амплитудата¹²⁰ 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)¹²¹. В научната литература е възприето схващането, че потенциалното равнище на производство се определя от размера на наличните производствени фактори (труд, капитал и обща факторна производителност), върху които паричната политика не може да влияе пряко. Същевременно цикличната позиция на икономиката е пряко свързана с динамиката на цените и заплатите и съответно с мандата за поддържане на ценова стабилност от страна на централните банки. 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?
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.¹²²

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 Графика 3-13 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

¹¹⁹ Това е периодът от време за достигане от най-ниското до най-високото равнище на икономическа активност.

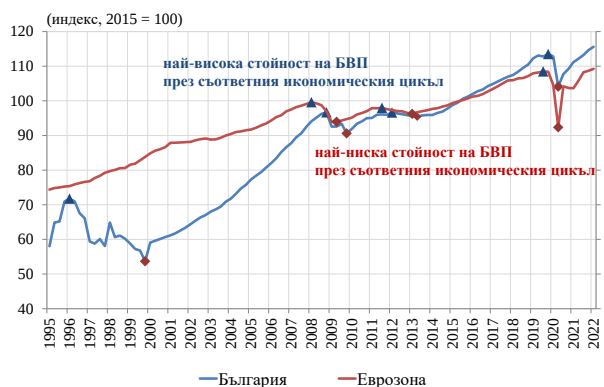
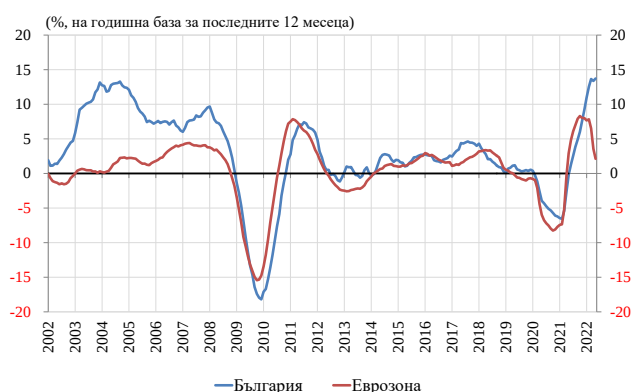
¹²⁰ Това е разликата между най-високото и най-ниското равнище на икономическа активност.

¹²¹ За повече информация виж тематичното изследване „Подходи за оценка на цикличната позиция на икономиката“ в публикацията [Икономически преглед](#), бр. 1/2019 г. на БНБ.

¹²² 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 не е представен в настоящия документ.

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 Графика 3-14). 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-ориентирани 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, повишена несигурност и натрупване на непредпазни 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. Аналогични изводи могат да бъдат направени и за динамиката на икономическата активност, измерена чрез индекса на индустриалното производство (Графика 3-15).

От гледна точка на синхронизираността на повратните точки на бизнес циклите, на Графика 3-13 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 суровини и предприетите мерки от частния и публичния сектор за намаляване на задлъжнялостта са причина за преустановяване на положителните икономически развия 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 основен 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 причина от втората половина на 2020 г. реалният БВП на България и еврозоната да следва обща тенденция към възстановяване.

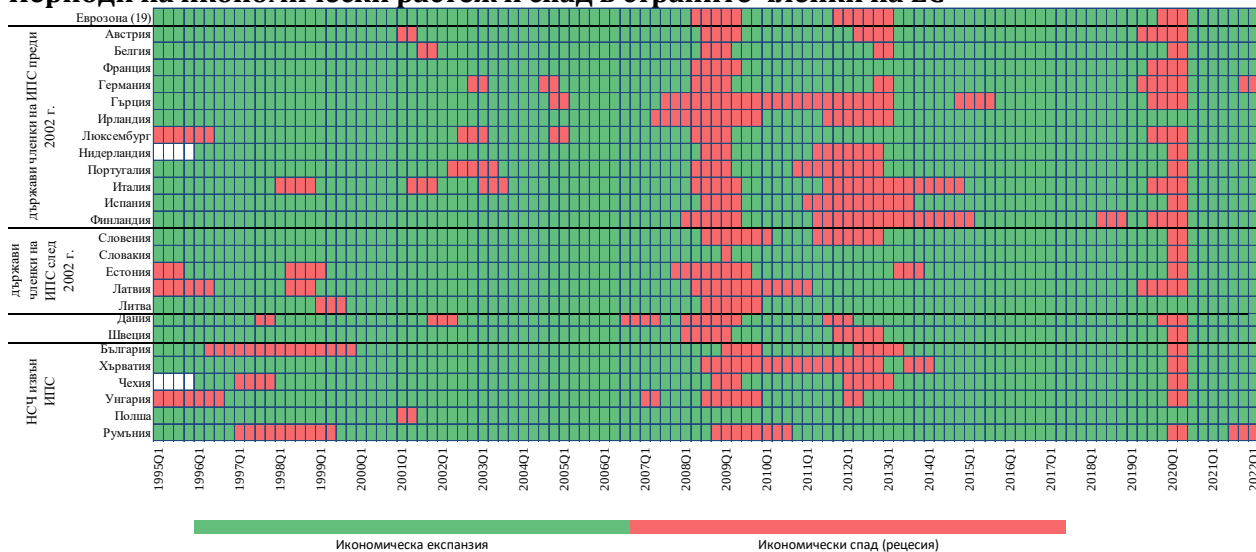
Графика 3-13:**Равнище на реален БВП на България и еврозоната (19 страни), индекс 2015 = 100****Графика 3-14:****Годишен растеж на БВП на България и еврозоната (19 страни)****Графика 3-15:****Годишен растеж на индекса на индустриално производство на България и еврозоната (19 страни)**

Забележка: За датирането на бизнес цикъла са използвани оценки на ЕЦБ, направени с помощта на метода на Bry-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 Графика 3-16 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 отнася до два основни фактора. Първият фактор е свързан с високата степен на търговска и финансова интеграция в рамките на ЕС, 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 разглеждания период – Глобалната финансова криза от 2008-2009 г. и пандемията от COVID-19 през 2020 г. Същевременно Графика 3-16 дава индикации, че държавите членки на ИПС се различават по отношение на макроикономическите си фундаменти, което е потенциален източник на асиметрични шокове и десинхронизация на бизнес циклите. Възникването на дълговата криза в ИПС през 2012-2013 г. е пример за такива развития.

Графика 3-16:

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 са използвани 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 1.0 индикират, че отклонението на икономиките от потенциалното равнище е било едновременно положително/отрицателно и в двете икономики през целия разглеждан период.

Таблица 3-2

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	0.65	0.74	1.00

Източник: Евростат, собствени изчисления.

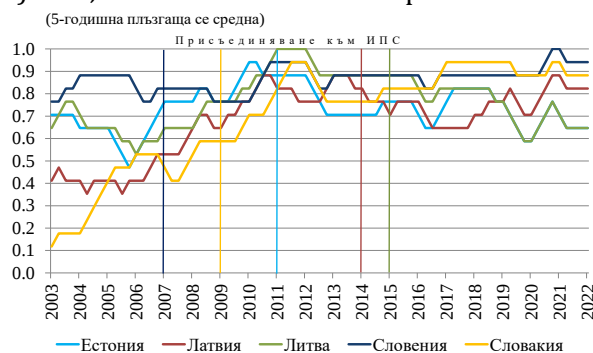
Графика 3-17:

Индекс на кохерентност на цикличната позиция на съответната икономика и еврозоната (5-годишна плъзгаща се средна)

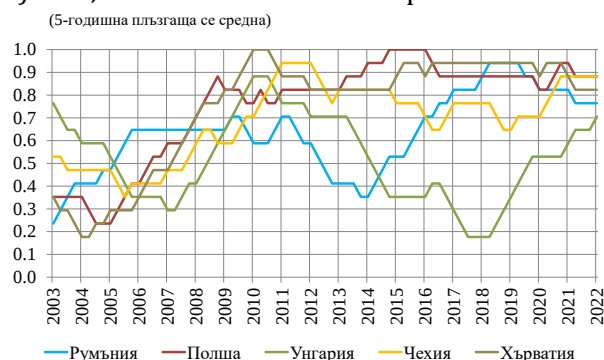
А) България



Б) НСЧ, които са членове на еврозоната



Б) НСЧ, които са членове на еврозоната



Забележка: На Графика 3-17 (Б) с вертикални линии е обозначена датата на присъединяване на съответните държави към ИПС.
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 3-2). 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. На база оценките на БНБ за цикличната позиция на НСЧ, които са членове на ИПС, не може да се заключи, че членството в паричния съюз се характеризира с така наречената „ендогенност“ и води до трайно повишение на сходството в цикличните позиции на отделните държави. Изследването на динамиката на индекса на кохерентност на България с ИПС във времето показва, че съществува дългосрочна тенденция към неговото повишение (виж Графика 3-17). 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, 2020¹²³). 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.

¹²³ 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.

Гъвкавост на пазара на труда

Гъвкавостта на пазара на труда е от съществено значение за функционирането на дадена икономика в условията на паричен съюз, тъй като гъвкавият пазар спомага за абсорбирането на евентуални вътрешни и външни шокове. Гъвкавостта на пазара на труда има няколко основни аспекта – първият е свързан с гъвкавостта по отношение на отработените човеко-часове, 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 устройството на институционалната рамка.

В случай на негативен икономически шок, гъвкавостта по отношение на отработените човеко-часове потенциално би ограничила излизането на наети от пазара на труда, нарастването на равнището на безработица и свързаната с това необходимост от увеличаване на социалните трансфери към домакинствата от страна на правителството. 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 износът на засегнатата държава да се повиши, което би спомогнало икономическата активност да се върне на първоначалното си по-високо равнище. За гъвкавостта на заплатите често влияние оказват институционални фактори, свързани със съществуващите регулации 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 могла 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 заплатите, така и на работната сила) означава, че в условията на валутен съюз икономиката е по-малко зависима от използването 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; честотата 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; делът на променливите доходи (негарантираните елементи на възнагражденията) в разходите за производство на фирмите; съотношението на минималната спрямо средната работна заплата в страната.

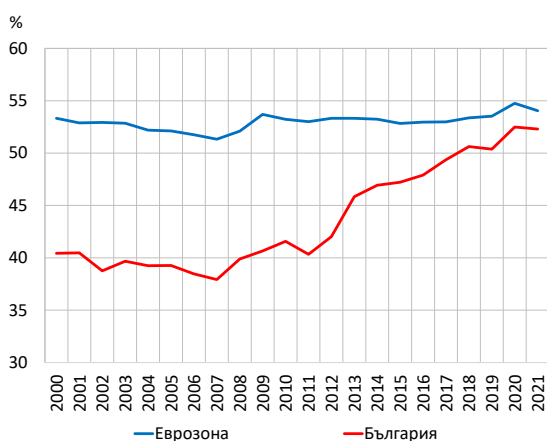
На база макро данни България е една от малкото държави в ЕС, които отчитат устойчив растеж на компенсацията на един нает през целия период след 1999 г.¹²⁴ (Maiväli and Stierle, 2013) (виж Графика 3-19), като в условия на потисната икономическа активност се наблюда-

¹²⁴ 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.

дава единствено забавяне на темпа на растеж. Съответно, делът 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 Графика 3-18). 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 реструктуриране към по-високо квалифицирана заетост, така и влиянието на ефекта “Balassa-Samuelson” (Ivanov and Ivanova, 2021¹²⁵).

Графика 3-18:

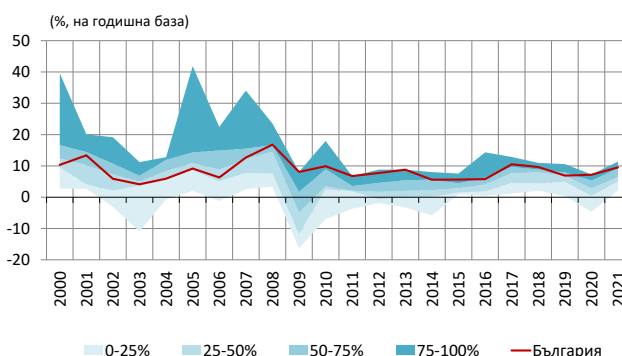
Дял на компенсацията на наетите в БДС



Източник: Евростат, НСИ, собствени изчисления.

Графика 3-19:

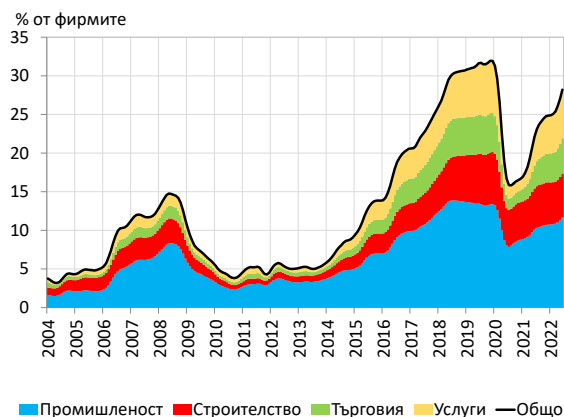
Годишен темп на изменение на компенсацията на един нает - кватилна графика на база на данни за еврозоната и НСЧ



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 недостигът на работна сила в страната. Според данните на НСИ, делът 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 Графика 3-20). Въпреки че разпространението на COVID-19 временно прекъсна тази тенденция, от лятото на 2020 г. този дял отново започна да нараства и продължава да се повишава с бързи темпове и през първата половина на 2022 г., приближавайки се към исторически най-високата си стойност. Ограниченото 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.

¹²⁵ 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

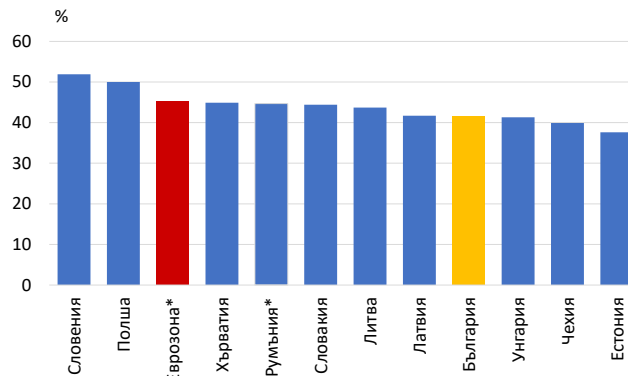
Графика 3-20:
Предприятия, изпитващи недостиг на работна сила в България (сезонно изгладени и претеглени по сектори данни)



Забележка: Данните за 2022 г. са до юни 2022 г. Историческият ред е сезонно изгладен от БНБ.

Източник: Евростат, НСИ, изчисления на БНБ.

Графика 3-21:
Съотношение на минималната работна заплата към средната работна заплата в икономиката (%) през 2021 г.



*Забележка: На Графика 3-21 за Румъния, Ирландия и Нидерландия (в рамките на еврозоната) са използвани данни за 2020 г.

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, 2016¹²⁶). В допълнение около 30% от фирмите заявяват, че прилагат правило за индексирание на заплатите с динамиката на инфлацията. Според проучването нисък остава делът на фирмите, 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), което им дава възможност да разполагат с буфер за оптимизиране на разходите за труд в случай на негативен шок. Въпреки, че липсват актуални данни на фирмено ниво, може да се допусне, че в периода след 2014 г. гъвкавостта на заплатите се характеризира с тенденция към понижение предвид протичащите процеси на застаряване на населението и недостиг на работна сила във всички основни икономически сектори.

Административното определяне на минималната работна заплата (МРЗ) 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 Графика 3-21). От тази гледна точка механизмът на формиране на МРЗ 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

¹²⁶ Paskaleva, D. (2016), "Determinants of Bulgarian Exports: the Role of Price and Non-Price Competitiveness", Bulgarian National Bank, Discussion Papers No 118/2021

ограничена¹²⁷. 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 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 понижаване, 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.

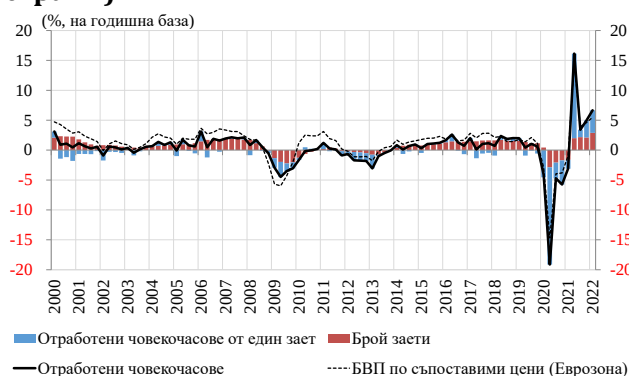
Гъвкавост на работното време (отработените човекочасове)

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, е отчетено нарастване на отработените човекочасове от един зает с 2.4%, което се обуславя от силното вътрешно и външно търсене за български стоки и услуги. Същевременно, през 2009 г. и 2020 г. се наблюдаваше понижаване 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. Графика 3-22 и Графика 3-23 показват общия 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, Графика 3-23 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 ограничената гъвкавост на работното време, така и на наблюдаваната в България негъвкавост (на заплатите в посока на понижаване). Подобно 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.

¹²⁷ Следва да се има предвид, че съществува голяма несигурност относно статистиката за лицата на минимална работна заплата, което има значение за интерпретацията на данните. По оценки на ЕК, България е една от страните в ЕС с най-голям дял на „недеклариран труд“. За повече информация виж: https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/file_import/european-semester_thematic-factsheet_undeclared-work_bg.pdf.

Графика 3-22:

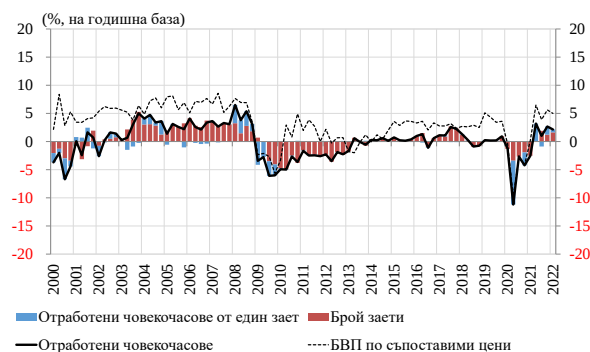
Отработени човекочасове, еврозона (19 страни)



Източник: Евростат, НСИ, собствени изчисления.

Графика 3-23:

Отработени човекочасове, България



Мобилност на работната сила

Различията в равнището на безработица по региони е косвен индикатор за степента на териториална мобилност на работната сила. В приложните изследвания регионалните различия в безработицата могат 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)¹²⁸ 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)¹²⁹. По характеристики 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 професионалната мобилност в България е под средното за ЕС ниво, като спрямо еврозоната мобилността в България е съизмерима единствено с тази в Италия, Гърция и Словакия¹³⁰. Ниската степен на мобилност на труда в България ограничава възможността за бързо адаптиране на икономиката към негативни шокове.

¹²⁸ 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

¹²⁹ 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

¹³⁰ 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).

Таблица 3-3:

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	:	:	:	:
	Ирландия	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	13.0	15.1	16.1	10.4
	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	20.8	25.5	31.4	29.1
	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	31.3	32.2	32.7	28.6
	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	:	:	:	:
	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	54.3	56.2	57.8	57.1
	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	48.9	57.3	58.4	53.4
	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	:	:	:	:
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

Забележки:

(1) Коефициентът на вариация е съотношението на стандартното отклонение на безработицата по региони, претеглено според размера на региона, към средното ниво на безработица; Повишението на показателя следва да се интерпретира като понижение на степента на териториална мобилност.

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

Източник: Евростат, собствени изчисления.

Ниската териториална и професионална мобилност вътре в страната би могла 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 3-4 показва, че страните с по-ниска степен на икономическо развитие, като България и Румъния, имат по-силно изразени миграционни процеси в рамките на ЕС¹³¹.

Таблица 3-4:

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
НСЧ извън ИПС	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
	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	1.9	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 може да бъде представена чрез: съществуващите регулации за наемане и освобождаване на труд; регламентацията на работното

¹³¹ В тази част на анализа миграционните процеси се разглеждат само в контекста на възможността за адаптация на икономиката към негативни шокове, а не от гледна точка на дългосрочните ефекти за икономическия растеж.

време; размера и начина на определяне на минималната работна заплата; обхвата и функционирането на системата за колективно договаряне.

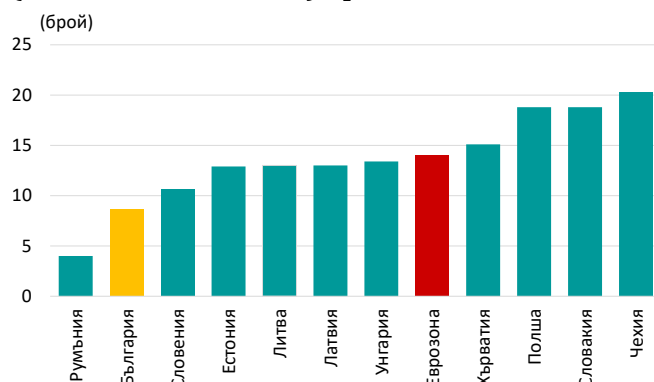
Степента на строгост на законодателството за защита на заетостта се свързва с разходите, които работодателите правят за освобождаване на наети. Според редица приложни изследвания високата строгост на законодателството води до понижаване на гъвкавостта на пазара на труда и до увеличение на дългосрочната безработица, тъй като обезкуражава работодателите от създаване на постоянни работни места¹³². Според Глобалния индекс на конкурентоспособността на Световния икономически форум за 2019 г., строгостта на регулациите по отношение наемаването и освобождаването на труд у нас е значително под средната за страните от еврозоната (виж Графика 3-24). 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 гъвкавостта 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 имат известна степен на контрол да определят работното си време. Значително по-ограничена в България спрямо еврозоната е и възможността за промяна в продължителността на работното време, което 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 фирменото договаряне. По данни на ОИСР за 2016 г. 15.3% от наетите са част от синдикални организации (спрямо 22.7% средно за страните членки на ИПС). 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 рамките на съответните 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 наблюдаваната в исторически план в България ниска мобилност на работната сила, ограничена гъвкавост на отработените човекочасове и наличието на негъвкавост 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 в комбинация с ограничени възможности за провеждане на дискреционна фискална политика.

¹³² За повече информация виж: OECD, (1998, 2004, 2010), "Employment Outlook", Paris, OECD.

Графика 3-24:
Разходи при освобождаване от труд
(в седмични заплати) през 2019 г.



Източник: Евростат, собствени изчисления.

3.2 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. Конвергентните критерии са описани в чл. 140 от Договора за функционирането на Европейския съюз и Протокол 13 към него¹³³. 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 инфлацията, устойчивостта на фискалната позиция (по отношение както на държавния дълг, така и на бюджетния дефицит), стабилността на обменния курс и конвергенцията на лихвените проценти.

Съгласно член 140, параграф 1, от ДФЕС най-малко веднъж на всеки две години или по искане на държава членка с дерогация¹³⁴ 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 публикувани през юни 2022 г.¹³⁵

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. Те се отнасят най-вече до интеграцията на финансовите пазари, продуктовите пазари и пазара на труда, състоянието на бизнес и институционалната среда, развитията по отношение на текущата сметка на платежния баланс, динамиката на разходите за труд на единица продукция и на други индекси за ценова конкурентоспособност. Вземат се предвид и показателите от Процедурата за прекомерни 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.

¹³³ За повече информация виж: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/BG/TXT/?uri=celex%3A12012E%2FTXT>.

¹³⁴ Държави-членки на ЕС, за които Европейският съвет счита, че не отговарят на необходимите условия за приемането на еврото се наричат „държави членки с дерогация“. Това са България, Чехия, Унгария, Полша, Румъния и Швеция.

¹³⁵ За повече информация виж Доклад за конвергенция от 2022 г. на Европейската централна банка и Доклад за конвергенция от 2022 г. на Европейската комисия.

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 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.

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 дерогация 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, фиксират неотменимо курса, по който националната валута на съответна държава ще бъде заменена с еврото, и предприемат последващи мерки, необходими за въвеждането на еврото като единна валута.

Критерий за ценова стабилност

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. непрегледената средна инфлация 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 инфлацията отразява специфични фактори и не е представителна за еврозоната (наречени още „outliers“), могат да бъдат изключени от изчислението на референтната стойност на критерия за ценова стабилност.¹³⁶ Такъв е случаят с Малта и Португалия, които бяха изключени 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 при изготвянето на оценките от страна на ЕЦБ и ЕК през предходни години (2004, 2010, 2013, 2014 и 2016 г.).¹³⁷ Мотивите за решението за изваждането на Малта и Португалия от изчислението на критерия са представени в конвергентните доклади на ЕК и ЕЦБ и са свързани с това, че инфлацията в тези страни се отклоняват значително от средните за еврозоната стойности, най-вече заради специфични за всяка страна фактори, което според ЕК и ЕЦБ ограничава полезността им като значими показатели за други държави членки на еврозоната. Извънредните стойности са идентифицирани въз основа на два критерия, взети в комбинация: i) инфлация, значително под средното за еврозоната ниво (статистически критерий) и ii) инфлация, дължаща се на

¹³⁶ Въпреки че няма правна основа в ДФЕС, подходът за изключване на държави от изчислението на критерия за ценова стабилност поради наличие на „статистически нетипична“ инфлация (outlier), е въведен за справяне с икономически обстоятелства, които биха изкривили референтната стойност. Следва да се разбери, че прекомерното прилагане на концепцията за „статистически нетипична“ инфлация би разхлабило прилагането на критерия за ценова стабилност. Историята на подхода за определяне на държави със „статистически нетипична“ инфлация датира от 1994-1995 г. и води началото си от дискусии в Съвета на Европейския паричен институт относно прилагането на разпоредбите на ДФЕС по отношение на изчисляването на референтната стойност на критерия за ценова стабилност. Първата публикация, в която се споменава концепцията за „статистическа нетипичност“, е докладът на ЕПС „Напредък към конвергенция“, публикуван през ноември 1995 г.

¹³⁷ За повече информация виж капе 1.2 „Assessment of price stability and the reference value“ в [Конвергентния доклад на ЕК от юни 2022 г.](#)

специфични за съответната страна фактори (икономически критерий). Идентифицирането на страни със “статистически нетипична” инфлация не следва механичен подход. В предишни конвергентни доклади, държавите-членки, които са имали инфлация с 1.5 процентни пункта или повече под тази в еврозоната, обикновено са били сметени за извънредни случаи (outliers).¹³⁸ Исторически във всички конвергентни доклади преди 2022 г.¹³⁹ държавите, които са изключени от изчислението на критерия за ценова стабилност поради “статистически нетипична” инфлация, са имали инфлация значително под 2%. Определянето на страни с инфлация от 2% или малко по-висока като извънредни случаи може да доведе до комуникационно предизвикателство пред ЕЦБ, тъй като тези стойности са много по-близо до новата симетрична цел за ценова стабилност на ЕЦБ. В исторически план прилагането на подхода за изключване на определени държави от изчислението на референтната стойност на критерия за ценова стабилност не е водило до съществено му изменение (виж Графика 3-25). 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 вземат предвид ролята на макроикономическата ситуация и цикличната позиция на икономиката за динамиката на инфлацията, на промените в разходите за труд на единица продукция, както и на развитието във вносните цени, косвените данъци и административно определяните цени.

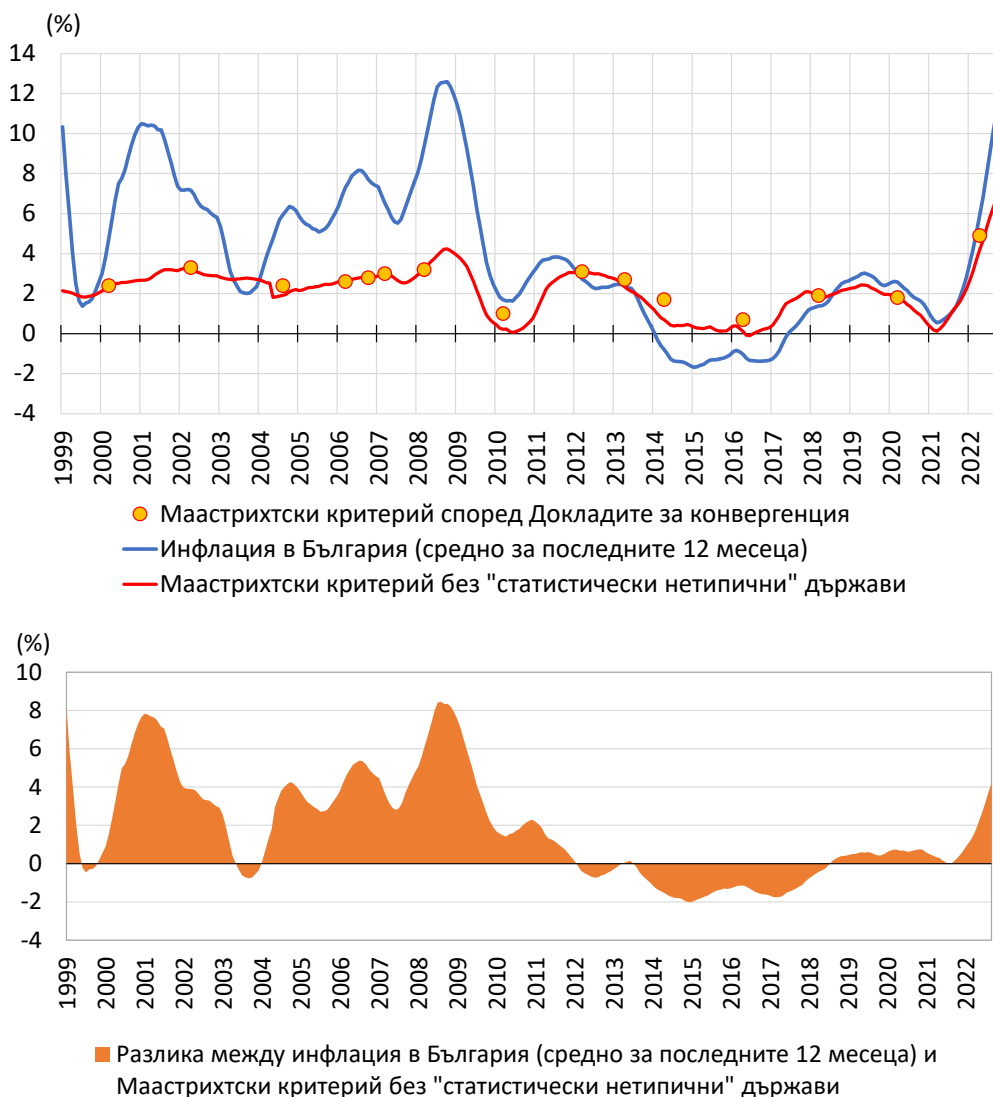
Като се вземе под внимание възприетата до момента практика за изчисляване на критерия за ценова стабилност, обявената за България целева дата за въвеждане на еврото като национална валута от 1 януари 2024 г. предполага в оценките на ЕЦБ и ЕК да се използва средногодишната ХИПЦ инфлация в страната за периода от 1 май 2022 г. до 30 април 2023 г. В исторически аспект (виж Графика 3-25) България не изпълнява критерия за ценова стабилност, с изключение на периода 2012-2018 г., когато в глобален план се наблюдаваше трайно понижаване на цените на основни суровини. Към септември 2022 г. ХИПЦ инфлацията в България средно за последните 12 месеца възлиза на 10.9% и надхвърля значително механично получената оценка за критерия за ценова стабилност от 6.7%, изчислена на база на трите държави в ЕС с най-ниска инфлация (виж Графика 3-25). Основните фактори, които имат отношение към способността на България да изпълнява критерия за ценова стабилност, могат да се разделят на такива с външен и вътрешен за страната характер.

¹³⁸ За повече информация виж раздел 1 в [Конвергентния доклад на ЕК от юни 2022 г.](#)

¹³⁹ В Конвергентните доклади на ЕЦБ и ЕК от юни 2022 г. тази практика е преустановена и Малта и Португалия са извадени от изчислението на критерия за ценова стабилност, въпреки че инфлацията им е съответно 2.1% и 2.6%.

Графика 3-25:

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



Забележка: Представеният на Графика 3-25 Маастрихтски критерий за инфлацията е на база изчислената стойност на показателя в публикуваните от ЕЦБ Конвергентни доклади. Данните за инфлацията в България за последните 12 месеца през 2022 г. са изчислени към септември 2022 г. Маастрихтски критерий без „статистически нетипични“ държави представлява осреднената за последните 12 месеца инфлация на трите държави в ЕС с най-ниска инфлация, към която е добавено 1.5 процентни пункта.

Източник: Евростат, ЕЦБ, изчисления на БНБ

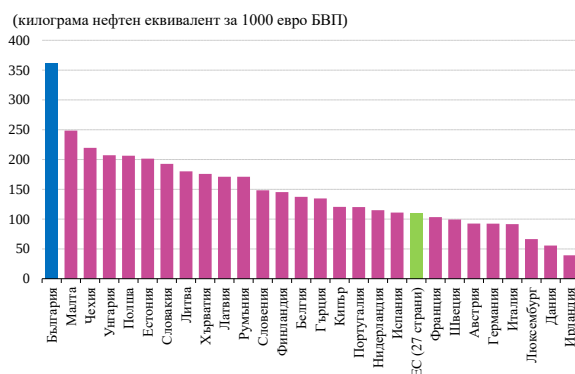
Предвид високата степен на отвореност на българската икономика (измерена чрез дела на външната търговия към БВП) и фиксирания валутен курс на лева към еврото, потребителските цени в България до голяма степен се определят от външни за икономиката фактори, като данните на ОИСР от таблици „ресурс-използване“ 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 3-5), а цените на тези стоки са силно зависими от международните пазари. С конвергирането на доходите в България спрямо тези в по-богатите 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 Графика 3-26). Високата стойност на показателя за българската икономика допълнително предполага силно директно и индиректно 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, инфлацията в България да бъде по-висока спрямо тази в по-развитите страни от ЕС, което затруднява изпълнението на критерия за ценова стабилност. От друга страна, в низходяща фаза на глобалния икономическия цикъл, когато цените на суровините на международните пазари често се задържат или понижават, е вероятно България да изпълни критерия за ценова стабилност, стига цикличните развиятия в страната да съответстват на глобалните.

Таблица 3-5:
Тегла на основни групи стоки и услуги в потребителската кошница на еврозона (19 страни) и България през 2022 г.

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

Графика 3-26:
Енергийна интензивност на икономиката на България и другите държави членки на ЕС (по данни за 2020 г.)



Забележка: Теглата в Таблица 3-5 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 международните 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 развиятия биха затруднили изпълнението на критерий за ценова стабилност от страна на България.

Вътрешните за България фактори, които могат допълнително да затруднят изпълнението на критерия за ценова стабилност, са свързани най-вече с два дългосрочни процеса, които водят до натиск за по-бързо покачване на заплатите в България спрямо основ-

ните ни търговски партньори: процесът на реална и номинална конвергенция и негативните демографски развития, водещи до задълбочаването на недостига на работна ръка.

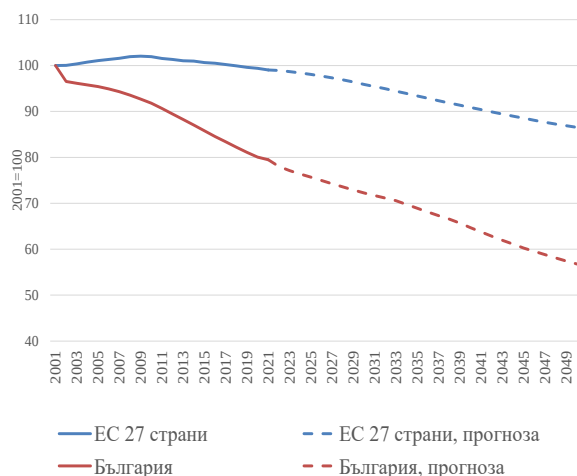
Протичащите в България процеси на реална и номинална конвергенция са причина в България да се наблюдава по-висок растеж на икономическата активност и доходите спрямо по-развитите държави членки на ЕС, което е причина за наличието на положителен инфлационен диференциал спрямо тях. Теоретичен подход за анализ на инфлацията, който може да обясни затрудненията в изпълнението 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)¹⁴⁰. Баласа (1964)¹⁴¹ 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 на критерия за ценова стабилност, то тогава страната много трудно би могла да изпълни 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 полезността 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 Графика 3-27 и Графика 3-28).

¹⁴⁰ 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.

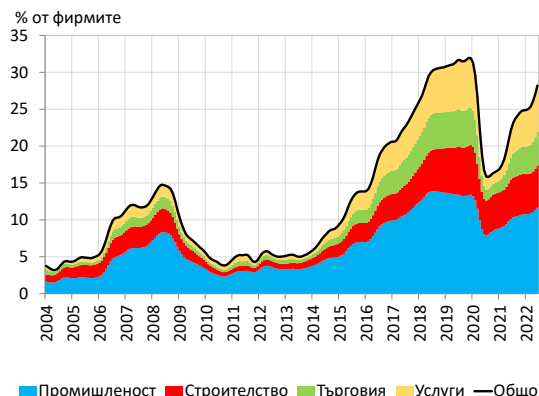
¹⁴¹ Balassa, B., (1964), „The Purchasing-Power Parity Doctrine: A Reappraisal“, Journal of Political Economy, Vol. 72, No. 6 (Dec., 1964), pp. 584 – 596.

Графика 3-27:
Население в трудоспособна възраст, 15-64 години (индекс 2001 = 100)



Източник: Евростат

Графика 3-28:
Предприятия, изпитващи недостиг на работна сила в България (сезонно изгладени и претеглени по сектори данни)



Забележка: Данните за 2022 г. са до юни 2022 г. Историческият ред е сезонно изгладен от БНБ.

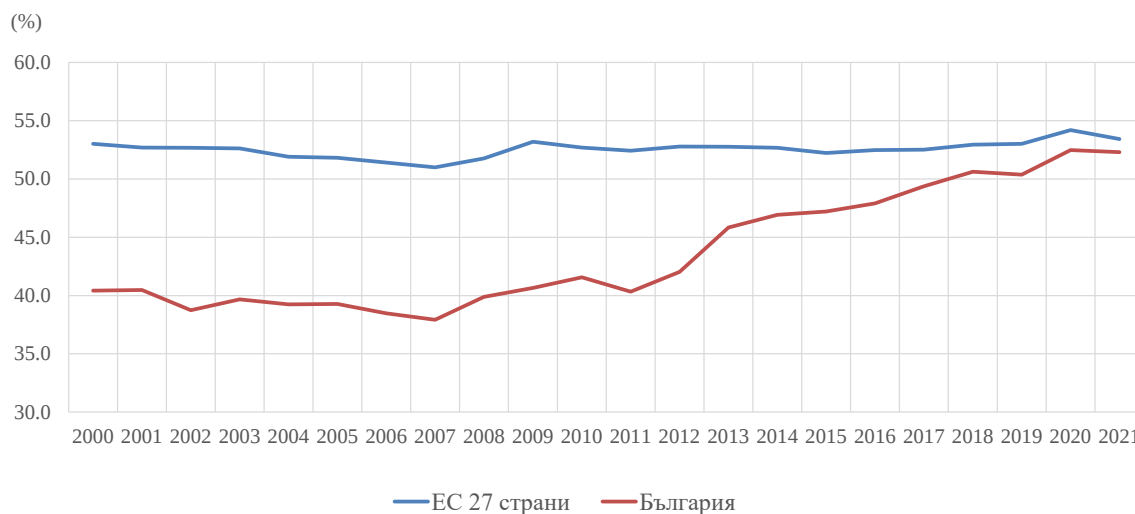
Източник: НСИ, изчисления БНБ.

В резултат в исторически план осредненият растеж на компенсацията на един нает общо 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 Графика 3-29). Това предполага, че разходите на фирмите за заплати стават все по-съществен компонент от общите производствени разходи¹⁴² 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.

¹⁴² Най-актуалните данни от структурната бизнес статистика за 2019 г. показват, че в българската икономика дялът 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. дялът 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.

Графика 3-29:

Дял на компенсацията на наетите в добавената стойност, %



Източник: Евростат

В резултат на действието на тези вътрешни и външни фактори, способността на България да изпълни критерия за ценова стабилност ще зависи до голяма степен от фазата на бизнес цикъла както в глобален план, така и в България през периода, който се разглежда при изготвянето на оценките от страна на ЕЦБ и ЕК в конвергентните им доклади. България е по-вероятно да изпълни критерия в условия на низходяща фаза на глобалния и вътрешния за страната бизнес цикъл, когато цените на суровините на международните пазари и икономическата активност често се задържа или понижава. Предвид по-голямото влияние на вносните цени за инфлацията в България спрямо другите държави от ЕС, дефлационни развития на международните пазари биха противодействали на естествения положителен инфлационен диференциал, произтичащ от вътрешните за България структурни фактори - процесът на реална и номинална конвергенция и негативните демографски развития, водещи до задълбочаването на недостига на работна ръка. В допълнение в низходяща фаза на бизнес цикъла по-слабата икономическа активност в страната и чужбина ще отслаби натиска за повишение на заплатите, произтичащ от недостига на работна ръка и ще ограничи възможността на фирмите да прехвърлят повишаването на разходи за труд към крайните потребители. Аналогично, в условията на възходяща динамика на глобалния и вътрешния за страната бизнес цикъл, съпътствана от растеж на цените на основни суровини на международните пазари, би било трудно критерият за ценова стабилност да бъде изпълнен устойчиво. При сценарий, в който има разнопосочна динамика на цените на суровините и икономическата активност – комбинацията от растеж на икономическата активност, съпътстван с понижаващи се цени на суровини на международните пазари, или спад на икономическата активност, съпътстван от покачващи се цени на суровини на международните пазари, крайният ефект върху инфлацията в България и способността на страната да изпълни критерия за ценова стабилност е неясен и зависи от силата на противодействащите си към този момент дефлационни и проинфлационни фактори.

Участие в механизма на обменните курсове

С въвеждането на еврото на 1 януари 1999 г. Валутно-курсен механизъм II (ВМ II) замени първоначалния механизъм на обменния курс (ВМ), който е един от компонентите

на Европейската парична система, въведена от 13 март 1979 г. ВМ II е създаден с резолюция на Европейския съвет от 16 юни 1997 г.¹⁴³

Основните характеристики на ВМ II¹⁴⁴ са (i) централен курс спрямо еврото, (ii) диапазон на колебание със стандартни граници на отклонение от $\pm 15\%$ около централния курс без да се изключва възможността за определяне на по-тесен диапазон¹⁴⁵, (iii) интервенции в границите на договорения диапазон на колебание и (iv) наличието на краткосрочно финансиране от участващите централни банки. Участващите НЦБ могат едновременно да се ангажират с по-строги диапазони на колебания (включително режими на валутен борд) от тези, предвидени от ВМ II, без да налагат допълнителни задължения на другите участващи НЦБ или ЕЦБ. В случай на натиск върху обменния курс както националната централна банка, така и ЕЦБ ще се намесят, за да поддържат обменния курс в границите на договорения диапазон на колебание. По време на участие във ВМ II може да възникнат пренастройки на централния курс или корекции на ширината на диапазона на колебание, например ако равновесните обменни курсове се променят с времето.

Изпълнението на критерия изисква участие във ВМ II и поддържане на стабилност на валутния курс. С други думи, за да изпълни критерия за конвергенция на обменния курс, валутата трябва да е част от ВМ II, но да остане в диапазон, който е по-тесен от стандартния диапазон на колебание от $\pm 15\%$. Така че поддържането на стабилността на обменния курс е тясно свързано с ВМ II, но двата термина не са взаимнозаменими, тъй като е възможно дадена страна да участва във ВМ II, но да не изпълнява критерия за конвергенция на валутния курс.

Според критерия за участие във 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 ЕК¹⁴⁶, спазвайки нормалните граници на отклонение и без да е бил налице „значителен натиск“ (severe tensions). В частност държавата членка не трябва да е осъществявала през същия период девалвация на централния курс на своята валута спрямо еврото по своя собствена инициатива. Въпросът за липсата на „значителен натиск“ 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 валутните 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.

¹⁴³ За повече информация виж:

[https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:31997Y0802\(03\)&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:31997Y0802(03)&from=EN).

¹⁴⁴ За повече информация виж [Икономически бюлетин на ЕЦБ 8/2020](#).

¹⁴⁵ Стандартните граници на отклонение на валутния курс от централния курс, предвидени във ВМ са били от $\pm 2.25\%$, с изключение на италианската лира, испанската песета, португалското ескудо и британския паунд, за които са били $\pm 6\%$. От 8 януари 1990 г. до 16 септември 1992 г. стандартните граници на отклонение на италианската лира се променят от $\pm 6\%$ на $\pm 2.25\%$. През септември 1992 г. участието на италианската лира и британския паунд във ВМ е преустановено, като пълното участие на италианската лира се възобновява през ноември 1996 г. Вследствие на валутните сътресения през 1992 г. и 1993 г., считано от август 1993 г., стандартните граници на отклонение на валутния курс от централния курс, предвидени във ВМ, са разширени от $\pm 2.25\%$ до $\pm 15\%$, без да се изключва възможността за определяне на по-тесен интервал. Разширеният интервал от $\pm 15\%$ е запазен при заместването на ВМ с ВМ II през 1999 г. Дания запазва договорения диапазон на колебание от $\pm 2.25\%$ както във ВМ, така и във ВМ II.

¹⁴⁶ Ако периодът на участие във ВМ II е по-кратък от две години, динамиката на валутния курс се разглежда за двугодишен референтен период.

В съответствие с променения през 2018 г. подход¹⁴⁷ 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 ангажменти“.¹⁴⁸ Промененият подход включва изискване кандидатстващата държава-членка да влезе в тясно сътрудничество с ЕЦБ по отношение на целите на банковия надзор най-късно до момента на присъединяването си към ВМ II.

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 едностранен ангажмент и без допълнителни изисквания към ЕЦБ. Българският лев бе включен във ВМ II на 13 юли 2020 г.

По отношение на изпълнението на критерия за валутния курс в Доклада за конвергенцията на ЕЦБ от 2022 г. се посочва, че българският лев участва във ВМ II през голямата част от двегодишния референтен период от 26 май 2020 г. до 25 май 2022 г., без да е налице отклонение от централния курс..

След присъединяването на българския лев към ВМ II, България се ангажира да приложи набор от мерки – така наречените „последващи ангажменти“. Мерките са посочени в приетия от Министерския съвет „План за действие за изпълнение на последващите ангажменти след присъединяването към ERM II“ и те са в следните области: небанков финансов сектор, управление на държавни предприятия, рамка по несъстоятелността и рамката за борба с изпирането на пари¹⁴⁹. Напредъкът по изпълнение на мерките от Плана е представен на интернет страницата на МФ.

4 Очаквани промени, ползи, разходи, рискове и предизвикателства от присъединяването на Република България към еврозоната

4.1 Парична политика на Република България

С влизането на България в еврозоната основната цел на централната банка на България ще остане същата, както и при паричния съвет, а именно - поддържане на 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 промени в паричния режим. В такива случаи страната ще трябва да разчита на наличността и ефективността на действащите в еврозоната механизми за управление на асиметрични икономически шокове.

¹⁴⁷ 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.

¹⁴⁸ За повече информация виж: <https://www.minfin.bg/bg/1291>.

¹⁴⁹ За повече информация виж: <https://www.minfin.bg/bg/1464>.

Управителят на БНБ ще стане член на Управителния 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 Управителния 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. Управителите 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 Управителния съвет на ЕЦБ, измерено чрез дела на всяка НЦБ в записания капитал 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 Управителят 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 изцяло с икономиката на 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 (основните операции по рефинансиране, които имат регулярен характер, както и дългосрочните рефинансиращи операции) 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 ограничените 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 резервната база, 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, влизаща в паричния агрегат М3 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 операции 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. Във възходящата фаза на бизнес цикъла, 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 ЕЦБ¹⁵⁰. Това би могло, при равни други условия, да създаде условия за известно понижение на лихвите по кредитите в страната. Същевременно в низходящата фаза на бизнес цикъла такива ефекти най-вероятно няма да се реализират.

Недостатъчно 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 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 инфлацията 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 развитие¹⁵¹. 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 нива¹⁵². Поради тази причина процесът на постигане на трайна реална конвергенция е в съответствие с наличието на „естествен“ инфлационен диференциал между по-малко развитите и по-развитите икономики. Този „естествен“ инфлационен диференциал обаче може да доведе до прекалено ниски реални лихвени проценти в „догонващите“ икономики. При наличие на устойчиви инфлационни диференциали равенството на номиналните лихвени проценти, определяни от ЕЦБ, предполага разнородност на реалните лихвени проценти. Понисък 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 инфлация, като по този начин инфлационните различия между страните се засилват.

¹⁵⁰ Към септември 2022 г. лихвеният процент по депозитното улеснение на ЕЦБ е 0.75%.

¹⁵¹ Diaz del Hoyo, J. L., Dorrucchi, 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.

¹⁵² 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.

Следователно този механизъм, лежащ в основата на така наречената „критика на Уолтърс“ на паричните съюзи¹⁵³, има процикличен характер.

В България, като конвергираща икономика, естественият лихвен процент¹⁵⁴ е по-висок от този в еврозоната¹⁵⁵. Този лихвен спред може да се обясни с относително по-високия потенциален икономически растеж в България в сравнение със средния за еврозоната. Това се определя от по-ниското ниво на натрупан капитал в българската икономика и по-високата норма на възвръщаемост на капитала¹⁵⁶.

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 Тейлър¹⁵⁷, според което при равни други условия реалният лихвен процент надвишава равновесния, когато инфлацията е над целевата инфлация и обратното.

Естественият инфлационен 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 инфлацията 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

¹⁵³ Walters A. (1994): "Walters Critique, w: Matthews, K. (red.) The Economics and Politics of Money: The Selected Essays of Alan Walters", Elgar Publishing, London.

¹⁵⁴ 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 уравнил 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.

¹⁵⁵ По оценки на БНБ, средно за периода 2000 г. - 2018 г. естественият лихвен процент в България е с 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.

¹⁵⁶ За по-подробна информация, виж „Подходи за оценка на цикличната позиция на икономиката“, тримесечна публикация на БНБ „Икономически преглед“ бр. 1/2019.

¹⁵⁷ Taylor, J. B. (1993): "Discretion versus Policy Rules in Practice", Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 39 (1), pp. 195-214.

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 надцененост на активите, 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 инфлацията в еврозоната. С оглед на устойчивата тенденция на задлъжняване на голяма част от държавите-членки на еврозоната рискът от възникването на така нареченото „фискално надмощие“ в еврозоната се увеличава, а с него и вероятността мерките на паричната политика на ЕЦБ да не са навремени 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 финансовата 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 дългосрочни 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-пряк и силен ефект върху цената на финансиране на правителството, фирмите и домакинствата¹⁵⁸. 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 задлъжнялостта 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 инфлацията и увеличаване на естествения инфлационен диференциал за догонваща икономика като българската.

¹⁵⁸ В икономическата литературата 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):386–402.018; 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.

Взаимодействие между фискалната и паричната политика

Докато в действащия паричен режим следването на благоразумна фискална политика в значителна степен 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 дисциплиниращия 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 резултат ще се наблюдава разхлабване на бюджетното ограничение на правителството.

В научната литература дисциплиниращият 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)¹⁵⁹ 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 политика¹⁶⁰. Според автора в случая на държавите от 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 стабилизационен 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 пазарната 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 (PSPF) 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 задлъжнели 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 зна-

¹⁵⁹ 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.

¹⁶⁰ 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).

чително тяхното прилагане. Kamps и Killinger (2019)¹⁶¹ 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 Маастрихт“) 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 развиятия преди началото на глобалната финансова и икономическа криза от 2007-2008 г. В периода от 2011 г. до 2018 г. голям 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.

В анализ относно прилагането на фискалната рамка в ЕС през 2019 г., Европейският фискален съвет (2020)¹⁶² обобщава, че 10 страни значително се отклоняват от изискванията на превантивната част на Пакта за стабилност и растеж, като безпрецедентният брой отклонения в условия 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 дълга¹⁶³. 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 многостранното 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

¹⁶¹ 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.

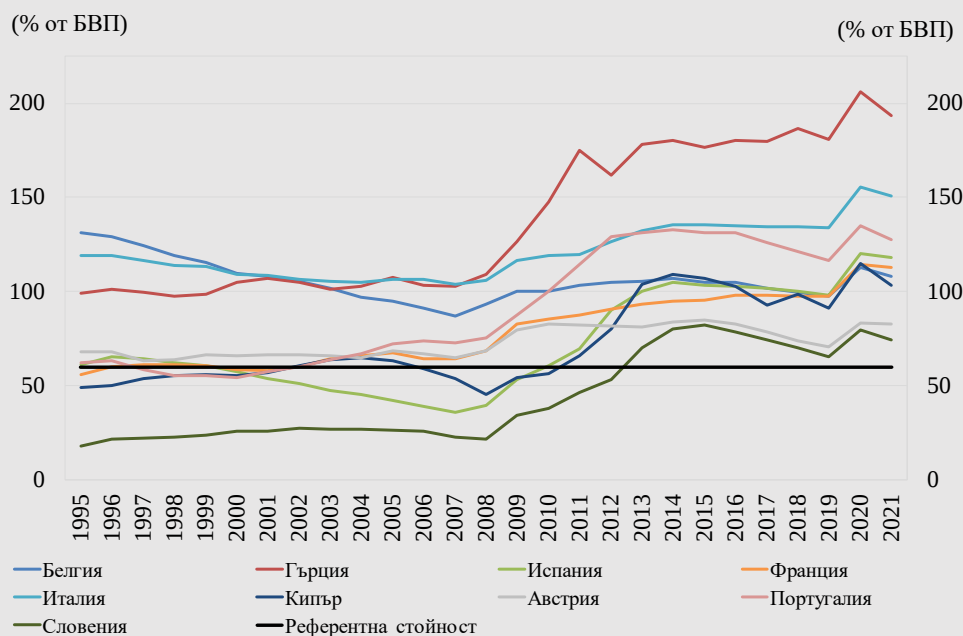
¹⁶² European Fiscal Board (2020): “Annual Report 2020”, European Fiscal Board (EFB) | European Commission (europa.eu).

¹⁶³ 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. ¹⁶⁴ European Commission (2022): “Fiscal Sustainability Report 2021”, Institutional Paper 171, April 2022.

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)¹⁶⁴ 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).

Графика 1:

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

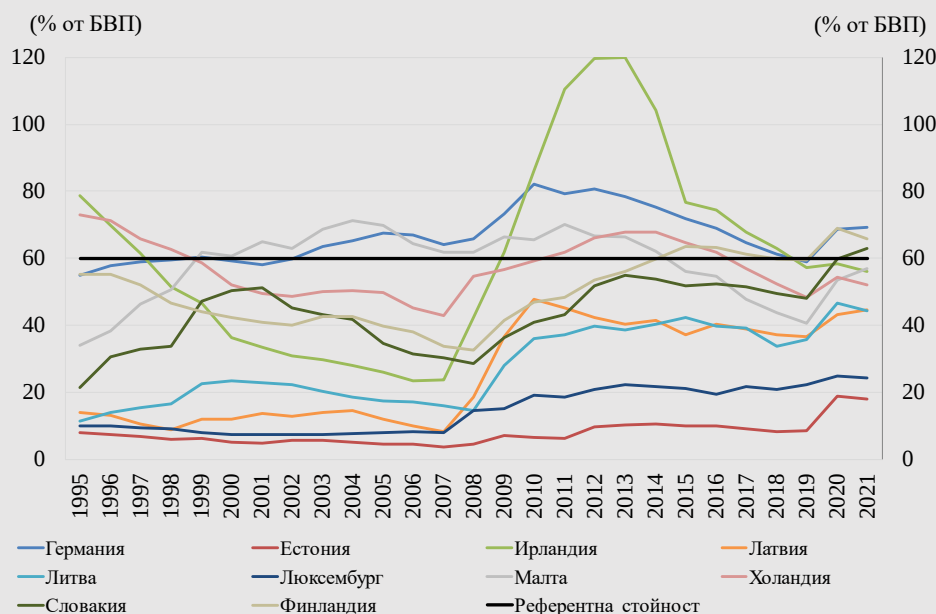


Източник: Евростат

¹⁶⁴ European Commission (2022): “Fiscal Sustainability Report 2021”, Institutional Paper 171, April 2022.

Графика 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 задлъжнелите 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)¹⁶⁵ 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)¹⁶⁶ 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 финансовите 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 литература, би могло да се направи заключение, че нестандартните мерки на паричната политика на ЕЦБ оказват влияние за свиване на спредовете на доходностите по суверенния дълг на държавите от еврозоната, особено при фискално уязвимите страни от еврозоната. В емпирично изследване за периода от началото на 2007 г. до края на 2013 г. Jäger и Grigoriadis

¹⁶⁵ 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.

¹⁶⁶ 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.

(2017)¹⁶⁷ 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) понижаваше 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)¹⁶⁸ 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, а не 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 неплатежеспособност на страна с висок публичен дълг поради неблагоприятните 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. Buitier (2012)¹⁶⁹ 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)¹⁷⁰ 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 OMT програмата и изпълнението на програмата за количествени улеснения от 2015 г.

¹⁶⁷ 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.

¹⁶⁸ 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).

¹⁶⁹ Buitier, 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.

¹⁷⁰ Sinn, H.-W. (2018): “The ECB’s Fiscal Policy”, NBER Working Paper 24613, May 2018.

Според Buiter (2014; 2020)^{171, 172} 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. Създаването на пари, с помощта на което се закупуват финансови активи от централната банка при политика на количествени улеснения, разхлабва общото времево бюджетно ограничение на публичния сектор. Това е така, тъй като приходите от сеньораж представляват източник на приходи за държавния бюджет, 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 държавите от еврозоната.¹⁷³

Въз основа на направения анализ 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.

Текущата структура 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 финансовата 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 каналите¹⁷⁴, чрез които тези покупки биха оказвали въздействие върху финансовите условия у нас, а от там и върху икономическия растеж и

¹⁷¹ 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.

¹⁷² Buiter, W. (2020): “Central Banks as Fiscal Players: The Drivers of Fiscal and Monetary Policy Space”, Cambridge University Press.

¹⁷³ Спазването на интертемпоралното (времево) бюджетно ограничение на правителството изисква стабилизиране на правителствения дълг в дългосрочен хоризонт. Тази дефиниция за интертемпоралното 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 1990.¹⁷⁴ Повече информация за каналите на въздействие на програмите на Евросистемата за закупуване на активи върху инфлацията е налична тук: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/app.bg.html>.¹⁷⁵ Изготвяният към момента консолидиран финансов отчет на БНБ е в съответствие с Международните стандарти за финансово отчитане, приети от Европейската комисия.

¹⁷⁴ Повече информация за каналите на въздействие на програмите на Евросистемата за закупуване на активи върху инфлацията е налична тук: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/app.bg.html>.¹⁷⁵ Изготвяният към момента консолидиран финансов отчет на БНБ е в съответствие с Международните стандарти за финансово отчитане, приети от Европейската комисия.

инфлацията, ще са по-малко ефективни. В дългосрочен план може да се очаква, че наличието на програмите на Евросистемата за закупуване на такива активи ще действа като стимул за развитие на пазарите за тези финансови инструменти в България.

4.1.1 Ефекти върху баланса на БНБ

Промени в баланса на БНБ Международните валутни резерви на страната, които към момента представляват актив по баланса на управление „Емисионно“ на БНБ, отразяват текущия режим на паричен съвет. Обособяването на два отделни баланса на БНБ в условията на паричен съвет: баланс на управление „Емисионно“ и баланс на управление „Банково“ произтича от задължението за поддържане на пълно валутно покритие на общата сума на паричните задължения на БНБ. Балансът на управление „Емисионно“ представлява балансът на паричния съвет, а балансът на управление „Банково“ отразява всички останали активи и пасиви, които не са свързани с паричната политика на БНБ. Двата обособени баланса се консолидират до общ баланс, който се представя в годишните отчети на банката и консолидираният баланс се заверява от международен одитор. С присъединяването на България към еврозоната ще отпадне необходимостта от обособяването на два баланса. Балансите на управление „Емисионно“ и управление „Банково“ ще бъдат обединени в общ баланс на БНБ¹⁷⁵, който следва да бъде изготвен в съответствие с Насоките на ЕЦБ относно правната рамка за счетоводното и финансово отчитане в ЕСЦБ, приети от Управителния съвет на ЕЦБ¹⁷⁶. Всички активи и пасиви в баланса на БНБ, деноминирани в левове, ще бъдат превалутирани в евро по фиксирания курс на българския лев към еврото. В съответствие с посочените по-горе Насоки на ЕЦБ отделните компоненти на баланса следва да бъдат диференцирани 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.

В допълнение към техническата промяна, свързана с обединяването на двата обособени баланса в един, с присъединяването на България към еврозоната ще настъпят и качествени промени в баланса на БНБ. Съществена качествена промяна в баланса на БНБ ще произтича от прилагането на общата за еврозоната ставка на ЗМР (1% спрямо ефективна ставка на ЗМР от 9.4% към средата на 2022 г.) и стесняването на обхвата на депозитната база, въз основа на която се определя размерът на задължителните минимални резерви, които се поддържат от търговските банки. В зависимост от конкретната пазарна ситуация би могло да се очаква банките да изтеглят освободената ликвидност от БНБ, което ще се отрази в свиване на баланса на БНБ. По отношение на олихвяването на задължителните минимални резерви от страна на БНБ също ще настъпи промяна. В исторически план олихвяването на задължителните минимални резерви в еврозоната е обвързано с лихвения процент по основните рефинансиращи операции на ЕЦБ, докато в съответствие с текущата си политика БНБ олихвява с 0% задължителните минимални резерви на банките¹⁷⁷.

Друга качествена промяна в баланса на БНБ ще произтича от начина на олихвяване на депозита на правителството, което може да доведе до промяна в стимулите на правителството да поддържа основната част от фискалния резерв на депозит в БНБ. Съгласно Насоките на ЕЦБ относно вътрешните операции по управление на активи и пасиви от наци-

¹⁷⁵ Изготвяният към момента консолидиран финансов отчет на БНБ е в съответствие с Международните стандарти за финансово отчитане, приети от Европейската комисия.

¹⁷⁶ 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).

¹⁷⁷ Според Наредба №21 на БНБ от 26 ноември 2015 г. за задължителните минимални резерви, които банките поддържат при Българската народна банка, БНБ може да начислява лихва в левове върху задължителните минимални резерви в размер, определен от Управителния съвет на БНБ.

оналните централни банки¹⁷⁸, сумата на всички депозити на сектор „Държавно управление“ деноминирани в евро, държани в една НЦБ, която надвишава по-голямото от а) равностойността на 200 млн. евро или б) 0.04% от БВП на държавата членка се олихвява с 0%, ако лихвеният процент по депозитното улеснение е 0% или по-висок, и с лихвен процент, не по-висок от лихвения процент по депозитното улеснение, ако лихвеният процент по депозитното улеснение е отрицателен. Една от основните цели на ограниченията върху олихвяването на депозитите на сектор „Държавно управление“, държани в националните централни банки на еврозоната, е изпълнението на забраната за парично финансиране. В текущия режим на паричен съвет със Закона за държавния бюджет се определя минимален размер на фискалния резерв, който следва да бъде поддържан от правителството към 31 декември на съответната година. Основните функции, които фискалният резерв изпълнява, са акумулиране на средства по фондове със специално предназначение, организиране и обслужване на сметките на бюджетните организации в единната сметка на правителството в БНБ, осигуряване на необходими ликвидни средства с цел изпълнението на регулярни бюджетни разплащания, като фискалният резерв същевременно изпълнява и функцията на ликвиден буфер за непредвидени фискални нужди. Поради тези свои функции фискалният резерв е определящ индикатор за макроикономическата и финансова стабилност на страната. Средствата от фискалния резерв по депозити на правителството в БНБ се олихвяват в съответствие с лихвената политика на БНБ. В резултат на промяната в режима на парична политика и в начина на олихвяване на депозита на правителството в БНБ след присъединяването на България към еврозоната може да се очаква понижение на неговия размер. Качествена промяна в баланса на БНБ ще произтича и от обстоятелството, че с присъединяването на България към еврозоната БНБ трябва да прехвърли на ЕЦБ чуждестранни резервни активи (в злато или активи, деноминирани в щатски долари и японски йени). Окончателното решение за конкретния състав на чуждестранните резервни активи, които следва да бъдат прехвърлени на ЕЦБ, се взема от Управителния съвет на ЕЦБ. Приносът в общия валутен резерв е пропорционален на дела на всяка национална централна банка в записания капитал на ЕЦБ и се отчита счетоводно като вземане от ЕЦБ. По оценки на БНБ стойността на международните валутни резерви, които ще бъдат трансферирани към ЕЦБ възлиза на около 500 млн. евро. Портфейлът на ЕЦБ от чуждестранни резерви се управлява от ЕЦБ и избрани НЦБ от еврозоната (действащи като представители на ЕЦБ), които желаят да участват в тази оперативна дейност.

След присъединяването на България към еврозоната БНБ ще управлява собствените си чуждестранни валутни резерви. Като част от активите, които не са свързани с паричната политика или с извършването на валутни операции на Евросистемата, резервите в чуждестранна валута на БНБ ще е необходимо да отговарят на правилата, залегнали в Споразумението относно нетните финансови активи между националните централни банки и ЕЦБ (Agreement on net financial assets – ANFA)¹⁷⁹. ANFA ограничава размера на нетните финансови активи, които националните централни банки могат да държат и които са свързани с изпълнението на националните им задачи, а не с провеждането на общата парична политика. Ограничението на нетните финансови активи е необходимо, за да се осигури пълен контрол на Управителния съвет на ЕЦБ над размера на баланса на Евросистемата, позволявайки ефикасно провеждане на паричната политика.

Промяна, която може да настъпи в баланса на БНБ още преди влизането в еврозоната, е свързана с парите в обращение. Половин до една година преди евентуалното присъединяване на България към еврозоната може да се очаква намаление на банкнотите в обра-

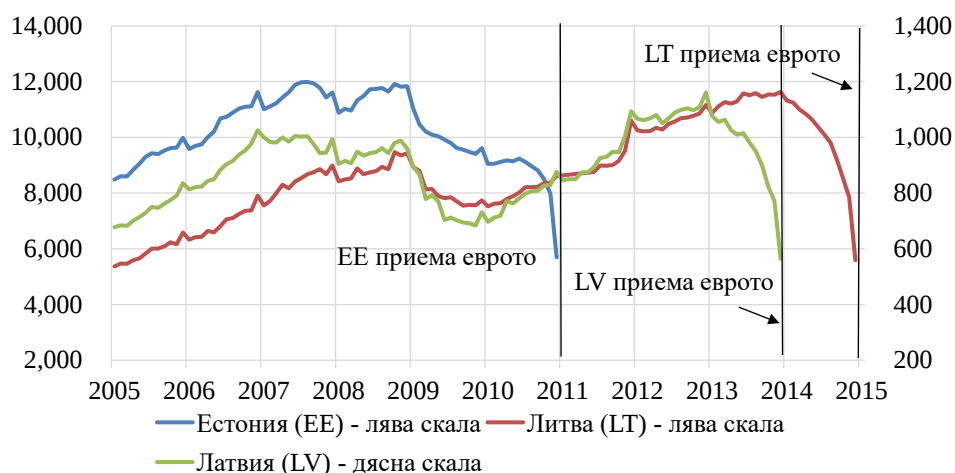
¹⁷⁸ За повече информация виж Guideline (EU) 2019/671 of the European Central Bank (ECB) on domestic asset and liability management operations by the national central banks (recast) (ECB/2019/7).

¹⁷⁹ За повече информация виж: Agreement of 25 October 2019 of net financial assets: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELLAR%3Ac24994d9-9129-11ea-aac4-01aa75ed71a1>.

щение вследствие на трансформирането им в депозити с цел по-лесно превалутиране. Опитът на най-новите страни членки на еврозоната (Литва, Латвия и Естония) показва, че половин до една година преди присъединяването им към общата валутна зона банкнотите в обращение са спаднали с 40% до 50% (виж Графика 4-1).

Графика 4-1:

Банкноти в обращение в най-новите страни членки на еврозоната (млн. в национална валута)



Източник: ЕЦБ

Динамиката на парите в обращение след присъединяването на България към еврозоната (евробанкноти и монети) ще зависи от търсенето им за транзакционни цели и от предпочитанията на икономическите агенти да държат пари в брой или да поддържат средства под формата на депозити.

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 разпределяне на евробанкнотите“.¹⁸⁰ 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. 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 ѝ като „вземане/задължение, свързано с разпределянето на евробанкноти в рамките на Евросистемата“.

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 опе-

¹⁸⁰ 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).

рациите, 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 операцията 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 според текущата политика на 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, което е един от инструментите за изпълнение на функцията на кредитор от последна инстанция, 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 и 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.

Разпределяне 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. Доходът на всяка НЦБ и ЕЦБ се консолидира в баланса на Евросистемата и 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. Вноската в общия резервен фонд на ЕЦБ не може да превишава 20% от 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 инвестирани по-голямата част от валутните резерви на БНБ, е отрицателна, то и сеньоражът, разбран в тясната му дефиниция¹⁸¹, е

¹⁸¹ 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,

отрицателен. В еврозоната през този период сенъоражът е положителна величина, тъй като валутните резерви на ЕЦБ са инвестирани в активи (деноминирани в щатски долари, японски йени и китайски юани), чиито 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/2016/36¹⁸² 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 сенъоража, реализиран понастоящем от БНБ.

В по-широката дефиниция на сенъоража, обхващаш 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 REPP, 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 смекчили очакваните негативни ефекти от промяната в лихвения цикъл, но ако тези буферите 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.¹⁸³

Рискове, свързани със споделянето на кредитен риск в Евросистемата

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 споделян 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 REPP, и рефинансиращите операции с изключение на тези по ELA. Непълно споделяне на риск има при покупките на ДЦК като част от програмите APP и REPP, докато за операциите по ELA няма споделяне на

Mikołaj, (2020), Seigniorage and central banks' financial results in times of unconventional monetary policy, No 331, NBP Working Papers, Narodowy Bank Polski.

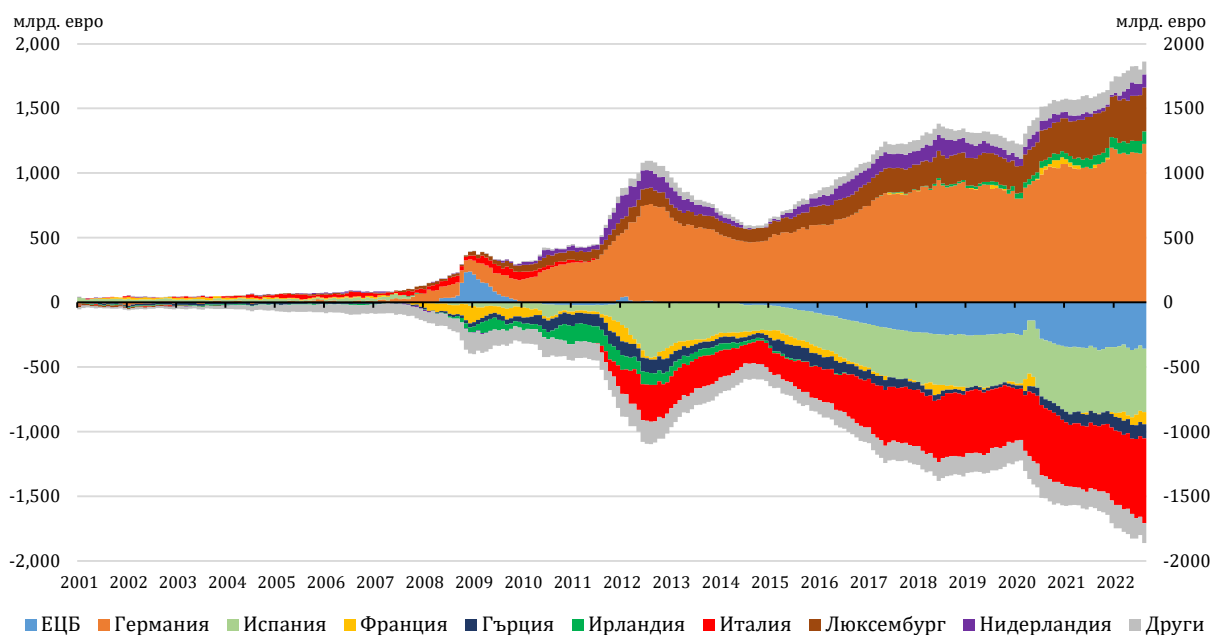
¹⁸² РЕШЕНИЕ (ЕС) 2016/2248 НА ЕВРОПЕЙСКАТА ЦЕНТРАЛНА БАНКА от 3 ноември 2016 г. относно разпределянето на паричния доход на националните централни банки на държавите членки, чиято парична единица е еврото (ЕЦБ/2016/36).

¹⁸³ Подобни предупреждения към октомври 2022 г. са направили НЦБ на Холандия и Белгия. Виж прессъобщенията 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.

риска. 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 неотчетени отрицателни 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 неин член.

Графика 4-2:

Баланси в системата Target 2



Източник: ЕЦБ.

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 (Buitier, 2020)¹⁸⁴. 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)¹⁸⁵. 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.

4.2 Кредитор от последна инстанция

В условията на функциониращия 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. 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 помощи¹⁸⁶. 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 4-3) в банковата система, осигурявани включително чрез висока норма на ЗМР и консервативни надзорни регулации.

¹⁸⁴ Buitier, W. (2020): "Central Banks as Fiscal Players: The Drivers of Fiscal and Monetary Policy Space", Cambridge University Press.

¹⁸⁵ Sinn, H. W. (2020). "The Economics of Target Balances: From Lehman to Corona"

¹⁸⁶ 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 новопост 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 реструктуриране в полза на „Първа инвестиционна банка“ АД. Планът за реструктуриране 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 погасила получената през 2014 г. държавна помощ в определения срок.

Графика 4-3:

Съотношение на ликвидно покритие



Забележка: Съотношението 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 разхлабени 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. Предоставянето на ELA не е безусловен и автоматичен процес. Срокът на кредита, обезпечението и лихвеният процент по ELA 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. Ако размерът на кредита е по-голям от 500 млн. евро, националните централни банки трябва да уведомят ЕЦБ възможно най-рано преди предоставянето на спешната помощ. УС на ЕЦБ има правомощието да ограничи операциите по предоставяне на ELA, 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 Евросистемата¹⁸⁷.

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 риск, като по този начин се цели да се ограничи натрупването на риск в баланса на ЕЦБ, произтичащ от приемането на по-голям набор от по-рискови и по-малко ликвидни активи. Към момента на-

¹⁸⁷ На 6 юли 2015 г. УС на ЕЦБ взе решение да не увеличава размера на спешната ликвидна помощ за гръцките банки и коригира процента на дисконтиране на обезпечения по ELA, предоставяни от гръцките банки в централната банка на Гърция:
<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150706.bg.html>.

борът 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)¹⁸⁸ в периода след кризата през 2008 г. се наблюдава тенденция на повишение на дела на залаганите от банките като обезпечение ABS, непокрытите банкови облигации и други търгуеми активи с по-ниско кредитно качество в общото количество заложили 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 риск в баланс на централната банка, стимула за съобразяване с необходимостта от понижаване на качеството на обезпечението, предоставяно от банките, при настъпване на кризи, както и с риска от потенциални капиталови загуби.

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 рискове, произтичащи от предоставянето на ELA, се поемат от съответната 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 регулаторните изисквания.

4.3 Регулаторна рамка, надзор, възстановяване и реструктуриране на банковия сектор

Членството на България в еврозоната няма да доведе до съществени промени в приложимата рамка, дейността, функциите и отговорностите на БНБ по отношение на надзорна дейност и дейността по реструктуриране на банки в България. Принципните основни функционални отговорности по отношение надзора над така наречените „по-малко значими 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 ще се запазят без промяна. 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

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

¹⁸⁸ Nyborg, Kjell G. (2017), “Collateral frameworks: the open secret of central banks”, Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press

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 проекторешения. 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 страната 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.

Считано от датата на установяване на тясно сътрудничество с ЕЦБ, Република България, с оглед на статута си на участваща държава членка по смисъла на чл. 2, т. 1 от Регламент (ЕС) № 1024/2013, се ползва с всички права и има всички задължения по отношение на участието си в ЕМП, каквито имат държавите, приели еврото. Поради това, присъединяването на България към еврозоната няма да доведе до възникването на нови преки права и/или задължения по отношение на функциите, свързани с реструктуриране на кредитни институции. Единственият ефект, касаещ реструктурирането на кредитни институции, би настъпил по линия на предвидения общ защитен механизъм (ОЗМ) за подкрепа на ЕФП в случай на недостиг на средства за финансиране на реструктурирането. Общият защитен механизъм включва револвираща кредитна линия от Европейския механизъм за стабилност (ЕМС, механизма), който осигурява подкрепа от името на еврозоната, и паралелни защитни механизми (револвиращи кредитни линии), които се предоставят от всяка участваща държава членка извън еврозоната, в това число Република България¹⁸⁹. С присъединяването към еврозоната, необходимостта от паралелно споразумение за защитен механизъм между Република България и ЕСП отпада и се замества със задължението на Република България да се присъедини към Договора за създаване

¹⁸⁹ Паралелното споразумение за защитен механизъм между Република България като кредитор и Единния съвет за реструктуриране като кредитополучател, подписано от председателя на Единния съвет за реструктуриране на 11 ноември 2021 г. и от министъра на финансите на Република България на 25 ноември 2021 г. е ратифицирано от 47-мото Народното събрание със Закона за ратифициране на Паралелното споразумение за защитен механизъм между Република България като кредитор и Единния съвет за реструктуриране като кредитополучател, обн. ДВ брой 8/2022 г.

на ЕМС¹⁹⁰, като съответно участва с вноса в капитала на механизма, определена на базата на дял на населението и brutния вътрешен продукт в общите за ЕС.

4.4 Лихвени проценти

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 Huefner and Koske (2008)¹⁹¹ например показва, че при по-голям първоначален спред със средните лихвени нива за еврозоната конвергенцията към тези нива се 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 допринесе 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 средства, което е било поддържано като резерв в централната банка, ще доведе до временно нарастване на кредитирането, като е възможно да се наблюдава и временно 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

¹⁹⁰ Между държавно споразумение за създаване на Европейски механизъм за стабилност от 2012 г. (T/ESM 2012-LT/en 1).

¹⁹¹ 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.

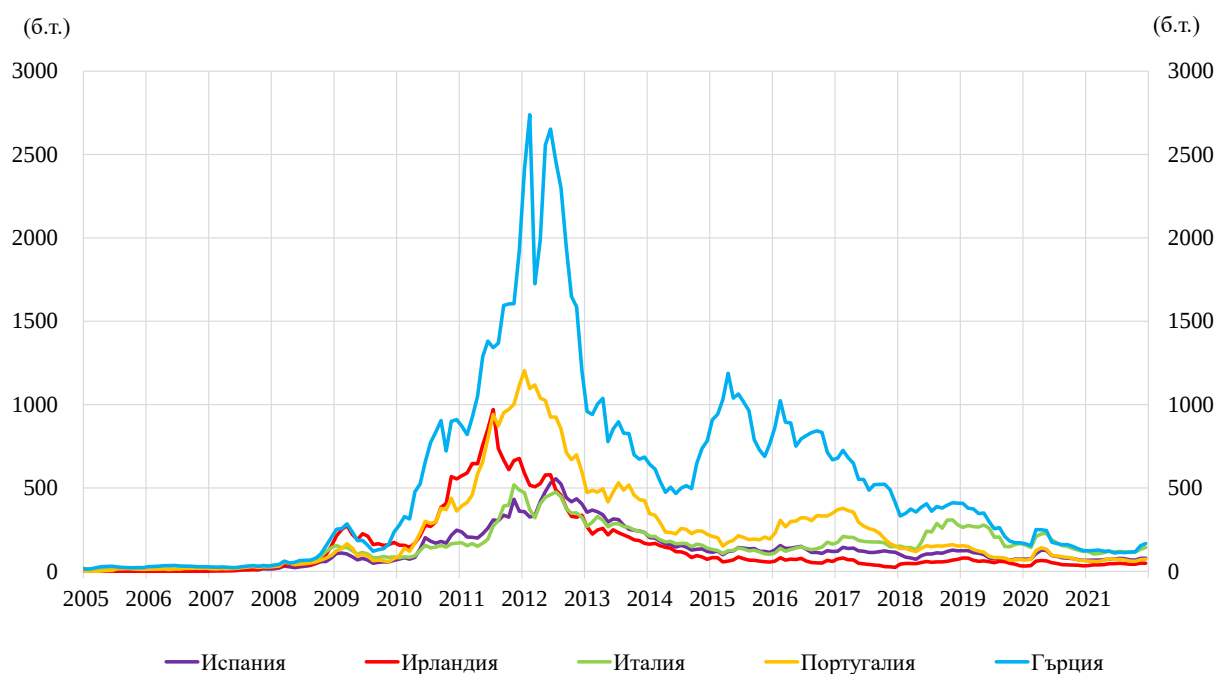
парите може да се очаква да доведе до по-висок темп на инфлация, ако степента на разширяване на паричното предлагане изпреварва растежа на икономиката¹⁹².

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 временни фактори. Те са свързани най-вече с евентуално повишение на кредитния рейтинг на България от страна на рейтинговите агенции, което при равни други условия може да рефлектира във временно, но не и устойчиво намаление на премията за кредитен риск.

Графика 4-4:

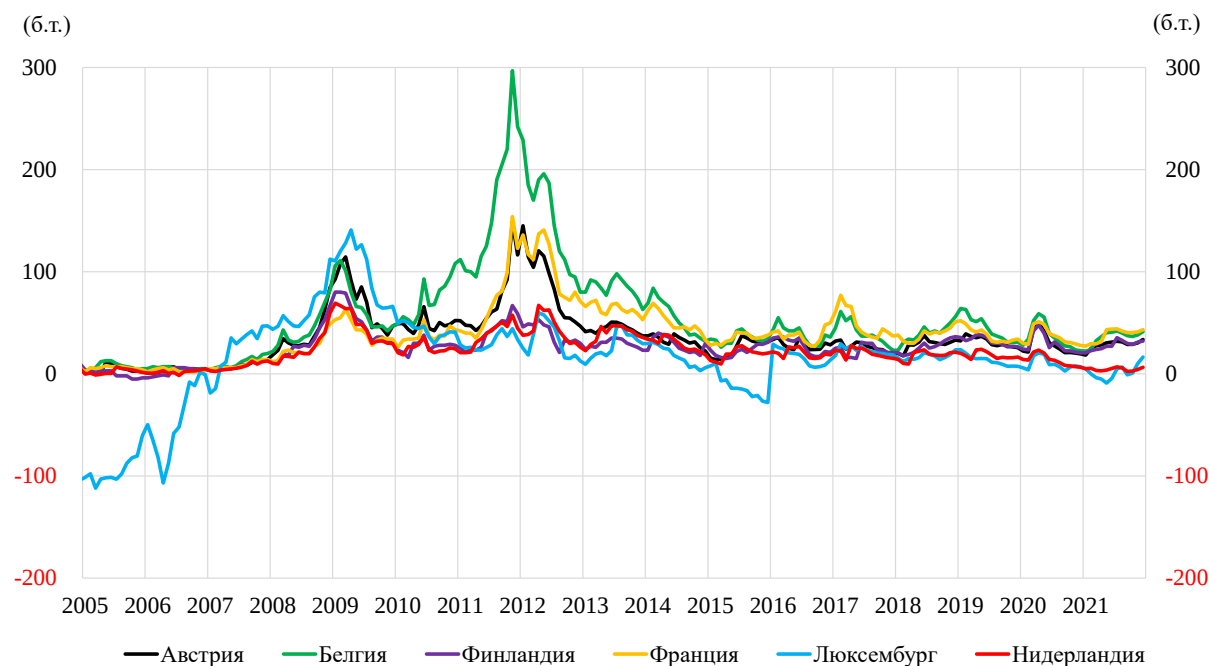
Средове на доходност по 10-годишни ДЦК на „старите“ държави-членки на еврозоната спрямо ДЦК на Германия

а)



¹⁹² 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.

б)



Източник: ЕЦБ.

Суверенният риск и съответно премията за кредитен риск се определят от други фактори, като устойчивост на фискалната позиция, показатели като бюджетен дефицит и държавен дълг, икономически растеж, стабилност на финансовата система и други макроикономически индикатори. Както е илюстрирано на Графика 4-4, преди глобалната финансова и икономическа криза от 2008-2009 г. доходностите по дългосрочните облигации на „старите“ държави-членки на еврозоната се движат в сравнително тесни граници, а спредовете им с ДЦК на Германия са незначителни. През този период ниските нива на спредовете отразяват 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 икономическа рецесия повлияха за постепенно разширяване на спредовете на доходност по ДЦК. През периода 2009 - 2012 г. дълговата криза в еврозоната промени съществено пазарната оценка за кредитния риск на отделните страни, като спредовете на доходностите по ДЦК се разшириха 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.

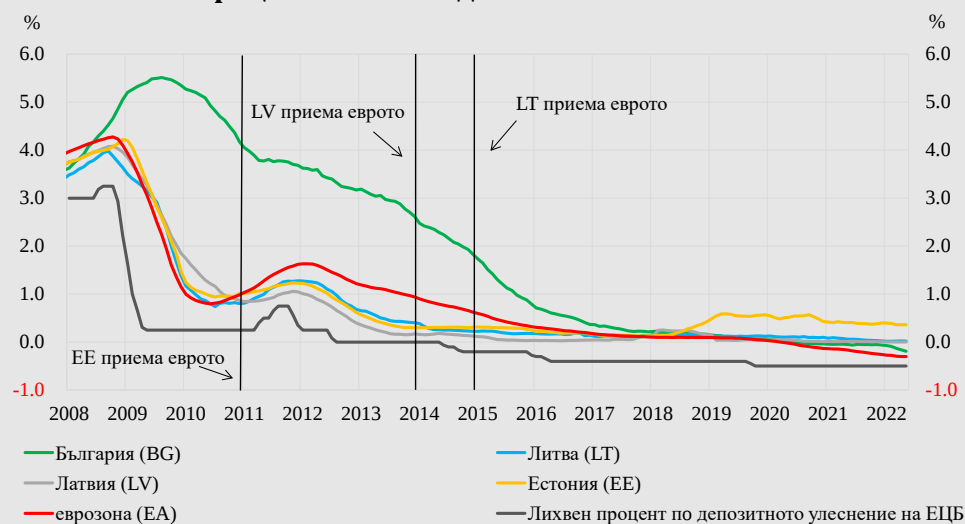
Лихвеният диференциал спрямо еврозоната до голяма степен отразява фактори от локален характер, но поради високата степен на отвореност на българската икономика и силната търговска обвързаност с общата валутна зона динамиката на лихвените проценти в България (по депозити, по кредити и доходности по ДЦК) 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

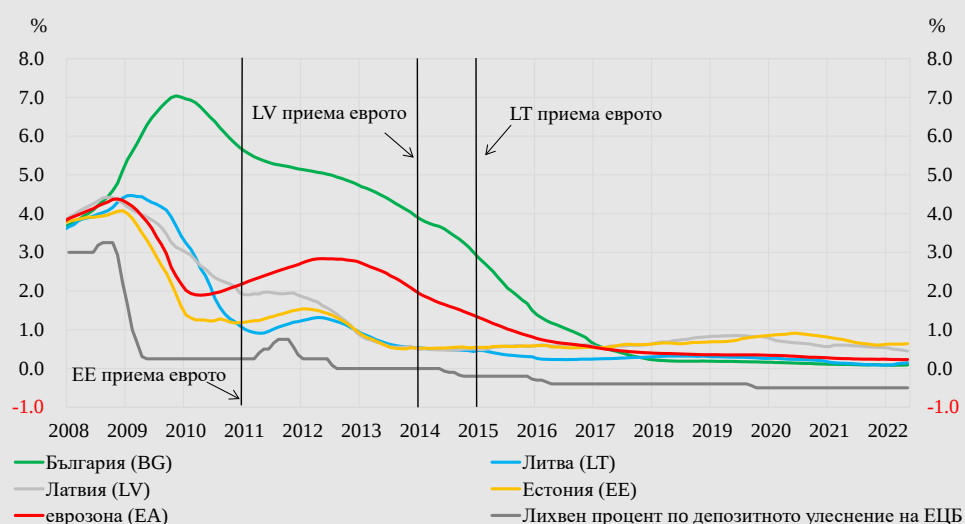
Анализът на потенциалните ефекти от присъединяването на България към еврозоната върху лихвените проценти може да бъде задълбочен с исторически преглед на динамиката на лихвените проценти по депозитите, кредитите и дългосрочните ДЦК в България и най-новите държави-членки на еврозоната – Литва, Латвия 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 (фиксиран валутен 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 1 и Графика 2). 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 привличане на депозити и предлаганите високи лихвени проценти, от 2011 г. тенденцията е към понижаване, 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 със средните за еврозоната, а в сектора на домакинствата са дори по-ниски. Тези тенденции са повлияни от както от ефектите от паричната политика на ЕЦБ, така и от високата ликвидност в българската банкова система.

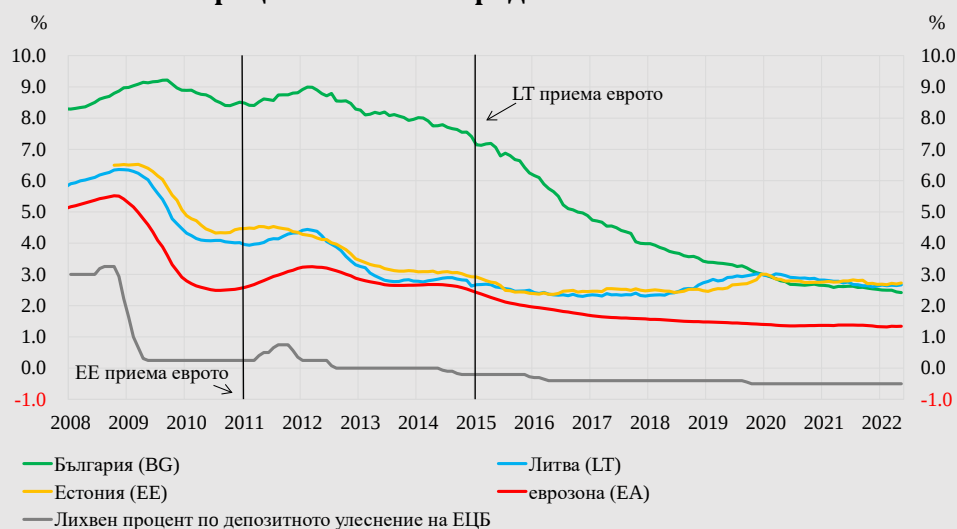
Графика 1: Лихвени проценти по нови депозити на НФП



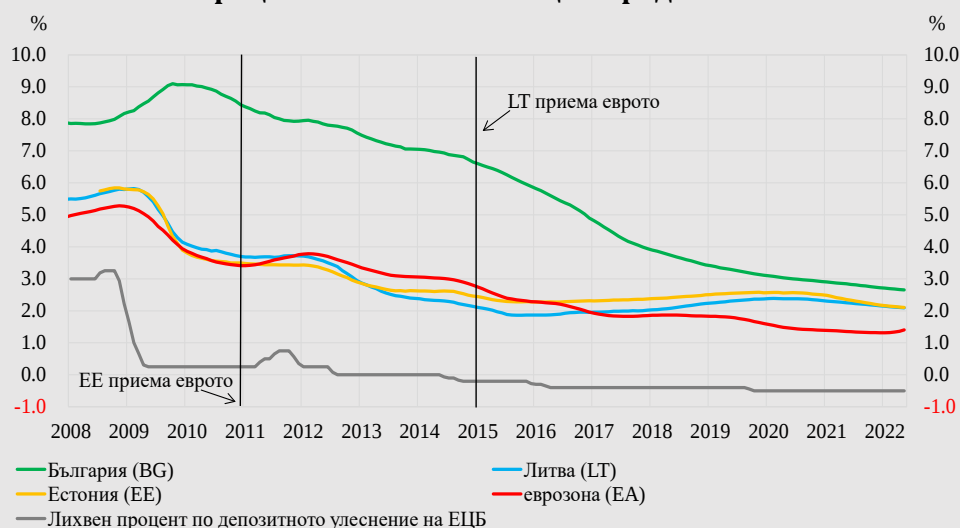
Графика 2: Лихвени проценти по нови депозити на домакинства



Графика 3: Лихвени проценти по нови кредити на НФП



Графика 4: Лихвени проценти по нови жилищни кредити



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

Източници: БНБ, ЕЦБ.

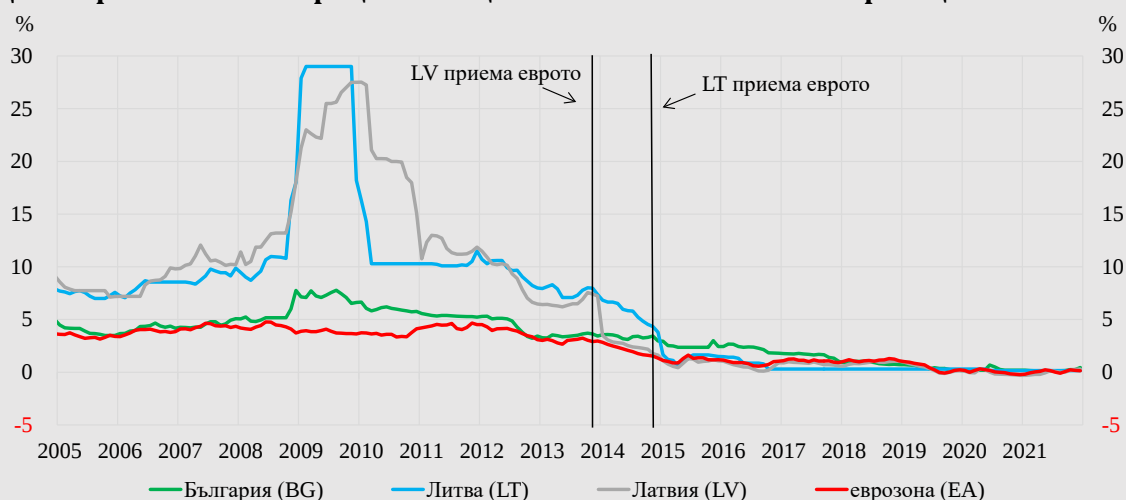
Лихвените проценти по нови кредити за домакинства и НФП в балтийските държави също следват общоевропейските тенденции, но в сектора на нефинансовите предприятия спредът със средните нива за еврозоната остава положителен през целия изследван период (виж Графика 3 и Графика 4). В България, както при лихвените 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.

Прегледът на динамиката на лихвените проценти по нови депозити и кредити в най-новите държави-членки на еврозоната в исторически план показва, че не може да се открие ясно изразено понижение на лихвените нива непосредствено преди или след присъединяването на тези държави 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 спрямо 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. Въз основа на прегледа може да се твърди, че евентуалното членство на България в еврозоната само по себе си не би довело до съществено и устойчиво във времето понижение на лихвените проценти, които и към момента са много близки до средните за еврозоната. Фактори, които могат да повлия-

ят в тази посока са икономическият растеж, финансовата стабилност на страната и благоразумната фискална политика, които при други равни условия биха довели до понижение на рисковата премия.

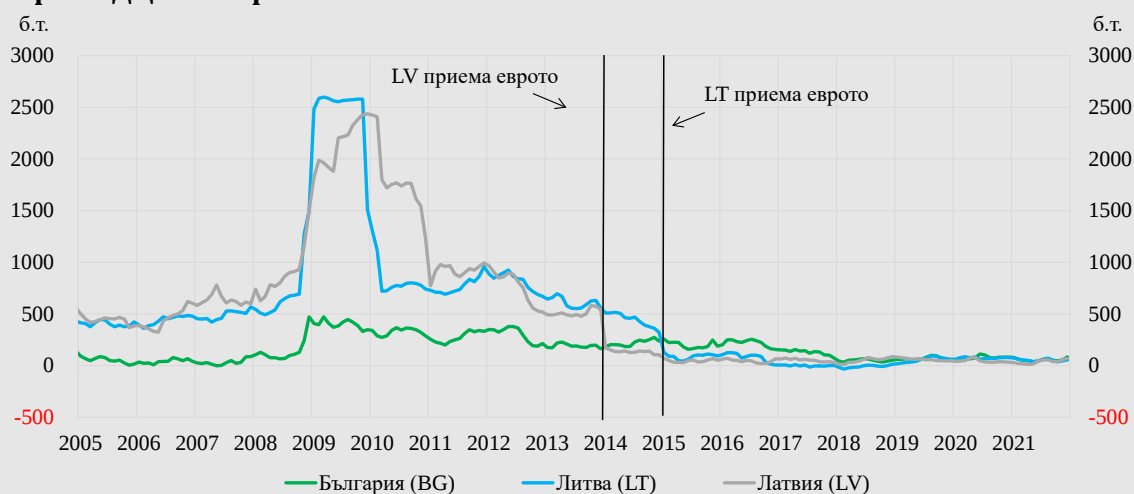
Графика 5:

Дългосрочен лихвен процент за оценка на степента на конвергенция



Графика 6:

Средове на доходност по 10-годишни ДЦК на Литва, Латвия и България спрямо ДЦК на Германия



Прегледът на динамиката на доходността по 10-годишните ДЦК на Литва и Латвия¹⁹³ показва, че в периода непосредствено след присъединяването им към ЕС и към валутно-курсовия механизъм (ERM II) доходността по 10-годишните им държавни облигации е над средната за страните от еврозоната (виж Графика 5). През 2009 г. доходността по 10-годишните ДЦК на Латвия достига 13.8%, а на Литва - 14.5%, като се наблюдава съществено разширяване на спредовете спрямо 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 на еврозоната. Това вероятно е свързано с изпълнението на програмата на ЕЦБ за за-

¹⁹³ За Естония липсват данни за доходността по 10-годишните ДЦК, тъй като страната не емитира 10-годишен дълг, или издава такъв в малки размери.

купуване 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 последвалото разширяване на обхвата на покупките на активи от първото тримесечие на 2015 г. с държавни облигации. 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 5 и Графика 6).

В България доходността по 10-годишните ДЦК след 2009 г. следва общата тенденция на понижение, но в периода след средата на 2014 г. спредовете спрямо доходността по 10-годишните ДЦК на Германия се разширяват.¹⁹⁴ В периода 2014 г. – 2016 г. спредът по 10-годишните ДЦК е около 200 базисни точки. От края на 2017 г. доходността на 10-годишните ДЦК на България се доближава както до съответните доходности по 10-годишните книжа на Литва и Латвия, така и до средните нива за държавите от еврозоната 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 на българските дългосрочни ДЦК спрямо ДЦК на Германия се доближава до нивата на спредовете на Литва и Латвия, като към декември 2021 г. възлиза на 82 базисни точки.

4.5 Инфлация

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 неотменимо фиксиран 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.е. до увеличение на ценовото равнище. Така например, „[Националният план за въвеждане на еврото в Република България](#)” предвижда превалутирането на цени и парични единици от лева в евро да се извърши чрез прилагане на пълния цифров размер на фиксирания курс на преобразуване, т.е. използване на всичките пет знака след десетичната точка и след това закръгляване на получената сума до два знака след десетичната точка в съответствие с обичайните правила. Не се разрешава преизчисляване на цени при курс, различен от фиксирания обменен курс. 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.е. 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 да подценяват разходите за закупените продукти. Освен това, продавачите се стремят нивото на цените да е практически от гледна точка на това да не води до използването на прекалено много монети и банкноти за връщане на ресто;

¹⁹⁴ Това най-вероятно е частично свързано със събитията около изпадането в несъстоятелност на „Корпоративна търговска банка“ АД.

(2) прехвърляне на разходите на фирмите за превалутуиране 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 търговците¹⁹⁵; (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 рекламни 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)¹⁹⁶.

(4) използване на момената на превалутуиране 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 разходи¹⁹⁷. На макроикономическо ниво честотата на обновяване на цените е корелирана с размера на инфлацията, като в повечето случаи връзката е положителна¹⁹⁸. Когато се въвежда еврото всички фирми могат – без допълнителни разходи – да обновят цените си, което по този начин води до по-голяма промяна на цените (инфлация) на съвкупно ниво, отколкото в периода когато само част от компаниите в икономиката променят цените (Folkertsma, 2001)¹⁹⁹.

¹⁹⁵ 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.

¹⁹⁶ Ehrmann, M. (2006): Rational Inattention, Inflation Developments and Perceptions After the Euro Cash Changeover. ECB Working Paper Series, No. 588.

¹⁹⁷ 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, което обхваща периода след Глобалната финансова криза (2010-2013 г.), резултатите показват намаляване на честота на промяна на цените – около 34.5% от фирмите отбелязват, 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.

¹⁹⁸ 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

¹⁹⁹ Folkertsma, C. K. (2001): „The Euro and Psychological Prices: Simulations of the Worst-Case Scenario“, De Economist, 150(1), 19-40.

(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 инфлацията. 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 разяснителни кампании; наличие на ефективни инструменти за наблюдение и контрол за предотвратяване на злоупотреби и фалшификации в процеса на превалутране.

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 инфлацията 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 отскоро в инструментариума на ЕЦБ (Andrade, Breckenfelder, Fiore, Karadi, Tristani, 2016)²⁰⁰ и нейните ефекти върху икономиките на присъединяващите се в ИПС държави не е добре проучена в научната литература. Затова потенциалните ефекти за инфлацията 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 инфлацията

Изследвания на база страните, които вече са въвели еврото, показват, че основните проинфлационни рискове от преизчислението на цените произтичат по линия на *търговската практика за закръгляване на цените*. Механичното прилагане на определения фиксиран валутен курс за превалутране 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)²⁰¹ и Folkertsma et al. (2002)²⁰² се опитват да оценят ефектите от тази търговска практика върху инфлацията в Белгия и Нидерландия още преди въвеждането на еврото. Според изследването на Aucremanne и Cornille (2001) в най-неблагоприятния сценарий, при който всички фирми предпочетат да закръглят цените в посока нагоре до достигане на ново атрактивно ниво в евро, ефектите от това върху инфлацията могат да възлязат на 0.7 пр.п. Анализът, който Folkertsma et al. (2002) извършва след въвеждането на еврото, показва, че действителният ефект върху инфлацията в Нидерландия е в диапазона от 0.2 до 0.4 пр.п., като две трети от него се дължи на ефекта от

²⁰⁰ 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

²⁰¹ Aucremanne L., and D. Cornille (2001): Attractive Prices and Euro-rounding Effects on Inflation, Working Paper, No. 17, National Bank of Belgium, Bruxelles.

²⁰² 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.

закръгляването на цените нагоре, а останалата една трета е по линия на пренасяне върху потребителите на направените от фирмите разходи за преизчисление на цените.

В научната литература се посочва, че ценовото равнище може да се повиши, ако сред фирмите се наложи разбирането, че потребителите няма да бъдат прецизни в използването на фиксирания валутен курс за 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)²⁰³ установява, че колкото по-лесен и удобен за използване е избраният валутен курс за преизчисление на цените, толкова по-малък е инфлационният ефект за икономиката. По тази причина в *„Националния план за въвеждане на еврото в Република България“* е предвидено двойно обозначение на цените за период от 12 месеца от датата на въвеждане на еврото в България, с което се цели подобряване на прозрачността и намаляване на информационните разходи за домакинствата.

Опитът на държавите членки на ИПС показва, че прецизното оценяване на проинфлационните ефекти от въвеждането на еврото често е затруднено от факта, че върху динамиката на инфлацията 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 инфлацията в резултат на поскъпване на плодовете и зеленчуците поради неблагоприятни климатични условия (студена зима), повишение на акцизните ставки върху тютюневите изделия и други. Това води до смесване на ефектите от преизчислението на цените и проявлението на останалите фактори. В тази връзка за всяка страна, присъединила се към ИПС, Евростат прави статистическа оценка на ефектите от въвеждането на единната валута и разграничаването им от други фактори. Подходът на Евростат се състои в прилагане на статистически техники, с които се определят компонентите на ХИПЦ, чиито цени около месеците на смяна на валутата са се повишили с повече спрямо наблюдаваното през същия период на предходни години или спрямо динамиката на цените в други страни. Разликата между очакваните (на база използвания статистически подход) и действителните промени в цените на отделните компоненти на ХИПЦ се третира от Евростат за необичайна промяна в цените. В случаите, в които това не може да се отдаде на специфичен фактор (например, лоши метеорологични условия, растеж на цените на петрола или други основни суровини, административни промени в цените, увеличаване на акцизни ставки), Евростат приема, че промяната в цените е следствие от въвеждането на еврото. Според оценките на статистическата служба ефектите от преизчислението на цените върху общата инфлация са сравнително слаби (до 0.3 пр.п.) и имат еднократен характер – най-силно изразени са един месец преди началото на датата за въвеждане на еврото и в първия месец след това. Според оценките на Евростат за страните, които въвеждат единната валута в началото на 2002 г.²⁰⁴, ефектът от това върху инфлацията през месеците около преизчислението (т.е. декември 2001 г. и януари 2002 г.) е в размер на 0.1-0.3 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 инфлация във Франция, Белгия и Португалия; 0.3 пр.п. в Германия и между 0.1-0.6 пр.п. по-висока инфлация в Италия (виж Таблица 4-1). По отношение на НСЧ, горната граница на оценените от Евростат ефекти от преизчислението на цените върху инфлацията е 0.3 пр.п.

²⁰³ Ehrmann, M. (2011): Inflation developments and perceptions after the euro cash changeover, German Economic Review, Vol. 12(1), pp. 33-58.

²⁰⁴ За повече информация виж: 'News Release 69/2003', Eurostat, June 2003

Таблица 4-1:**Оценки на ефекта от преизчислението на цените от местна валута в евро върху инфлацията**

Автор и година на изследването	Държава	Преиод (месец/година)	Оценен ефект върху ХИПЦ инфлацията (пр. п.)
Стари страни членки на ИПС			
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. Fritsche, M. Graff, M. Lamla, S. Lein, V. Nitsch, D. Liechti, D. Triet (2009)	Еврозона	12/2001 - 1/2002	0.05 - 0.23
Нови страни членки на ИПС			
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, 2008²⁰⁵). В същото време изследването на Sturm и неговите съавтори (2009)²⁰⁶ установява, че въвеждането на еврото е допринесло за по-висока инфлация 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 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

²⁰⁵ 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.

²⁰⁶ Sturm, J-E., U. Fritsche, 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.

единната валута²⁰⁷. Друг фактор с определящо значение за това дали смяната на валутата ще предизвика проинфлационни ефекти е състоянието на пазарната структура. Приложените изследвания установяват, че колкото по-висока е степента на конкуренция на продуктовете пазари, толкова по-слаб е проинфлационният ефект от въвеждането на еврото (Eife, 2006²⁰⁸). Според на оценки на ОИСР²⁰⁹ конкуренцията на продуктовете пазари в България е на по-ниско равнище спрямо повечето от останалите страни членки на организацията, сред които са повечето държави в еврозоната, което може да се окаже предизвикателство пред България при присъединяването към ИПС.

Друг резултат от изследванията е, че повишението на равнището на цените е концентрирано в малък брой продукти, предимно в сектора на услугите (например, услугите по обществено хранене, настаняване, спорт и развлечение, фризьорски услуги, ремонтни дейности). Тъй като тези услуги имат нисък дял в потребителската кошница, ефектът от повишаването на техните цени върху общата инфлация е сравнително малък. В научната литература до подобни изводи достигат авторите, изследващи както старите, така и новите държави-членки на еврозоната. На Таблица 4-2 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 Hobbijn (2006)²¹⁰ 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.

Таблица 4-2:

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
Финландия	Плодове
	Събиране на отпадъци
	Услуги за поддръжка и ремонт на жилището
	Развлекателни и спортни услуги
Франция	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

²⁰⁷ Сред старите държави членки на ИПС този подход е бил въведен в Австрия, Финландия, Гърция и Португалия. За повече информация виж Hübner and Koske (2008).

²⁰⁸ 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, Tallin.

²⁰⁹ OECD (2021), OECD Economic Surveys: Bulgaria 2021: Economic Assessment, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/1fe2940d-en>.

²¹⁰ Hobbijn, 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
Германия	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
Ирландия	Развлекателни и спортни услуги
Италия	Сухопътен превоз на пътници
Нидерландия	Финнасови услуги, неклассифицирани другаде
Испания	Мотоциклети, велосипеди
	Други услуги по поддържане на лични транспортни средства
	Градинарство и цветарство
	Фризьорски салони и салони за козметика
Словения	Ресторанти, кафенета и други подобни
	Обувки включително поправка
	Ремонт на битова техника
	Транспортни услуги
Словакия	Развлекателни и спортни услуги
	Храни и безалкохолни напитки
	Транспортни услуги
	Лекарствени продукти и медицински изделия
	Ресторанти, кафенета и други подобни
Естония	Услуги за поддръжка и ремонт на жилището
	Почистване, ремонт и отдаване под наем на облекло
	Развлекателни и спортни услуги
	Обществено хранене
	Фризьорски салони и салони за козметика
Латвия	Услуги за поддръжка и ремонт на жилището
	Ремонт на битова техника
	Стоматологични услуги
	Ресторанти, кафенета и други подобни
Литва	Фризьорски салони и салони за козметика
	Столове за хранене
	Наеми за жилища
	Услуги за поддръжка и ремонт на жилището

Забележка:

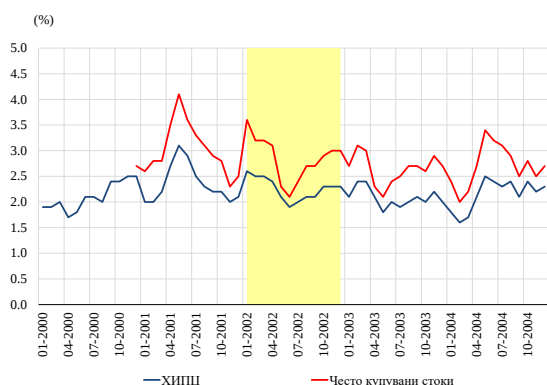
Таблицата е конструирана на база публикуваните в научната литература изследвания, представени в Таблица 4-1.

По отношение на хранителните продукти и промишлените стоки в повечето от изследваните държави като цяло не се установява значително повишение на техните цени в резултат от смяната на паричната единица (ECB, 2003)²¹¹. 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 също-

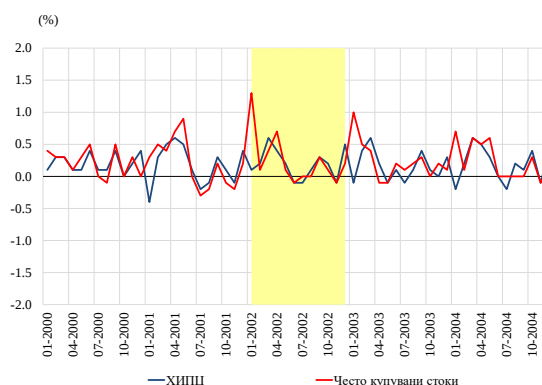
²¹¹ European Central Bank (2003): Effects of the Introduction of the Euro Banknotes and Coins on Consumer Prices, Annual Report 2002, pp. 40-42.

то време са относително евтини (виж Графика 4-5 и Графика 4-6). От друга страна, има тенденция цените на продуктите с по-висока пазарна цена, като например дълготрайните потребителски стоки, да бъдат закръглявани в посока надолу, което в научната литература се обяснява със силната конкуренция на тези пазари и развитието на технологиите.

Графика 4-5:
Годишен темп на изменение на ХИПЦ и на цените на най-често купуваните стоки



Графика 4-6:
Месечен темп на изменение на ХИПЦ и на цените на най-често купуваните стоки



Забележка: Заштрихованата 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

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 Графика 4-7, на която са съпоставени годишните темпове на изменение на ХИПЦ и възприятието на домакинствата за инфлацията²¹² 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)²¹³ основната

²¹² Възприятията на домакинствата за инфлацията се основават на субективни впечатления за движението на цените. Често потребителите формират своите впечатления на база личен опит докато пазаруват или чрез медиите. Данните за възприятията на домакинствата традиционно се събират от националните статистически институти или ЕК като част от регулярно провежданите извадкови проучвания на потребителското доверие. В проучването на ЕК на домакинствата се задава 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 се повишили много или умерено през последните дванадесет месеца, и дела на респондентите, които смятат, че цените са паднали или са останали същите. Въз основа на развитието на този индикатор, който по своята същност представя качествена оценка за инфлацията, могат да се направят изводи за промените в посоката на възприятията (т.е. дали по-малък или по-голям дял от потребителите смятат, че цените са се повишили през последните дванадесет месеца), но не и за нивото на инфлацията според потребителите.

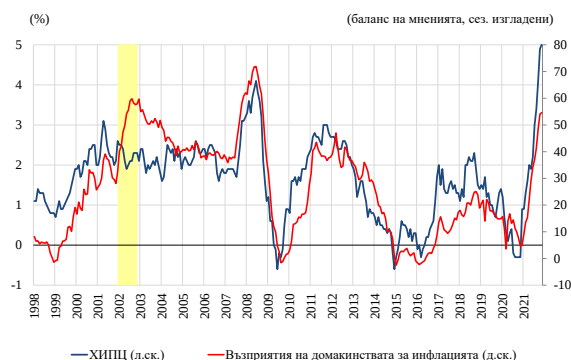
²¹³ Brachinger, H. W. (2006): Euro or 'Teuro'? The Euro-induced Perceived Inflation in Germany, Department of Quantitative Economics Working Paper, No. 5, University of Fribourg.

причина за това се дължи на обстоятелството, че домакинствата обикновено формират своите възприятия за нивата на инфлация по тенденциите в цените на най-често купуваните продукти, които се характеризират с малка стойност, а в литературата е доказано, че увеличението на техните цени по време на замяната на паричната единица е по-силно изразено. Изследване на Fluch и Stix (2005)²¹⁴ за Австрия показва, че растежът на цените на най-често купуваните от потребителите стоки е надхвърлял средната инфлация в периода след януари 2002 г., което се е отразило на оценките на домакинствата за интензитета на ценовите процеси и е било погрешно отдадено на въвеждането на еврото.

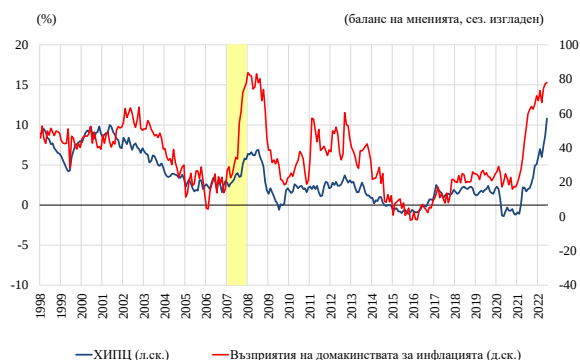
Графика 4-7:

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

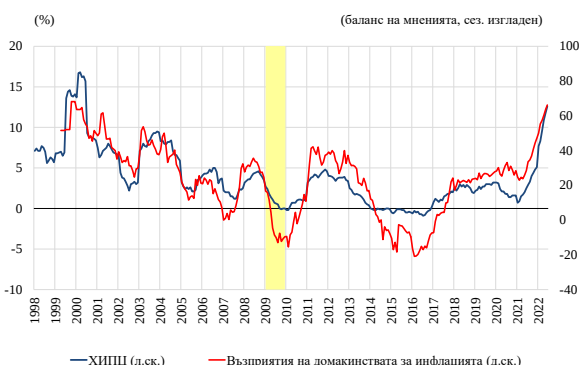
(а) еврозона



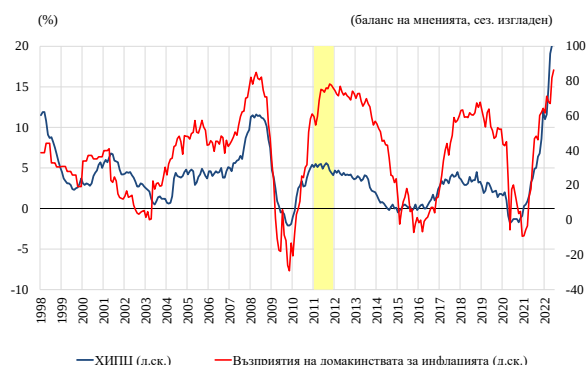
(б) Словения



(в) Словакия

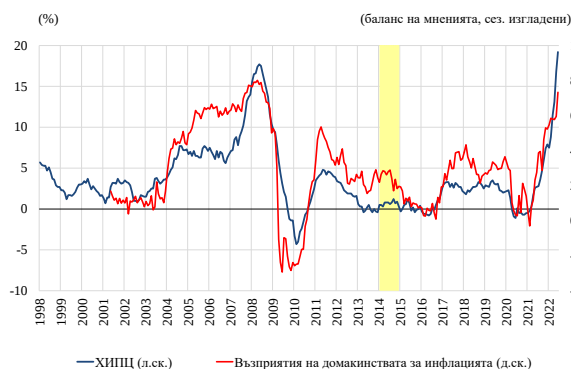


(г) Естония

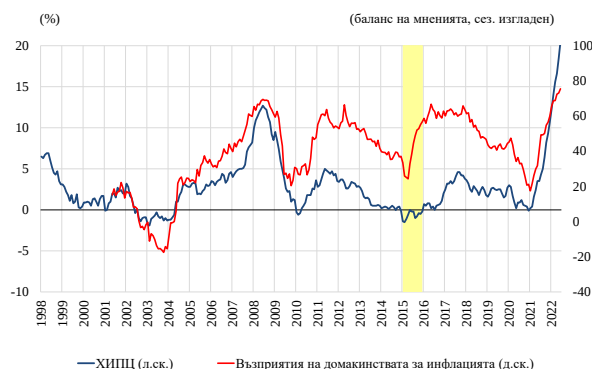


²¹⁴ Fluch, M., and H. Stix (2005): Perceived inflation in Austria – extent, explanations, effects, Oesterreichische Nationalbank Monetary Policy and the Economy, No. 3, pp. 22-47.

(д) Латвия



(д) Литва



Забележка: Защрихованите 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 инфлация са свързани с: предварително формирани субективни нагласи у домакинствата за неизбежно покачване на цените след присъединяване към еврозоната (Traut-Mattausch et al., 2004)²¹⁵, 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)²¹⁶. Освен това Brachinger (2006) твърди, че увеличението и пониженията на цените оказват несиметрично влияние върху възприятията на потребителите, като те са склонни да отдават по-голямо значение на повишенията на цените. Това се дължи на факта, че повишенията на цените са свързани с усещане за загуба, а от психологическа гледна точка повечето хора се стремят към избягване на загубите и за тях ползите (пониженията на цените) имат по-ниска полезност отколкото загубите (повишенията на цените). До подобни заключения за Италия достигат също Del Giovane and Sabbatini (2006)²¹⁷.

Въвеждането на еврото трябва да бъде съпроводено с мерки, които подобряват информираността на потребителите и не допускат трайно и неподкрепено от макроикономическите фундаменти повишаване на възприятията на домакинствата за ценовите развиятия. В противен случай по-високите инфлационни очаквания биха оказали натиск за предоговаряне на заплатите и съществуващите в икономиката договори, което е потенциален източник на рискове за ценовата стабилност. В допълнение, от ЕЦБ (2002)²¹⁸ отбелязват, че ако потребителите надценяват текущата инфлация, те могат едновременно с това да подценят промените в реалните заплати и покупателната си способност, което може да доведе до неоптимални решения за разходите и спад на потреблението.

Ефекти върху инфлацията, предизвикани от промяна на трансмисията на паричната политика на ЕЦБ

В допълнение към еднократните ефекти от преизчисляването на цените и предизвиканата от това промяна в инфлационните очаквания на икономическите агенти, присъе-

²¹⁵ 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.

²¹⁶ 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.

²¹⁷ 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.

²¹⁸ European Central Bank (2002): Recent developments in consumers' inflation perceptions, *Monthly Bulletin*, July, pp. 18-19.

диняването към ИПС е предпоставка за възникване на структурни промени по линия на монетарните фактори, които определят динамиката на цените в България в дългосрочен период. Тези промени се очаква да бъдат с проинфлационно влияние и могат да се разглеждат в три направления. Първото направление е свързано с трайно увеличаване на ликвидността в банковата система както поради намалението на ставката на задължителните минимални резерви (ЗМР) и едновременно с това свиването на регулаторно дефинирания размер на депозитната база, върху която се начисляват ЗМР, така и поради получаването на пряк достъп на банките в България до ликвидните улеснения на ЕЦБ (така наречените основни операции по рефинансиране). В тази връзка би могло да се очаква, че в икономиката ще се създадат стимули за увеличение на кредитирането, насърчаване на потребителското търсене и съответно натиск към повишение на потребителските цени.

Второто направление е свързано със засилване на трансмисията на паричната политика на ЕЦБ към българската икономика в случаите, когато централната банка използва програми за „количествени улеснения“. От гледна точка на съществуващия трансмисионен механизъм в условията на валутен борд, промените в паричната политика на ЕЦБ оказват влияние върху инфлацията в България главно по линия на цената на финансиране (лихвените проценти по депозитите и кредитите), като прилагането на мерки за количествени улеснения (от типа на дългосрочни рефинансиращи операции (LTROs) и програми за покупки на активи от публичния и частния сектор) имат само косвен ефект върху ликвидността в икономиката²¹⁹. Присъединяването към ИПС ще добави допълнителен канал за влияние на ЕЦБ върху българската икономика в случаите, когато провеждането на експанзионистична парична политика е съпроводено с програми за количествени улеснения. Това е така, защото по своята същност тези програми са насочени към директно увеличаване на ликвидността в икономиката, което е предпоставка за увеличаване на банковото кредитиране и разхлабване на времевото бюджетно ограничение на икономическите агенти. Това създава условия за по-силна икономическа активност и по-висока инфлация.

Третото направление е свързано с протичащите в България процеси на реална и номинална конвергенция, които са функция от динамиката на реалните лихвени проценти в страната. При допускане, че промените в трансмисията на паричната политика на ЕЦБ към българската икономика ще доведат до понижение на реалните лихвени проценти в икономиката, то това е предпоставка за промяна в поведението на икономическите агенти (например по отношение на решенията им за спестяване и потребление/инвестиции), което би могло да се отрази в посока засилване на процесите на номинална конвергенция в страната.

Силата на проинфлационните ефекти на изброените по-горе структурни промени в икономиката, които ще настъпят след присъединяването на България към ИПС, са свързани със значителна степен на несигурност и зависят от редица фактори, като: икономическия цикъл в страната към момента на въвеждане на еврото 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 лик-

²¹⁹ В условията на паричен съвет прилаганите от ЕЦБ програми за количествени улеснения оказват само косвено влияние върху цената на финансиране на икономическите агенти и ликвидността в икономиката на България, като ефекта е значително по-слаб отколкото в страните членки на ИПС. По конкретно, прилагането на *програми за покупки на активи* от ЕЦБ води до силно понижение на доходностите в ИПС и влияе за реструктуриране на портфолиото на инвеститорите в посока търсене на активи с по-висока доходност. Това се отразява в повишено търсене на ДЦК на българското правителство и съответно в понижение на тяхната доходност. Същевременно, прилагането от ЕЦБ на *дългосрочни рефинансиращи операции (LTROs)* води до повишаване на ликвидността в банковата система в еврозоната и създава възможност за банките в България с банки-майки в страни членки на ИПС косвено да се възползват от част от тази ликвидност.

видност да използват за отпускане на кредити и закупуване на алтернативни активи; прилагането на макропруденциални мерки²²⁰, състоянието на бюджетната позиция на страната и целите на провежданата фискална политика (например, дали е насочена към смекчаване на колебанията в бизнес цикъла, поддържане на ниско ниво на публичен дълг или преследва други цели).

4.6 Външна търговия и инвестициите

Икономическата теория за оптималните валутни зони, основаваща се на анализите на Mundell (1961)²²¹, McKinnon (1963)²²² и Kenen (1969)²²³, 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 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 – финансови и административни (Mongelli, 2002)²²⁴. От теоретична гледна точка повишената волатилност на валутния курс влияе неблагоприятно върху обема на външната търговия заради несигурността за приходите, изразени в местна валута, и заради разходите, необходими за хеджиране срещу по-високия риск (Kenen, 1969; Cushman, 1983²²⁵; Akhtar and Hilton, 1984²²⁶). 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. Намалването 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.²²⁷ Тъй като тези разходи продължават да са налични при търговия със страни, използващи друга валута, износет 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

²²⁰ Основната цел на използваните от БНБ макропруденциални мерки е ограничаване на рисковете за финансовата 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.

²²¹ Mundell, R., (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", *The American Economic Review*, Sep., 1961, Vol. 51, № 4 (Sep., 1961), pp. 657-665.

²²² McKinnon, R., (1963), "Optimum Currency Areas", *The American Economic Review*, Sep., 1963, Vol. 53, № 4 (Sep., 1963), pp. 717-725.

²²³ 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.

²²⁴ Mongelli, F., (2002) "New Views on the Optimal Currency Area Theory: What is EMU telling us?", *European Central Bank Working Papers*, № 138.

²²⁵ Cushman, D., (1983), "The effects of real exchange rate risk on international trade", *Journal of International Economics* 15, pp. 45-63.

²²⁶ 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.

²²⁷ Baldwin, R. E., & Taglioni, D. (2004). Positive OCA criteria: microfoundations for the Rose effect. COE/RES Discussion Paper Series, (34).

със запазване на националната валута и до привличане на повече чуждестранни инвестиции. В допълнение сравнимостта и прозрачността на цените между отделните държави насърчават 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 изготвени 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 изследвания. Първото изследване по тази тема е публикувано от Роуз (2000)²²⁸, 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., 2021²²⁹).

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)²³⁰ оценяват ефекта от използването на обща валута като по-малък, но все още много висок (около 100% увеличение). Micco et al. (2003 г.)²³¹ 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 отбелязването на десетата годишнина на единната валута, Baldwin et al. (2008)²³² 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)²³³ ги оценяват поотделно и заключават, че увеличението на търговията в случая на еврозоната е по-ниско, отколкото в слу-

²²⁸ Rose, A., (2000), "One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade", *Economic Policy*, 30, pp 9-45.

²²⁹ 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.

²³⁰ Glick, R., and Rose, A., (2002), "Does a currency union affect trade? The time-series evidence", *European Economic Review*, 46, pp. 1125-1151.

²³¹ Micco, A., Stein, E., Ordoñez, G., (2003), "The Currency Union Effect on Trade: Early Evidence from EMU", *Economic Policy*, 18(37), pp. 315-356.

²³² 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.

²³³ Eicher, T., Henn, C., (2011), "One Money, One Market: A Revised Benchmark, *Review of International Economics*, 19(3), pp. 419-435.

чая на други валутни съюзи. В обновените си оценки Glick и Rose (2016)²³⁴ 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., 2017²³⁵). Открояват се и изследвания, които считат, че положителните ефекти за търговския обмен са в по-голяма степен резултат от членството в ЕС. Glick (2017)²³⁶ анализира ефекта от присъединяването на дадена страна към ЕС, отделно от ефектите на други регионални търговски 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 вътрешнообщностния износ на държавите, присъединили се към еврозоната след 2007 г. Изследването също така заключава, че използването на еврото задълбочава разпространението на производствените вериги в рамките на еврозоната, което подкрепя тезата за ендегенността 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)²³⁷ 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 валута²³⁸. Преминването 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 Cieřlik et al. (2012)²³⁹ за Словения и Словакия показва, че присъединяването към еврозоната не е довело до статистически значимо увеличение на износа. Друго изследване за Словакия (Polyák, 2016)²⁴⁰, което сравнява представянето на износа спрямо този на Чехия заключава, че износьт в двете държави се развива до голяма степен успоредно, като положител-

²³⁴ Glick R. and Rose, A. (2016), "Currency Unions and trade: A post-EMU reassessment", *European Economic Review*, Vol. 87, Issue C, pp. 78-91.

²³⁵ Bukovšak, M., Čudina, A., Pavić, N., (2017), "Adoption of the Euro in Croatia: Possible Effects on International Trade and Investments", *Croatian National Bank, Surveys*, S-26.

²³⁶ Glick, R., (2017), "Currency Unions and Regional Trade Agreements: EMU and EU Effects on Trade", *Comparative Economic Studies* 59 (2), pp. 194-209.

²³⁷ 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.

²³⁸ До присъединяването си към еврозоната Словакия оперира с управляван 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.

²³⁹ Cieřlik, A., Michařek, J., Michařek, 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.

²⁴⁰ 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.

ните търговски ефекти от въвеждането на еврото в Словакия са умерени – до 5%. Изследване, прилагащо 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 насърчаване на търговията с 3.3% (износ и внос на стоки и услуги) след приемане на еврото (Vlahova-Veleva, 2020).²⁴¹

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 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 полесна съпоставимост с други туристически дестинации в еврозоната и с намалените пътни и оперативни разходи²⁴². 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)²⁴³, Dorrucchi et al. (2005)²⁴⁴, Baldwin et al. (2008) и Gunnella et al. (2021) процесът на европейска интеграция, започнал през 60-те години на миналия век, е дългосрочен 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 пос-

²⁴¹ Vlahova-Veleva, M. (2020). The Euro's effect on trade, *Economic Thought*, Bulgarian Academy of Sciences, 6, 46-65.

²⁴² Gil-Pareja et al. (2007), Santana-Gallego et al. (2016), Rudež & Bojnec (2008).

²⁴³ 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.

²⁴⁴ 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.

тоялни и стабилни различия в конкурентоспособността между отделните страни от еврозоната, което е широко обсъждано явление, особено след дълговата криза в Европа (Dieppe et al., 2012²⁴⁵). 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 икономиката (Световен икономически форум, 2015²⁴⁶). 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 конкурентоспособност²⁴⁷. 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 открити 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 еврозоната²⁴⁸ 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, 2017²⁴⁹).

²⁴⁵ 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.

²⁴⁶ Световен икономически форум, (2015), “Global Competitiveness Report”.

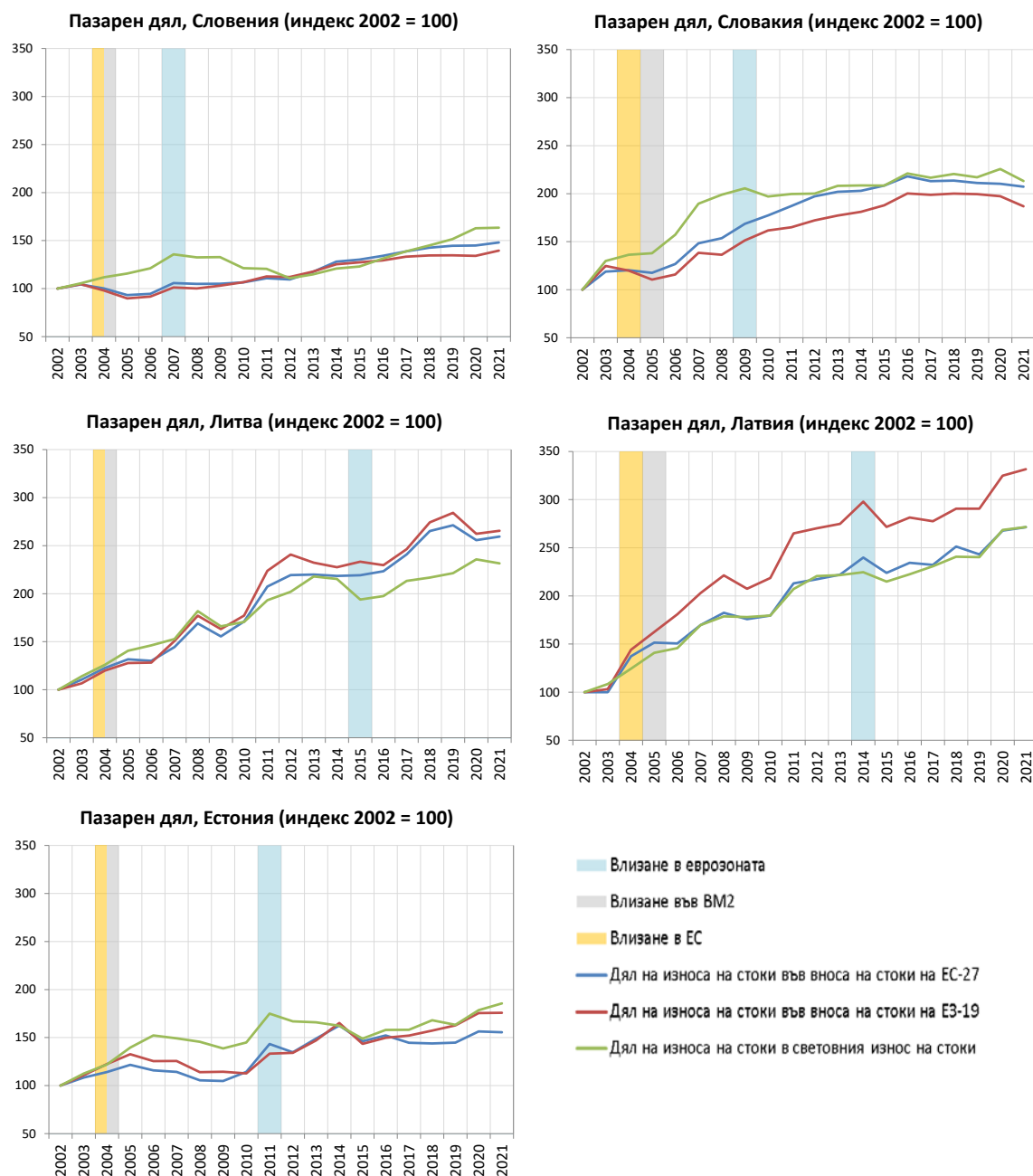
²⁴⁷ Могат да бъдат посочени редица неценови измерения на конкурентоспособността, като репутация, качество, наличност и надеждност на допълнителни услуги, предпочитания и т.н. Те са обединени заедно под етикета „неценови“ фактори на конкурентоспособността. Повечето от тези измерения не могат да се наблюдават пряко в статистическите данни и са строго специфични за продукта. Това ги прави трудни за оценяване или прогнозиране, особено на ниво държава.

²⁴⁸ Има се предвид Белгия, Германия, Ирландия, Испания, Франция, Италия, Люксембург, Нидерландия, Австрия, Португалия и Финландия.

²⁴⁹ Ivanova, N. and Ivanov, E., (2017), “The Role of Bulgaria in Global Value Chains”, Дискуссионни материали на БНБ, 105/2017.

Графика 4-8:

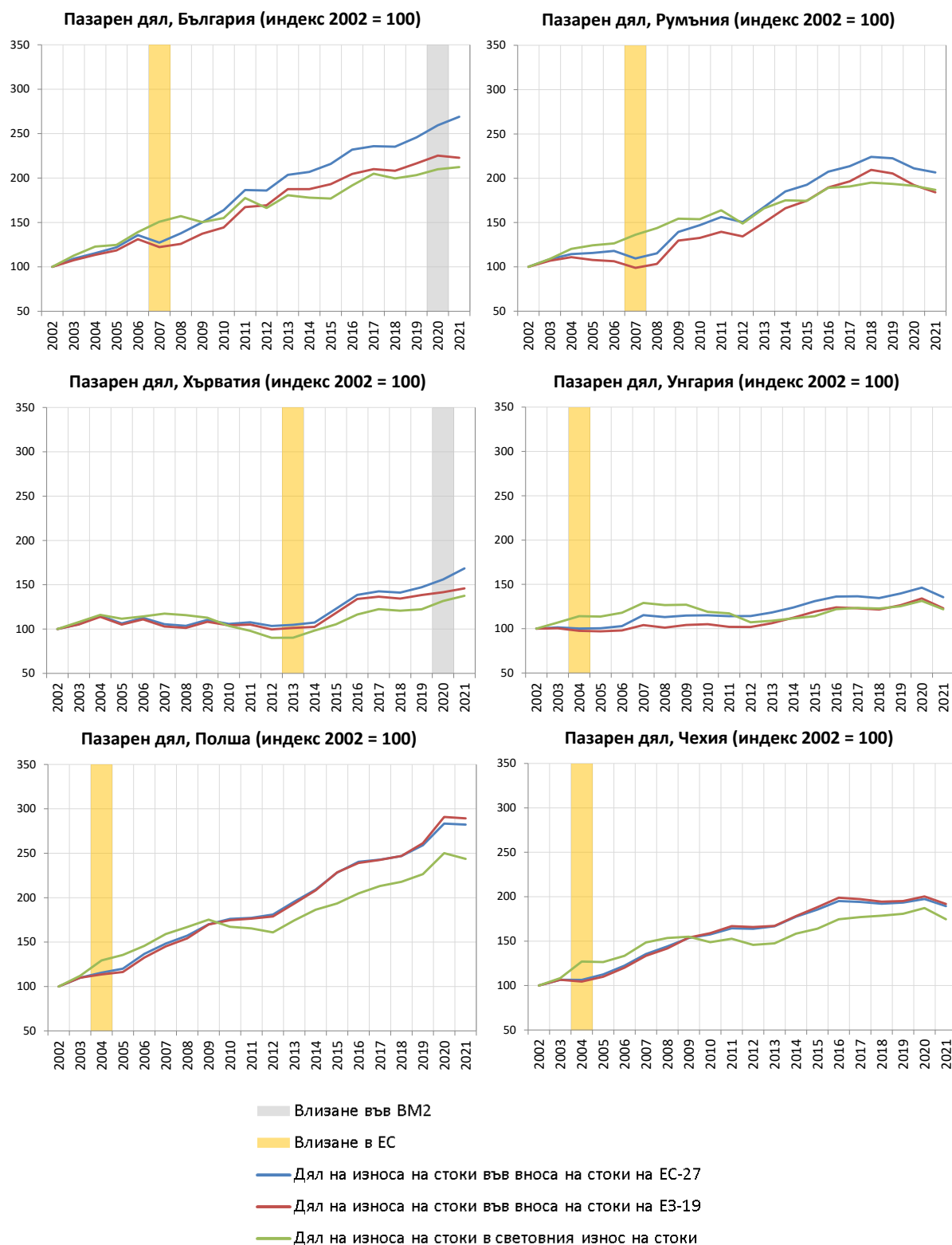
Пазарен дял на държавите членки на ЕС от Централна и Източна Европа, които са част от еврозоната (индекс 2002 = 100)



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

Графика 4-9:

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

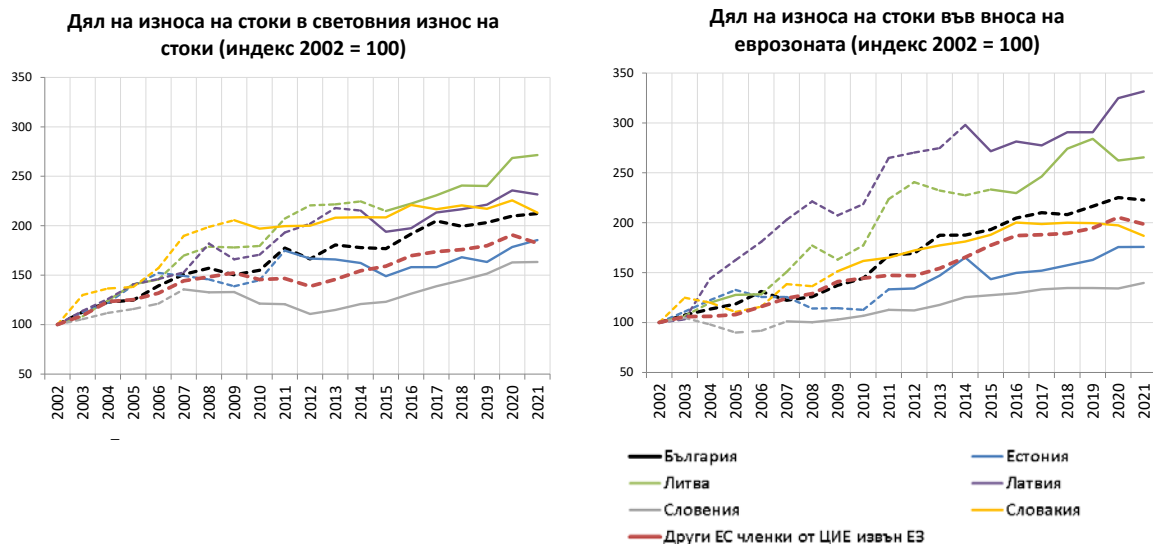


Бележка: ВМ2 е съкращение на Валутен Механизъм 2; ЕЗ е съкращение на еврозона.

Източник: AMECO database, COMEXT database, собствени изчисления.

Петте нови членове на еврозоната²⁵⁰ 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 съществено ефект върху темпа на покачване на пазарния им дял, като единствено Литва регистрират по-съществени покачвания след приемането на общата валута (виж Графика 4-8 и Графика 4-9). Трябва да се вземе предвид, че отделните държави прекарват различен период във Валутен механизъм II²⁵¹ 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 Графика 4-9). 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 Графика 4-10).

Графика 4-10:
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 пунктирна 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.

²⁵⁰ 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.

²⁵¹ С най-кратък престой в ВМ 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).

Конкуrentните 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.

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 Графика 4-10) Освен това България се откроява 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 при пазарите на ЕС и еврозоната се наблюдава значително по-силно нарастване на пазарния дял на България спрямо държавите извън ЕС (виж Графика 4-9).

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, 2021²⁵²).

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 сила²⁵³, особено в експортно-ориентирани 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

²⁵² Ivanov, E. and Ivanova, N., (2021), "Determinants of Bulgarian Exports: the Role of Price and Non-Price Competitiveness", Дискуссионни материали на БНБ, 118/2021.

²⁵³ България изпитва значителни затруднения с намирането на достатъчно работна ръка, като по данни на НСИ делът 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.

натрупване на тези разходи в годините и предвид факта, че България е силно отворена²⁵⁴ и интегрирана в европейските производствени вериги икономика²⁵⁵ със значително присъствие на чуждестранни инвеститори от държавите в еврозоната²⁵⁶. 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 стоки 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 законодателството, 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)²⁵⁷ установяват, че за разлика от членството в ЕС, членството в еврозоната няма статистически значителен ефект върху потоците на преки чуждестранни ин-

²⁵⁴ 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.

²⁵⁵ За повече информация, виж Ivanova, Ivanov (2017).

²⁵⁶ 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.

²⁵⁷ 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.

вестиции по линия на привлечен дялов капитал²⁵⁸. Същевременно авторите заключват, че въвеждането на еврото има статистически значим позитивен ефект най-вече по отношение на капиталовите потоци, свързани с дългови инструменти. Lane (2013)²⁵⁹ 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 техен анализ преди присъединяването им към еврозоната (Bitâns and Kauzens, 2004²⁶⁰). 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 до понижаване на цената на финансиране за икономическите агенти и разхлабване на бюджетното ограничение на правителството, което създава стимули за прекомерно увеличение на правителствените разходи и кредитирането, насърчаване на потребителското търсене и повишение на потребителските цени. Повишаването на инфлацията откъд 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, 2008²⁶¹). По-благоприятните условия за поемане на дълг и разхлабването на бюджетното ограничение на правителството вероятно ще създаде условия за ускорено повишаване на заплатите чрез административни мерки. Редица изследвания (Holm-Hadulla et al., 2010²⁶²; 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.

4.7 Разходи и други ефекти

Оценка на разходите, свързани с вноската в капитала на ЕЦБ.

²⁵⁸ Икономическата литература предполага, че именно чуждестранните инвестиции в дялов капитал имат по-съществена 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.

²⁵⁹ Lane, P., (2013), "Capital Flows in the Euro Area", *European Economy, Economic Papers* 497.

²⁶⁰ Bitâns, M., Kauzens, E., (2004), "Impact of the Euro Adoption on the Economy of Latvia", *Bank of Latvia Working Paper Series*, 2/2004.

²⁶¹ Fagan, G., Gaspar, V., (2008), "Macroeconomic adjustment to monetary union", *European Central Bank Working Papers*, № 964.

²⁶² 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.

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. вноските 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 евро²⁶³, 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.

В резултат на изтеглянето от обращение на големи обеми български банкноти и монети, които подлежат съответно на унищожаване и демонетизация, е необходимо да бъдат закупени машини с голям капацитет за извършване на тези дейности, както и да бъдат изградени трезори 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 изграден нов трезор 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, освобождаване от българските банкноти и монети, както и обработката им, ще се наеме допъл-

²⁶³ 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.

нителен 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.

Таблица 4-3:
Разходи за касова дейност при въвеждане на еврото

№	Разход за:	Предварителна оценка на разхода в лева с ДДС
1	Банкноти и монети евро	392,000,000
2	Машини и касово оборудване, адаптиране на информационни системи	17,500,000
3	Наемане на площи за съхранение на скрап от демонетизирани български монети	700,000
4	Консумативи за банкноти и монети	26,000,000
5	Касов център във Варна	45,000,000
6	Хале за демонетизация на български монети	550,000
7	Допълнителни работни места	3,200,000
8	Специализиран транспорт на банкноти и монети евро	12,000,000
	Общо:	496,950,000