



УНИВЕРСИТЕТ ЗА НАЦИОНАЛНО И СВЕТОВНО СТОПАНСТВО

Финансово-счетоводен факултет катедра „Финанси“

АВТОРЕФЕРАТ

на дисертационен труд за присъждане на образователна и научна
степен „доктор“ по научна специалност „Финанси, парично обръщение,
кредит и застраховка“

на тема

**ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВА, РИСКОВЕ И ЕФЕКТИ
ОТ ВЛИЗАНЕТО НА БЪЛГАРИЯ В ЕВРОЗОНАТА.**

Докторант:

Елена Владимирова Панайотова

Научен ръководител:

доц. д-р Гергана Михайлова-
Борисова

СОФИЯ

2025 г.

Дисертационният труд се състои от 188 страници, в т.ч. въведение, четири глави, заключение, библиография, списъци на използваните съкращения, на фигурите, таблиците и схемите и приложения. В изложението са представени 53 фигури, 15 таблици и 2 схеми. Библиографията съдържа 118 източника (включително книги, статии, периодични и непериодични статистически и други публикации, доклади и достъпни в интернет източници), от които 40 на български език и 78 на английски език. Обемът на приложенията е 11 страници. По темата на дисертационния труд са направени 4 публикации.

Защитата на дисертационния труд ще се състои на 15.05.2025г. от 14 часа в зала 2032А на Университета за национално и световно стопанство – София (УНСС) на открито заседание на Научното жури, назначено със заповед на ректора на УНСС. Материалите по защитата са на разположение на заинтересуваните лица в сектор „Научни съвети и конкурси“ (дирекция „Наука“) и на интернет страницата на УНСС (www.unwe.bg).

СЪДЪРЖАНИЕ НА АВТОРЕФЕРАТА

I. ОБЩА ХАРАКТЕРИСТИКА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД	
4	
1. Актуалност на изследването	4
2. Обект и предмет на изследването	6
3. Изследователска теза	6
4. Цели и задачи на изследването	7
5. Обхват на изследването	7
6. Методология на изследването.....	8
7. Структура на дисертационния труд	9
II. СЪДЪРЖАНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД.....	10
III. СИНТЕЗИРАНО ИЗЛОЖЕНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД	13
IV. СПРАВКА ЗА ПРИНОСИТЕ В ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД	
44	
V. СПИСЪК НА ПУБЛИКАЦИИТЕ, СВЪРЗАНИ С ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД И УЧАСТИЯТА В КОНКУРСИ И ПРОЕКТИ.....	45
VI. ДЕКЛАРАЦИЯ ЗА ОРИГИНАЛНОСТ.....	46

I. ОБЩА ХАРАКТЕРИСТИКА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

1. Актуалност на изследването

След като през 2007г. България се присъединява към Европейския съюз (ЕС), страната поема ангажимент да въведе еврото след изпълнението на необходимите критерии за конвергенция. Всички страни членки на ЕС, с изключение на Дания, която е с клауза за неучастие, са задължени да приемат еврото и да станат част от Икономическия и паричен съюз (ИПС). ИПС в Европа е създаден върху принципите на теорията за оптимална валутна зона и предполага неотменимо фиксиране на валутите на страните, част от зоната. Основна цел за неговото създаване е осигуряване на стабилност и по-устойчив растеж. За да функционира успешно паричният съюз е необходимо да е постигнато достатъчно ниво на конвергенция между страните членки. За измерването на степента на сближаване на страните от еврозоната са изведени критерии за конвергенция, които биват номинални и реални. Номиналните критерии са в посока да се осигури гладкото функциониране на паричния съюз по отношение на стабилност на цените, валутните курсове, дългосрочните лихвени проценти и да се подсигури бюджетна дисциплина. По отношение на реалната конвергенция няма точна дефиниция и е трудно измерима, но по своята същност представлява сближаване на стандарта на живот на страните, които участват в ИПС. Дискусионен е въпросът какво ниво на конвергенция е достатъчно, за да може една страна да се присъедини към паричния съюз. От теоретична гледна точка степента на конвергенция би могла да се засили, ако страните са вече част от зоната и да се ускори процеса на сближаване. От практическа гледна точка, по отношение на еврозоната, постигнатото ниво на конвергенция вътре в паричния съюз е под въпрос като за това допринасят кризисните процеси, които се наблюдават през последните години.

След успешното изпълнение на редица мерки, предприети от България, на 10 юли 2020 г. страната се присъединява към Валутния механизъм II (ВМ II) и към Европейския банков съюз, с което затвърждава своето намерение да приеме еврото като своя официална валута в обозримо бъдеще. Присъединяването към ВМII, както и престоят от минимум 2 години, е задължително условие, което предшества бъдещо членство в еврозоната. България се присъединява към ВМII с настоящия си режим на парична политика, а именно паричен съвет, който ще бъде запазен до официалното въвеждане на еврото. Това на практика означава, че пред България не съществуват рискове по

отношение на валутния ѝ курс, тъй като той е фиксиран към еврото, а паричният съвет в България действа успешно и ефективно от 27 години след като е въведен през 1997г. С този акт на присъединяване към ВМII и Банковия съюз България засвидетелства своя стремеж за сближаване с развити европейски икономики и потвърждава намерението на страната да се присъедини към еврозоната в близко бъдеще. Следваща стъпка представлява планирането и подготовката за бъдещото членство, което е заложено и в Закона за въвеждането на еврото в Република България, обнародван в Държавен вестник на 20 август 2024г. За периода след присъединяването към ЕС, това е първият път, когато е постигнат такъв напредък и се очаква членството да се реализира в обозримо бъдеще. Основен риск пред страната за забавяне на този процес, представлява ценовата стабилност. В последния доклад за конвергенция на ЕЦБ от юни 2024 г се посочва, че по отношение на номиналните критерии за конвергенция България не изпълнява критерия за ценова стабилност. ЕЦБ е длъжна да изготвя доклад за конвергенция на всеки две години или по искане на страна членка с дерогация. Това означава, че България би могла да поиска такъв доклад, след като успешно покрие номиналните критерии за конвергенция, каквито действия се очаква да предприеме правителството в началото на 2025г., тъй като се наблюдава забавяне на инфлацията в страната. На фона на наблюдаваните кризисни процеси през последните няколко години, в резултат от COVID-19 пандемията и започналият военен конфликт между Украйна и Русия, България не е единствената страна, която се бори с високата инфлация. Всички страни в еврозоната са силно засегнати от по-високите цени на енергията и допълнителното затрудняване на доставките. Стойностите на инфлацията в България достигат по-високи нива от стойностите, който отчита еврозоната. Поради действащия паричен съвет в България на практика липсват инструменти на парична политика, с които адекватно да се адресира покачването на цените. Съществува очаквано пренасяне на паричната политика от ЕЦБ към България, но ефектите за България са по-слаби и отнемат повече време да се реализират, в сравнение със страните, част от еврозоната. Една от основните ползи за България от членство в еврозоната е именно достъпът до инструментите на парична политика на ЕЦБ. В контекста на последните кризисни събития и високата инфлация, която е отчетена в България още по-голяма актуалност придобива въпросът за липсата на парична политика и какво е естественото продължение за България, тъй като целта на паричния съвет не е неговото увековечаване.

Темата е актуална за България като за това свидетелстват, както засиленият обществен интерес, така и всички усилия, които страната поема по изпълнението на

необходимите критерии, за да може да бъде успешно приета като пълноправен член на еврозоната.

2. Обект и предмет на изследването

Обект на изследване в дисертационния труд е готовността на България за членство в еврозоната, в т.ч. изпълнението на необходимите критерии за конвергенция. Разглеждат се, както номиналните критерии по отношение на ценова стабилност, стабилност на валутния курс и лихвените проценти, устойчивост на бюджетната позиция, така и реалните критерии за конвергенция, а именно сближаване на показателите за БВП, ценови равнища, производителност на труда.

Предмет на изследването са ползите и разходите от членството в еврозоната, както и очакваните ефекти върху основни макроикономически показатели за България от членството на страната.

Основен фокус се поставя на ефектите върху износа на страната и икономическия растеж.

3. Изследователска теза

Очакванията от въвеждането на еврото в България са ползите да надвишават разходите, както и присъединяването да доведе до по-бързо сближаване на икономиката на България с тази на еврозоната. **Изследователската теза** е, че членството на България в еврозоната ще доведе до положителни ефекти върху основни макроикономически показатели за България, а именно по-висок износ и по-висок ръст на БВП, както и ще подобри благосъстоянието на икономическите агенти, кредитния рейтинг на страната и ще допринесе за по-бързата реална конвергенция към страните от еврозоната.

В тази връзка следва да се проверят следните хипотези:

Хипотеза 1: Членството на България в еврозоната ще доведе до по-висок износ и по-висок ръст на БВП

Хипотеза 2: Приемането на еврото ще доведе до по-бързо сближаване на България със страните от еврозоната по отношение на доходите и ценовото равнище

Хипотеза 3: Членството на България в еврозоната ще генерира положителни ефекти за страната

Хипотеза 4: Присъединяването на България към еврозоната няма да доведе до значителни рискове пред страната

4. Цели и задачи на изследването

Целта на дисертационния труд е да се направи цялостна оценка на ефектите за България от присъединяването в еврозоната и да се докаже изследователската теза, че членството ще има положителен ефект върху основни макроикономически показатели и ще доведе до по-висок икономически растеж за страната.

Целта се декомпозира в следните изследователски задачи:

1. Да се направи преглед на теоретичната постановка за оптимална парична зона на основите, на която е изграден ИПС в Европа.
2. Да се изведат критериите за конвергенция и да се направи оценка на готовността на България за членство в еврозоната.
3. Да се направи сравнителен анализ на готовността на България за членство в еврозоната с другите страни членки с дерогация.
4. Да се направи сравнителен анализ на основни макроикономически показатели на България с тези на последните държави, присъединили се към еврозоната.
5. Да се изведат ползите и рисковете за България от членството в еврозоната.
6. Да се направи преглед на съществуващата литература и емпирични изследвания по отношение на ефектите от членството на една страна в паричен съюз върху нейната икономика.
7. С помощта на иконометрично изследване да се направи прогноза на БВП на България в два сценария: базов, който не отчита ефектите от членство в еврозоната и симулационен, който отчита ефектите от членство в еврозоната.
8. Да се изведат препоръки относно подготовката на България за въвеждане на еврото в страната.
9. Да се формулират изводи от проведеното дисертационно изследване.

5. Обхват на изследването

За целите на дисертационния труд се изследват основни макроикономически показатели за България в контекста на номинална и реална конвергенция, за да се направи оценка на нейната готовност за присъединяване към еврозоната. Включен е сравнителен анализ, както с другите страни с дерогация, така и с последните страни, присъединили се към еврозоната. В дисертационния труд е направен преглед на

паричната политика, водена от ЕЦБ, тъй като достъпът до нейните инструменти са основна полза за България, от членството ѝ в еврозоната.

Периодът, който е обхванат е от 2008г. до 2023г. Избраният период е от началото на 2008г. поради това, че България става член на Европейския съюз (ЕС) и се очаква, че през първата година от членството на страната в съюза са генерирани положителни ползи от членството. За да се избегне обхващането на тези положителни ефекти, 2007г. е изключена. Използвани са тримесечни данни. За някои от таблиците и фигурите, за които има вече публикувана статистическа информация, са използвани възможно най-актуални данни от 2024г.

Периодът след присъединяването на България към ЕС се характеризира със задълбочаваща се интеграция на страната с развити европейски държави. От друга страна обхванатият период е изключително динамичен, тъй като включва поредица от кризи, които поставят нови предизвикателства, както пред икономиките на страните от ЕС, така и пред целия свят, в това число Глобалната финансова криза от 2008г., пандемията от COVID-19 и започналата в началото на 2022г. война между Русия и Украйна. Тези динамични кризисни процеси поставят ограничения върху изследвания обект. Въпреки турбуленциите в световен мащаб, това е и едно предизвикателство за изследователите, тъй като от изследователска гледна точка интерес представлява как се справя еврозоната в условията на шоковете, до които изброените кризисни процеси водят. От изключителна важност е и това как България отговаря на кризисните процеси и дали са налице ограничения пред страната за справянето с тях предвид особеният паричен режим, а именно паричен съвет.

6. Методология на изследването

За изпълнението на основната цел и задачи на изследването, както и за доказателство на тезата на дисертационния труд са използвани общопознавателни и широко приложими методи, а именно:

Теоретико-методологичен с помощта, на който се изследва теорията за оптимална валутна зона и се прави оценка на критериите за конвергенция.

Сравнителен анализ, който е използван, за да се покаже готовността на България за членство в еврозоната спрямо останалите страни с дерогация, както и спрямо последните страни, които се присъединяват към паричния съюз.

Методът на **анализ** се използва, за да се изследват съществуващите теоретични постановки за оптимална валутна зона и направените емпирични изследвания в областта

по отношение на влиянието на членството в един паричен съюз върху икономиките на страните, които го сформират. С помощта на методите на **синтез** и **индукция** се правят заключения за ефектите от членството на България в еврозоната.

Приложен е **критичният анализ**, с който се търси отговор на въпросите дали еврозоната покрива критериите за оптимална валутна зона, както и дали съвременните кризисни процеси не задълбочават различията вътре в еврозоната.

Историко-логически подход, който позволява да се открият връзките и зависимостите в основни макроикономически показатели на базата, на които се прави прогноза за бъдещи периоди.

Използван е и **иконометричен и статистически анализ**. Извършена е прогноза на БВП на България с помощта на **иконометрично** изследване чрез прилагането на векторен модел с корекция на грешката (Vector Error Correction Model, VECM).

Графичен метод за илюстриране на техническия анализ на иконометричното изследване, както и представянето на редица макроикономически показатели.

7. Структура на дисертационния труд

Дисертационният труд е структуриран по следния начин: въведение, четири глави, заключение, използвана литература и приложения.

Във въведението се представят актуалността на изследването, обектът, предметът, тезата на дисертационния труд и хипотезите за нейното доказване. Дефинирани са основната цел и задачите за нейното постигане, обхватът и използваната методология.

В първа глава се разглежда възникването и същността на ИПС в Европа, като е направен преглед и на литературата в областта на теорията за оптимална валутна зона. Изведени са критериите за конвергенция като условие за присъединяване към еврозоната и е приложен критичен анализ по отношение на сближаването на страните вътре в еврозоната.

Във втора глава се акцентира на паричната политика на ЕЦБ. Разгледани са трансмисионните канали, с които ефектите от прилаганата парична политика се пренасят върху реалната икономика. Направен е анализ за значимостта и влиянието на прилаганите мерки от ЕЦБ за България.

В трета глава е направена оценка на готовността на България за членство в еврозоната. Включен е анализ на критериите, както за номинална, така и на реална конвергенция. Особено внимание е обърнато на действащия паричен съвет в България и е направено сравнение с паричните съвети на Естония и Литва, тъй като тези две страни

са пример за успешно присъединяване към еврозоната след функционирането на паричен съвет в тях.

В четвърта глава са изследвани ползите, рисковете и ефектите от влизането на България в еврозоната. Оценени са основните ползи и рискове от членството на страната в еврозоната. Разработен е иконометричен модел, с помощта, на който е направена прогноза за БВП на България в два сценария, а именно базов, който не отчита ефектите от присъединяване към еврозоната и симулационен, който отчита ефектите от членство в паричния съюз. Обърнато е внимание на подготовката на България за въвеждането на еврото като предпоставка за неговото безпроблемно функциониране.

В заключението са поместени изводите от направено изследване.

В края на дисертационния труд се намират списък с използваните литературни източници и приложенията към изследването.

II.СЪДЪРЖАНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Списък на използваните съкращения

Списък на фигурите

Списък на таблиците

Списък на схемите

ВЪВЕДЕНИЕ

1. Актуалност на изследването
2. Обект и предмет на изследването
3. Изследователска теза
4. Цели и задачи на изследването
5. Обхват на изследването
6. Методология на изследването
7. Структура на дисертационния труд

ГЛАВА I. СЪЩНОСТ, СЪЗДАВАНЕ И РАЗВИТИЕ НА ИКОНОМИЧЕСКИ И ПАРИЧЕН СЪЮЗ (ИПС). КОНВЕРГЕНЦИЯ И КРИТЕРИИ ЗА КОНВЕРГЕНЦИЯ.

1. Същност и създаване на Икономически и паричен съюз в Европа
2. Преглед на теоретичната постановка за оптимална парична зона.
 - 2.1. Теория за оптимална парична зона

2.2. Ползи и рискове от формирането на икономически и паричен съюз в Европа

3. Нормативна уредба за присъединяване към еврозоната. Номинална конвергенция.

4. Реална конвергенция

4.1. Бета конвергенция

4.2. Сигма конвергенция

5. Ключови показатели за конвергенция на страните от еврозоната

ГЛАВА II. ПАРИЧНА ПОЛИТИКА НА ЕЦБ. ТРАНСМИСИОННИ КАНАЛИ

1. Традиционни инструменти на парична политика на ЕЦБ

1.1. Операции на открития пазар

1.2. Стендбай улеснения

1.3. Минимални задължителни резерви

2. Неконвенционална парична политика на ЕЦБ

2.1. Програми на ЕЦБ за изпълнение на целеви операции по дългосрочно рефинансиране (TLTRO)

2.2. Програма на ЕЦБ за покупка на активи (APP)

3. Трансмисионни канали на парична политика и резултати върху икономиката

3.1. Теоретична постановка на трансмисия на паричната политика

3.2. Значимост и влияние на паричната политика на ЕЦБ върху България

ГЛАВА III. ГОТОВНОСТ НА БЪЛГАРИЯ ЗА ЧЛЕНСТВО В ЕВРОЗОНАТА

1. Изпълнение на номиналните критерии за конвергенция от България

1.1. Критерият за ценова стабилност

1.2. Критерият за устойчивост на държавната финансова позиция

1.3. Критерият за стабилност на валутните курсове

1.4. Критерият за дългосрочните лихвени проценти

2. Реална конвергенция на България

3. Ключови показатели за конвергенция на последните страни, присъединили се към еврозоната

4. Паричен съвет в България

4.1. Причини и стъпки за въвеждането на паричния съвет в България

4.2. Ефективност на паричния съвет в България

5. Паричен съвет в Естония и Литва
- 5.1. Паричният съвет в Естония
- 5.2. Паричният съвет в Литва
- 5.3. Сравнение на паричните съвети на България, Естония и Литва

ГЛАВА IV. ПОЛЗИ И РАЗХОДИ ОТ ВЛИЗАНЕТО НА БЪЛГАРИЯ В ЕВРОЗОНАТА

1. Ползи за България от присъединяването към еврозоната
2. Иконометричен модел за прогнозиране на БВП на България и ефектите върху него от влизането на страната в еврозоната.
 - 2.1. Избор на променливите, използвани в иконометричното изследване
 - 2.2. Източници и обхват на данните
 - 2.3. Методология
 - 2.4. Корелационен анализ на динамичните редове
 - 2.5. Проверка за стационарност и коинтеграция на динамичните редове
 - 2.6. Иконометрично изследване и прогноза за БВП на България
 - 2.7. VECM модел за прогнозиране на БВП на България със 7 променливи
 - 2.8. VECM модел за прогнозиране на БВП на България с 6 променливи
 - 2.9. VECM модел за прогнозиране на БВП на България с 3 променливи
3. Симулационен модел, отчитащ ефекта върху Износът на стоки и услуги и БВП на България от присъединяването на страната към еврозоната.
4. Разходи и рискове за България от присъединяването в еврозоната
 - 4.1. Разходи за България от членството в еврозоната
 - 4.2. Риск от по-висока инфлация непосредствено след влизането в еврозоната
 - 4.3. Риск, свързан с отказ от автономна парична и валутна политика
 - 4.4. Риск от асиметрични шокове
 - 4.5. Риск от липса на синхронизация на бизнес циклите на България и еврозоната
5. Присъединяване на Хърватия в еврозоната
6. Подготовката на България за приемане на еврото

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Източници

ПРИЛОЖЕНИЯ

III. СИНТЕЗИРАНО ИЗЛОЖЕНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

ВЪВЕДЕНИЕ

Във въведението на дисертационния труд е посочена актуалността на темата, дефинирани са обектът и предметът на дисертационния труд, както и неговия обхват. Формулирана е изследователската теза и са зададени хипотезите, които биват доказани или отхвърлени в рамките на анализа. Поставени са основната цел и задачи, представени са използваните научноизследователски методи и източници на информация.

ГЛАВА I. СЪЩНОСТ, СЪЗДАВАНЕ И РАЗВИТИЕ НА ИКОНОМИЧЕСКИ И ПАРИЧЕН СЪЮЗ (ИПС). КОНВЕРГЕНЦИЯ И КРИТЕРИИ ЗА КОНВЕРГЕНЦИЯ

Първа точка от Глава I е посветена на същността и създаването на Икономическия и паричен съюз в Европа.

Икономическият и паричен съюз (ИПС) в Европа интегрира икономиките на своите държави членки и е важна стъпка за по-тесното сътрудничество на страните от Европейския съюз. Основна цел за създаването му е осигуряване на стабилност и устойчив растеж.

Идеята за създаване на икономически и паричен съюз в Европа се заражда още през 60-те години на XX век. Разработването на такава система обаче е сложен процес, който отнема години и реално стартира през 90-те години на миналия век. На 1 януари 1999 г. последният етап на ИПС започва с неотменимото фиксиране на обменните курсове на валутите на 11-те държави членки (Белгия, Германия, Испания, Франция, Ирландия, Италия, Люксембург, Холандия, Австрия, Португалия и Финландия), първоначално участващи във валутния съюз, и с провеждането на единна парична политика под отговорността на ЕЦБ.

В **точка 2** от първа глава е разгледана теоретичната постановка за оптимална парична зона като се търси отговор на въпроса дали еврозоната е създадена и успешно функционира като такава.

Оптимална парична зона се дефинира като оптимален географски регион на една валута или на няколко валути, чиито обменни курсове са неотменимо фиксирани¹. Оптималността се определя от гледна точка на мобилността на работната сила и други фактори на производството, гъвкавост на цените и заплатите, икономическа отвореност, диверсификация в производство и потребление, сходство в темповете на инфлация, фискална и политическа интеграция.

Теорията за оптимална парична зона еволюира през годините като фокусът е, както върху критериите, които определят оптималността, така и върху ползите и разходите от участието в паричен съюз.

В т. 2.1. от първа глава е направен преглед на литературата за оптимална валутна зона. Теорията за оптимална парична зона е представена първоначално от Mundell (1961)², като той доказва тезата, че оптималната валутна зона е регионът, а не държавата. Той дефинира няколко показателя, които следва да бъдат изпълнени при формиране на оптималната валутна зона, а именно: силна мобилност на работната сила и капитала в рамките на зоната, както и гъвкави работни заплати и цени в рамките на зоната

McKinnon (1963) развива теорията за оптимална валутна зона като извежда още един важен критерий за оптималност. Според него трябва да се вземе в предвид степента на отвореност на икономиката. Тезата, която той развива е, че колкото една икономика е по-отворена и преобладават стоките на международна търговия, толкова по-изгодно за нея би било да участва във валутен съюз. Това е така, защото тези икономики са много по-чувствителни на промени във валутните курсове.

Kenen (1969) изтъква още един от критериите за оптималност, а именно диверсификация на индустриалното производство и потребление. Според него високо диверсифицираните страни са по-склонни да поемат рискове, свързани с изоставяне на националните парични политики и да фиксират валутните си курсове.

Ранните теории за оптимална парична зона имат своя научен принос, но техен основен недостатък е липсата на емпирични изследвания. През 90-те години на XX век, а и след това изследванията са насочени към емпирични доказателства и анализ, което допълнително развива и обогатява литературата за оптимална валутна зона. На преден

¹ Mongelli, F. (2002) "New" views on the optimum currency area theory: What is EMU telling us? Working paper series, European Central Bank

² Mundell, Robert A. (1961) A Theory of Optimum Currency Areas, The American Economic Review, vol. 51, no. 4, pp. 675-655.

план излизат фактори, като сходство на бизнес циклите в страните, част от зоната, както и реакция спрямо външни шокове, техният интензитет и асиметричност.

На прага на създаването на ИПС в Европа са направени голям брой емпирични изследвания, които целят да оценят ефектите, ползите и потенциалните рискове от функционирането на един такъв съюз в Европа.

Cohen и Wyploez (1989)³ са едни от първите автори, които използват поведението на времеви редове, включващи реалния БВП, реалните заплати и ценовото равнище за анализ на вида и поведението на външни шокове за икономиките на страни, които биха могли да участват в паричен режим. Тяхното заключение е, че най-лошият сценарий, в който би могъл да попадне бъдещият ИПС в Европа е превес на временните асиметрични смущения.

Емпиричното изследване на Bayoumi и Eichengreen(1993)⁴ извежда на преден план друг важен въпрос, а именно, шоковете върху икономиките на страните от т.нар. ядро на Европа се различават значително от тези в страните от периферията.

Frankel и Rose (1998)⁵, разглеждат критериите за оптимална валутна зона като ендеогенни, с което поставят друг важен въпрос, а именно, дали не е по-вероятно страните да успеят да покрият критериите за оптималност на валутната зона след като вече са част от нея (*ex post*), отколкото преди това (*ex-ante*).⁶

Отчитайки, приноса на Frankel и Rose по отношение на това, че критериите за оптимална валутна зона са ендеогенни, Grauwe и Mongelli. (2005)⁷ развиват този въпрос като систематизирано добавят и други фактори към вече изведената международна търговия. Заключение на Grauwe и Mongelli е, че еврозоната вече е допринесла за повишаването на реципрочната търговия сред страните, част от съюза. По отношение на финансовите пазари е очевидно въздействието върху паричните пазари, но в други сегменти е необходимо да мине повече време, за да се види положителният ефект от въвеждането на общата валута. Това важи и за гъвкавостта на пазарите на труда и симетричността на шоковете.

³ Cohen, D., Wyplosz, Ch., (1989), "The European Monetary Union: An Agnostic Evaluation," CEPR Discussion Paper No. 306.

⁴ Bayoumi, T., Eichengreen, B. (1993) "Shoking aspects of European monetary unification" New York: Cambridge University Press

⁵ Frankel, J. and. Rose, A. (1998) „The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria “In: Economic Journal 108.449, 009-1025.

⁶ Frankel, J. and A. Rose (1997). Is EMU More Justifiable Ex Post Than Ex Ante? In: European Economic Review 41, pp. 753-760.

⁷ De Grawe P., Mongelli P., (2005), Endogeneities of optimum currency areas: what brings countries sharing a single currency closer together?, ECB Working paper series № 468

Babetskii (2005)⁸ опитва да даде отговор на възникналия дебат по отношение на това дали интеграцията в международната търговия води до по-синхронизирани бизнес цикли и по-малко асиметрични шокове или напротив води до по-голяма специализация, а от там и до повече асиметрични шокове. Той представя две гледни точки: на Европейската комисия (1990) и на Р. Krugman (1993). Според Европейската комисия (1990) по-тясната интеграция води по-рядко до асиметрични шокове, а от тук и до по-синхронизирани бизнес цикли между държавите. От друга гледна точка според Krugman (1993)⁹ по-тясната интеграция предполага по-висока специализация и следователно по-висок риск от асиметрични шокове. Резултатите от изследването на Babetskii (2005) потвърждават гледната точка на Европейската комисия.

След направения преглед на теорията за оптимална валутна зона, както и на част от емпиричните изследвания в областта, в т. 2.2. от първа глава по-подробно е разгледан докладът “One market, one money”, който очертава ползите и рисковете от формирането на паричен съюз в Европа. Основни ползи, които са разгледани от формирането на паричен съюз са ефективност, растеж и ценова стабилност. Като основен риск от формирането на паричен съюз се разглежда загубата на парична и валутна политика. Специално внимание е обърнато на това как биха се справили страните с негативни икономически шокове при плаващ и фиксиран валутен курс. Отговорът се търси в гъвкавите работни заплати, мобилност на труда, национални или централни публични финанси.

След като еврозоната е вече факт, естествен въпрос около, който се базират изследванията в областта, са до каква степен тя изпълнява критериите за оптимална валутна зона и може ли да приемем, че единната парична политика функционира успешно. В изследването си Barigozzi et al. (2014)¹⁰ отбелязват, че страните от еврозоната се характеризират с различни икономически структури, законодателства, фискални политики и нива на публичен дълг, което прави процеса на вземане на решение от страна на ЕЦБ особено предизвикателен, тъй като държавите членки биха могли да реагират различно на нейните политики. Cavallo et al. (2015)¹¹ откриват, че 15 години след

⁸ Babetskii, I. (2005). Trade Integration and Synchronization of Shocks: Implications for EU Enlargement. In: Economics of Transition 13.1, 105-138

⁹ Krugman, P. (1993). “Lessons of Massachusetts for EMU.” Adjustment and Growth in the European Monetary Union, Cambridge, Cambridge University Press

¹⁰ Barigozzi, M., A. Conti, and M. Luciani (2014). Do Euro Area Countries Respond Asymmetrically to the Common Monetary Policy?, Oxford Bulletin of Economics and Statistics 76.5, pp. 693-714

¹¹ Cavallo, A. and A. Ribba (2015). Common Macroeconomic Shocks and Business Cycle Fluctuations in Euro Area Countries, International Review of Economics and Finance 38.C, 377-392

създаването на еврозоната все още е налице макроикономическа хетерогенност и група държави (Гърция, Ирландия, Португалия) показват доминиращи колебания в производството от национални, местни шокове, а не толкова от общи за еврозоната шокове. От друга страна 5-те други страни (Белгия, Франция, Германия, Италия и Испания), включени в тяхното изследване показват добра интеграция в бизнес цикъла на еврозоната. Tokarski (2019)¹² предприема различен подход към въпроса за конвергенцията като разглежда трите най-големи икономики в еврозоната – Германия, Франция и Италия като отчита, че повечето изследвания се фокусират върху конкретни групи държави като Южна срещу Северна Европа, център срещу периферия, когато всъщност наличие на сериозни различия съществува между най-големите страни в еврозоната.

Kunovac et al. (2022)¹³ отбелязват, че още при създаването на еврозоната е било известно, че тя не отговаря на всички теоретични предпоставки за оптимална валутна зона. Резултатите от изследването им показват, че условията за оптималност на еврозоната не са напреднали значително, въпреки че двигател на бизнес циклите в страните част от съюза са именно симетричните шокове. Като причина за това се разглежда особеностите на кризите като специално внимание е обърнато на дълговата криза от 2011г. и COVID-19 кризата. Дори се отбелязва, че COVID-19 кризата е увеличила икономическите различия в еврозоната и се е отразила изключително негативно на постигнатото до сега сближаване.

Тъй като успехът на икономическия и валутен съюз се гради на достатъчна степен на конвергенция между страните, участващи в него или страните, желаещи да участват в него в **т. 3. от Глава I** са разгледани критериите за номинална конвергенция, а именно: критерий за ценова стабилност; критерий за устойчивост на държавната финансова позиция (бюджетен дефицит към БВП и държавен дълг към БВП); критерий за стабилност на валутния курс; критерий за конвергенция на лихвените проценти

В т. 4 от първа глава е обърнато внимание на реалната конвергенция.

Реалната конвергенция не е задължителна формална предпоставка за членство в еврозоната, но тя се разглежда като изключително важно условие за успешното функциониране на паричния съюз. В тесния смисъл реалната конвергенция е

¹² Tokarski, P., (2019) Divergence and diversity in the Euro Area: The case of Germany, France and Italy, SWP Research Paper, No 6, German Institute for International and Security Affairs, Berlin

¹³ Kunovac, D, Palenzuela, D., Sun, Y., (2022) “A new optimum currency area index for the euro area”, ECB Working paper №2730

намаляването на различията в група държави по отношение на доходите и производителността на труда.¹⁴

В т. 5. от Глава I е направен преглед на ключови показатели за конвергенция на страните от еврозоната. Целта е да се осъществи анализ на това до каква степен се наблюдава сближаване на страните част от еврозоната и дали не е налице дивергенция особено след периоди на сътресения.

ГЛАВА II. ПАРИЧНА ПОЛИТИКА НА ЕЦБ. ТРАНСМИСИОННИ КАНАЛИ

Първа точка от втора глава е посветена на традиционните инструменти на парична политика на ЕЦБ.

Инструментите, с които ЕЦБ си служи за постигане на крайната си цел са операции на открития пазар, стендбай улеснения, минималните задължителни резерви. В допълнение, от 2009 г. насам се прилагат и неконвенционални мерки на парична политика.

В т. 1.1. на втора глава са разгледани операциите на открития пазар. Те се провеждат по инициатива на ЕЦБ като се различават четири категории: основни рефинансиращи операции, дългосрочни рефинансиращи операции, структурни операции и операции по фина настройка.

В т. 1.2. е обърнато внимание на стендбай улесненията, които служат за осигуряване или отнемане на овърнайт ликвидност, даване на сигнал по отношение на насоките на парична политика, както и да се определи таван и под на пазарните лихвени проценти. Разграничават се два вида стендбай улеснения: кредитно и депозитно. Лихвените проценти по кредитното и депозитното улеснение са основните лихвени проценти на ЕЦБ, заедно с лихвения процент по основните рефинансиращи операции. Лихвеният процент по основните операции по рефинансиране е процентът, който банките плащат, когато заемат пари от ЕЦБ за една седмица.

Наблюдава се рязък спад в ключовите лихвени проценти на ЕЦБ след Глобалната финансова криза от 2008 г. Лихвеният процент по депозитното улеснение достига 0% през 2012 г. и отрицателни нива през 2014 г. Въвеждането на отрицателен лихвен процент по овърнайт депозитите на практика означава, че търговските банки трябва да

¹⁴ Kirova, S. (2020) The Factors Behind Bulgaria's (Non) Convergence, European Journal of Economics and Business Studies, Volume. 6, Issue 1

плащат за това, че държат средства. Това е един от ходовете, с които ЕЦБ се стреми да стимулира банките да не държат свръхрезерви, а да отпускат кредити, с които да финансират реалната икономика. Безпрецедентно ниските лихвени проценти на ЕЦБ се запазват до 2022г., когато започва тяхното постепенно покачване в отговор на ускорението на инфлацията, което започва в края на 2021г. Към декември 2024г. са на следните равнища: лихвен процент по основните рефинансиращи операции: 3.15%, лихвен процент по пределното кредитно улеснение: 3.40%, лихвен процент по депозитното улеснение: 3.00%.¹⁵.

Последният инструмент, като част от конвенционалните мерки на парична политика, са минималните задължителни резерви и са разгледани в т. 1.3. от втора глава.

ЕЦБ изисква кредитните институции в еврозоната да държат депозити по сметки в своята национална централна банка. През 1999 г. минималните задължителни резерви се определят на ниво от 2%, а през 2012г. са намалени на 1%.

Точка 2 от Глава II е посветена на неконвенционалните мерки на парична политика

След като през юни 2014 г. ЕЦБ обяви отрицателни номинални лихвени проценти по депозитното улеснение тя продължава с въвеждането на неконвенционални мерки на парична политика, към които спадат така наречените количествени и кредитни улеснения¹⁶.

В т. 2.1. от втора глава са разгледани програмите на ЕЦБ за изпълнение на целеви операции по дългосрочно рефинансиране (TLTRO), които стартират през 2014г. и с тях се осигурява финансиране на кредитните институции. TLTRO са целеви операции, тъй като сумата, която банките могат да заемат, е свързана със заемите, които те предоставят на нефинансови корпорации и домакинства като се изключват заемите към домакинствата за покупка на жилища. Въведени са три програми от страна на ЕЦБ, както следва: TLTRO I от 5 юни 2014 г. на стойност 432 млрд. евро, TLTRO II от 10 март 2016 г. на стойност 740 млрд. евро и TLTRO III от 7 март 2019 г. на стойност 2,339 млрд. евро.¹⁷ На 30 април 2020г. ЕЦБ обявява поредица от допълнителни спешни операции по дългосрочно рефинансиране PELTRO за осигуряване на достатъчна ликвидност и гладки

¹⁵ ECB (2024) Key ECB interest rates. Available at: https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html (Accessed: 23.11.2024)

¹⁶ Трифонова, С., Трифонова, В. (2016) Съвременната неконвенционална парична политика на ЕЦБ в контекста на финансовата криза. Икономически и социални алтернативи, бр. 4.

¹⁷ ECB (2024) Targeted longer-term refinancing operations. Available at: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/tltro/html/index.en.html> (Accessed: 29.06.2024)

условия на паричния пазар по време на пандемията от COVID-19.¹⁸ Първоначално са обявени 7 програми на обща стойност 26.6 млрд. евро, но на 10 декември 2020г. ЕЦБ удължава операциите PELTRO като са обявени 4 допълнителни на обща стойност 3.4 млрд. евро.¹⁹

В т. 2.2. е представена Програма за покупка на активи (APP), която стартира през октомври 2014г и представлява покупка на големи обеми активи от централните банки, което води до съществено разширяване на техните баланси. Целта на Програмата за покупка на активи отново е постигане на ценова стабилност и ниво на инфлация от 2% в средносрочен план.

В отговор на покачващата се инфлация, ЕЦБ освен, че започва постепенно да увеличава основните си лихвени проценти, на 9 юни 2022г. Управителният съвет решава да прекрати закупуването на нетни активи по APP от 1-ви юли 2022г.

Стойността на активите по APP към края на декември 2024 г. възлиза на 2,884 млрд. евро или 2,673 млрд. евро по амортизационна стойност.

През март 2020 г. ЕЦБ стартира Програма за спешни покупки във връзка с обявената пандемия от COVID-19 в началото на годината с обща стойност от 1,850 млрд. евро. Стойността на активите по PEPP към края на декември 2024 г. възлиза на 1,669 млрд. На 16 декември 2021г. Управителният съвет на ЕЦБ взима решение да прекрати покупките на нетни активи по Програмата за спешни покупки в края на март 2022г. Подлежащите плащания по главницата от ценни книжа, закупени по Програмата за спешни покупки ще бъдат реинвестирани най-малко до края на 2024г.

Трябва да отбележим, че съществуват известни рискове от прилагането на количествени улеснения, които не са за пренебрегване. Такива рискове са свързани с изтеглянето на безрискови активи, които могат да служат като обезпечение по заеми.

Покупките на дългосрочни активи значително увеличават баланса на банките в сравнение с нивата преди Глобалната финансова криза. Тъй като голяма част от активите са дългосрочни ще отнеме години преди централните банки да се върнат към балансите си преди кризата. Балансът на Евросистемата нараства значително след 2008г. като резултат от предприетите неконвенционални мерки на парична политика за справяне с глобалната финансова криза.

¹⁸ ECB, Press release 30 April 2020. Available at: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200430_1~477f400e39.en.html

¹⁹ ECB, Press release 10 December 2020. Available at: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr201210~8acfa5026f.en.html>

Тъй като е от значение как паричната политика се отразява на реалната икономика в **трета точка от втора глава** са разгледани трансмисионните канали на парична политика на ЕЦБ и тяхното влияние върху България.

В **т. 3.1.** е направен преглед на теоретичната постановка на трансмисията на парична политика като е обърнато внимание на всеки един от каналите и как въздейства върху постигането на икономически растеж и ценова стабилност, а именно: канал на лихвените проценти; канал на парите; канал на валутния курс; канал на цените на активите и богатството; канал на баланса на фирмите; канал на банковото кредитиране; канал на банковия капитал; канал на риска; канал на очакванията.

В **т. 3.2.** е анализирано влиянието на паричната политика на ЕЦБ върху България. Такова влияние е очаквано, поради специфичния паричен режим, а именно действащ паричен съвет и търговията на страната, като 44% от износа на България през 2023г. е към страните членки на еврозоната. Интерес представляват трансмисионните канали чрез, които паричната политика на ЕЦБ оказва влияние върху България.

Отвореността на българската икономика и нейните тесни икономически връзки с ЕС и еврозоната предполага, че каналът на външната търговия и финансовият канал може да имат важна роля при предаването на паричната политика на ЕЦБ към българската икономика чрез промени в търсенето и цената на финансирането в еврозоната

Поради спецификата на паричния режим в България, а именно функционирането на паричен съвет с фиксиран валутен курс към еврото и ограничената функция на централната банка, силно влияние върху външната търговия оказва и валутният канал.

Финансовият канал е свързан с лихвените проценти и кредитната активност, както и с цените на активите. Каналът на лихвените проценти действа посредством банковата система. Като трансмисията на паричната политика, провеждана от ЕЦБ към България се улеснява от факта, че голям дял от банките в България са чуждестранни банки и банкови клонове на банки от ЕС.

ГЛАВА III. ГОТОВНОСТ НА БЪЛГАРИЯ ЗА ЧЛЕНСТВО В ЕВРОЗОНАТА

В **първа точка от III Глава** е анализирано изпълнението на конвергентните критерии, които се свързват с т.нар. номинална конвергенция.

Европейската централна банка (ЕЦБ) е длъжна да изготвя доклад за конвергенция най-малко веднъж на две години или по искане на държава членка на ЕС с дерогация²⁰. Към декември 2024 г. България, Чехия, Унгария, Полша, Румъния и Швеция са държави членки, които все още не са приели еврото като своя официална валута. В докладите за конвергенция се проучва дали в разглежданите държави е постигната висока степен на устойчива икономическа конвергенция, както и съответства ли националното им законодателство на Договорите и на Устава на Европейската система на централните банки (ЕСЦБ) и на ЕЦБ. Последният доклад за конвергенция на ЕЦБ е от юни 2024 г.

Първият разгледан критерий в т. 1.1. е по отношение на **ценовата стабилност**. Използваните данни са към май 2024г. като се взима в предвид последният доклад за конвергенция на ЕЦБ и се прави сравнение с предходния доклад от 2022г. Референтната стойност по отношение на инфлацията, измерена с ХИПЦ в последния доклад за конвергенция е 3,3%. и нито една от държавите членки с дерогация не го покрива, а спрямо доклада от 2022г. само Швеция е била под референтната стойност.

В доклада от 2022г. инфлацията в България е 5.9%, което е над референтната стойност от 4.9%. През май 2024г. 12-месеният среден темп на инфлацията, измерена с ХИПЦ, в България е 5.1%, което отново е значително над референтната стойност от 3.3%. В доклада за конвергенция от 2024г. се посочва, че в дългосрочна перспектива съществуват опасения относно устойчивостта на конвергенцията по отношение на инфлацията в България, тъй като БВП на глава от населението и ценовите равнища са все още на значително по-ниски нива в сравнение с другите страни от еврозоната и този процес на догонване ще се отрази в положителен диференциал на инфлацията.

Отчетените стойности за инфлацията през 2024г. са на значително по-ниски нива спрямо предходните две години, както за еврозоната, в размер на 2.4%, така и за България, в размер на 2.6%. Към края на 2024г. България се доближава до изпълнението на критерия за ценова стабилност, въпреки че формално все още не го покрива.

В т. 1.2. от **трета глава** е представен критерият за устойчивост на държавната финансова позиция, който се измерва чрез двата показателя **бюджетен дефицит** към БВП и **правителствен дълг** към БВП.

През 2023г. фискалната позиция на страната може да се определи като балансирана с отчетен дефицит от 1,9%, което е и най-ниската стойност за последните 4 години. За

²⁰ Държавите-членки, за които не е решено, че отговарят на необходимите условия за приемане на еврото се наричат държави-членки с дерогация. (Член 139, параграф 1 от Договора за функциониране на Европейския съюз).

това допринася липсата на нови значими външни шокове в сравнение с предходните няколко години. В Конвергентната програма на Република България от 2024г се предвижда бюджетен дефицит от 3% за 2024г., съответно 3% за 2025г., 2.8% за 2026г. и 3% за 2027г..

Съотношението **държавен дълг** към БВП за България остава доста под референтната стойност от 60% като за 2023г. отчетената стойност е 23.1%.

България се справя най-добре от всички страни членки с дерогация, както и по отношение на еврозоната като цяло. При наличието на дългогодишен паричен съвет равнището и структурата на публичния дълг позволяват на България ефикасно да управлява дълга си. 73.8% от дълга е външен дълг. 74.8% е деноминиран в евро към 2023г²¹. Това го прави сравнително нечувствителен на промени във валутните курсове различни от лев/евро, който е фиксиран. По отношение на лихвената структура 99.5% от дълга към 2023г.²² е с фиксиран лихвен процент, което го прави слабо чувствителен на промени в лихвените проценти.

По отношение на следващия критерий, разгледан в т. 1.3. – стабилност на **валутните курсове**, ЕЦБ проучва дали държавата е участвала във Валутен механизъм II (ВМ II) в продължение на най-малко две години преди прегледа на конвергенцията, без да са били налице значителни отклонения или девалвация на валутата ѝ спрямо еврото. Договаря се централен обменен курс между еврото и валутата на страната. След това валутата се оставя да се колебае с до 15% над или под този централен курс. Държавите членки извън еврозоната в рамките на ВМ II могат да решат да запазят по-тесен диапазон на колебания, но това решение няма влияние върху официалния марж на колебание от $\pm 15\%$, освен ако няма съгласие за това от заинтересованите страни от ВМ II.

На 10 юли 2020г. България се присъединява към ВМ II и към Банковия съюз. България влиза във ВМ II с централния курс на българския лев: 1 евро = 1,95583 лева. Въпреки че около централния курс на лева ще се наблюдава стандартния диапазон на колебание от плюс-минус 15% е взето решение България да се присъедини към механизма със съществуващия си режим на паричен съвет, като едностранен ангажимент без да възлага допълнителни задължения на ЕЦБ. Предвид на поетия ангажимент от България да запази паричния съвет с фиксирания курс към еврото до влизането в

²¹ Министерство на финансите на Република България, (2023), Стратегията за управление на държавния дълг за периода 2024-2026 г

²² Министерство на финансите на Република България, (2023), Стратегия за управление на държавния дълг за периода 2024-2026г.

еврозоната в тази глава се разглежда и същността на паричния съвет в България и е направен сравнителен анализ с паричните съвети с другите две страни, които са приели еврото и са примери за успешно извървян път до еврозоната с паричен режим на паричен съвет.

Що се отнася до конвергенцията на **дългосрочните лихвени проценти**, разгледан в т. 1.4., използваните данни са от юни 2023г. до май 2024г. като се взима в предвид последният доклад за конвергенция на ЕЦБ и се прави сравнение с предходния доклад от 2022г. Референтната стойност е 4.8%. Дългосрочният лихвен процент в България е 4% и е под референтната стойност,

След направения преглед на критериите за номинална конвергенция е направен анализ и на **реалната конвергенция** на България в т. 2 от Глава III.

Въпреки наличието на конвергенция, България остава най-слабо представящата се сред страните членки с дерогация по отношение на БВП на глава от населението и производителност на труда. **БВП на глава от населението**, измерен чрез паритет на покупателна способност за България към 2023г. е 61% от БВП на глава от населението в еврозоната.

Равнището на цените в България през 2000г. е 32% от равнище на цените в еврозоната. Стойностите на този показател постепенно нарастват като се достигат 58% от равнището на цените в еврозоната през 2023г.

Към 2000г. стойността на **номиналната производителност на труда** на един зает в България е 28% от номинална производителност на труда на един нает в еврозоната. За разглеждания период този показател отчита подобрене като достига 55% през 2023г. Въпреки това стойността му в България е най-ниска спрямо останалите страни членки с дерогация.

Изводът, който може да бъде направен, е че през последните години се наблюдава конвергенция на икономиките на страните членки с дерогация и еврозоната, но има още какво да бъде постигнато в посока на сближаването.

Направен е преглед на същите показатели за последните четири страни, присъединили се към еврозоната – Естония, Латвия, Литва и Хърватия. Вzeti са в предвид годините на присъединяване на всяка една от тях като целта е да се сравнят стойностите им с тези на България към годината, в която те се присъединяват към еврозоната.

Четвърта точка от трета глава е посветена на паричния съвет в България като са разгледани причините за въвеждане му и неговата ефективност.

От 1997г. в България действа специфичен паричен режим, а именно паричен съвет. Паричният съвет в България е въведен с цел излизане от тежката финансова криза свързана с хиперинфлация; висока безработица; високи лихвени проценти, което допринася за по-високата тежест при обслужването на държавния дълг; фалит на редица търговски банки; висок бюджетен дефицит и загубата на доверие в институциите и правителството.²³

Въвеждането на паричен съвет в България, като крайна мярка за постигане на финансова стабилност и връщане на доверието към институциите, води до желаните резултати. Показателен е темпът на инфлацията, който след въвеждане на паричния съвет рязко намалява и от стойности на хиперинфлация се достига много бързо до приемливи нива. Така в рамките на една година (1998г.-1999г.) инфлацията спада от 18.7% до 2.6%.

Натрупването на по-големи валутни резерви показва, че паричният съвет функционира добре като по този начин се гарантира и стабилното му действие. Количеството на чуждестранни резерви в България достига 82 млрд. лева към 2023г. Това е най-високата стойност от въвеждането на паричния съвет. Международните валутни резерви нарастват с 9,1% през 2023г. спрямо 2022 г.

На база на проведенения анализ може да се направи изводът, че паричният съвет в България е ефективен и поддържа адекватни валутни резерви.

В пета точка от трета глава е направено сравнение на паричните съвети на Естония и Литва с този на България. Сравнението с тях е от първостепенно значение за България. Една от причините за това е, че присъединяването на Естония и Литва към еврозоната става след прилагане на паричен съвет в продължение на години. Това прави опита на тези държави изключително важен за България като страна, предприела всички, необходими стъпки за присъединяване към еврозоната

Това, по което можем да кажем, че и трите режима си приличат е, че се отклоняват в малка или голяма степен от ортодоксалния паричен съвет. Такова отклонение се забелязва най-силно при Литва, като това се дължи на противоречивите мнения от страна на правителство и централна банка, както и на това, че институционалната и организационна структура на банката на Литва остава непроменена. И на трите парични съвети е забранено финансиране на правителството, но могат да изпълняват функцията

²³ Mihaylova – Borisova, G. (2019) Stability of the currency board in Bulgaria after the global financial crisis, Международен научен журнал, Научные вести №3(8) 2019

на кредитор от последна инстанция при определени условия. И трите парични режима изискват задължителни резерви от търговските банки, с което могат да осъществяват контрол върху тях. Независимо от различията в паричните съвети на трите страни пътят към участие в еврозоната, който те следват е един и същ, а именно след функциониране на паричен съвет.

ГЛАВА IV. ПОЛЗИ И РАЗХОДИ ОТ ВЛИЗАНЕТО НА БЪЛГАРИЯ В ЕВРОЗОНАТА

В **т.1.** от **четвърта глава** са разгледани ползите за България от присъединяването към еврозоната.

Като най-значими могат да бъдат разгледани следните ползи: достъп до инструментите на парична политика на ЕЦБ; повишаване на кредитния рейтинг на страната и намаляване на рисковата премия, спестяване на транзакционни разходи.

Всички разгледани ползи биха имали положително влияние върху растежа на БВП в България. Достъпът до инструменти на ЕЦБ и общата парична политика се очаква да имат положителен ефект по линия на инфлацията в страната, а от тук да доведат до по-благоприятни условия за икономически растеж. Повишаването на кредитния рейтинг би се отразило положително по отношение на преките чуждестранни инвестиции, което отново води до по-добри условия за икономически растеж. Намаляването на транзакционните разходи се очаква да стимулира международната търговия, откъде износът на България да нарасне, което има пряк ефект върху ръста на БВП.

В **т.2.** от **четвърта глава** с помощта на иконометрично изследване са оценени част от вече изброените ползи и е направена прогноза на БВП на България.

С помощта на иконометрично изследване чрез прилагането на векторен модел с корекция на грешката (Vector Error Correction Model, VECM) е извършена прогноза на БВП на България в два сценария, а именно базов, който взима в предвид исторически данни без да отчита влизане в еврозоната и симулационен, който добавя ефекти от приемането на еврото върху базовия.

Иконометричното изследване започва с избор на променливите, които ще бъдат използвани в иконометричните модели за прогноза на БВП на България, представени в **т. 2.1.** Включените променливи са на база теоретични постановки и направен преглед на емпирични изследвания в областта.

Целта е да бъдат избрани такива променливи, които могат да обяснят размера и движението на БВП, така че на база тях да се направи прогноза за бъдещи периоди. В

тази връзка в иконометричното изследване са включени следните променливи: безработица, лихвени проценти по потребителски кредити за домакинствата, лихвени проценти по кредитите на нефинансови предприятия, преки чуждестранни инвестиции, доходност по 10-годишните държавни ценни книжа на България, износ на стоки и услуги, БВП.

В т. 2.2. е представен обхватът на данните и техните източници. За създаването на иконометричния модел с цел прогнозиране на БВП са използвани тримесечни данни за периода от първото тримесечие на 2008г. до четвъртото тримесечие на 2023г. Избраният период е от началото на 2008г. поради това, че България става член на Европейския съюз (ЕС) през 2007г. и се очаква, че през първата година от членството на страната в съюза са генерирани положителни ползи. За да се избегне обхващането на тези положителни ефекти, 2007г. е изключена. В рамките на разработване на модела е изключено и въздействието от последните две тримесечия на 2019г.²⁴ и четирите тримесечия на 2020г. (чрез въвеждането на *dummy* (изкуствени) променливи), тъй като резултатите, включващи тази година са противоречиви. 2020г. се характеризира със значителни сътресения върху основни макроикономически показатели в резултат от COVID-19 кризата. Такъв тип шокови събития биха могли да окажат шум в модела и да доведат до противоречиви резултати.

В т. 2.3. е представена методологията, по която се провежда иконометричният анализ, който преминава през няколко етапа:

Първо, направен е корелационен анализ на силата и посоката на връзката между избраните променливи.

Второ, направена е проверка за наличие на единичен корен (липса на стационарност) в изследваните времеви редове. Проверката за наличие на тренд се осъществява с помощта на подобреният тест на Dickey-Fuller (ADF)²⁵.

Трето, анализът продължава с проверка за наличие на коинтеграция между избраните редове. Коинтеграцията се отнася до ситуация, в която променливите имат

²⁴ Смушения в модела (по отношение на неговата устойчивост) се получават още от края на 2019г. Това е така, защото през 2019г. икономическата активност се забавя в световен мащаб като е отчетен най-ниският растеж на БВП от 2009г. Съществен принос за това имат засилващите се търговски спорове между САЩ и Китай, неяснотите около излизането на Обединеното кралство от ЕС, икономиката на Турция продължава да се забавя, а влошеното външно търсене се отразява неблагоприятно на автомобилния сектор в Германия. Влошаването на външната среда се отразява и на България.

²⁵ Dickey, D. A., Fuller, W. A. (1979). Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root, *Journal of the American Statistical Association*, 74, 427–431

дългосрочна връзка. Такива променливи се движат заедно с течение на времето и може да се каже, че споделят обща тенденция. Прилага се тестът за коинтеграция на Johansen²⁶.

Четвърто, разработени са различни иконометрични модели с цел да се направи прогноза на БВП на България чрез прилагането на векторни модели с корекция на грешката (VECM). Общата форма на VECM моделите може да бъде определена като²⁷:

$$\Delta Y_t = v + \alpha \beta Y_{t-1} + \Theta_1 \Delta Y_{t-1} + \Theta_2 \Delta Y_{t-2} + \dots + \Theta_{p-1} \Delta Y_{t-(p-1)} + \mu$$

ΔY_t е вектор на първите разлики на вътрешните (ендогенни) променливи,

v е вектор на константите

$\alpha \beta$ са матрици със стойностите на техните коефициенти, а именно α коефициент за краткосрочна корекция и β коинтеграционен вектор (дългосрочна зависимост)

Θ краткосрочни коефициенти

ΔY_{t-1} и ΔY_{t-2} са лаговите разлики за краткосрочното влияние

p – брой лагове

μ - вектор на импулса

Пето, направени са необходимите тестове спрямо остатъците на моделите, за да се провери достоверността на резултатите. Моделите се проверяват за наличие на нормално разпределение на остатъците, за липса на автокорелация и липса на хетероскедастичност.

Шесто, избран е модел, с помощта, на който е направена прогноза за БВП.

Седмо, интерпретират се крайните резултати на база коефициентите пред всяка променлива чрез сравняване на емпиричната и теоретичната характеристика.

Осмо, с помощта на избраният модел е направен симулационен сценарий за прогноза на БВП, отчитайки влизането на България в еврозоната. Целта е да се докаже тезата, че влизането на България в паричния съюз ще доведе до положителни ефекти за страната по линия на основни макроикономически показатели, какъвто е БВП.

Като първа стъпка в **т. 2.4.** от **Глава IV** е направен корелационен анализ на динамичните редове. Представени са корелационните матрици на изследваните променливи, както и на техните първи последователни разлики. Причината, поради която е включен анализ и на първите последователни разлики е, че при динамичните редове често пъти съществува автокорелация т.е. зависимост между членовете на реда,

²⁶ Johansen, S. (1991). Estimation and Hypothesis Testing of Cointegration Vectors in Gaussian Vector Autoregressive Models, *Econometrica*, 59, 1551–1580

²⁷ Lutkepohl, H., (2005), *New introduction to multiple time series analysis*, Springer, pp. 286

поради което може да се получи информация за връзка, която не е реална²⁸. Резултатите от корелационния анализ показват, че е налице най-силна корелационна зависимост между БВП и износ на стоки и услуги, където връзката е положителна, както и между БВП и безработица, където връзката е обратна. Това се потвърждава, както при изследването на изходните редове на променливите, така и при техните първи последователни разлики. Още на този етап от изследването би могло да се вземе решение да се продължи само с тези три променливи (БВП, безработица и износ на стоки и услуги), предвид ниските корелационни зависимости с другите променливи. Тъй като включването на всички променливи има своя икономически смисъл са конструирани модели с тях като в следващите точки от дисертационният труд са анализирани резултатите.

Т. 2.5. от Глава IV е посветена на проверка за стационарност и коинтеграция на динамичните редове.

За проверката за стационарност е използван подобреният тест на Dicky Fuller. Тестът е приложен върху изходните стойности, а след това и върху първите последователни разлики. След установяване на стационарност е извършена проверка дали редовете са коинтегрирани. Коинтеграцията се отнася до ситуация, в която променливите имат дългосрочна връзка. Такива променливи се движат заедно с течение на времето и може да се каже, че споделят обща тенденция. Прилага се тестът за коинтеграция на Johansen. Тестът е извършен при риск за грешка от 5%. При спецификацията на модела са избрани 8 лага, с които да се приложи тестът. За избор на броя лагове е използван информационният критерий на Акайке (Akaike information criterion - AIC). Резултатите от теста показват, че се тестват 7 променливи и са налице 5 коинтеграционни зависимости.

След извършване на проверки за стационарност и коинтеграция на динамичните редове в **т. 2.6. от Глава IV** се пристъпва към избор на модел, с който да бъде направена прогноза на БВП на България. На база резултатите от тестовете за стационарност и коинтеграция се прилага векторен модел с корекция на грешката VECM. Динамичните редове на избраните променливи отговарят на условията за прилагане на VECM модели, а именно: интегрирани са от първи порядък и има наличие на коинтеграционни зависимости. След прилагането на VECM модела е необходимо да се направят няколко

²⁸ Атанасов, Ат. (2018). Статистически методи за анализ на динамични редове, „Издателски комплекс – УНСС“, София, стр. 150

основни теста спрямо неговите остатъци, за да се гарантира, че получените резултати са достоверни. Моделите се проверяват за наличие на нормално разпределение на остатъците (Jarque-Berra Test), за липса на хетероскедастичност (White Heteroskedasticity Test) и за липса на автокорелация (Portmanteau Autocorrelation Test) в остатъците

Разработени са три иконометрични модела като два от тях, представени в т.2.7. и т. 2.8. са отхвърлени, тъй като не преминават успешно тестовете на остатъчния компонент за нормално разпределение, липса на хетероскедастичност и липса автокорелация.

В 2.9. точка от IV глава на база направения корелационен анализ в точка 2.4. е конструиран VECM модел за прогнозиране на БВП на България с 3 ендогенни променливи: БВП, износ на стоки и услуги и безработица и една екзогенна изкуствена (dummy) променлива, чиято цел е да изключи негативното влияние от COVID-19 кризата. Избраният период е от първото тримесечие на 2008г. до последното тримесечие на 2023г. Моделът е приложен с 3 лага. При избора на брой лагове е използван информационният критерий на Акайке (AIC). Необходимо е отново да се приложи тестът на Johansen за коинтеграция, тъй като са сменени броят променливи и периодите включени в модела. След приложението тест е открита 1 коинтеграционна зависимост.

Моделът е приложен, използвайки горната спецификация и е направен анализ на остатъчния компонент.

Разработеният модел е проверен за нормалност на остатъците.

Направен е тест за липса на хетероскедастичност, както и тест за липса на автокорелация на остатъците.

След успешното преминаване на всички тестове за остатъчния компонент е направен анализ на коефициентите на модела.

Аналитичният вид на иконометричния модел за БВП е, както следва:

$$\begin{aligned} \text{dgdp} = & 960.084 - 0.1768 * (1 * \text{L1.gdp} - 1.117 * \text{L1. exports} - 8273.245 * \text{L1.unemp}) + \\ & 0.021 * \text{L1. dgdp} - 0.126 * \text{L1.dexports} + 3360.433 * \text{L1.dunemp} + 0.442 * \text{L2.dgdp} - 0.017 * \\ & \text{L2.dexports} + 21100 * \text{L2.dunemp} + 0.439 * \text{L3.dgdp} - 0.407 * \text{L3.dexports} + 1481.339 * \\ & \text{L3.dunemp} - 211.110 * \text{DUMMY}, \end{aligned}$$

където,

d е първата разлика на съответната променлива, например dgdp е първата разлика на БВП

L (1,2,3) – броят на лаговете

DUMMY – изкуствена променлива, която изключва периода на COVID19 кризата

В Таблица №1 са представени коефициентите на векторния модел за БВП и тяхната значимост.

Таблица 1 Коефициенти на векторен модел с корекция на грешката за БВП

	Коефициент (coef)	Стандартна грешка (std err)	z	P> z
const	960.084	267.363	3.591	0.000
exog1	-211.110	84.566	-2.496	0.013
L1.dgdp	0.021	0.166	0.128	0.898
L1.dexports	-0.126	0.089	-1.417	0.156
L1.dunemp	3,360.433	6,839.315	0.491	0.623
L2.dgdp	0.442	0.175	2.529	0.011
L2.dexports	-0.017	0.096	-0.178	0.859
L2.dunemp	21,100.000	6,679.093	3.159	0.002
L3.dgdp	0.439	0.154	2.853	0.004
L3.dexports	-0.407	0.095	-4.305	0.000
L3.dunemp	1,481.339	5,340.290	0.277	0.781

	coef	std err	z	P> z
alpha	-0.1768	0.053	-3.310	0.001

	coef	std err	z	P> z
beta.1	1.000	0.000	0.000	0.000
beta.2	-1.117	0.072	-15.576	0.000
beta.3	-8273.245	3387.649	-2.442	0.015

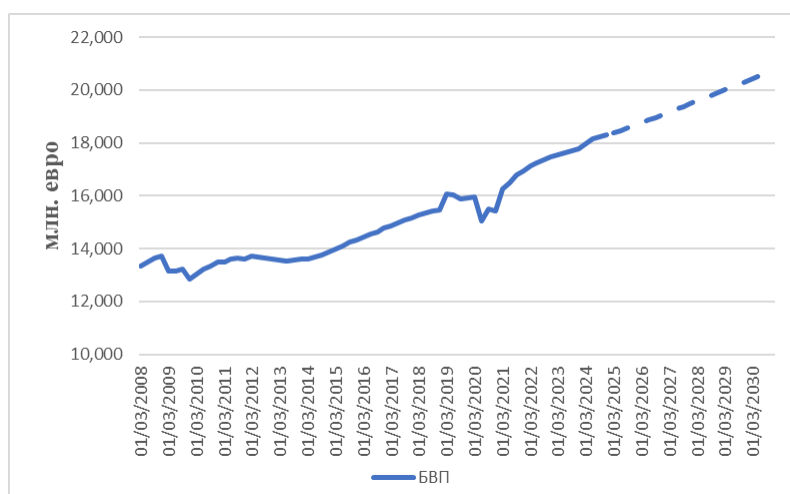
Източник: Собствени изчисления

Векторният модел с корекция на грешката съдържа краткосрочно влияние на променливите спрямо техния лаг във времето, както и краткосрочни коригиращи коефициенти и дългосрочна коинтеграционна зависимост между променливите. В разглеждания иконометричен модел за прогноза на БВП, краткосрочното влияние на променливите и техния лаг е представено в Таблица №1, а именно L1gdp, L1exports и т.н. Дългосрочната коинтеграционна зависимост, която представлява дългосрочната равновесна връзка между променливите е представена от **beta** коефициентите. При наблюдаване на отклонение от дългосрочната равновесна връзка, моделът също така посочва и коефициенти на краткосрочна корекция представена от **alpha** коефициентите. Така например, в случай, че дадена променлива е над равновесната си стойност, отрицателен коригиращ коефициент ще гарантира, че стойността на променливата ще спадне през следващия период от време и ще се възстанови дългосрочното равновесие.

За да бъдат тълкувани коефициентите е необходимо те да бъдат статистически значими, т.е. полученото равнище на значимост P , да е по-малко от приетия риск за грешка $\alpha=0.05$. От таблица №1 се вижда, че α и β коефициентите на модела са статистически значими. По отношение на краткосрочното влияние на променливите спрямо техния лаг във времето анализът на коефициентите показва, че връзката на БВП за текущото тримесечие е права и статистически значима с БВП от преди 2 тримесечия ($L2.gdp$), т.е., ако БВП е нараствало преди две тримесечия очакваме и в текущото тримесечие да нараства. Аналогична е и връзката с промяната преди три тримесечия, ако БВП е нараствало, то се очаква и в текущото тримесечие да нараства. Интересна е интерпретацията на коефициентите пред износа на стоки и услуги. Тук обаче трябва да се вземе в предвид, че се работи с периоди и това, което оценяваме е влиянието на дадена променлива от конкретен период, а не по принцип. По отношение на влиянието на износа на стоки и услуги с лаг от три тримесечия ($L3.exports$), се наблюдава обратна и статистически значима връзка с БВП. Ако износоът на стоки и услуги е намалявал/ се е увеличавал преди три тримесечия се очаква в текущото тримесечие БВП да се увеличава/ намалява. Въпреки че, краткосрочната зависимост е обратна, дългосрочната коинтеграционна зависимост е права Това се дължи на двата коефициента α и β , чиито стойности са отрицателни, но при тяхното умножение се получава положителна връзка.

На Фигура №1 и №2 графично е представена прогнозата за БВП и прогнозата за износ на стоки и услуги след прилагането на конструирания VECM модел. Разгледана е прогноза за 6 години напред до 2030г. включително.

Фигура 1 Прогноза за БВП на България



Източник: Собствени изчисления

Фигура 2 Прогноза за Износ на стоки и услуги на България



Източник: Собствени изчисления

Прогнозният ръст на БВП е 2,1% на годишна база до 2030г. За сравнение според прогнозата на БНБ ръстът на БВП през 2025г. се очаква да бъде 3.2%, за 2026г. 2.9%.²⁹ Прогнозата на Европейската комисия (ЕК) за БВП на България е съответно ръст от 2.9% за 2025г.³⁰ Международният валутен фонд (МВФ) прогнозира ръст в БВП на България., 2.9% за 2025г и 2026г, 2.7% за 2027г. и 2028г., 2.6% за 2029г.³¹ Може да се каже, че прогнозата за БВП с избрания VECM модел е по-консервативна спрямо тази на БНБ, ЕК и МВФ.

Прогнозният ръст на износа на стоки и услуги по години е, както следва: 4% на годишна база за периодът от 2025г. до 2028г. и 3.4% за 2029г.и 3.3% за 2030г. За сравнение според прогнозата на БНБ ръстът в износа на стоки и услуги се очаква да бъде 3,7% за 2025г. и 3,6% за 2026г.³² Прогнозата на Европейската комисия за износа на стоки и услуги на България е: 3.2% за 2025г.³³ Международният валутен фонд (МВФ) прогнозира ръст в Износа на стоки и услуги на България от 3,7% за 2025г., 3.4% за 2026г., 3.1% за 2027г., 3% за 2028г. и 2.9% за 2029г.³⁴

Т. 3 от **Глава IV** е посветена на симулационния модел. С помощта на вече разработения VECM модел за прогнозиране на БВП на България е конструиран

²⁹ BNB, June 2024, Macroeconomics forecast.

³⁰ European Commission, May 2024, European Economic forecast

³¹ IMF, June 2024, 2024 Article IV consultation – press release; Staff report; and statement by the executive director for Bulgaria

³² BNB, June 2024, Macroeconomics forecast.

³³ European Commission, May 2024, European Economic forecast

³⁴ IMF, June 2024, 2024 Article IV consultation – press release; Staff report; and statement by the executive director for Bulgaria

симуляционен модел, който включва предполагаемия ефект върху износа на стоки и услуги и БВП след присъединяване към еврозоната. Като предполагаема дата за членство е посочена 2026г.

Преди да се пристъпи към конструирането и анализа на симуляционния модел е направен преглед на литературата по отношение на влиянието върху износа на стоки и услуги и БВП от присъединяването на една страна към паричен съюз, какъвто е еврозоната. Подобен симуляционен модел е конструиран за Сърбия³⁵, но не и за България. По този начин литературата се обогатява.

Такъв тип анализи за влиянието върху основни макроикономически показатели от присъединяването към еврозоната са представени и за други страни. Интерес представляват изследванията за Словакия и Латвия, тъй като те са направени преди тяхното членство в еврозоната, а на по-късен етап и двете страни успешно се присъединяват към паричния съюз. В изследването на Bitans и Kauzens (2004)³⁶ ефектът от потенциалното присъединяването на Латвия към еврозоната е оценен на 6%-19% ръст в БВП, който се очаква в рамките на няколко десетилетия. Очакваният ефект от присъединяването на Словакия към еврозоната в изследването на Suster (2006)³⁷ е оценен на ръст в износа на стоки и услуги към търговските партньори от паричен съюз с 30% до 90%. Предполагаемото увеличение на БВП е от 7% до 20% . Като такъв ръст се очаква да отнеме около 2 десетилетия.

Цитираните изследвания за Словакия и Латвия се базират на гравитационния модел, разработен от Андрю Роуз (2000).³⁸ Гравитационният модел на Роуз е емпиричен модел, който обяснява размера на международната търговия между двойка държави като пропорционален на националния им доход и обратно пропорционален на разстоянието между тях. Моделът се разглежда като революционен и има забележителен успех като емпиричен инструмент. В своето изследване³⁹ Роуз използва гравитационен модел за оценка на ефекта от участието в паричен съюз върху международната търговия. Установен е статистически значим ефект от валутния съюз върху международната търговия, който предполага, че две държави, които споделят една и съща валута търгуват

³⁵ Reinhard, N., Weyerstrass, K., (2019), Macroeconomic Effects of Serbia's Integration in the EU and the Euro Area

³⁶ Bitans, M., Kauzens, E., (2004), "Impact of the euro adoption on the economy of Latvia"

³⁷ Suster, M., (2006), National Bank of Slovakia, "The effects of euro adoption on the Slovak economy"

³⁸ Rose, Andrew K. (2000) "One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade"

³⁹ Rose, Andrew K. (2000) "One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade"

три пъти повече, отколкото, ако всяка от тях има различна национална валута. Публикуваното от Роуз изследване понася голям набор от критики основно по отношение на спецификацията на модела му и стойностите (три пъти повече търговия между страни, участващи в паричен съюз), но не и по отношение на връзката между участието в паричен съюз и ефекта върху търговията, който оказва т.е. неговите критици се съгласяват, че съществува статистически значима връзка между участието във валутен съюз и нарастването на търговията между участващите страни. Спорът основно е по отношение на размера на този ефект. Ако Роуз разглежда ефект от 30%-90%, то най-консервативните изследвания признават стойности от порядъка на 5%-15%. Направен е обзор на част от изследванията в областта.

След като отчита критиките, през 2004.г Роуз публикува изследването: „A Meta-Analysis of the Effect of Common Currencies on International Trade“⁴⁰, което представлява количествен опит да обобщи текущото състояние на дебата. След като взима в предвид 34 проучвания, което води до 754 точкови оценки на ефекта е направен мета-анализ като комбинира различни оценки. Основните констатации на модела са, че хипотезата, за липса на ефект от валутния съюз върху търговията, може да бъде отхвърлена, както и че двустранен валутен съюз увеличава търговията между 30% и 90%.

През 2003г. Micco, Stein и Ordóñez⁴¹ изследват ранния ефект на Европейския паричен съюз върху търговията. Авторите използват набор от панелни данни, които включват информация за двустранна търговия за 22 развити страни от 1992г. до 2002г. Изследването им открива статистически значим ефект на Европейския валутен съюз върху двустранната търговия между страните членки на съюза като ефектът е оценен на 5%-10%.

През същата година (2003) е публикувано и изследването на Flam и Nordstrom⁴². Отново е използван гравитационен модел за оценка на ефекта от създаването на Европейския валутен съюз върху съвкупната търговия. Изчислено е, че еврото е повишило нивото на съвкупна търговия между страните от еврозоната през 1998г. -2002г. спрямо 1989г.-1997г. с 15%.

⁴⁰ Rose, A. and T. Stanley (2004). “A Meta-Analysis of the Effect of Common Currencies on International Trade,”

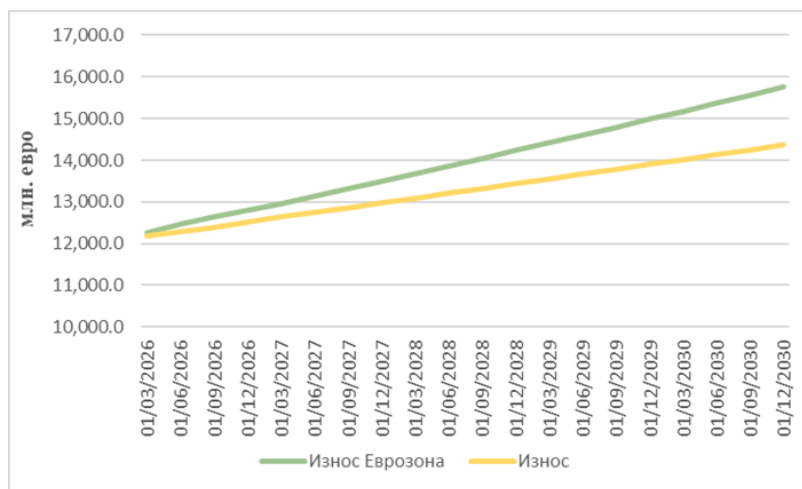
⁴¹ Micco, Alejandro, Ernesto Stein, Guillermo Ordóñez (2003) “The Currency Union Effect on Trade: Early Evidence

⁴² Flam, Harry, and Hakan Nordstrom (2003) “Trade Volume Effects of the Euro: Aggregate and Sector Estimates”

Baldwin (2006)⁴³ отбелязва, че може да се твърди, че е налице ръст в търговията между страните от еврозоната след тяхното присъединяване към валутния съюз. Според него ефектът варира между 5%-10%. Неговата оценка е най-консервативна, сравнена с всички други представени изследвания.

На база, разгледаните изследвания за ефекта от участието в паричен съюз върху износа на стоки и услуги е разработен симулационен модел, както следва: износьт на стоки и услуги е завишен средно с 0.5% за всяко тримесечие от началото на 2026г. до края на 2030г. като кумулативният ефект за период от 5 години е 9.6% (над прогнозата направена, с помощта на VECM модела). Предполагаемият ефект от влизането на България в еврозоната е увеличение на износа на стоки и услуги с 9.6% към 2030г. Като моделът не обхваща по-дългосрочна прогноза. Увеличение от 9.6% в износа на стоки и услуги би довело до допълнителни (над получените стойности от VECM модела) 2.2% ръст в БВП. към 2030г. Резултатите от симулационния модел са представени графично на Фигури №3 и №4

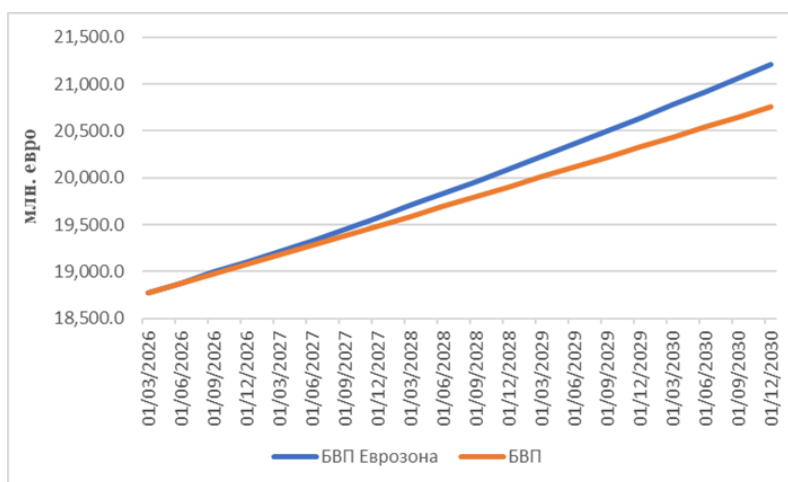
Фигура 3 Симулационен модел за Износа на стоки и услуги на България



Източник: Собствени изчисления

⁴³ Baldwin (2006) "The euro's trade effects," ECB Working Paper Series, No.594, March

Фигура 4 Симулационен модел за БВП на България



Източник: Собствени изчисления

Разгледаният симулационен модел обхваща две макроикономически променливи като е завишена стойността само на износа на стоки и услуги. Трябва да се вземе в предвид, че положителен ефект от влизането на България в еврозоната се очаква в ред други показатели, които бяха подробно описани в **т. 1 на IV Глава**.

С помощта на използвания симулационен модел се доказва тезата, че членството на България в еврозоната ще доведе до положителни ефекти върху основни макроикономически показатели като износ и БВП

Освен ползите, които се очакват от влизането на България, съществуват и някои рискове, както и разходи за страната. Те са подробно разгледани в **т.4. на IV глава**.

Тези разходи условно могат да се разделят на реални разходи, които включват разходи за вноски и такси, и потенциални разходи. Тези потенциални разходи биха възникнали при условие, че се материализират определени рискове пред България от членството в еврозоната. Като основни рискове пред страната могат да бъдат разгледани следните: по-висока инфлация непосредствено след влизането в еврозоната; отказ от автономна парична политика и валутна политика; асиметрични шокове, които засягат икономиките на страните, част от еврозоната, с различна продължителност и интензитет; липса на синхронизация на бизнес циклите на България и еврозоната.

В точка **4.1.** са разгледани разходите за България от членството в еврозоната.

В точка **4.2.** е обърнато внимание на риска от по-висока инфлация непосредствено след приемането на еврото. Влизането в еврозоната често се свързва от голяма част от населението като причина за инфлация, макар че в действителност на макроикономическо ниво отражението върху ценовото ниво е сравнително малко и има

временен ефект. Представена е инфлацията, измерена с ХИПЦ в последните четири държави, присъединили се към еврозоната: Естония, Латвия, Литва и Хърватия. В Естония се наблюдава известно ускоряване на инфлацията в годината преди приемането на еврото като през 2011г, когато Естония се присъединява към еврозоната инфлацията достига 5,1%, след което започва да намалява, достигайки 0,5% през 2014г. В Латвия инфлацията достига 0,7% през 2014г., когато страната става член на еврозоната. Тази стойност се определя като ниска и е значително под 2%. В годините непосредствено след приемането на еврото не се наблюдава ускорение на инфлацията. В Литва е отчетена дори дефлация от 0.7% в годината на присъединяване. инфлацията в Литва се запазва на ниско равнище и през 2016г. Може да се направи изводът, че приемането на еврото в Литва и Латвия не е довело до увеличение на равнището на цените на макрониво, докато в Естония има леко увеличение, но то се преодолява сравнително бързо след присъединяването към еврозоната. Страни като Естония, Литва и Латвия са показателни за България, тъй като Естония и Литва приемат еврото след като в тях действа паричен съвет, а в Латвия валутата е била фиксирана към еврото.

Що се отнася до инфлацията, породена от смяна на валутата на макрониво не се наблюдава значително увеличение на цените. Ситуацията обаче е различна на ниво отделни стоки и услуги. Изследвания в областта сочат, че е налице увеличение на равнището на цените в някои групи стоки и услуги, но това увеличение би могло да бъде избегнато, ако са били налице регулации от страна на държавата и двойно обявяване на цените.

В точка 4.3. е представен рискът от отказ от автономна парична и валутна политика. По отношение на България, рискът от загуба на автономна парична и валутна политика има по-скоро теоретичен характер, отколкото реална практическа възможност. Това е така, тъй като на практика България вече се е отказала от автономна парична политика, с приемането на паричния съвет през 1997г. От теоретична гледна точка съществуват две възможности за излизане от паричен съвет, а именно: връщане към режим на централна банка с автономна парична политика или присъединяване към валутен съюз. На 10 юли 2020г. България се присъединява към Валутния механизъм II (ВМ II) като е взето решение да се запази съществуващият паричен режим на паричен съвет до приемане на еврото като едностранен ангажимент от страна на България. Присъединяването към еврозоната може да се разглежда като логично и естествено продължение на паричния съвет.

Рискът от асиметрични шокове е представен в точка **4.4**. В случая на България рискът от асиметрични шокове отново трябва да бъде претеглен, вземайки предвид специфичния паричен режим а, именно паричен съвет. В условията на паричен съвет, България не разполага с инструменти на парична политика, с които да може да омекоти шоковете и те се поемат от реалната икономика. Това на практика означава, че рискът, който се претегля е между липса (или много силно ограничени) инструменти на парична политика, което описва настоящата ситуация или парична политика водена от ЕЦБ, която да се окаже неподходяща за България при асиметричен шок. С липсата обаче на достъп до инструментите на парична политика на ЕЦБ се губи потенциала на валутния съюз, при симетрични шокове, общата парична политика да омекоти въздействието върху реалната икономика и да доведе до по-бързо възстановяване от кризите.

В точка **4.5**. е разгледан рискът от синхронизация на бизнес циклите на България и еврозоната. България би могла да бъде определена като догонваща страна, тъй като изостава в редица макроикономически показатели спрямо еврозоната като БВП на глава от населението, равнище на цените и производителност на труда. Въпреки че, не е налице дефиниция на това кое ниво на реална конвергенция е достатъчно, за да се определи готовността на една страна за членство в паричния съюз, пред България съществуват рискове по отношение на постигната реална конвергенция с еврозоната. Една от теориите, разгледани в първа глава на дисертационния труд, гласи, че страните биха постигнали по-бърза реална конвергенция и синхронизация на бизнес циклите, когато са вече част от паричния съюз, отколкото преди да се присъединят към него.

В **т.5 от Глава IV** е направен преглед на присъединяването на Хърватия към еврозоната, тъй като тя е последната страна, която се присъединява към еврозоната, нейният опит представлява голям интерес, както за България, така и за другите страни с дерогация.

След като е направен кратък преглед на стъпките, през които преминава Хърватия е обърнато внимание на подготовката за членство в еврозоната от страна на България в **т. 6 от IV Глава**.

България затвърждава своето намерение за членство в еврозоната в обозримо бъдеще, за което свидетелства и приемането на Закона за въвеждане на еврото в Република България⁴⁴ през август 2024г. Законът включва важни стъпки, които да бъдат предприети, за да се подсигури безпроблемното въвеждане на еврото в страната

⁴⁴ Закон за въвеждане на еврото в Република България, ДВ бр.70, от 20 август 2024г.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В заключението на дисертационния труд са обобщени основните резултати и изводи, до които се достига на база, направеното изследване.

В дисертационния труд е разгледана изключително актуална за България тема, а именно какви биха били ефектите за страната от присъединяването към еврозоната. За актуалността на темата свидетелстват, както засиленият обществен интерес, така и всички усилия, които страната поема по изпълнението на необходимите критерии, за да може да бъде успешно приета като пълноправен член на еврозоната. След като България става член на ЕС през 2007г. логично възниква въпросът кога страната ще е готова за следващата стъпка от интеграцията с развитите европейски държави, които са вече част от ИПС. Главната цел за създаването на ИПС в Европа е осигуряването на стабилност и по-устойчив растеж, както и подобряването на живота на гражданите на ЕС. Това е и причината за естествен стремеж към участие в нея. Страните членки биха се отказали от своята парична автономия само, ако считат, че ползите от това надхвърлят разходите и устойчивостта на съюза ще зависи именно от валидността на това твърдение. За първи път след присъединяването си към ЕС може да се твърди, че България е на прага на еврозоната като се очаква членството да се реализира в обозримо бъдеще. Това води и до повдигането на въпроси от особена важност за успешното функциониране на паричния съюз, а именно до каква степен са покрити критериите за конвергенция от страна на България.

В глава I от дисертационния труд е направен преглед на литературата за оптимална валутна зона, тъй като до голяма степен еврозоната стъпва на определени принципи и до известна степен е изградена, за да отговаря на критериите за оптимална валутна зона. Също така са разгледани критериите за конвергенция, на база, на които е направен анализът за готовността на България за членство в еврозоната. С помощта на критичния анализ са изведени и други важни въпроси, а именно дали в действителност еврозоната отговаря на критериите за оптимална валутна зона. Преглед на изследвания в областта подчертават, че още при самото си създаване е било известно, че ИПС в Европа не отговаря на всички критерии за оптималност, а кризисните процеси, които се наблюдават през последните години са допълнително предизвикателство пред сближаването на страните. Еднозначен отговор на въпроса дали еврозоната е оптимална валутна зона не може да се даде предвид и на това, че при анализ на определени показатели, характеризиращи номиналната и реалната конвергенция, дори и на страни, които са

членове на еврозоната прави впечатление, че има съществени отклонения на някои от страните членки от средното ниво за еврозоната и приетите референтни стойности за номинална конвергенция, съответно постигната реална конвергенция. Съвременните кризисни процеси освен, че оказват влияние върху процеса на сближаване, представляват и сериозни предизвикателства за икономиките на страните по цял свят, включително и за еврозоната. Един от най-сериозно наблюдаваните проблеми е по отношение на ценовата стабилност. Ето защо от особен интерес представлява паричната политика, водена от страна на ЕЦБ, чиято основна цел е именно постигането на ценова стабилност в еврозоната.

Във II глава от дисертационния труд подробно са разгледани инструментите, с които ЕЦБ си служи. Направен е анализ и е дадена положителна оценка на ефективността на водената от нея парична политика. Паричната политика на ЕЦБ е от особен интерес за България, тъй като достъпът до нейните инструменти се разглежда като една от основните ползи от присъединяването на страната към еврозоната. В контекста на последните кризисни събития и високата инфлация, която е отчетена в България, 13%⁴⁵ през 2022г., още по-голяма актуалност придобива въпросът за силно ограничената парична политика на България. Това води до рискове за страната да не може да отговори адекватно на шокове от такъв порядък, както и поражда въпроси какво е естественото продължение на паричния съвет, тъй като не се цели да бъде постоянен режим на парична политика.

В III глава е обърнато специално внимание на паричния съвет в България като той е сравнен с паричните съвети на Естония и Литва, тъй като тези две страни успешно се присъединяват към еврозоната след функционирането на паричен съвет в тях. Техният пример е показателен за България. В III глава е направена и оценка на изпълнението на критериите за конвергенция от страна на България. Що се отнася до номиналните критерии, риск пред страната представлява изпълнението на критерия за ценова стабилност. Това се отбелязва и в последния доклад за конвергенция на ЕЦБ. Отчетените стойности за инфлацията през 2024г. са на значително по-ниски нива спрямо предходните две години, както за еврозоната, в размер на 2.4%, така и за България, в размер на 2.6%. Така към края на 2024г. България се доближава до изпълнението на критерия за ценова стабилност. Това означава, че след като България покрие този критерий би могла да поиска доклад за конвергенция от ЕЦБ, каквито действия се очаква

⁴⁵ Eurostat

да бъдат предприети от правителството. Целта е да се покаже, че страната изпълнява номиналните критерии за конвергенция и има готовност да стане член на еврозоната. Известни рискове съществуват по отношение на реалната конвергенция, тъй като България все още изостава по водещи показатели като БВП на глава от населението, ценово равнище, производителност на труда. Има основание да се твърди, че догонването на страната би могло да се случи по-бързо, ако тя е част от съюза. Това твърдение е подкрепено, както от теоретични постановки в областта, така и с анализ на страни като Естония, Литва, Латвия, където се наблюдава сближаване със страните от еврозоната след тяхното присъединяване.

В IV глава от дисертационния труд са разгледани основните ползи и рискове пред България от присъединяването на страната към еврозоната. Като основен риск е разгледан непосредственото покачване на инфлацията в резултат от присъединяването към еврозоната. Този риск обаче не се материализира в другите страни, които вече са се присъединили към еврозоната.

С помощта на иконометрично изследване е изграден симулационен модел, който доказва изследователската теза, че членството на България в еврозоната ще доведе до положителни ефекти върху основни макроикономически показатели за България, а именно:

Хипотеза 1, че членството на България в еврозоната ще доведе до по-висок износ и по-висок ръст на БВП се потвърждава. Чрез прилагането на векторен модел с корекция на грешката (VECM) е направена прогноза за износа и БВП на България в два сценария: базов и симулационен. Симулационният сценарий е изграден на основата на задълбочен преглед на литературата в областта на теорията за оптимална валутна зона и по-конкретно на връзката между международната търговия и участието в паричен съюз. Съществува и голям набор от емпирични изследвания, които на базата на гравитационни модели доказват, че участието в паричен съюз води до ръст в международната търговия на страните част от него. Такъв тип симулационни модели са прилагани в други страни, но не и за България.

Направеното проучване не дава еднозначен отговор по отношение на **Хипотеза 2**, че приемането на еврото ще доведе до по-бързо сближаване на България със страните от еврозоната по отношение на доходите и ценовото равнище. При анализ на определени показатели, характеризиращи номиналната и реалната конвергенция, дори и на страни, които са членове на еврозоната прави впечатление, че има съществени отклонения на някои от страните членки от средното ниво за еврозоната и приетите референтни

стойности за номинална конвергенция, съответно постигната реална конвергенция. Специално внимание е обърнато на Естония, Литва и Латвия, при които след въвеждане на еврото се наблюдава сближаване към еврозоната по отношение на БВП на глава от населението, ценово равнище и производителност на труда, но е трудно да се докаже, че това сближаване се дължи именно на членството в еврозоната, и че то щеше да се осъществи по-бавно, ако страните не се бяха присъединили към съюза.

Потвърждава се **Хипотеза 3**, че членството на България в еврозоната ще генерира положителни ефекти за страната в това число: достъп до инструментите на парична политика на ЕЦБ, а от тук и ценова стабилност; по-ниски транзакционни разходи и по-добър кредитен рейтинг на страната, приток на преки чуждестранни инвестиции., което ще се отрази в по-висок икономически растеж.

Хипотеза 4 се потвърждава, а именно присъединяването на България към еврозоната няма да доведе до значителни рискове пред страната. Направеният анализ на последните държави, присъединили се към еврозоната показва, че основни рискове като по-висока инфлация не се материализират. Загубата на автономия върху паричната политика не представлява особен риск за България. Това е така, тъй като в страната действа паричен съвет и на практика инструментите на парична политика почти липсват или са силно ограничени.

В контекста на последните кризисни процеси и високата инфлация липсата на адекватни парични инструменти може да се разглежда като сериозно ограничение и риск за справяне с кризите. Това поставя въпроса какво е бъдещето на паричния съвет в България, тъй като идеята не е той да е постоянен паричен режим. Членството в еврозоната е неговото естествено продължение.

Дисертационният труд има своя научен принос, както за обогатяване на литературата в областта на паричната теория и паричната политика, така и своя практически принос като дава препоръки за безпроблемното въвеждане на еврото в България.

IV. СПРАВКА ЗА ПРИНОСИТЕ В ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

В дисертационния труд се открояват следните приноси с научен и научно-приложен характер:

1. Обогаляване на съществуващата специализирана икономическа и финансова литература по отношение на разширяването на еврозоната и присъединяването на нови държави в частност – България.
2. Сравнителен и критичен анализ на готовността на България за членство в еврозоната и съпоставяне с готовността и на други страни с дерогация, както и сравнение на основни макроикономически показатели и политики на България с последните присъединили се страни към еврозоната.
3. Извеждане, систематизиране, оценка и анализ на ползите и разходите за България от присъединяването към еврозоната.
4. Разработване на самостоятелен иконометричен модел за прогнозиране на БВП на България и конструирането на симулационен модел, включващ предполагаемия ефект върху износа на стоки и услуги и БВП на България след присъединяване към Еврозоната. С помощта на разработените модели се показват положителните ефекти от членството в Еврозоната върху основни макроикономически показатели.
5. Формулиране на препоръки с практическа насоченост за въвеждането на еврото в България след действащ паричен съвет.

V. СПИСЪК НА ПУБЛИКАЦИИТЕ, СВЪРЗАНИ С ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД И УЧАСТИЯТА В КОНКУРСИ И ПРОЕКТИ

1. „Предизвикателства, рискове и ефекти от влизането на България в еврозоната“, публикувана в списание „Бизнес посоки“ брой 1, 2022г. Бургаски свободен университет – Бургас

2. „Паричните съвети в България, Естония и Литва – същност, развитие, сравнителен анализ“, публикувана в списание „Бизнес посоки“ брой 1, 2022г, Бургаски свободен университет – Бургас

3. „Парична политика на Европейската централна банка и влиянието ѝ върху икономиката на еврозоната.“, Сборник с доклади, Шестнадесета Международна научна конференция на младите учени „Икономиката на България и Европейския съюз: предизвикателството COVID-19“, 16 февруари 2021г., Университет за национално и световно стопанство

4. „International trade and competitiveness in the global economy“, X Международная научно- практическая интернет-конференция Сетевой бизнес: становление, проблемы, инновации“, 27-28 април 2020г., Полтавский университет экономики и торговли

VI. ДЕКЛАРАЦИЯ ЗА ОРИГИНАЛНОСТ

Във връзка с провеждането на процедура за придобиване на образователна и научна степен „Доктор“ по научна специалност „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка“ декларирам, че:

1. Резултатите и приносите в дисертационния труд на тема „ Предизвикателства, рискове и ефекти от влизането на България в еврозоната.“ са оригинални и не са заимствани от изследвания и публикации, в които авторът няма участия.

2. Резултатите, които са получени, описани и/или публикувани от други автори, са надлежно и подробно цитирани в библиографията.