



ГОДИШЕН ДОКЛАД 2023

ИКОНОМИЧЕСКО РАЗВИТИЕ И ПОЛИТИКИ В БЪЛГАРИЯ: ОЦЕНКИ И ОЧАКВАНИЯ

Тема на фокус:

„Евروزоната и присъединяваща се
България“

Институт за икономически изследвания при БАН

ГОДИШЕН ДОКЛАД 2023

ИКОНОМИЧЕСКО РАЗВИТИЕ И
ПОЛИТИКИ В БЪЛГАРИЯ:
ОЦЕНКИ И ОЧАКВАНИЯ

Тема на фокус:

„Евروزоната и присъединяваща се
България”

София
2023

В доклада е анализирано състоянието на икономиката на България през 2022 г. и първото тримесечие на 2023 г. и са очертани перспективите за развитието ѝ в средносрочен план, като се отчитат конюнктурни предизвикателства и структурни специфики.

Темата на фокус представя основните резултати от научноизследователски проект на тема „Еврозоната и икономически перспективи пред България“, реализиран от екип от учени от ИИИИ при БАН.

Анализът и прогнозните оценки са предназначени за широк кръг специалисти и преди всичко за държавните институции, работодателските и профсъюзните организации, общинските и местните управленски структури, неправителствени организации, научната общност и широката общественост. Изводите за макроикономическото развитие и политиките са насочени към възможностите за тяхното усъвършенстване.

Оценките и прогнозите са експертни и изразяват вижданията на авторския колектив. Докладът е обсъден от Експертен съвет и приет от Научния съвет на Института за икономически изследвания при БАН.

Научни рецензенти – *проф. д.ик.н. Гарабед Минасян и проф. д-р Татяна Хубенова-Делисивкова*

Отговорен редактор – *доц. д-р Димитър Златинов*

Авторски колектив:

Доц. д-р Димитър Златинов (ръководител на проекта) – Част Първа (т. 3) / Част Втора (т. 2)

Проф. д.ик.н. Росица Рангелова – Част Втора (т. 1; т. 5.1; Заключение и изводи)

Проф. д-р Даниела Бобева-Филипова – Част Втора (т. 3; т. 4.6; т. 5.1; т. 5.2; т. 5.3)

Доц. д-р Виктор Йоцов – Част Първа (т. 5)

Доц. д-р Григор Сарийски – Част Първа (т. 4.1; т. 4.2; т. 4.3; т. 4.5) / Част Втора (т. 4 без т. 4.6)

Гл. ас. д-р Катерина Войческа-Никодиноска – Част Първа (т. 4.4)

Гл. ас. д-р Соня Георгиева – Част Първа (т. 1)

Гл. ас. д-р Яна Пальова – Част Първа (т. 2)

Предпечатна подготовка – *Диана Димитрова*

Печат – Издателска къща „Горекс Прес“

© Автори – доц. д-р Димитър Златинов, проф. д.ик.н. Росица Рангелова, проф. д-р Даниела Бобева-Филипова, доц. д-р Виктор Йоцов, доц. д-р Григор Сарийски, гл. ас. д-р Катерина Войческа-Никодиноска, гл. ас. д-р Соня Георгиева, гл. ас. д-р Яна Пальова

© Институт за икономически изследвания при БАН

ISBN 978-954-9313-21-5

ISSN 1314-8893

СЪДЪРЖАНИЕ

| | |
|--|------------|
| Използвани съкращения | 4 |
| Списък на фигурите | 6 |
| Списък на таблиците | 8 |
| РЕЗЮМЕ | 11 |
| ЧАСТ ПЪРВА. АНАЛИЗ НА МАКРОИКОНОМИЧЕСКОТО РАЗВИТИЕ ПРЕЗ 2022 г. И СРЕДНОСРОЧНИ ПРОГНОЗИ | 17 |
| 1. Реален сектор и пазар на труда | 19 |
| 2. Фискален сектор и предизвикателства пред публичните финанси | 36 |
| 3. Външен сектор и външноикономическа среда | 56 |
| 4. Банков сектор и капиталов пазар | 75 |
| 5. Прогнози за развитието на българската икономика до 2025 г. | 92 |
| 6. Препоръки към икономическата политика | 102 |
| ЧАСТ ВТОРА. ТЕМА НА ФОКУС: ЕВРОЗОНАТА И ПРИСЪЕДИНЯВАЩА СЕ БЪЛГАРИЯ | 105 |
| 1. Еврозоната – състав, условия за присъединяване и анализ на институционалната структура | 108 |
| 2. Първите 20 години от въвеждането на еврото в парично обращение – икономически резултати и провеждани политики | 112 |
| 3. Развитие и прилагане на регулаторната рамка за присъединяване към еврозоната | 123 |
| 4. Рискове, произтичащи от присъединяване към еврозоната | 129 |
| 5. Макроикономически ефекти при приемане на еврото | 139 |
| Заключение и изводи | 149 |
| ИЗПОЛЗВАНА ЛИТЕРАТУРА | 153 |

ИЗПОЛЗВАНИ СЪКРАЩЕНИЯ

| | |
|-------|---|
| АДСИЦ | Акционерни дружества със специална инвестиционна цел |
| АЕЦ | Атомна електроцентраля |
| б. т. | базисни точки |
| БАН | Българска академия на науките |
| БВП | Брутен вътрешен продукт |
| БНБ | Българска народна банка |
| БФБ | Българска фондова борса |
| ВЕИ | Възобновяеми енергийни източници |
| ВМ II | Валутен механизъм II |
| ДЕС | Договор за Европейския съюз |
| ДСЗИ | Други системно значими институции |
| ДФЕС | Договор за функционирането на ЕС |
| ДЦК | Държавни ценни книжа |
| ЕИФС | Европейски инструмент за финансова стабилност |
| ЕК | Европейска комисия |
| ЕМС | Европейски механизъм за стабилност |
| ЕСИФ | Европейски структурни и инвестиционни фондове |
| ЕС | Европейски съюз |
| ЕСС | Европейска система от национални и регионални сметки |
| ЕСФ | Европейски социален фонд |
| ЕЦБ | Европейската централна банка |
| ЕФРР | Европейски фонд за регионално развитие |
| ЗДДС | Закон за данък върху добавената стойност |
| ЗМР | Задължителни минимални резерви |
| ИПС | Икономически и паричен съюз |
| КФП | Консолидирана фискална програма |
| КФ | Кохезионен фонд |
| КФН | Комисия за финансов надзор |
| МВУ | Механизъм за възстановяване и устойчивост |
| МВФ | Международен валутен фонд |
| МС | Министерски съвет |
| МСП | Малки и средни предприятия |
| МФ | Министерство на финансите |
| МФР | Многогодишна финансова рамка |
| НАП | Национална агенция за приходите |
| НОИ | Национален осигурителен институт |
| НПВУ | Национален план за възстановяване и устойчивост |
| НФП | Нефинансови предприятия |
| НЦБ | Национална централна банка |
| ОИСР | Организация за икономическо сътрудничество и развитие |
| ОПЕК | Организация на страните износителки на петрол |
| ОП | Оперативна програма |
| пр.п. | Процентен пункт |
| ПСР | Пакт за стабилност и растеж |
| ПФИ | Парично-финансови институции |
| ПЧИ | Преки чуждестранни инвестиции |
| СНФУ | Стоки и нефакторни услуги |
| СПС | Стандарт на покупателна способност |
| СПТ | Специални права на тираж |

| | |
|-------|--|
| СТО | Световна търговска организация |
| ТПСП | Териториални планове за справедлив преход |
| ФЕД | Федерална резервна система на САЩ |
| ФСП | Фонд за справедлив преход |
| ХИПЦ | Хармонизиран индекс на потребителските цени |
| ЦИЕ | Централна и Източна Европа |
| ВЕАМ | Bulgarian Enterprise Accelerator Market |
| ETFs | Борсово търгувани фондове (Exchange Traded Funds) |
| IPO | Първично публично предлагане (Initial Public Offering) |
| NEETs | Младежи, които нито се обучават, нито са заети |

СПИСЪК НА ФИГУРИТЕ

| | |
|--|----|
| Фигура 1. Реален БВП на човек от населението (евро) | 20 |
| Фигура 2. Динамика на реалния БВП по компоненти на крайно използване | 21 |
| Фигура 3. Дял на икономическите дейности в БДС (%)..... | 22 |
| Фигура 4. Средни индекси на промишленото производство | 24 |
| Фигура 5. Общи индекси на оборота в промишлеността през 2021 и 2022 г. по месеци | 25 |
| Фигура 6. Общ показател на бизнес климата – общо за страната | 26 |
| Фигура 7. Индекси на потребителските цени | 27 |
| Фигура 8. Индекси на нарастване на цените на основни потребителски групи стоки ... | 28 |
| Фигура 9. Заети по възрастови групи | 31 |
| Фигура 10. Икономически сектори с най-голям брой свободни работни места през 2022 г. | 33 |
| Фигура 11. Бюджетни приходи за периода 2014-2022 г. | 38 |
| Фигура 12. Сравнение на изпълнение на бюджетните приходи по основни групи за 2022 г. и 2021 г. (% от БВП) | 39 |
| Фигура 13. Бюджетни разходи за периода 2014-2022 г. | 43 |
| Фигура 14. Сравнение на структурата на бюджетните разходи за 2022 и 2021 г. (% от общите разходи) | 46 |
| Фигура 15. Фискален дефицит по подсектори на сектор „Държавно управление“ (начислена основа) | 48 |
| Фигура 16. Фискален дефицит на КФП, националния бюджет и европейските средства за 2022 г. и сравнено с 2021 г. (на касова основа, % от БВП) | 48 |
| Фигура 17. Държавен дълг за 2022 г. по инструменти (% от БВП) | 50 |
| Фигура 18. Изпълнение на оперативните програми към 31.03.2023 г. | 51 |
| Фигура 19. Финансиране по Националния фонд за възстановяване и устойчивост | 52 |
| Фигура 20. Изменение на цената на суровия петрол и природния газ в Европа (%) | 56 |
| Фигура 21. Средногодишна инфлация в САЩ, ЕС и еврозоната (%)..... | 59 |
| Фигура 22. Дял от общия износ на България към основните търговски партньори в периода 2018-2022 г. (%) | 60 |
| Фигура 23. Икономически растеж в основните търговски партньори на България в периода 2015-2022 г. (%)..... | 60 |
| Фигура 24. Средногодишна инфлация в основните търговски партньори на България в периода 2015-2022 г. (%)..... | 61 |
| Фигура 25. Индекси на цени на износа и вноса на България в периода 2015-2022 г. ... | 64 |
| Фигура 26. Изменение на разходите за труд в България на годишна база спрямо основните търговски партньори в еврозоната в периода 2015-2022 г. (%) | 65 |

| | |
|--|-----|
| Фигура 27. Реален ефективен валутен курс, дефлиран с индекса на потребителските цени спрямо 42 търговски партньори (индекс 2015=100) | 66 |
| Фигура 28. Структура на износа и вноса по групи стоки през 2022 г. (%) | 66 |
| Фигура 29. Износ на оръжия, муниции и техните части и принадлежности в периода 2014-2022 г. (млн. евро) | 70 |
| Фигура 30. Износ на електрическа енергия в периода 2015-2022 г. (млн. евро) | 71 |
| Фигура 31. Основни показатели от платежния баланс в периода 2015-2022 г. (% от БВП) | 72 |
| Фигура 32. Парични агрегати (12-месечен прираст, млрд. лв.) | 75 |
| Фигура 33. Резервни пари | 77 |
| Фигура 34. Ключови показатели за паричния съвет в България | 78 |
| Фигура 35. Годишни обеми на кредити по нов бизнес | 80 |
| Фигура 36. Брутни кредити преди обезценка към края на периода (млрд. лв.) | 81 |
| Фигура 37. Разпределение на брутните кредити (%)..... | 82 |
| Фигура 38. Структура на кредитите и авансите | 85 |
| Фигура 39. Коефициент на годишна ликвидност на БФБ за периода 2011-2022 г. (%) | 89 |
| Фигура 40. Приноси за икономическия растеж по компоненти на крайното потребление | 97 |
| Фигура 41. Приноси на вътрешното и външното търсене за икономическия растеж (%) | 99 |
| Фигура 42. Дял на БВП на еврозоната от световния БВП (%)..... | 113 |
| Фигура 43. БВП на човек от населението, измерен по стандарт на покупателна способност (хил. евро) | 115 |
| Фигура 44. Правителствен дълг в еврозоната и ЕС (% от БВП) | 117 |
| Фигура 45. Търговска интеграция на еврозоната в световен план (%) | 119 |
| Фигура 46. Средногодишна инфлация, измерена чрез ХИПЦ (%) | 126 |
| Фигура 47. Бюджетен дефицит/излишък в България и Хърватия (% от БВП) | 127 |
| Фигура 48. Средногодишна инфлация в Естония, измерена чрез ХИПЦ (%) | 131 |
| Фигура 49. Относителен дял на износа към страните от еврозоната в общия обем на експорта на България и Румъния | 134 |
| Фигура 50. Реална и усетена инфлация в България в периода 2001-2022 г. (%) | 146 |

СПИСЪК НА ТАБЛИЦИТЕ

| | |
|---|-----|
| Таблица 1. Коефициенти на заетост, безработица и продължителна безработица в България и ЕС-27 (%)..... | 31 |
| Таблица 2. Сравнение на бюджетните приходи и помощи за 2022 и 2021 г. | 40 |
| Таблица 3. Сравнение на бюджетните разходи за 2022 и 2021 г. | 45 |
| Таблица 4. Финансиране чрез ЕСИФ и ФСП за програмния период 2021-2027 г. (млн. евро) | 54 |
| Таблица 5. Динамика на основните лихвени проценти в САЩ и еврозоната между 2019 и 2023 г. (%) | 58 |
| Таблица 6. Пазарна капитализация по пазарни сегменти за периода 2021-2022 г. (млн. лв.) | 86 |
| Таблица 7. Основни показатели за развитието и активността на българския капиталовия пазар за периода (2018-2022 г.) | 87 |
| Таблица 8. Структура на борсовата търговия по пазари в България | 88 |
| Таблица 9. Сравнение на данните от макроикономическата прогноза на ИИИ при БАН с отчетните за 2022 г. | 93 |
| Таблица 10. Основни допускания за външния сектор, заложиени в макроикономическата прогноза | 96 |
| Таблица 11. Макроикономическа прогноза на ИИИ при БАН за периода 2023-2025 г. | 98 |
| Таблица 12. Съпоставка на макроикономическите прогнози за България на водещи институции за периода 2023-2025 г. | 101 |
| Таблица 13. Хронология на присъединяването на държавите-членки на ЕС към еврозоната | 108 |

Институтът за икономически изследвания при Българската академия на науките (ИИИ при БАН) представя на научната общност, институциите и пред широката общественост поредния годишен доклад, анализиращ икономическото развитие на България и провежданите икономически политики. В доклада се изследва състоянието и развитието на националната икономика през 2022 г. и се представят прогнозни оценки за икономическото развитие в средносрочен план до 2025 г. Разгледани са основните сектори на икономиката (реален, фискален, външен и финансов) при отчитане на връзките и зависимостите между тях както във вътрешен, така и в международен план. Тази година фокусът е поставен върху ползите и предизвикателствата от присъединяването на България към еврозоната.

Целта на доклада е да се анализират икономическите процеси в България през 2022 г., да се очертаят процесите в икономически план през 2023 г. и да се прогнозира тяхното развитие в средносрочна перспектива до 2025 г., да се оценят провежданите политики в страната при отчитане на регионалните и световните процеси и тенденции и да се отправят конкретни препоръки към икономическата политика в страната. На основата на структурен макроикономически модел е предложена средносрочна макроикономическа рамка, отразяваща различни допускания както за динамиката на външноикономическата среда, така и за очакваните направления на икономическото управление.

Докладът се състои от две части. В **първата част** се анализира макроикономическата ситуация в страната през 2022 г. и първото тримесечие на 2023 г. от гледна точка на вътрешно обусловени и регионално детерминирани фактори и процеси и се коментират основните сценарии и прогнози за развитието в средносрочен план. Състоянието на *реалния сектор* на икономиката се представя, като се проследява динамиката на икономическата активност (БВП, инфлация и безработица), която се обвързва с протичащи процеси в съпоставителен план в Европейския съюз (ЕС). Акцент се поставя върху изследването на вътрешни и външни фактори, оказващи ефект върху инфлационната динамика при нейната обвързаност с процесите на пазара на труда. Устойчивостта на *фискалния сектор* се разглежда през възможностите за финансиране на зеления и дигиталния преход чрез европейски фондове и програми и се дискутират необходимите политики за запазване на фискалната стабилност. Перспективите пред *външната търговия* се коментират от гледна точка на икономическото състояние и очакванията за развитие на основните търговски партньори на България, като се отчита високата свързаност с процесите в еврозоната и структурните специфики на външнотърговските отношения. При анализа на *финансовия сектор* (банков сектор и капиталов пазар) се акцентира на отраженията на провежданата парична политика от ЕЦБ и регулаторните действия на БНБ, както и на рисковете пред запазването на стабилното функциониране на сектора в условията на динамична макросреда. *Очакванията и прогнозите* за българската икономика в средносрочна перспектива се базират на ключови допускания за развитието на световната икономика и се съпоставят със сходни анализи на водещи институции в страната и чужбина. Отправят се *препоръки към икономическата политика* в страната, насочени към запазване на покупателната способност на доходите на населението и необходимостта от реструктуриране на определени фискални мерки.

Във **втората част** на Годишния доклад се изследват ползите и предизвикателствата от присъединяването на България към еврозоната, като се отчита опитът на балтийските държави, държавите-членки извън еврозоната и тези от т.нар. периферия на валутния блок. Коментират се множество ефекти на макроикономическо равнище от членството, които се обвързват с конкретни епизоди от икономическото развитие на разглежданите страни и провежданите политики от тях. Акцент се поставя върху промените в регулаторната рамка за присъединяване, като се аргументира тезата, че изборът на момента за приемане на еврото е важен както за краткосрочните, така и за дългосрочните ефекти, които се наблюдават впоследствие.

При изготвянето на доклада са използвани статистически данни от национални и международни източници, налични към 30 април 2023 г. Направените оценки и прогнози се основават на следните по-важни допускания¹:

- Забавянето на глобалната икономическа активност и обемите на търговия ще засегне в по-голяма степен развитите, отколкото развиващите се страни, което се очаква да окаже отражение върху външната среда, в която функционира националната икономика в средносрочен план.
- Въпреки отслабването на инфлационния натиск, инфлацията ще остане относително висока, което допълнително ще се подхранва от вътрешно обусловени фактори със структурен характер.
- Притокът на финансови потоци към страната ще се определя основно от средствата по оперативните програми и от пакета програми, свързани с европейските фондове за възстановяване и устойчивост. Ключов фактор за съживяване на инвестиционната активност в страната ще бъде навременното усвояване на средствата от Националния план за възстановяване и устойчивост (НПВУ).
- Фискалната стабилност ще е в силна зависимост от провеждането на фискална консолидация. Въпреки повишаването на публичния дълг, той няма да окаже съществено негативно влияние върху икономическата активност в средносрочна перспектива.
- Предвид структурните предпоставки за по-висока инфлация в страната, произтичащи от някои фискални, демографски и дисбаланси на пазара на труда, рисковете пред запазването на фискалната стабилност и неяснотите относно трайното нормализиране на политическата ситуация, присъединяване към еврозоната през 2025 г. изглежда трудно постижимо.

Годишният доклад на ИИИ при БАН за 2023 г. е преминал през процедурите на БАН за професионална компетентност. Изложените експертни мнения, оценки и очаквания отразяват преди всичко вижданията на авторите на Годишния доклад за 2023 г. и не ангажират непременно ИИИ при БАН.

¹ Детайлна обосновка на направените допускания в Годишния доклад на ИИИ при БАН за 2023 г. се съдържа в т. 5.2 от първата част.

РЕЗЮМЕ

Икономическият растеж през 2022 г. се забави до 3.4% при реализирания рекорден реален растеж на БВП от 7.6% през 2021 г. Забавянето на икономическата активност през 2022 г. се дължи на влошаването на икономическата обстановка в регионален и световен план вследствие на военния конфликт в Украйна, последвалите многоаспектни икономически санкции срещу Русия, както и предприетите строги протиепидемични мерки в Китай, което предизвика затруднения и прекъсвания във веригите на доставки на стоки и суровини. За положителната динамика на БВП през годината допринасят вторичните ефекти от постпандемичното възстановяване и понижената волатилност на пазарите на суровини. Най-значителен принос в икономическия растеж има прирастът на крайното потребление и износа на стоки и услуги. По-високото потребление на домакинствата се дължи на значителния растеж на номиналните доходи от труд, който изпреварва темпа на растеж на потребителските цени. Икономическата обстановка в страната през първото тримесечие на 2023 г. изглежда благоприятна при отчетения нисък прираст на индикатора за бизнес климата.

Годишната инфлация през 2022 г. възлиза на 14.3%, което е една от основните причини да се отложи изготвянето на доклад за оценка на готовността на страната за присъединяване към еврозоната. Сред факторите с най-голям принос за ускоряването на цените са поскъпването на основните енергоизточници и селскостопанските продукти на международните пазари, както и високите цени на международните превози. Поевтиняването на еврото спрямо щатския долар оказва влияние по линия на външнотърговския обмен на страната. Ниските лихвени проценти по депозитите и кредитите на ЕЦБ, които се запазват през първата половина на 2022 г., в комбинация с все още действащите стимулиращи фискални мерки, допълнително допринасят за ускоряването на инфлацията през годината. По линия на вътрешните фактори, с най-голям ефект са нарасналите производствени разходи в отговор на повишените цени на електроенергията и покачващите се разходи за труд, които интензифицират вътрешното търсене. През първото тримесечие на 2023 г. инфлацията се забави поради низходящата динамика на цените на енергийните стоки и останалите суровини на международните пазари. Очаква се инфлацията да остане по-висока в краткосрочен план, въпреки провежданата рестриктивна парична политика от водещите централни банки в световен план и повишаването на задължителните минимални резерви от БНБ, което ще се дължи на действието на вътрешни проинфлационни фактори.

През 2022 г. основни параметри на **пазара на труда** (икономическа активност, заетост и безработица) се възстановяват до нивата си преди пандемията от COVID-19. Безработицата възлиза на 4.3%, като след двугодишен спад работната сила нараства, а при показателите за заетостта се регистрират най-добри стойности за последните две десетилетия. Намаляване на заетите лица се отчита единствено във възрастовата група 25-34 години, което трайно я отличава като рискова група. Неблагоприятната демографска ситуация в страната все повече оказва ефект

върху пазара на труда. Повишаването на броя на свободните работни места при увеличаване на заетостта е сигнал, че възможностите за екстензивно увеличаване на предлагането на труд в отговор на увеличеното търсене все повече ще бъдат ограничени, главно под въздействие на тенденцията към намаляване на населението в трудоспособна възраст. Все по-голяма част от предприятията в страната се очаква да изпитват недостиг на работна сила. Неравномерното ѝ разпределение на територията на страната ще бъде все повече ограничаващ дейността им фактор. Натискът за увеличаване на доходите от труд ще продължи да нараства, надминавайки растежа на производителността на труда, като през 2022 г. България заема водещо място в ЕС по нарастване на средната работна заплата.

Фискалната политика през 2022 г. се определя от високата ценова динамика, при която по-високите реализирани бюджетни приходи са насочени към мерки за компенсиране на намаляващата покупателна способност на домакинствата и за разширяване на по-ниските ставки на ДДС за бизнеса, което рискува устойчивостта на бюджетните приходи. Изпреварващ темп на растеж през годината отчитат приходите от данък печалба в резултат от възстановената икономическа активност и нормализирането на функционирането на глобалните вериги на доставки. Вследствие на предприетите антикризисни правителствени мерки за преодоляване на спада в заетостта и доходите и постепенното възстановяване на икономическата активност, приходите от данъка върху доходите на физическите лица отбелязват 10% нарастване на годишна база. Годишният прираст на постъпленията от косвени данъци се дължи на премахването на ограничителните мерки във връзка с пандемията от COVID-19 и увеличеното вътрешно потребление и вноса. Неданъчните приходи също значително нарастват вследствие на увеличените приходи на фонд „Сигурност на електроенергийната система“. Очакванията за ускорено изпълнение на европейските инвестиционни проекти за програмния период на ЕС за 2014-2020 г. не се оправдават. Това поставя под риск фискалната позиция за 2023 г., тъй като освен приключването на стария програмен период започва изпълнението и на новите проекти за програмен период 2021-2027 г., както и проектите по НПВУ. Забавянето на промените в националното законодателство, свързани с НПВУ, е съществен риск пред изпълнението на заложените инвестиционни проекти и капиталовата програма на правителството. Правителствените субсидии под формата на компенсации за високите енергийни цени, както и разходите за социално осигуряване, подпомагане и грижи, продължават да нарастват през 2022 г. и все повече поставят в риск запазването на фискалната стабилност. Въпреки че държавният дълг е нисък, фискалната предпазливост е препоръчителна предвид натиска върху публичните финанси и необходимостта от запазване на фискални буфери при високата икономическа несигурност в регионален и световен план. Предварителните данни за изпълнението на КФП за първите четири месеца на 2023 г. показват влошаване на бюджетното салдо с 1.1 млрд. лв., поради по-ниските постъпления от данъци спрямо направените бюджетни разходи. В предложения Закон за държавния бюджет за 2023 г. подкрепящите мерки за бизнеса трябва да отпаднат, а отчисляването на дивидентите на държавните предприятия към бюджета не следва да е в пълен размер, което възпрепятства реинвестирането на остатъка от печалбата. Въпреки че капиталовите разходи се планира да възлязат на 4.5% от БВП, те не са

недостатъчни предвид приключването на плащанията по европейските проекти за програмния период на ЕС за 2014-2020 г. и започналите нови проекти с европейско финансиране от МФР на ЕС за 2021-2027 г.

Българският износ е насочен към вътрешния пазар на евроразоната, който формира над 45% от реализирания експорт на страната. По-слабото възстановяване на германската икономика, устойчивото през последните години намаляване на значимостта на пазарите на Италия и Гърция за български износ и несигурната макроикономическа ситуация в Турция са фактори, които допълнително засягат в негативен план динамиката на износа на стоки през 2022 г. Като положителен сигнал може да се разглежда ускореното развитие на Румъния през последните години и все по-голямата значимост на този пазар за българските износители. Анализът на външотърговските отношения на България през 2022 г. показва, че в ниска степен се реализират предимствата, произтичащи от нарастването на цените в световен мащаб, което издава структурна невъзможност на икономиката да се адаптира към по-високотехнологично производство и респективно износ. Въпреки че дялът на инвестиционните стоки нараства, което е положителна тенденция предвид по-високата им добавена стойност, износът и вносът на суровини и материали продължават да доминират в структурата на външната търговия. През 2022 г. износът на оръжия, муниции и техните части и принадлежности възлиза на 1.455 млрд. евро, а стойността на реализирания износ на електрическа енергия нараства със 146%. Очакванията са производството и износа на военна продукция и електроенергия да продължат да противодействат на спада на външното търсене на България и през 2023 г. Въпреки че стойността на износа на петролни продукти от страната през 2022 г. се увеличава с повече от 3 пъти, специфичен фактор, който ще оказва неблагоприятно въздействие, е влизането в сила от първата половина на 2023 г. на забраната за износ към страни, различни от Украйна, на нефт и нефтопродукти, произведени от руски петрол. Основен принос за положителното салдо по текущата и капиталовата сметка на платежния баланс оказват нарастващите с над 70% на годишна база постъпления на сектор „Държавно управление“. Регистрира се изтичане на над 4 млрд. евро инвестиционен доход от страната. Това се оформя като структурен проблем за българската икономика и отразява неблагоприятната инвестиционна среда в страната при трудно надхвърлящите 3% от БВП преки чуждестранни инвестиции през последните години. Постепенното отпадане на противоепидемичните мерки и растящата инфлация довеждат до прираст на годишна база с над 30% на приходите от международен транспорт и с над 55% от туризъм. По-голямото натрупване на чуждестранни активи на резиденти позволява задържането на положителното салдо по финансовата сметка на платежния баланс. В по-съществена степен се изменя външният дълг на частния сектор (10.1% годишен прираст), за което основно въздействие оказва нарастването на краткосрочния дълг на банковия сектор.

Динамиката на **паричното предлагане** през 2022 г. се определя от нарастването на парите в обращение в резултат от удълженото действие на експанзионистичните фискални мерки, стагниращите реални доходи на домакинствата и постепенното покачване на пазарните лихви след края на първото полугодие. Въпреки че през 2022 г. **банковият сектор** продължава да функционира в неустойчива среда,

търговските банки демонстрират стабилни показатели, подпомогнати в значителна степен от по-доброто представяне на икономиката в сравнение с първоначалните прогнози, базирани на очакваните негативни ефекти от конфликта в Украйна и затягането на паричната политика. При тази динамична макросреда банковата система се адаптира, без да се налага да предприеме особено активни действия. 2022 г. се характеризира със запазване на интензивните темпове на кредитиране на фона на все още умереното вдигане на лихвените проценти, вследствие на: значителния обем на натрупаните ликвидни буфери; изпреварващите темпове на разходите за основна дейност (лихви по депозити и такси), които поради несъизмеримо по-малкия си обем спрямо brutните приходи засега не оказват съществен натиск върху нетния доход; все още намаляващите (макар и незначително) разходи за обезценка и начислени провизии; и най-вече с рекордното повишение на отчетените финансови резултати в сектора. Повишението на лихвените проценти по кредити през 2022 г. протича с относително забавени темпове поради наличието на значителни излишъци от високоликвидни активи, които банките са натрупали в резултат от продължилия твърде дълго период на количествени улеснения. Въпреки че за последните 20 години **българският капиталов пазар** трайно се установява с ниска активност на първичния пазар, нисък оборот на вторичния пазар и ниска капитализация спрямо БВП, оборотите на БФБ вече трета поредна година отчитат растеж, поради огромния неизползван потенциал и някои инициативи, предприети от БФБ, вкл. разкриването на новия пазар BEAM² за растящи компании. Очакванията са през 2023 г. да настъпи известна промяна в състоянието на финансовия сектор в страната, тъй като протичащите изменения на средата създават условия за нарастване на дела на необслужваните кредити, а оттам и до растеж на провизиите и понижаване на показателите за рентабилност в банковия сектор.

Средносрочната прогноза на ИИИ при БАН е вътрешното търсене постепенно да се възстановява до 2025 г., докато приносът на външното търсене в икономическия растеж да остане отрицателен. За целия прогнозен период инфлацията се очаква да остане по-висока от обичайната през последните години. Безработицата се прогнозира да остане на същите нива и дори леко да се понижи през следващите две години. Разкриването на нови работни места ще намали драстично влиянието си върху темповете на икономически растеж. Доколкото повечето търговски банки в страната поддържат значително над изискуемия минимум резерви, се очаква слаб ефект от последните промени в паричната политика на БНБ за повишаване на задължителните минимални резерви, като ефектът върху паричното предлагане в страната е силно зависим от реакцията на населението по отношение на наличните пари. Неизпълнението на вече поети ангажименти, в т.ч. и по НПВУ, може да се очаква, че ще доведе до по-висок бюджетен дефицит и по-голяма нужда от външно финансиране. В такива условия членството в еврозоната би се отложило и след 2025 г. Отправят се препоръки към икономическата политика в страната, насочени към запазване на покупателната способност на доходите на населението и към необходимите насоки за преформулиране на фискалната политика.

Основната теза, която се защитава в **темата на фокус „Еврозоната и**

² От англ. *Bulgarian Enterprise Accelerator Market*.

присъединяваща се България“, е, че колкото по-подготвена е България, толкова по-големи ползи би реализирала и по-малко предизвикателства би срещнала при бъдещото си присъединяване към еврозоната. В съпоставителен план са разгледани икономическите резултати и провежданите политики в еврозоната през първите 20 години от въвеждането на еврото в реално парично обращение; развитието и прилагането на регулаторната рамка за присъединяване към еврозоната; макроикономическите рискове, произтичащи от членството в еврозоната и макроикономическите ефекти при приемане на еврото и необходимите стъпки в тази насока. Отчита се опитът на две групи страни от ЕС по отношение на икономическите им постижения и провежданите политики – балтийските държави (Естония, Латвия и Литва), които са членки на еврозоната, и страните с дерогация (Полша, Чехия, Унгария, Румъния), които имат потенциала, но към момента се въздържат от членство. Разгледана в динамика, еврозоната изостава не само спрямо световните темпове на икономическо развитие, но и спрямо средните равнища за ЕС. Реализираният икономически растеж не е достатъчен и предприетите мерки на икономическата политика след 2008 г. не са ефективни в необходимата степен, за да задържат конкурентните позиции на държавите от валутния съюз в световен план. Съмненията относно уязвимостта на еврозоната и нейната способност да се справя с кризи отслабват аргументацията за икономическата рационалност от приемането на еврото и засилват ролята на политическите съображения при вземането на решението за присъединяване към валутния съюз.

Развитието на регулаторната рамка за присъединяване към еврозоната се проследява от гледна точка на участието на националната парична единица към ВМ II и при изпълнение на критериите за номинална конвергенция в периода от 2007 до 2022 г. Налице са аргументи в полза на тезата, че докато в първия етап (присъединяване към ВМ II) промените създават изключително рестриктивен режим, по отношение на втория етап (присъединяване към еврозоната) ЕЦБ и ЕК постепенно започват да интерпретират широко и доста гъвкаво критериите, правейки възможно присъединяването при съществено отклоняване от конвергентните критерии. Емпирични данни сочат, че достъпът до еврозоната се допуска дори за страни с висок публичен дълг, с по-висок бюджетен дефицит и инфлация, което до голяма степен прави присъединяването зависимо и от намеренията на отделните страни да приемат еврото.

Икономическите ефекти от влизане на дадена държава в еврозоната се разделят основно на две групи – ползи и рискове. В страните, които са приели еврото след финансово-икономическата криза от 2008 г., не се наблюдават сериозни инфлационни сътресения, което подкрепя тезата, че **изборът на момента за присъединяване е важен както за краткосрочните, така и за дългосрочните ефекти от членството в еврозоната**. Опитът на Полша, Чехия, Унгария и Румъния показва, че част от очакваните ползи от присъединяването към еврозоната, които аргументират членството, могат да се реализират и извън нея – засилване на интеграцията на икономиката, синхронизиране на икономическия цикъл, по-голям приток на ПЧИ, валутна стабилност, разширен достъп на домакинствата и фирмите до по-евтин ресурс, по-висока стабилност на финансовия сектор, поради разширяване на източниците за финансирането, валутна стабилност и др.

Основните рискове от членството в еврозоната произтичат от икономическите различия и недостатъчната структурна конвергенция, ограничаването на националния суверенитет за провеждане на самостоятелна парична политика, загубата на международна конкурентоспособност, което е особено валидно за страните от периферията на еврозоната, нарастването на публичния дълг вследствие на по-благоприятните условия за финансиране, а оттам и ускоряването на цените в дългосрочен план. Опитът на балтийските страни обаче е показателен, че приемането на еврото не променя инфлационния тренд, публичният дълг не нараства съществено и растежът на работната заплата изпреварва инфлацията.

Приемането на единната валута в България предполага определени ползи, но не трябва да се пренебрегва фактът, че този процес може да доведе до определени сътресения и рискове, ако икономиката не е готова. За устойчивото развитие на страната в рамките на еврозоната е необходим добре обмислен професионален подход за оценяване на потенциалните ефекти, систематизирана и последователна работа на официалните институции за подготовка и национален консенсус около стратегически документи за приемането на еврото и дългосрочното функциониране на българската икономика в рамките на валутния съюз.

ЧАСТ ПЪРВА

АНАЛИЗ НА МАКРОИКОНОМИЧЕСКОТО РАЗВИТИЕ ПРЕЗ 2022 Г. И СРЕДНОСРОЧНИ ПРОГНОЗИ

1. Реален сектор и пазар на труда

Състоянието на реалния сектор на икономиката се разглежда както от гледна точка на динамиката и краткосрочните показатели за икономическата активност, така и спрямо процесите на пазара на труда и тяхната връзка с изменението на цените. Коментират се предизвикателствата пред сближаването на българската икономика с държавите-членки на ЕС и състоянието на пазара на труда на фона на общоевропейските тенденции. В анализа се залага на обвързаността между процесите на трудовия пазар и структурните дисбаланси на българската икономика, определящи висок ценови натиск в условията на слаба инвестиционна активност.

1.1. Динамика на икономическата активност и сближаване с държавите-членки на ЕС

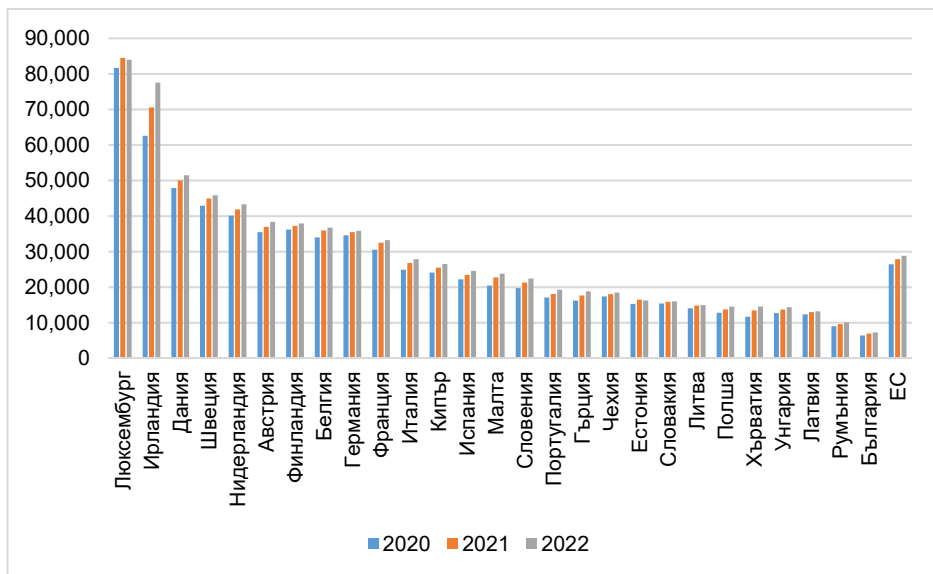
По предварителни данни през 2022 г. БВП по текущи цени възлиза на 165.4 млрд. лв.. Икономическият растеж за 2022 г. е 3.4% и това е значително изоставане от реализирания през 2021 г. рекорден реален растеж на БВП от 7.6%. **Забавянето на икономическата активност през 2022 г. отразява влошаването на икономическата обстановка в регионален и световен план вследствие на военния конфликт между Русия и Украйна, последвалите многоаспектни икономически санкции срещу Русия, както и предприетите строги противоепидемични мерки в Китай за ограничаване на COVID-19, което предизвика затруднения и прекъсвания във веригите на доставки на стоки и суровини.**

Реалният БВП на човек от населението на България през 2022 г. възлиза на 7250 евро. **Реалният БВП на човек от населението средно за ЕС през 2022 г. е 28 810 евро, което показва, че изоставането на България по реални доходи на човек от населението е повече от 4 пъти спрямо средното за ЕС (Фигура 1).**

Сериозният проблем с изоставането на България по доходи се потвърждава и при съпоставката с Румъния, където реалният БВП на човек от населението през 2022 г. е 10 110 евро. Според Сарийски и Рангелова (Sariiski, Rangelova, 2022, pp. 63-71) различният фокус на започнатите реформи и специфичният дизайн на провежданите икономически политики са причина за по-успешно проведения преход към пазарна икономика в Румъния в сравнение с България. За разлика от България, Румъния акцентира в по-голяма степен върху подобряването на своята институционална рамка³, което допринася за повишаване на конкурентоспособността на икономиката и развитието на ефективен пазарен механизъм.

³ Значението на институционалната среда за структурно сближаване на държавите-членки в ЕС се изследва и в Raleva, Marikina, 2021, pp. 283-296.

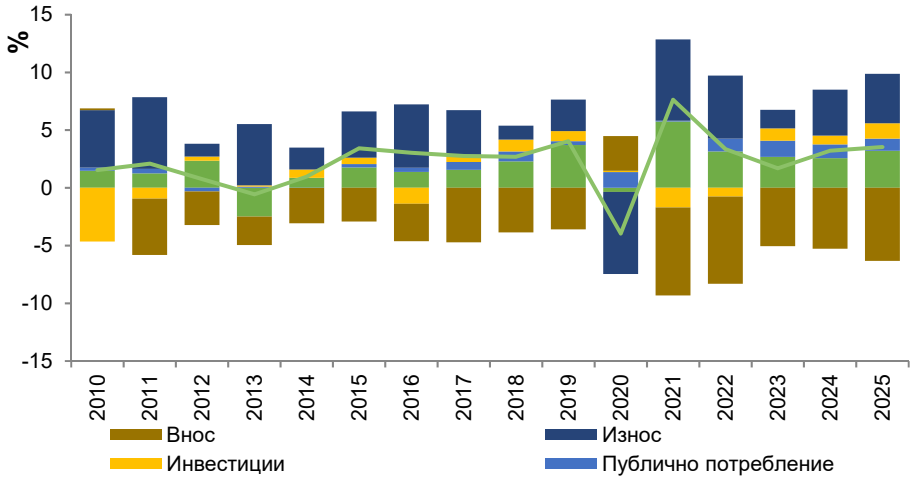
Фигура 1. Реален БВП на човек от населението (евро)



Източник: НСИ.

Друг важен показател, който потвърждава изоставащата позиция (Minassian, 2021, pp. 1-13) на страната сред останалите държави-членки от ЕС, е коефициентът на Джини. По данни на Евростат през 2022 г. в България приравненият разполагаем доход преди социалните трансфери е със стойност 38.4 пункта, при средна стойност за ЕС около 30 пункта и за Румъния около 32. пункта, което е индикатор за най-високото доходно неравенство в общността.

От компонентите на крайното използване най-значителен принос за годишния растеж на реалния БВП през 2022 г. има прирастът на частното и публичното потребление, както и на износа на стоки и услуги (Фигура 2). По-високото потребление на домакинствата през 2022 г. е предизвикано от значителния растеж на номиналните доходи от труд (увеличение на пенсиите и социалните помощи и индексирани работните заплати през годината), който изпреварва темпа на растеж на потребителските цени.

Фигура 2. Динамика на реалния БВП по компоненти на крайно използване

Източник: НСИ.

Повишаването на нетните фискални трансфери към домакинствата, запазването на заетостта и ускоряването на кредитната активност, както и по-ниската норма на спестяване на домакинствата, вследствие на растящата инфлация и ниските равнища на лихвените проценти по депозитите, оказват допълнително стимулиращо въздействие върху потреблението на домакинствата. Въпреки това, в сравнение с 2021 г., се отчита спад в реалния растеж на индивидуалното потребление заради повишената икономическа несигурност и очакванията на домакинствата за влошаване на бъдещото им финансово състояние главно поради повишаване на потребителските цени през 2022 г. Нарастването на публичното потребление е предизвикано от увеличението на разходите за междинно потребление на правителството и работните заплати на заетите в бюджетната сфера.⁴

Нетният износ също допринася за икономическия растеж през 2022 г. Увеличаването на годишния темп на нарастване на износа се наблюдава както при износа на стоки, така и при износа на услуги. Положителният прираст на вноса е в съответствие с динамиката на елементите на крайното търсене и високия вносен компонент на местното производство.

Бруто образуването на основен капитал през 2022 г. отбелязва реален спад от 4.3%, което задълбочава неблагоприятната тенденция към свиване на инвестиционната активност в страната, наблюдавана през последните години. Сред водещите фактори за това от страна на частния сектор са установилата се

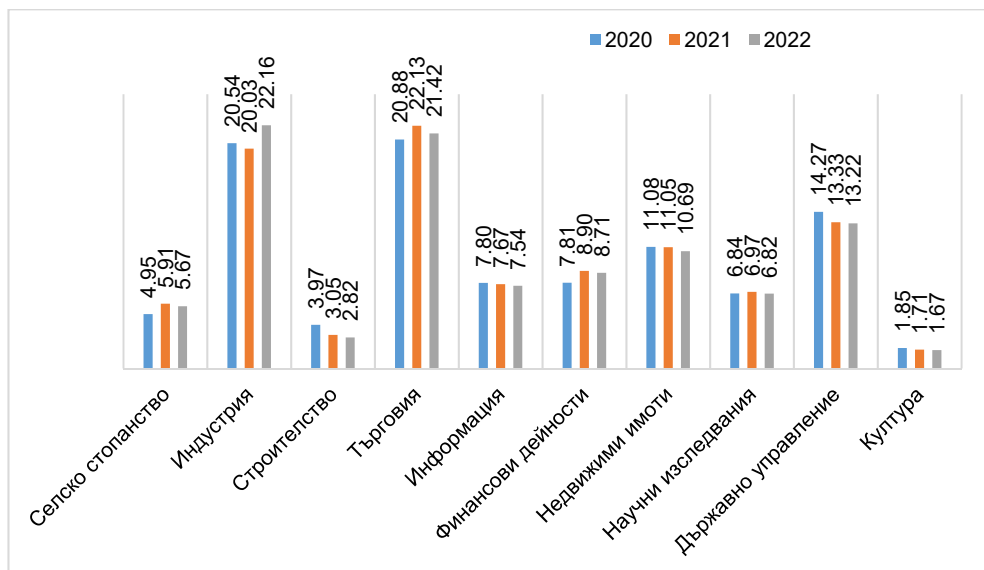
⁴ Законът за държавния бюджет на Република България за 2022 г. е обнародван в ДВ, бр. 18 от 04.03.2022 г., а Законът за изменение и допълнение на Закона за държавния бюджет на Република България за 2022 г. е обнародван в ДВ, бр. 52 от 05.07.2022 г., като се наблюдава значително увеличение на разходите за възнаграждение в бюджетния сектор.

висока степен на икономическа несигурност в страната⁵ и наличието на незаети производствени мощности в индустрията, които не позволяват трансформиране на корпоративното кредитиране в инвестиции във физически капитал. Причините за спада на инвестициите в публичната сфера са главно в резултат от продължилата близо три години политическа нестабилност в страната, поради която е отчетено изоставане в изпълнението на редица инфраструктурни проекти. Въпреки това прави впечатление, че през 2022 г. спадът в инвестициите е значително по-малък в сравнение с 2021 г., а през 2023 г. може да се очаква положителна промяна. Причините за това са свързани с плащанията по НПВУ.

1.2. Състояние на корпоративния сектор и краткосрочни показатели за икономическата активност

През 2022 г. брутната добавена стойност (БДС) възлиза на 145.6 млрд. лв. при реален растеж от 3.4% на годишна база. Секторите с най-голям принос в реализирането на по-висока БДС през 2022 г. са „Индустрия (с изключение на строителство), „Търговия, транспорт, хотелиерство и ресторантьорство“, „Държавно управление; образование; хуманно здравеопазване и социална работа“ и „Операции с недвижими имоти“ (Фигура 3). **Индустриалният сектор създава приблизително 26% от добавената стойност в икономиката, като това е единственият сектор от икономиката, който бележи растеж през разглежданата 2022 г.** Нарастването в сектора се дължи главно на подсектора на промишлеността и е свързано с повишаването на износа на стоки, както и с увеличеното вътрешно търсене.

Фигура 3. Дял на икономическите дейности в БДС (%)



Източник: НСИ, изчисления на автора.

⁵ Наблюдения на стопанската конюнктура на НСИ за 2022 г.

В сектора на строителството се запазва спадът на добавената стойност, което се дължи основно на забавеното изграждане на инфраструктурни обекти в страната. Делът на аграрния сектор остава без промяна (5% от добавената стойност) при спад на производствените обеми в растениевъдството и животновъдството и увеличение на цените в сектора между 20 и 50%.⁶

Секторът на услугите отчита слаб спад на произведената БДС през 2022 г. във всички подсектори, като най-голям е спадът в подсекторите „Търговия, транспорт, хотелиерство и ресторантьорство“ и подсектор „Държавно управление; образование; хуманно здравеопазване и социална работа“. Въпреки това тези два подсектора остават с най-голям принос в БДС при услугите. Причините за реализираната сравнително висока стойност на БДС при търговията, транспорта, хотелиерството и ресторантьорството са на първо място растежът на крайните потребителски разходи, както и нарасналото външно търсене на този тип услуги. Друг фактор са изплатените приблизително 15 млн. лв. на хотелиерите, предоставили подслон на украинските бежанци⁷ в България, в съответствие с Програмата за хуманитарно подпомагане на разселени лица от Украйна с предоставена временна закрила в Република България, която е удължена до 30.06.2023 г.

Предприятията в ИТ сектора, в които традиционно се реализира висока добавена стойност, отчитат сравнително нисък дял от общата продукция в страната (7.3%). Секторът, който включва научните изследвания, също реализира сравнително ниска добавена стойност (6.8%). Приносът на тези два сектора в структурата на БДС би следвало да бъде основен източник на възпроизвеждане на иновационните процеси в страната. **Необходимо е установяване на ефективен механизъм за взаимодействие между държавното управление и тези два сектора, с оглед на създаване на стоки и услуги с висока добавена стойност и подобряване на устойчивостта на българската икономика по отношение на външни шокове и циклични колебания.**

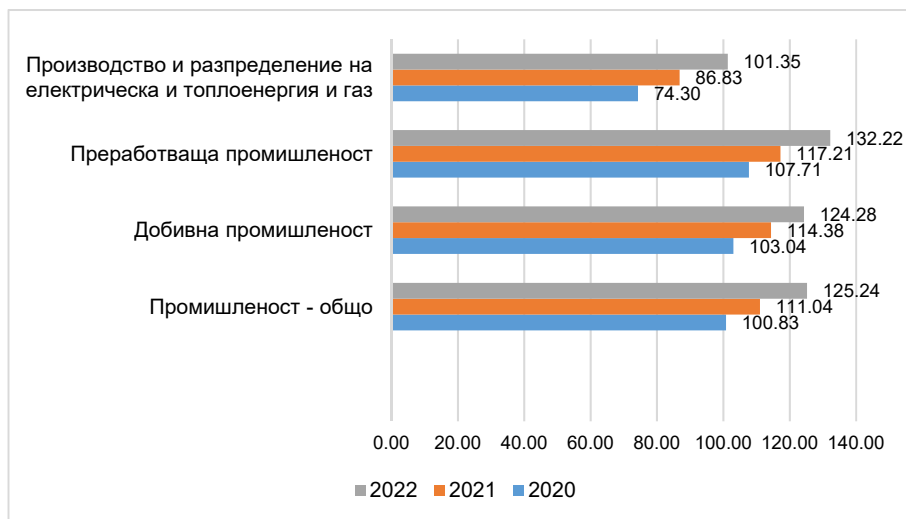
Индексът на промишленото производство през 2022 г. нараства на годишна база (Фигура 4). С най-голям принос за нарастването на индекса през 2022 г. е преработващата промишленост. Подсекторът, който в най-голяма степен допринася за растежа на преработващата промишленост през 2022 г., е производството на превозни средства, без автомобили. Сред основните причини за това са повишаването на вътрешното търсене и износа на стоки в различните сектори на транспортния бизнес, предизвикани до голяма степен от задържащите се високи цени на международния превоз.

⁶ Първа оценка на икономическите сметки за селското стопанство за 2022 г.

https://www.nsi.bg/sites/default/files/files/pressreleases/AgrEAA_firstEst2022_9QO84WL.pdf.

⁷ С решение на Министерски съвет от 26.04.2023 г. <https://www.gov.bg/bg/prestsentar/zasedaniya-nams/dneven-red-na-zasedanie-na-ministerskiya-savet-na-26-04-2023-g>.

Фигура 4. Средни индекси на промишленото производство



Източник: НСИ.

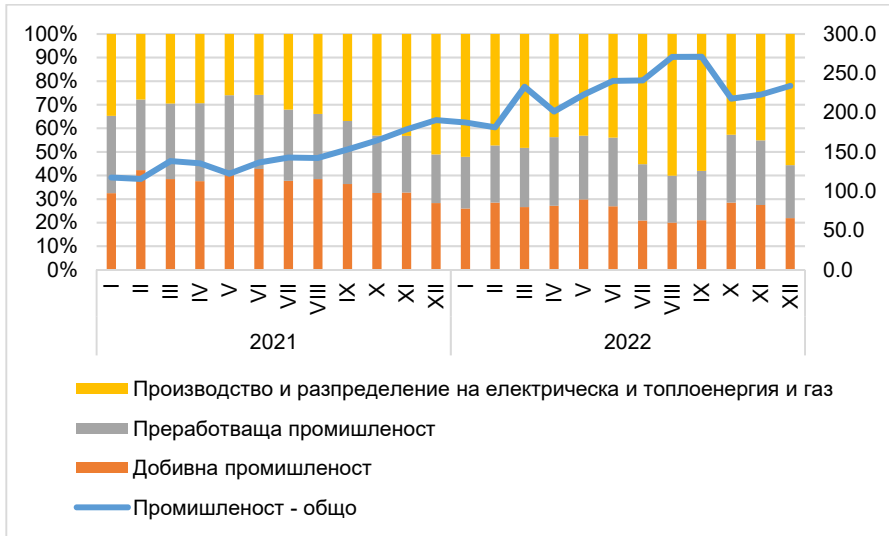
Със съществен принос за нарастването на брутната добавена стойност на преработващата промишленост е и подсекторът на производството на компютърна и комуникационна техника. Този процес до голяма степен е повлиян от продължаващата тенденция от предишните години, когато в условията на пандемията от COVID-19 значителна част от дейностите в образованието, услугите, консултациите и аутсорсинг услугите, се извършваха в дистанционен режим на работа. Броят на наетите лица в аутсорсинг сектора в България продължава да расте и през 2022 г., но с по-ниски темпове в сравнение с 2021 г., когато наетите в тази сфера достигат 10 000 души. Тези специалисти са главно софтуерни инженери, хора, владеещи чужди езици, специалисти, извършващи счетоводни, финансови, дейности по управление и развитие на човешките ресурси и др. В регионален план, най-развитите локации за тези услуги са Пловдив, София, Варна и Бургас, а сред потенциалните такива са Велико Търново, Стара Загора, Благоевград и Русе. Предвид намаляването на инвестициите за развойна дейност и тяхното насочване към автоматизиране на голяма част от процесите в компаниите, през 2023 г. се очаква замразяване на наемането на персонал в големите технологични компании от сектора.

Значителен принос за нарастване на брутната добавена стойност на подсектор „Преработваща промишленост“ има неклассифицираното производство, което регистрира съществен прираст от 49% на годишна база през 2022 г. Предвид многообразието от дейности, които този подсектор включва, не може пряко да се проследи на какво се дължи тази динамика. Производството на електрически съоръжения също е сред най-динамичните сектори. Причината за това са непрекъснато нарастващите цени на енергийните ресурси през 2022 г. в резултат на съчетаването както на ендогенни за ЕС фактори като прехода към зелена енергия, така и на екзогенни предпоставки като военния конфликт в Украйна. Тези

фактори се допълват от сериозния интерес към инвестиции във възобновяеми енергийни източници (ВЕИ) с цел оптимално решаване на проблемите, свързани със сигурността на енергийните доставки, опазването на околната среда и икономическото развитие.

През 2022 г. най-съществени приходи реализират именно предприятията в секторите на производство и разпределение на електрическа и топлинна енергия и газ (Фигура 5). Както вече е отбелязано, основните причини за това са шоковото поскъпване на цените на енергийните стоки в световен мащаб, главно породени от вътрешни за ЕС процеси и наложените санкции срещу Русия.

Фигура 5. Общи индекси на оборота в промишлеността през 2021 и 2022 г. по месеци

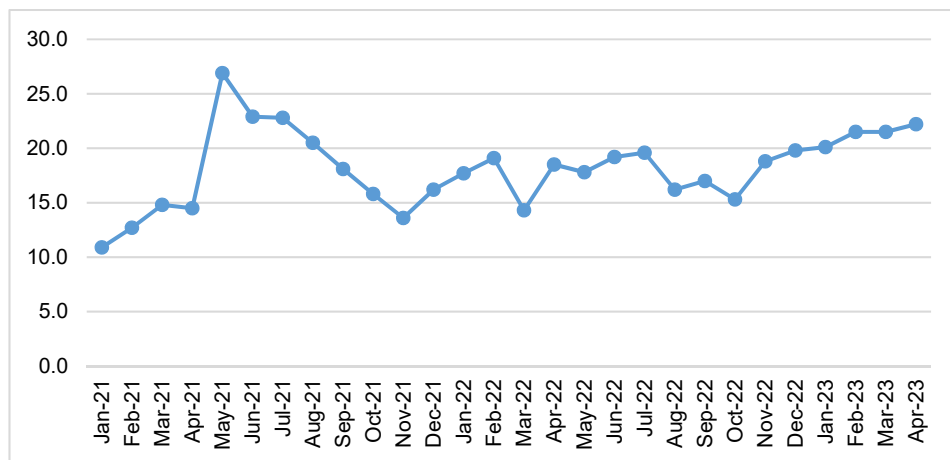


Източник: НСИ.

Данните за общия показател на бизнес климата в България през 2022 г. сочат, че стойностите му се запазват близко до равнищата от края на предходната 2021 г. (Фигура 6).

Значителен спад в индекса се наблюдава през март и октомври 2022 г. През останалите месеци стойностите на индекса се покачват, но със сравнително забавени темпове. Сред най-съществените причини, предизвикващи икономическа несигурност, са военният конфликт между Русия и Украйна, започнал в края на февруари 2022 г.; високите цени на енергийните ресурси; недостигът на материали и оборудване, предизвикан от затрудненията в глобалните вериги на доставки; както и дефицитът на работна сила в някои сектори на икономиката, които са с определящо значение за реализацията на зеления и цифров преход (здравеопазване, образование, машиностроене, хранително-вкусова промишленост и др.). Въпреки това, **тенденции през първото тримесечие на 2023 г. изглеждат благоприятни при отчетения слаб прираст на индикатора за бизнес климата в страната спрямо първото тримесечие на 2022 г.**

Фигура 6. Общ показател на бизнес климата – общо за страната



Източник: НСИ.

1.3. Инфлационна динамика и работни заплати

Инфлацията, измерена чрез индекса на потребителските цени (ИПЦ), през 2022 г. на годишна база отчита значително повишаване в размер на 15.3% (при 3.3% през 2021 г. и 1.7% през 2020 г.). Годишната инфлация, измерена чрез хармонизирания индекс на потребителските цени (ХИПЦ), също регистрира съществено увеличение и за 2022 г. възлиза на 14.3%, като едва в края на годината се регистрира известно забавяне. Изпреварващият растеж на цените в България спрямо държавите-членки от еврозоната наложиха правителството да отложи изготвянето на Конвергентен доклад за оценка на готовността на България за присъединяване към еврозоната през 2022 г., основно поради неизпълнението на инфлационния критерий.

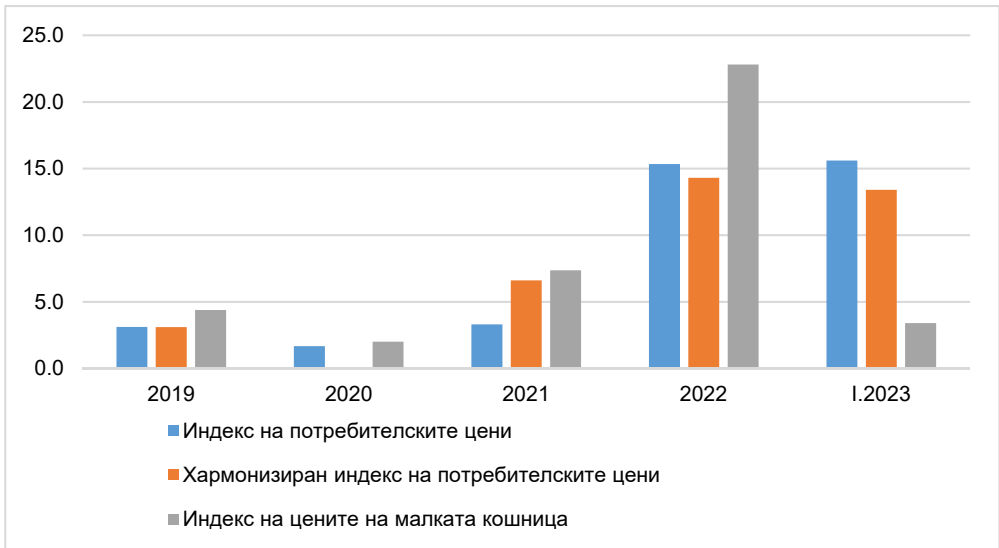
Описаната ценова динамика се дължи на редица външни и вътрешни шокове.⁸ Сред факторите с най-голям принос за покачването на цените през 2022 г. са поскъпването на основните енергоизточници (петрол, природен газ и електроенергия) и на селскостопанските продукти на международните пазари, както и високите цени на международните превози. Поевтиняването на еврото спрямо щатския долар е друг фактор за покачване на цените както на внасяните основни суровини и материали, голяма част от които се търгуват в щатски долари

⁸ В своя реч от 20.09.2022 г. председателят на ЕЦБ Кристин Лагард изтъква, че преодоляването на инфлацията в еврозоната е въпрос с неясен отговор. Тя посочва, че причините за инфлацията (която се оказва много по-висока и по-устойчива от предварително прогнозираната и към септември 2022 г. достига невиджани размери от 9.9% за еврозоната) са съвкупност от два безпрецедентни шока. Първият шок е пандемията от COVID-19, която води до по-голямо търсене на стоки. Свързаните с пандемията „тесни места“ в доставките и покачващите се цени взаимно се подсилват, като фирмите реагират на заплахата от недостиг на суровини и материали чрез по-големи поръчки. Според Rees, Rungcharoenkitkul (2021) този „ефект на камшика“ (bullwhip effect) засегна най-вече цените на суровините, цените на междинните промишлени стоки и цените на транспорта). Вторият шок е свързан с военния конфликт в Украйна, който доведе до ограничаване на доставките и увеличаване на цените на горивата, а оттам и на инфлацията.

на международните пазари, така и на крайните потребителски стоки, които се внасят от трети страни извън ЕС и еврозоната. Ниските лихвени проценти по депозитите и кредитите на Европейската централна банка (ЕЦБ), които се запазват през първата половина на 2022 г., в комбинация с все още действащите стимулиращи фискални мерки за справяне с последиците от пандемията от COVID-19, се оказват съществен фактор за ускоряване на инфлацията, тъй като засилват прираста на потреблението през първото полугодие на 2022 г.

По линия на вътрешните проинфлационни фактори най-голям ефект имат нарасналите производствени разходи в резултат на повишените цени на електроенергията за промишлените потребители и покачващите се разходи за труд. Завишеното вътрешно търсене вследствие на нарасналите работни заплати, пенсии и социални плащания, както и нарастването на кредитите на домакинствата и нефинансовите предприятия, също е сериозна предпоставка за ускоряване на потребителските цени.

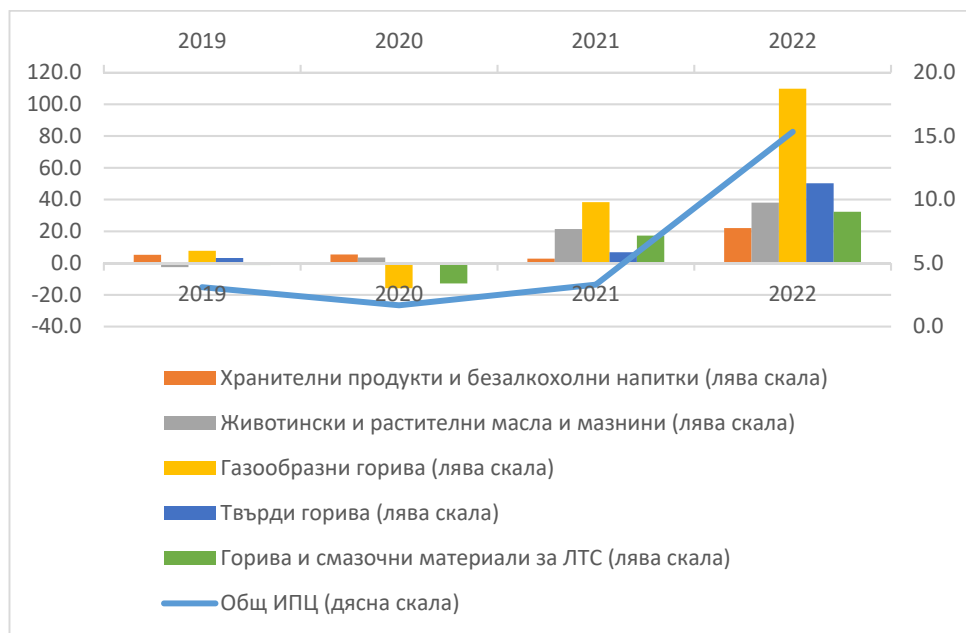
Фигура 7. Годишен темп на изменение на индексите на потребителските цени



Източник: НСИ, изчисления на автора.

Най-голямо поскъпване сред основните групи потребителски стоки в средногодишния индекс на потребителските цени (Фигура 8) отчитат газообразните горива, чиято цена нараства със 110% на годишна база. Наблюдава се значително увеличение на цените на твърдите горива в размер на 50%, както и в групата на животинските и растителните масла и мазнини с 38%.

Фигура 8. Индекси (дясна скала) и процентно нарастване на цените на основни потребителски групи стоки (лява скала)



Източник: НСИ, изчисления на автора.

През първото тримесечие на 2023 г. продължава да се наблюдава започналото в края на 2022 г. известно забавяне на инфлацията, но все още отчитаните стойности са сравнително високи. Годишният темп на инфлацията, измерена чрез ХИПЦ, се забавя до 8.6% през май. Темпът на нарастване на основните компоненти на индекса, като храни, услуги, енергийни стоки и транспортни горива, също отчита задържане. Сред факторите, довели до охлаждане на инфлационните процеси в страната, с най-съществен принос е низходящата динамика на цените на енергийните стоки и останалите суровини на международните пазари.

Друг фактор, който ще продължи да предизвиква по-високата инфлационна динамика в страната, е изпреварващият растеж на работните заплати. През 2022 г. средногодишната работната заплата продължава тенденцията от предходната 2021 г. да нараства в номинално и реално изражение. По предварителни данни на НСИ, средната годишна работна заплата през 2022 г. се увеличава с 13% и достига 21 128 лв.. През 2022 г. България заема водещо място сред държавите-членки на ЕС по нарастване на средната работна заплата, като увеличението е над 3 пъти в сравнение с държавите-членки от Западна Европа.

Въпреки че номиналната работна заплата расте непрекъснато през последните пет години, през 2022 г. темпът на нарастване е най-висок и това се отразява върху равнището на цените в страната. Причините могат да се

търсят в извършените индексации на голяма част от трудовите възнаграждения поради общото повишение на потребителските цени и ограниченото предлагане на работна сила в страната. Принос оказва и продължаващото влияние на голяма част от фискалните мерки за преодоляване на последиците от пандемията от COVID-19. Въпреки това, **през 2022 г. не се затвърждават вече установените различия за изпреварващ растеж на трудовите доходи в обществения в сравнение с частния сектор.** Ускореното нарастване на работните заплати в сравнение с предходните няколко години се дължи в по-голяма степен на частния сектор (14%). В публичния сектор нарастването на работните заплати спрямо 2021 г. е 9.5%. Прави впечатление, че в сектора „Хуманно здравеопазване“ работните заплати намаляват с 12.5%, което се дължи главно на преустановяването на допълнителното материално стимулиране, изплащано на медиците на първа линия по време на пандемията от COVID-19.

Въпреки увеличаването на минималното трудово възнаграждение през 2022 г. на 710 лв., дялът на минималната работна заплата (МРЗ) от средната работна заплата относително се запазва спрямо 2021 г. (приблизително 40%) и остава близък до стойностите в други европейски страни, но съществено по-нисък от обсъжданите предложения за установяване на 50% дял на минималната работна заплата от средната в ЕС. Този процес оказва негативно влияние върху разполагаемите доходи на нискоквалифицираната работна сила, която купува предимно стоки от първа необходимост, чиито цени са се повишили най-драстично през 2022 г.

Реалната работна заплата нараства със 7% (по предварителни данни), при почти 10% през 2021 г.. **През 2022 г. динамиката на реалната заплата изостава както спрямо нарастването на номиналната, така и по отношение на изменението на реалната работна заплата през предходната 2021 г., което се дължи на ускорената инфлация в страната.** Процесът се очаква да продължи в съответствие с прогнозираната по-висока инфлация в средносрочен план, което ще обуславя необходимостта относителното запазване на доходите на населението и на тяхната платежоспособност да бъде умело планирано.

Прирастът на производителността на труда през 2022 г. е 3% на годишна база при 6.5% през 2021 г. Продължава процеса на изпреварващ растеж на работната заплата спрямо този на производителността на труда (. В периода 2019-2021 г. двата показателя следват идентични темпове на прираст с разлика между тях около 7 пр.п., докато през 2022 г. се реализира разлика от 11 пр.п. **Наблюдаваните несъответствия в динамиката на производителността на труда и работната заплата са индикатор, че работните заплати в България преимуществено се формират не толкова в зависимост от постигнатите икономически резултати на работниците и служителите, колкото от други главно ценови фактори, което е предпоставка за ускоряване на инфлацията в страната.**

Може да се очаква, че инфлацията ще остане по-висока в краткосрочна перспектива, въпреки провежданата рестриктивна парична политика от водещите централни банки в световен план. Сред вътрешните фактори, които ще продължат да оказват проинфлационно въздействие, са сериозното увеличаване на разходите за труд на единица продукция и нарастването на вътрешното търсене, поддържането на високи цени на промишлените стоки в

основните търговски партньори на България, както и отпадането на някои от въведените в предишните години временни данъчни облекчения, като намалени ставки по ДДС и намалени акцизни ставки. Допълнително влияние ще оказва не само все още недостатъчно стабилната политическа и икономическа среда, но и свръхликвидността, натрупана през предходните години, както и увеличаващата се публична задлъжнялост, стимулиращи по-високи инфлационни очаквания. Предприетите мерки от БНБ за увеличаване на нормата на задължителните минимални резерви (ЗМР) не се очаква да предизвикат значителен ефект върху инфлационните процеси в страната, а по-скоро да повлияят върху темпа на кредитиране в посока към неговото забавяне.

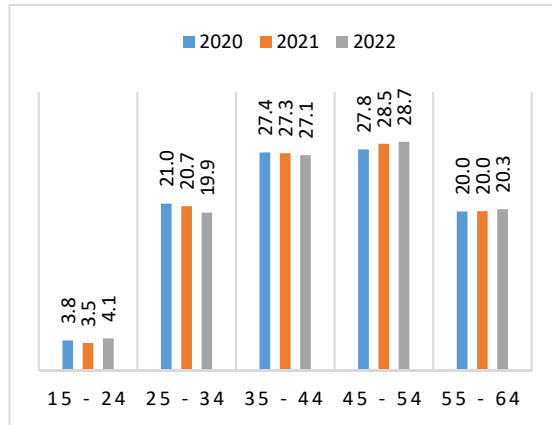
1.4. Състояние на основните параметри на пазара на труда на България и в съпоставителен план с ЕС

След двугодишен спад, през 2022 г. работната сила (включваща заетите и безработните лица) нараства, въпреки отчетеното намаляване на населението в трудоспособна възраст. По данни на НСИ, населението в трудоспособна възраст през 2022 г. се понижава до 3775.1 хил. души., Работната сила се повишава до 3191.2 хил. души, което е главно в резултат от отпадането на всички ограничителни мерки във връзка с пандемията от COVID-19 в секторите на търговията, транспорта, хотелиерството и ресторантьорството.

През 2022 г. заетите са със 74 хил. души повече в сравнение с 2021 г.. Най-висок принос за тази положителна промяна има възрастовата група 15-24 години (Фигура 9), която се увеличава с 20 хил. души през 2022 г., което определено е благоприятен процес от гледна точка на дългосрочната устойчивост на процесите на пазара на труда. **Спад на заетите лица с 11 хил. души се отчита единствено във възрастовата група 25-34 години, което трайно я отличава като рискова група на пазара на труда в България.** Тенденциите в динамиката на посочените групи заети лица отразяват вече започналите неблагоприятни промени в тяхната структура по възраст. В нея се откроява основният дял на групата 45-54 години, заедно с групата 35-44 години, при увеличение общо на хората в групата 55-64 години.

Динамиката в структурата на заетите по степени на образование през 2022 г. е предопределена най-вече от отпадането на всички ограничения, свързани с пандемията от COVID-19 през предходните две години и отчетените положителни резултати от мерките за запазване на работните места, например мерките за субсидирана заетост 60/40. Предвид факта, че по време на годините на пандемията от COVID-19 работодателите задържаха предимно по-квалифицираните служители с висше образование, делът им през 2022 г. се запазва устойчиво около 33%. По отношение на заетите със средно образование, през 2022 г. се наблюдава прираст до 56%, докато заетостта на хората с основно образование нараства до 9%, при известен спад на дела на заетите с начално и пониско образование.

Фигура 9. Заети по възрастови групи



Източник: НСИ.

Структурата на зетите по икономически дейности остава без съществена промяна. С най-голям принос в общото увеличение на зетите през 2022 г. са секторите „Търговия, ремонт на автомобили и мотоциклети“ и „Хотелиерство и ресторантьорство“, които в съществена степен бяха засегнати от ограниченията, наложени при пандемията от COVID-19. Тенденцията на намаляване на зетите в сферата на хуманното здравеопазване и медико-социалните грижи с настаняване и социална работа забавя процеса на сближаване с икономическото развитие на държавите-членки от ЕС, предвид очакванията да се увеличава броят им в тези публично доминирани икономически дейности, за да се засили тяхната роля.

Таблица 1. Коефициенти на заетост, безработица и продължителна безработица в България и ЕС-27 (%)

| | 2020 г. | 2021 г. | 2022 г. |
|---|---------|---------|---------|
| 1. Коефициент на заетост (15-64 години) | | | |
| България | 67.6 | 68.1 | 70.4 |
| ЕС-27 | 67.0 | 68.3 | 69.8 |
| 2. Коефициент на безработица (15-74 години) | | | |
| България | 6.1 | 5.3 | 4.3 |
| ЕС-27 | 7.2 | 7.1 | 6.2 |
| 3. Дял на продължително безработните от общо безработни (15-74 години) | | | |
| България | 44.4 | 49.4 | 53.7 |
| ЕС-27 | 33.9 | 39.2 | 38.5 |
| 4. Младежи, които не работят и не учат (NEETs⁹) | | | |
| България | 18.2 | 17.6 | 15.1 |
| ЕС-27 | 13.9 | 13.1 | 11.7 |
| 5. Коефициент на икономическа активност (15-64 години) | | | |
| България | 72.1 | 72.0 | 73.6 |
| ЕС-27 | 72.4 | 73.6 | 74.5 |

Източник: Евростат.

⁹ От англ. *Neither in Employment nor in Education and Training*.

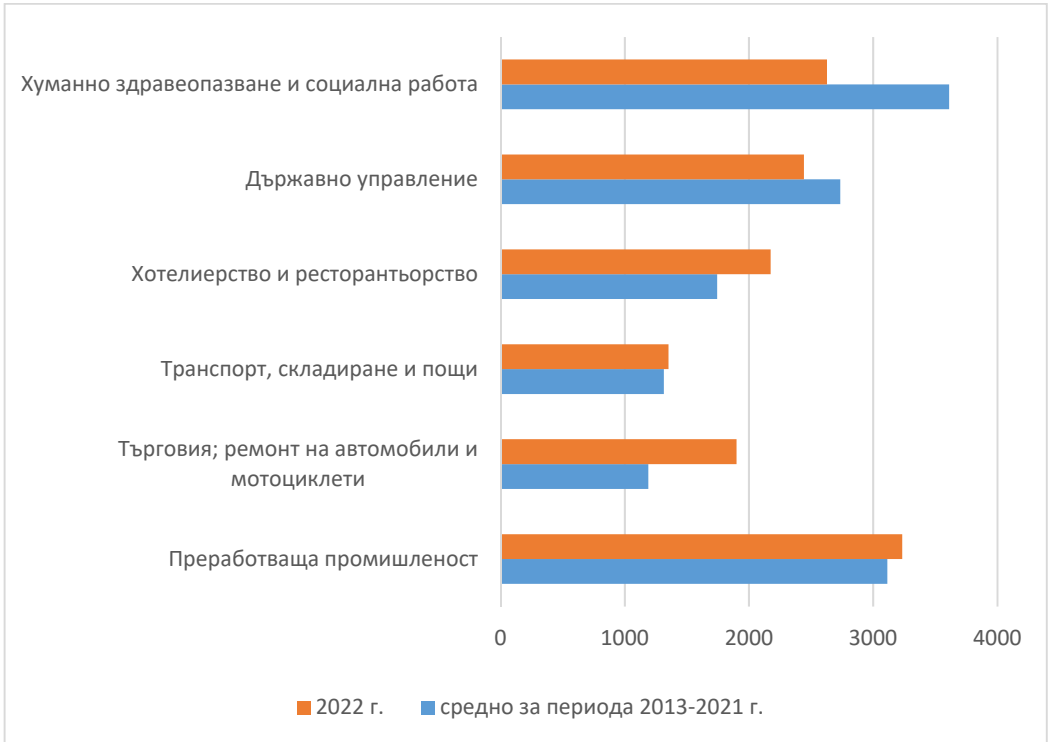
През 2022 г. броят на безработните в страната е 140.4 хил. души (спад от 31 хил. души на годишна база), като стойността е дори по-ниска от регистрирания минимум през 2019 г. (142.8 хил. души). Коефициентът на безработица достига 4.3% (Таблица 1). Коефициентът на младежка безработица (15-24 години) се установява на 10.7% (при 15.8% през 2021 г.). От безработните лица на 15 и повече навършени години, най-голямо намаление на безработицата се отчита в групата 35-44 години. Броят на продължително безработните над една година лица също отбелязва намаление през 2022 г. и отчита стойност 75.6 хил. души. Неактивните лица, желаещи да работят, на възраст между 15 и 64 години, намаляват с 19 хил. души на годишна база. През 2022 г. обезкуражените лица в същата възрастова група са 52 хил. души. Коефициентът на продължителна безработица също отчита намаление като относителният дял на продължително безработните спрямо общия брой на безработните за 2022 г. е 54%.

Отчетеният спад на броя на безработните лица и по-ниските коефициенти на безработица при всички групи лица през 2022 г. в сравнение с 2021 г. се дължи главно на отпадането на наложените строги ограничения в някои сектори на икономиката във връзка с пандемията от COVID-19 през предходните години, както и на привличането на част от неактивните лица обратно в работната сила¹⁰. Друга **съществена причина за регистрираното намаление на безработицата през 2022 г. е продължаващото действие на устойчивата тенденция на намаляване на броя на населението.**

Коефициентът на свободните работни места (КСРМ)¹¹ отчита увеличение, като най-голямо търсене е отчетено в сектора на услугите – хотелиерство и ресторантьорство, транспортни услуги и информационни услуги (Фигура 13). Повишаването на броя на свободните работни места при увеличаване на заетостта е сигнал, че възможностите за екстензивно увеличаване на предлагането на труд в отговор на увеличеното търсене все повече ще бъдат ограничени, главно под въздействие на тенденцията за намаляване на населението в трудоспособна възраст. Все по-голяма част от предприятията в страната се очаква да изпитват недостиг на работна сила и неравномерното ѝ разпределение на територията на страната да бъде ограничаващ дейността им фактор. Поради липсата на достатъчно работна сила, натискът за увеличаване на доходите от труд ще продължи да нараства, надминавайки растежа на производителността на труда, което е съществен фактор, ускоряващ инфлацията в страната.

¹⁰ Повече за този процес може да се види в Белева, 2021.

¹¹ Коефициентът на свободните работни места (КСРМ) се изчислява като свободните работни места се разделят на сумата от свободните работни места и заетите работни места и резултатът се умножи по 100. КСРМ е част от краткосрочната статистика за състоянието на пазара на труда, публикувана от НСИ. Той се изчислява както общо за икономиката, така и за отделните икономически дейности (например „Строителство“).

Фигура 10. Икономически дейности с най-голям брой свободни работни места през 2022 г.

Източник: НСИ.

По относителни показатели за икономическа активност, заетост и безработица, позицията на България се подобрява и сближава с общите тенденции на показателите за пазара на труда за държавите-членки в ЕС-27 след 2019 г.

Коефициентът на заетост на лицата между 15 и 64 години достига общоевропейски стойности през последните няколко години, като през 2022 г. отчита стойност по-голяма от тази за ЕС-27.¹² Коефициентът на безработица намалява при всички държави-членки от ЕС, като за България остава по-нисък от този за другите страни-членки.¹³ Забавеният преход на безработните към заетост е основната причина делът на продължително безработните на възраст 15-74 години в България да продължава да се отличава с по-високи стойности от тези в другите държави-членки от ЕС. **За да се осигури бърз и качествен преход от безработица и неактивност към заетост, е необходимо подпомагане на безработните при търсене на работа и включване в обучение и заетост на най-уязвимите групи**

¹² По данни на Евростат [LFSI_EMP_A], през 2022 г. с най-високи коефициенти на заетост са Нидерландия (81%), Малта (78%), Швеция (77%) и Германия (77%).

¹³ По данни на Евростат [UNE_RT_A], през 2022 г. най-нисък коефициент на безработица се регистрира в Малта и Полша (2.9%), Нидерландия (3.5%) и Унгария (3.6%).

безработни лица. Осигуряването на социално включване за тези групи предполага доходи и осигурителни права за работещите, както и постъпления от данъци и осигуровки в държавния бюджет. Коефициентите на заетост и безработица са повлияни от демографските политики, тези в здравеопазването и образованието, както и от политиките за удължаване на трудовата активност в добро здраве. Демографският фактор засилва все повече своето негативно влияние върху икономиката на България, което отново поставя въпроса за нуждата от адекватна и ефикасна национална политика за неговото регулиране.¹⁴

Стойността на показателя NEETs¹⁵ за България е значително по-висока от останалите държави-членки от ЕС, въпреки че стойностите му между 2020 г. и 2022 г. непрекъснато се понижават. Сред най-важните причини за задържането на младежите извън пазара на труда са липсата на образование и бедността. **Имайки предвид, че България е сред петте страни с най-висок дял на NEETs¹⁶ в ЕС, съществува необходимост от преформулиране и преориентиране на съществуващите политики спрямо тях.**

Увеличаването на икономическата активност на населението трябва да бъде сред фундаменталните приоритети на икономическата политика на страната. Основните стимулиращи мерки, целящи нарастване на икономическата активност на населението, следва да са насочени към активизиране на потенциалната работна сила (неактивни лица, хора с увреждания, неработещи по лични или семейни причини, сезонни работници и др.), подкрепа за съчетаване на личния с професионалния живот, гъвкава заетост, заетост при непълно работно време, запазване на трудовата активност на лицата в пенсионна възраст, и др., както и отстраняване на преградите пред активното търсене на работа, породени от бедност, влошено здраве и лоши битови условия. От друга страна, повишаването на доходите и провеждането на подходяща политика по отношение на отпускните помощи и обезщетения за стимулиране на заетостта и активното поведение на пазара на труда ще повиши активността и мотивацията за труд. Друга възможност за осигуряването на работна сила според потребностите на пазара на труда се крие в ефективното управление на свободното движение и миграционните процеси.

¹⁴ ИИИ при БАН последователно е откроявал значението на демографския фактор и демографската политика за устойчивото развитие не само на пазара на труда, но и на българската икономика като цяло. Повече се разглежда например в научноизследователския проект „Икономически аспекти на демографските и миграционните промени в ЕС и България“ (2019), изпълнен от проф. д.ик.н. Росица Рангелова, проф. д-р Даниела Бобева, доц. д-р Димитър Златинов, доц. д-р Едуард Маринов и гл. ас. д-р Валентин Билянски (УНСС), <https://www.iki.bas.bg/files/ExecutiveSummary-10.07.2019-final.pdf>.

¹⁵ Терминът NEETs (Neither in Employment nor in Education and Training) се използва за определяне на млади хора, които не учат, не работят и не се обучават. Понятието е широко използвано като показател за измерване на ефекта от ориентиранията към младежта политики по отношение на заетостта, образованието, обучението и социалното приобщаване в държавите-членки на ЕС от 2010 г. насам. Понастоящем 14.2% от населението на възраст между 15 и 29 години в ЕС попада в категорията на NEET. <https://www.eurofound.europa.eu/bg/topic/neets>.

¹⁶ Останалите страни с най-висок дял на NEETs са Кипър (14.7%), Гърция (15.3%), Италия (19%) и Румъния (19.8%). Най-нисък е дялът на NEETs в Нидерландия (4.2%).

1.5. Перспективи за развитие на реалния сектор и основните параметри на пазара на труда в краткосрочен аспект

В краткосрочна перспектива забавянето на световната икономическа активност се очаква да рефлектира върху българската икономика в посока на намаляване на растежа на крайното потребление на домакинствата. Реализирането на проекта за междусистемна газова връзка Гърция-България, който е официално въведен в експлоатация на 01.10.2022 г., дава известно облекчение по отношение на диверсификацията на газовите доставки и намаляването на цените на газа, а оттам и за смекчаване на ценовия натиск. Въпреки негативните нагласи за развитието на световната икономика през 2023 г. в Европа и САЩ, очакванията на българския бизнес остават по-скоро оптимистични, като не трябва да се пренебрегват структуроопределящите фактори за по-висока инфлация в страната. Допълнителен риск от гледна точка на пазара на труда е свиването на работната сила (с 85 хил. души за 3 години, или приблизително колкото населението на Благоевград) поради драстичното намаляване на броя на населението (според последното преброяване на НСИ, за последните 10 години населението на България е намаляло с около 845 хил. души), което е индикатор за сериозните проблеми с човешките ресурси и човешкия капитал в страната.

При запазване на тенденцията за намаляване на населението в дългосрочна перспектива, до 50 години се очаква работната сила да намалее с около 1/3, което би поставило сериозни предизвикателства пред икономическата активност и привличането на чуждестранни инвестиции в страната в резултат от липсата на квалифицирани кадри. Наличието на структурни проблеми (като подобряване на уменията на хората с ниско образование, които срещат трудности за интегриране в съвременната икономика, както и големият дял на неактивните лица в младежка възраст на пазара на труда) поставя остро въпроса дали превишението на търсенето на труд над предлагането би забавило възможностите за икономически растеж в средносрочен и дългосрочен план. Българската концепция за икономическо и социално развитие е необходимо да се адаптира към новите тенденции и динамичните процеси на глобално и европейско развитие и към растящата конкуренция, като постига по-пълно интегриране в европейския социален модел. За да се следва концепцията за гъвкавост и сигурност на ЕС, на ученето през целия живот трябва да се придаде първостепенна важност, като се постигне баланс между гъвкава заетост и социална защита, в контекста на демографската криза и високото равнище на млади и образовани емигранти, както и нарастващия брой на лицата в пенсионна възраст.

Въпреки описаните процеси, очакванията за пазара на труда са той да остане устойчив през 2023 г. и през следващите няколко години. Предвижда се заетостта да продължи да се увеличава през периода 2023-2025 г., макар и с по-забавени темпове отколкото през 2022 г., в унисон с прогнозите за цялостно забавяне на икономическата активност в страната, вследствие на предизвикателствата, произтичащи от външната среда. При реализираното силно нарастване на потребителските цени в контекста на затруднените условия на пазара на труда, се очаква растежът на доходите да остане относително висок и през 2023 г., след което да се забави.

2. Фискален сектор и предизвикателства пред публичните финанси

Анализът на изпълнението на консолидираната фискална програма (КФП) за 2022 и първото тримесечие на 2023 г. се прави въз основа на удължения държавен бюджет за 2023 г., предвид липсата на приет редовен бюджет след поредните предсрочни парламентарни избори. Съгласно Закона за публичните финанси, до приемането на редовен бюджет от Народното събрание, КФП за 2023 г. се изпълнява в съответствие с действащото данъчно законодателство от 2022 г.

Предварителните данни за изпълнението на КФП за първите четири месеца на 2023 г. показват влошаване на бюджетното салдо с 1.1 млрд. лв., поради по-ниските постъпления от данъци спрямо направените бюджетни разходи и съответно дефицит от приблизително 0.4% от прогнозния БВП за 2023 г. За първите четири месеца на 2023 г. приходите и помощите са с номинален растеж от 11.5%. Най-съществено намаление се отчита в приходите от ДДС, което се дължи на приетите през второто полугодие на 2022 г. мерки за намаление на ставката на 9% за централно отопление и природен газ, въвеждането на нулева ставка за хляб и брашно и направеното увеличаване на прага за регистрация по Закона за данъка върху добавената стойност (ЗДДС) на 100 хил. лв. от 01.01.2023 г. Тези мерки водят до загуба на приходи от ДДС, която се изчислява в годишен размер над 500 млн. лв.¹⁷ Заявеният за възстановяване ДДС и данъчен кредит също е значителен, което допълнително ще намали бюджетните приходи през следващия период. Помощите и даренията, основно грантове по програмите и фондовете на ЕС, също намаляват. От друга страна, се очаква ускорено изпълнение на инвестиционните проекти с европейско финансиране за програмния период 2014-2020 г., тъй като 2023 г. е последната година за плащания за този период, а част от европейските средства вече са получени като аванси. Допълнително полученият първоначален транш от 1.3 млрд. евро през декември 2022 г. по Механизма за възстановяване и устойчивост (МВУ) вече започна да се усвоява през 2023 г. Това допълнително ще увеличи инвестиционните разходи, което е положително за икономиката и икономическия растеж, но ще влоши още повече бюджетното салдо.

Бюджетните разходи за първите четири месеца на 2023 г. нарастват с 24% спрямо същия период на 2022 г., което се очаква да продължи като тенденция по линия на вече одобрените разходни политики за домакинствата и бизнеса от 2022 г. Тези мерки са свързани с повишаване на социалните плащания, основно на пенсиите, както и разплащане на задължения на правителството за ремонтни дейности на пътища, влезли в сила увеличени размери на възнагражденията в редица администрации, както и действащи програми за изплащане на компенсации на небитовите крайни потребители на електрическа енергия.

В началото на юни Народното събрание одобри втори „удължителен закон с действие до края на юли, което осигури стабилност при финансирането на бюджетните разходи до одобряването на Закон за държавния бюджет за 2023 г. В актуализираната средносрочна бюджетна прогноза за 2023-2025 г. и проекта на Закон за държавния бюджет за 2023 г., публикувани от Министерството на финансите (МФ) на 27.06.2023 г., е заложен фискален дефицит по КФП от 2.5% от

¹⁷ Министерство на финансите. Изказване на министъра на финансите при изслушване пред Народното събрание от 12.05.2023 г.

БВП на касова основа и 3% от БВП за сектор „Държавно управление“ на начислена основа. Подобна фискална позиция би позволила спазване на Маастрихтските критерии за фискалния дефицит през 2023 г., с оглед присъединяването към еврозоната. Заложеният фискален дефицит е постигнат при запазване на данъчните облекчения¹⁸ за някои бизнеси и основно за сметка на отчислението на 100% дивиденди от печалбата на държавните предприятия за 2022 г., което осигурява 670 млн. лв. допълнителни приходи в държавния бюджет.¹⁹ Подкрепящите мерки за бизнеса трябва да отпаднат, а отчисляването на дивидентите от държавните предприятия към бюджета не следва да е в пълен размер, за да може остатъкът от печалбата да се реинвестира и използва, включително за целите на декарбонизацията на икономиката. В разходната част на КФП са запазени всички социални плащания, както и актуализирането на пенсиите от 1 юли 2023 г., но са намалени субсидиите за бизнеса в размер на 2.5% от БВП. Голяма част от субсидиите са за компенсация за високите цени на електроенергията, което според нас е изкривяващ механизъм за подкрепа на бизнеса и домакинствата. Капиталовите разходи са увеличени с 1.1% спрямо 2022 г. и биха възлезли на 4.5% от БВП, което ще подкрепи икономическия растеж. По наши оценки този размер не е достатъчен предвид приключването на плащанията по европейските проекти за програмния период на ЕС за 2014-2020 г. и започналите нови проекти с европейско финансиране от МФР на ЕС за 2021-2027 г.

2.1. Бюджетни приходи и данъчна политика

През 2022 г. бюджетните приходи и помощи възлизат на 39.2% от БВП (спрямо 37.7% през 2021 г.), с което се продължава тенденцията за тяхното увеличение спрямо предходни периоди, основно дължащо се на по-високите неданъчни приходи и помощите и даренията (Фигура 11). Относителното задържане на дела на данъчните приходи в структурата на бюджетните приходи е показателно и за събираемостта на данъчните приходи в страната, която въпреки мерките през последните години, все още остава относително незадоволителна.

Регистрираният годишен растеж на бюджетните приходи и помощи от 23.5% е по-висок от този през 2021 г., което отразява увеличените постъпления от данъчните и неданъчни постъпления (основно от фонд „Сигурност на електроенергийната система“)²⁰, както и помощите от ЕС, включително първоначалния транс по НПВУ.

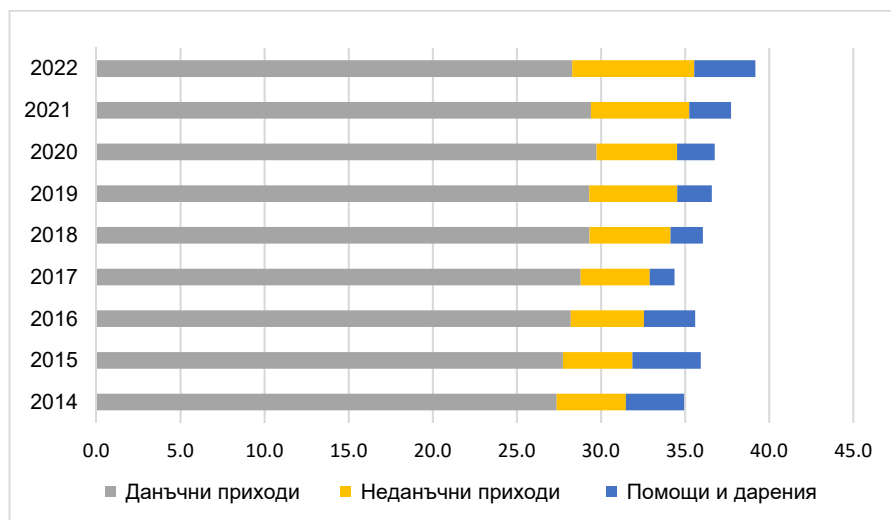
¹⁸ Без намалената ставка на ДДС от 9% за природен газ и централно отопление, която се прекратява от 01.07.2023 г.

¹⁹ С изключение на лечебните заведения, ВиК сектора и „Национална компания индустриални зони“.

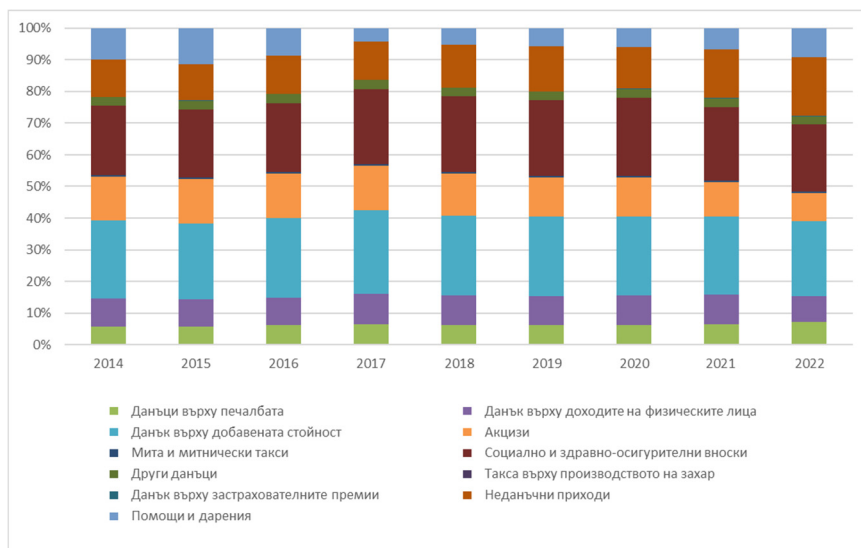
²⁰ Приходите на Фонда се формират от продажбата на квоти за емисии въглероден диоксид, таксата „Задължения към обществото“ на присъединените към електроенергийната система крайни клиенти на електроенергия на свободния пазар и 5% вноски върху приходите на производителите и търговците на електроенергия.

Фигура 11. Бюджетни приходи за периода 2014-2022 г.

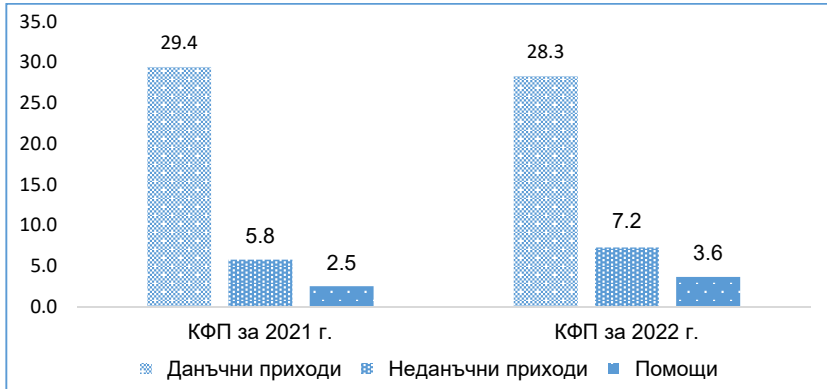
а) Основни групи бюджетни приходи (% от БВП)



б) Структура на бюджетните приходи, 2014-2022 г. (%)



Източник: Министерство на финансите.

Фигура 12. Сравнение на изпълнение на бюджетните приходи по основни групи за 2022 г. и 2021 г. (% от БВП)

Източник: Министерство на финансите.

Данъчните приходи отбелязват годишен растеж от 14.5%, и като дял в общите приходи (72.2%) и съотношение спрямо БВП (28.3%) бележат намаление с около 1% на годишна база (Фигура 12). Номиналното нарастване на данъчните приходи в условията на възходяща инфлация е очаквано, като догонваният растеж на доходите по линия на фискалната експанзия задвижи допълнителни инфлационни процеси.

На годишна база приходите от преки данъци за 2022 г. се запазват като съотношение от БВП от 6% и нарастват с 20.2%, което основно се дължи на повишените постъпления от данъците върху печалбата. Данъците върху печалбата нарастват с 35% спрямо 2021 г. и делът им нараства до 2.8% от БВП, като резултат от възстановената икономическа активност и нормализираното функциониране на глобалните вериги на доставки. Вследствие на предприетите антикризисни правителствени мерки за преодоляване на спада в заетостта и доходите и постепенното възстановяване на икономическата активност приходите от данъка върху доходите на физическите лица отбелязват нарастване от 10% на годишна база през 2021 г., но се понижават като съотношение от БВП до 3.2%. Намалението е резултат от запазването на досегашните и въвеждането на нови допълнителни данъчни облекчения в подкрепа на домакинствата. От увеличението на данъчните облекчения за деца се очаква допълнителният негативен нетен ефект върху приходите от данъка върху доходите за 2022 г. да възлезе на 230 млн. лв.²¹ Тази мярка беше навременен финансов стимул, свързан с увеличаване на реалния разполагаем доход на семействата с непълнолетни деца, както и на семействата, отглеждащи деца с увреждания. Подкрепата на доходите на домакинствата чрез данъчни облекчения и други мерки, като компенсациите за високите цени на

²¹ През 2022 г. е увеличен размерът на данъчното облекчение за деца (от 4500 лв. на 6000 лв. годишно) и на данъчното облекчение на деца с увреждания (от 9000 лв. на 12 000 лв. годишно), както и е въведена възможност за авансово ползване (тримесечно) за 2022 г. на двете данъчни облекчения.

електроенергията, са необходими по време на криза и за изпълнение на целите на зеления преход на поносими цени.²²

През 2022 г. приходите от социалноосигурителни вноски нарастват с 12.3% спрямо 2021 г. (Таблица 2), което е резултат от увеличените доходи на домакинствата, по-високия максимален осигурителен доход до 3400 лв., възможността за избор на допълнително осигуряване и увеличението на осигурителния стаж и възрастта при пенсиониране. Така **с увеличението на осигурителния доход данъчната тежест все повече се прехвърля върху социалното осигуряване** като то достига 8.3% от БВП (спрямо 7.8% през 2015 г.).

Таблица 2. Сравнение на бюджетните приходи и помощи за 2021 и 2022 г.

| Консолидирана фискална програма | 2021 г. | 2022 г. | Годишен прираст | 2021 г. | 2022 г. |
|--|----------|----------|-----------------|----------|----------|
| | млн. лв. | млн. лв. | % | % от БВП | % от БВП |
| Приходи и помощи | 52458.9 | 64788.9 | 23.5 | 37.7 | 39.2 |
| Данъчни приходи | 40876.3 | 46783.0 | 14.5 | 29.4 | 28.3 |
| Данъци върху печалбата | 3406.4 | 4592.6 | 34.8 | 2.5 | 2.8 |
| Данък върху доходите на физическите лица | 4852.0 | 5331.2 | 9.9 | 3.5 | 3.2 |
| Данък върху добавената стойност | 12978.5 | 15331.3 | 18.1 | 9.3 | 9.3 |
| Акцизи | 5659.8 | 5706.9 | 0.8 | 4.1 | 3.5 |
| Мита и митнически такси | 289.7 | 451.2 | 55.7 | 0.2 | 0.3 |
| Социално и здравно-осигурителни вноски | 12230.1 | 13737.7 | 12.3 | 8.8 | 8.3 |
| Други данъци | 1411.5 | 1580.0 | 11.9 | 1.0 | 1.0 |
| Данък върху застрахователните премии | 48.3 | 52.2 | 8.0 | 0.0 | 0.0 |
| Неданъчни приходи | 8118.0 | 12000.5 | 47.8 | 5.8 | 7.3 |
| Помощи и дарения | 3464.6 | 6005.4 | 73.3 | 2.5 | 3.6 |

Източник: Министерство на финансите.

Постъпленията от косвени данъци силно се влияят от увеличеното вътрешно потребление и вноса, които в резултат на тригодишната фискална експанзия за подкрепа на домакинствата и бизнеса имат съществен принос към инфлационните процеси в страната. Прирастът на косвените данъци от 12.7% на годишна база се дължи на премахването на ограничителните мерки във връзка с пандемията от COVID-19 и постепенното възстановяване на икономическата активност в страната.

Вътрешното потребление бе задвижвано от повишаването на цената на енергоизточниците, прираста на съвкупните доходи и използването на вече натрупани спестявания предвид растящата инфлация. Следва да се отчита обаче, че **направените промени в косвеното данъчно облагане имат предимно секторни ефекти, които облагодетелстват определени части на икономиката, а това се свързва с пряк ефект на намаление на бюджетните постъпления от ДДС през 2022 г.** Такива мерки трябва да се прилагат само временно, защото те водят до намаляване на данъчните приходи, което ограничава фискалното

²² Позиция за преосмисляне и комплексна данъчна реформа е изразявана и в Годишни доклади от предишни години. Вж. Икономическо развитие и политики в България: оценки и очаквания, Годишен доклад за 2018, 2019, 2020, 2021 и 2022 г., Институт за икономически изследвания при Българската академия на науките, изд. ГорексПрес, София.

пространство за реализиране на приоритетни разходни политики. По същество те представляват скрита държавна помощ и имат спорно въздействие върху икономическата активност и осигуряването на заетост.

Предвид почти пълното отпадане на рестриктивните мерки за бизнеса в сферата на услугите, наложени вследствие на пандемията от COVID-19, постъпленията от ДДС се повишават с 18.1% и запазват дела си в БВП от 9.3%. Положителен ефект върху постъпленията от ДДС оказва възстановената стандартна ставка от 20% за ДДС при консумацията на бира и вино от ресторантьорски и кетъринг услуги от 01.07.2022 г. От друга страна, и през 2022 г. останаха в сила последователно намалените на 9% ставки на ДДС върху хотелското обслужване, доставката на книги на физически носител или по електронен път, ресторантьорските и кетъринг услуги, бебешките храни и пелени, продажбите на туристически оператори, услугите на фитнес центрове, които продължават да оказват негативен ефект върху бюджетните приходи от косвени данъци.

Постъпленията от акцизи спадат като съотношение от БВП до 3.5% (при 4.1% през 2021 г.). Освен промените в данъчното законодателство и усилията за подобряване на контрола и събираемостта на митническата администрация, върху постъпленията от акцизи влияние оказват и отчетените обеми на потребление по групи акцизни стоки, както и динамиката на вноса. Положителен ефект върху приходите от акцизи има увеличението на ставките за цигари, тютюн за пушене, пури и пурети, нагреваеми тютюневи изделия и наргилета и въвеждането на акциз върху течностите в електронните цигари. Политиките, които оказват негативно въздействие върху постъпленията от акцизи, са свързани с компенсирането на крайните потребители на горива – физически лица, които използват за собствени нужди бензин и газьол, втечен природен газ и природен газ по линия на Програмата за компенсиране на физическите лица крайни потребители на горива, с която се въведе механизъм за компенсация от 0.25 лв./литър.

Относителното възстановяване на световното търсене и функционирането на глобалните вериги на доставки осигуряват и рекорден растеж от 55.7% на постъпленията от мита и митнически такси, които се налагат при търговията с трети страни. Делът на митата в структурата на бюджетните приходи е незначителен (0.7% за 2022 г.), предвид разширяването на обхвата на преференциалните търговски споразумения на ЕС и отчисляването на по-голямата част от тях като собствени приходи по бюджета на ЕС. Най-голям и през 2022 г. продължава да е вносът от Китай и Русия. Въпреки наложените международни санкции на Русия за ограничаване на търговията, необходимостта от енергоизточници и одобрената дерогация за България определя същественото присъствие на Русия във вноса на България от трети страни.²³

Принос за по-високото изпълнение на приходите от други данъци (годишен растеж от 11.9% на годишна база) през 2022 г. имат данъците върху дивидентите и ликвидационните дялове на местни и чуждестранни физически и юридически лица, както и предприетата комуникационна кампания и контролни действия от Националната агенция за приходите (НАП) за проверка на касови наличности.

²³ На 30.05.2022 г. ЕС реши да наложи ембарго върху повечето петрол, внасян от Русия, но освободи България до декември 2024 г.

Кампанията е насочена приоритетно към лица, за които има информация за висока касова наличност (над 100 хил. лв.), и при които има риск от наличие на сделки, сключени при условия, водещи до отклонение от данъчно облагане, или скрито разпределение на печалбата.

През 2022 г. неданъчните приходи нарастват значително спрямо предходната година с 3.9 млрд. лв. (48% годишен прираст), което основно се дължи на приходите на фонд „Сигурност на електроенергийната система“, достигнали 3,8 млрд. лв. (2.3% от БВП). Средствата са използвани за компенсиране на домакинствата и стопанските субекти предвид високите електроенергийни цени и за увеличаване на дела на възобновяемите източници в енергийния микс.²⁴ Върху събраните неданъчни приходи през годината ефект оказват и други политики, свързани с вноските в държавния бюджет на отчисления от печалбата от държавни предприятия и търговски дружества с държавно участие в капитала и приходите от дивиденди, разширяването на обхвата и актуализацията на тарифите за изминато разстояние в рамките на поетапното въвеждане на ТОЛ системата, както и предвид отпадането на таксите за използване на детски градини и детски ясли.

Основен фактор за растежа на помощите и даренията с 73% през 2022 г. е получаването на първия транш от 1.3 млрд. евро от МВУ. Приключването на програмния период 2014-2020 г. и напредналият етап на изпълнение на инвестиционните проекти също оказват влияние върху растящите правителствени постъпления от помощи и дарения, въпреки забавянето на проектите. Риск обаче е неизпълнението на европейските проекти в определения срок и възстановяването на средствата от ЕС до края на 2023 г.²⁵, което ще наложи финансирането им с национални средства през следващите бюджетни години. По линия на МВУ съществен риск представлява забавянето и на необходимите промени в законодателството за получаване на следващите траншове.

2.2. Бюджетни разходи и разходна политика

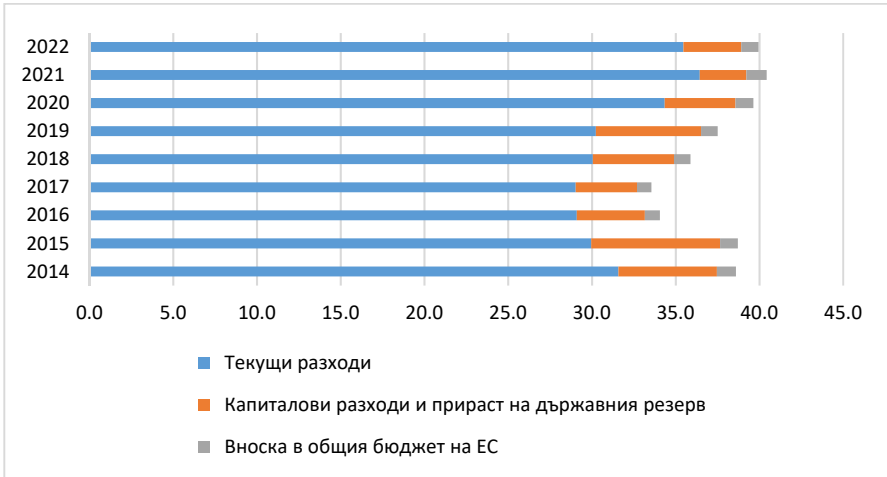
През 2022 г. общите бюджетни разходи по КФП нарастват с 17.5% и възлизат на 40% от БВП, като възходящият темп на прираст се запазва и е обезпокоителен за запазването на фискалната стабилност (Фигура 13). Въпреки че делът на бюджетните разходи за 2022 г. се запазва в границите на допустимия размер от 40% от БВП, определен със Закона за публичните финанси, изпълнението на инвестиционни проекти с европейско финансиране през 2023 г. и увеличаващите се социални разходи могат да го променят. Негативен ефект върху разходите от пандемичната криза от COVID-19 е увеличението на текущите разходи (без лихвените разходи) до 36% за 2021 г. и 35% от БВП през 2022 г., което трудно може да бъде намалено в бъдеще без подобряване ефективността на разходите.

²⁴ В съответствие с приоритетите на ЕС за увеличаване на енергията от възобновяеми източници в брутното крайно потребление на ЕС до 2030 г., като засега за България целта е 27.09%. Целта на ЕС е завишена до 45% с плана RePowerEU, приет на 18.05.2022 г. Това може да наложи промени в целта за България в Националния план за възстановяване и устойчивост и включването на нов раздел за проектите в изпълнение на плана RePowerEU.

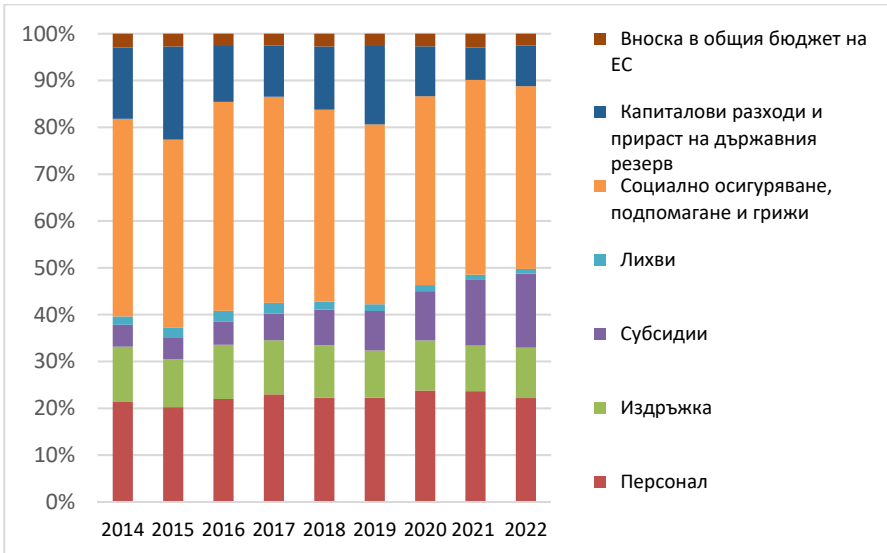
²⁵ Без последните 5%, които се възстановяват от ЕК след като приключат всички проверки и процедури на национално и европейско ниво.

Фигура 13. Бюджетни разходи за периода 2014-2022 г.

а) Основни групи бюджетни разходи (% от БВП)



б) Структура на бюджетните разходи, 2014-2022 г. (%)



Източник: Министерство на финансите.

През 2022 г. **капиталовите разходи**, които са важен фискален стимул за икономическия растеж, слабо се увеличават като съотношение в БВП до 3.5%, но в много по-малка степен в сравнение с 5.9% от БВП за 2014 г. и 7.7% за 2015 г., когато приключват европейските проекти за програмния период на ЕС за 2007-2013 г. И през 2022 г. в голяма степен изпълнението на капиталовите разходи с национално финансиране се използва като буфер за покриване на заложения фискален дефицит. Публичните инвестиционни проекти с национално и европейско

финансиране са основен източник за подобряване и опазване на околната среда в контекста на зеления преход, инфраструктурата и трансевропейската свързаност, модернизацията на образователната и социалната инфраструктура и тяхното забавяне оказва негативно въздействие върху сближаването и догонващия растеж на доходите. Механизмите за прозрачно изразходване на публичните средства за инвестиционни проекти все още се ограничават само до спазване на европейските процедури, но трябва да се развива и капацитет за изпълнение на публично-частни партньорства, при което частният сектор да споделя риска.

Очакванията за ускорено изпълнение на европейските инвестиционни проекти за програмния период на ЕС за 2014-2020 г. през 2022 г. не се оправдават. Това поставя под риск фискалната позиция за 2023 г., защото освен приключването на стария програмен период започва изпълнението и на новите проекти за програмен период 2021-2027 г., както и проектите по НПУ и следва да се постави акцент върху оптимизирането на текущите разходи и подобряването на ефективността им.

Основната причина за растежа на текущите бюджетни разходи (без лихвите) като съотношение от БВП през последните няколко години са антикризисните мерки в подкрепа на домакинствата и бизнеса за преодоляване на последиците от пандемичната криза.²⁶ **Правителствените субсидии** продължават да се увеличават и през 2022 г. достигат 10.5 млрд. лв. (33% годишен растеж) или 6.3% от БВП (Таблица 3). Съществен принос за тяхното нарастване имат разходите за компенсирани на битови и небитови крайни клиенти на електрическа енергия, както и изпълнението на инвестиционни проекти на държавни предприятия и фирми от частния сектор, финансирани със средства от оперативните програми на ЕС. **Компенсациите за високите енергийни цени обаче представляват изкривяващ механизъм за подкрепа чрез увеличаване на производството на електроенергия от възобновяеми източници.**

Въведените по време на кризата от COVID-19 мерки за фискална подкрепа на бизнеса постепенно трябва да бъдат премахнати. За домакинствата тази подкрепа трябва да се коригира чрез постепенно пренасочване на съществуващите механизми към директно подпомагане само на тези от тях, които реално се нуждаят от нея, като се основава на съществуващи програми за социална защита, базирани на доходите, като например помощите за отопление.²⁷ Това би запазило достъпността на енергията, би било по-справедливо, би ограничило изкривяването на цените и би стимулирало ефективността и спестяването на енергия като цел на зеления преход.²⁸

²⁶ По оценки на Международния валутен фонд еднократните антикризисни мерки за бизнеса и домакинствата са в размер на 3.2% от БВП през 2020 г., 5% през 2021 г. и 1.5% през 2022 г. Виж Доклада на Международния валутен фонд по член IV за 2022 г. за България.

²⁷ Виж Пенева, Т. (2022). Енергийната бедност в България: измерения и фактори. София: Издателство на БАН "Проф. Марин Дринов".

²⁸ Препоръка и на МВФ. Виж Доклада на Международния валутен фонд по член IV за 2022 г. за България.

Таблица 3. Сравнение на бюджетните разходи за 2021 и 2022 г.

| Консолидирана фискална програма | 2021 г. (млн. лв.) | 2022 г. (млн. лв.) | Годишен прираст (%) | 2021 г. (% от БВП) | 2022 г. (% от БВП) |
|--|-----------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|
| Общо разходи | 56253.4 | 66112.4 | 17.5 | 40.5 | 40.0 |
| Текущи разходи | 50654.0 | 58654.0 | 15.8 | 36.4 | 35.5 |
| Персонал | 13292.2 | 14640.5 | 10.1 | 9.6 | 8.9 |
| Издръжка | 5463.7 | 7109.5 | 30.1 | 3.9 | 4.3 |
| Субсидии | 7885.9 | 10467.9 | 32.7 | 5.7 | 6.3 |
| за нефинансови предприятия и организации с нестопанска цел | 7410.7 | 10065.8 | 35.8 | 5.3 | 6.1 |
| за осъществяване на здравна дейност и медицинска помощ | 475.2 | 402.1 | -15.4 | 0.3 | 0.2 |
| Лихви | 628.6 | 651.8 | 3.7 | 0.5 | 0.4 |
| Външни лихви | 465.9 | 501.2 | 7.6 | 0.3 | 0.3 |
| Вътрешни лихви | 162.7 | 150.6 | -7.4 | 0.1 | 0.1 |
| Социално осигуряване, подпомагане и грижи | 23383.7 | 25784.3 | 10.3 | 16.8 | 15.6 |
| Предоставени текущи и капиталови трансфери за чужбина | 46.8 | 47.3 | 1.0 | 0.0 | 0.0 |
| Капиталови разходи и прираст на държавния резерв | 3871.5 | 5706.0 | 47.4 | 2.8 | 3.5 |
| Вноска в общия бюджет на ЕС | 1681.0 | 1705.0 | 1.4 | 1.2 | 1.0 |

Източник: Министерство на финансите.

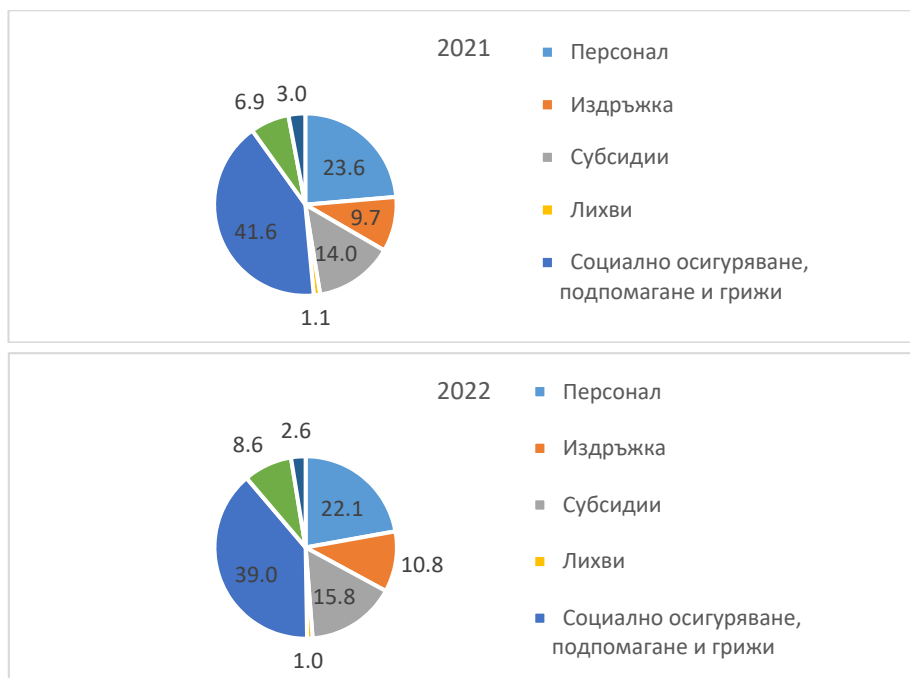
И през 2022 г. продължават мерките за субсидирана заетост („60/40“ и „80/20“ и програмата „Запази ме“) и програмите (Подкрепа за средни предприятия за преодоляване на икономическите последствия от пандемията COVID-19; Подкрепа за малки предприятия с оборот над 500 000 лв. за преодоляване на икономическите последствия от пандемията COVID-19; Подкрепа на микро и малки предприятия за преодоляване на икономическите последствия от пандемията COVID-19 и др.). Те позволиха запазване на работни места в много сектори на икономиката, но очаквано подхраниха по-висока инфлационна среда. Споделената отговорност между частния сектор и правителството за запазване на работните места е добър инструмент за провеждане на разходна политика като временна антикризисна мярка. **В краткосрочен план субсидираната заетост поддържа популателната способност на домакинствата и допринася за увеличаване на вътрешното потребление, но с възстановяване на икономическата активност тези мерки постепенно трябва да бъдат прекратени, за да се осигури възстановяване на нормалното функциониране на икономиката и на фискално пространство за провеждане на приоритетни разходни политики.**

В структурата на бюджетните разходи през 2022 г. **разходите за социално осигуряване, подпомагане и грижи** продължават да нарастват (с 10.3% на годишна база) и да бъдат с най-голям дял в общите разходи (39%) и като съотношение от БВП (15.6%) (Фигура 14).

Нарастването на социалните разходи през 2022 г. се дължи основно на увеличаването на размера на пенсиите, отпуснати назад във времето, минималната и максималната пенсия (от юли съответно от 370 лв. на 467 лв. и от 1500 лв. на 2000 лв., а от началото на октомври допълнително на 3400 лв.); размерът на социалната пенсия за старост и обвързаните с нея размери на

пенсиите, несвързани с трудова дейност, се увеличи от 170 лв. на 247 лв.; осъвременяването и преизчисляването на пенсиите с 10% от средата на годината и включването на „COVID-19 добавката“ към пенсиите от трудова дейност. **Осъвременяването на пенсиите е правилна мярка за подкрепа в период на висока инфлация и при значителното изоставане на пенсиите, отпуснати по-назад във времето, но прекомерното разрастване на социалните разходи и дефицитът в пенсионната система трябва да бъде компенсирани в бъдеще.**

Фигура 14. Сравнение на структурата на бюджетните разходи за 2022 и 2021 г. (% от общите разходи)



Източник: Министерство на финансите.

Трайната тенденция на нарастване на публичните социални разходи и застаряването на населението представляват основен риск за фискалната позиция в средносрочен план, който изисква структурни реформи и оптимизиране на публичните разходи. Положителен фактор за възстановяване на баланса в пенсионната система е повишаването на възрастта и осигурителния стаж за пенсиониране, чийто ефект при прекомерно разширяване на пенсионните разходи се оценява по-скоро като ограничен в средносрочен план. **Недостатъчната ефективност на публичните разходи и ниското данъчно облагане водят до ограничаване на фискалното пространство, което трябва приоритетно да се използва за справяне с дългосрочните нужди за социална защита²⁹ в рамките на планираната фискална траектория.** Предвид малкия по размери национален

²⁹ Този въпрос е детайлно разгледан в Цанов, Шопов, Христосков (2022).

пазар, отворения характер на икономиката и нейната висока степен на зависимост от процесите в ЕС и еврозоната, данъчната и социалната политика трябва да са съобразени с насърчаването на бизнес средата и постигането на по-висок устойчив икономически растеж. **Развиването на икономически капацитет за осигуряване на по-високи доходи и съответно социалноосигурителни бюджетни приходи биха осигурили фискална устойчивост и стабилност на пенсионната система в средносрочен план.**

Въпреки че **разходите за персонал** в публичния сектор намаляват като съотношение от БВП (8.9%) и като дял в общите разходи (22%), те бележат устойчив растеж от 10% на годишна база. Основните фактори за нарастването им са по-високата минимална работна заплата и минимални осигурителни прагове, както и допълнителното увеличение на възнагражденията в публичния сектор в различна степен. Допълнителни увеличения са направени на трудовите възнаграждения на медицинския персонал, зает в здравните и лечебните заведения, чиито ръководители са второстепенни разпоредители с бюджет към министъра на здравеопазването и в здравните кабинети в държавните и общинските детски градини и училища, в детските ясли и яслените групи към детски градини.

Разходите за издръжка бележат значителен растеж през 2022 г. с 30% на годишна база поради по-високите разходи за текущ ремонт на публичния сграден фонд, поддръжката на републиканската пътна мрежа и допълнителните средства за медицински услуги и консумативи. Върху правителствените средства за издръжка пряк ефект оказват и ремонтите на военна техника за подкрепа на Украйна в рамките на поетия от България ангажимент.

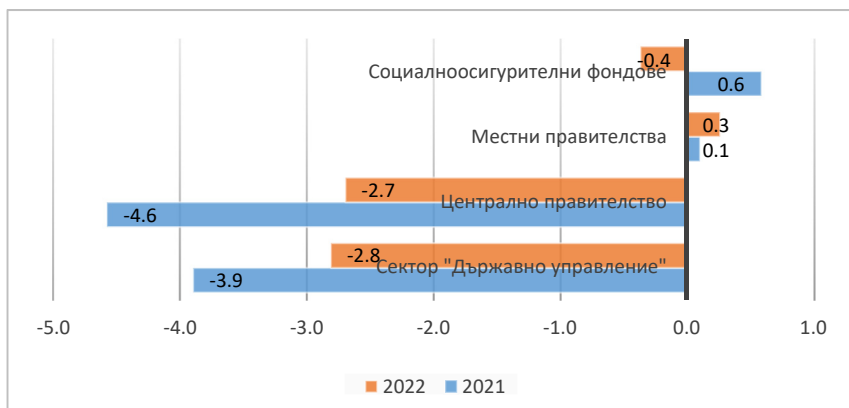
През 2022 г. **лихвените разходи** на правителството нарастват с 3.7% на годишна база. В лихвената и валутната структура на публичния дълг се запазва ясно изразеният превес на задълженията с фиксиран лихвен процент и на относителния дял на евровия и левовия компонент на дълга, като поддържането на инвестиционен кредитен рейтинг осигурява ниски лихвени проценти и позволява успешно пласиране на дългови емисии през предходните години. С промяната на лихвените проценти на световните пазари се очаква разходите за лихви на правителството да нараснат, ако се реализират правителствените намерения за по-високи равнища на дългово финансиране.

Въпреки че социалните и инвестиционните нужди на страната са значителни и консолидираният държавен дълг е нисък, фискалната предпазливост е препоръчителна предвид натиска върху публичните финанси и необходимостта от запазване на фискални буфери поради високата икономическа несигурност в регионален и световен план.

2.3. Управление на фискалния дефицит и държавния дълг

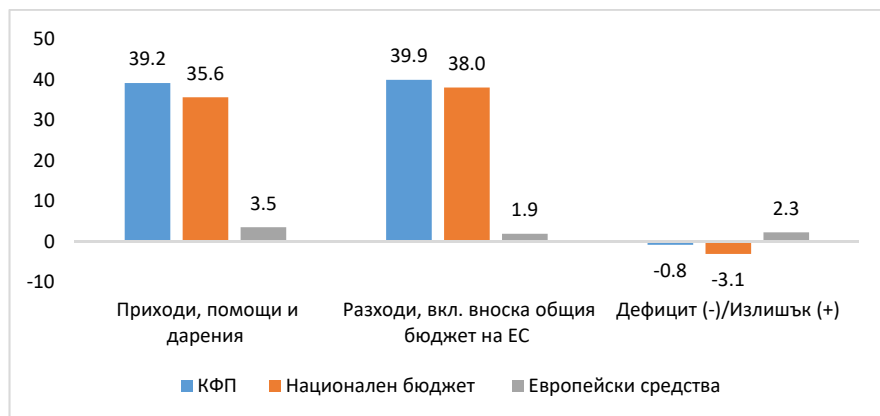
Дефицитът на сектор „Държавно управление“³⁰ за 2022 г. възлиза на 2.8% (4.65 млрд. лв. на начислена основа), с което бюджетният дефицит е в рамките на Маастрихтските критерии (Фигура 15). На годишна база се отбелязва намаление на дефицита на централното правителство вследствие на ниското изпълнение на европейските инвестиционни проекти и ограничените капиталови разходи с национално финансиране. Излишъкът на социалноосигурителните фондове се дължи на по-големия трансфер от централното правителство.

Фигура 15. Фискален дефицит по подсектори на сектор „Държавно управление“ за 2022 г. в сравнение с 2021 г. (начислена основа, % от БВП)



Източник: Фискална нотификация (април 2023 г.).

Фигура 16. Фискален дефицит по КФП, национален бюджет и европейски средства за 2022 г. (на касова основа, % от БВП)



Източник: Министерство на финансите.

³⁰ Сектор „Държавно управление“ включва институционални единици централно правителство, осигурителни фондове и местни правителства съгласно методологията на Европейската система от национални и регионални сметки 2010 (ЕСС 2010).

Касовият дефицит на КФП е значително по-нисък за сметка на излишъка по европейските средства (Фигура 16). **Продължаващото поддържане на дефицит на националния бюджет за трета поредна година е в резултат от провежданата дискреционна политика на правителството в сферата на доходите и социалната защита, но застрашава фискалната устойчивост в средносрочен план, ако не се предприемат структурни реформи в приходната и разходната част на бюджета.**

Първичният бюджетен дефицит (на касова основа) за 2022 г. е 0.4% от БВП, но плавно ще се увеличава, ако не се предприемат мерки за фискална консолидация. Ниското ниво на лихвените разходи обяснява все още слабия натиск върху фиска от страна на разходите за обслужване на държавния дълг. Увеличаването на държавния дълг за финансиране на фискалния дефицит в резултат на очакваните по-ниски бюджетни приходи спрямо правителствените разходи през следващите години и по-високите лихвени проценти на международните финансови пазари ще доведат до нарастване на разходите за обслужването на дълга и ще ограничат допълнително фискалното пространство за приоритетните разходни политики.

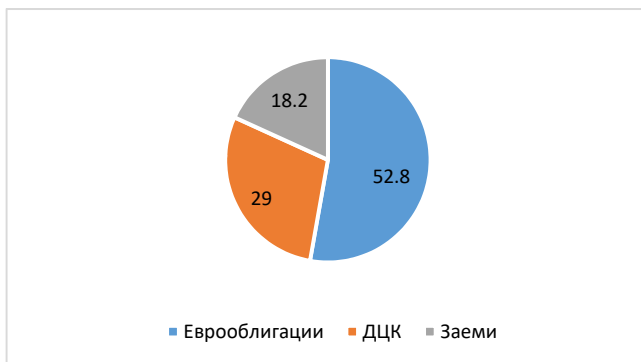
Към декември 2022 г. номиналният размер на **консолидирания държавен дълг** възлиза на 22.9% от БВП (37.85 млрд. лв.), който продължава да е сред най-ниските в ЕС. Външният дълг представлява 70% от консолидирания държавен дълг, а вътрешния съответно 30%, като през март 2022 г. е погасена емисия държавни евро облигации на стойност 1.25 млрд. евро и направено последното лихвено плащане по тях.

Като инструменти с най-голям относителен дял в структурата на публичния дълг (Фигура 17) се отличават еврооблигациите, емитирани на международните капиталови пазари, следвани от държавните ценни книжа (ДЦК), емитирани на вътрешния пазар и заемите. Дълговите задължения на правителството с остатъчен матуритет над 10 години са 27%, от 5 до 10 години – 32%, а от 1 до 5 години – 34% при 7.5% дълг с матуритет до 1 година. **Въпреки че при съпоставка с останалите държави-членки от ЕС и еврозоната дългът на правителството остава нисък, е необходима последователна фискална консолидация, за да не се прехвърли дълговата тежест на бъдещите поколения при неблагоприятните демографски тенденции в страната.**

Размерът на **фискалния резерв** възлиза на 13.4 млрд. лв. (8.1% от БВП и 2.7 млрд. лв. повече спрямо 2021 г.), което прави нетния държавен дълг значително по-нисък като съотношение от БВП. Следва да се има предвид обаче, че фискалният резерв включва и средства, които са за определени цели³¹ и не могат да се използват за финансиране на фискалния дефицит.

³¹ Фискалният резерв включва 12.13 млрд. лв. наличности по сметки на правителството в БНБ и банки и 1.29 млрд. лв. вземания от фондовете на ЕС за сертифицирани разходи, аванси и други. Средствата на Държавния фонд за гарантиране на устойчивостта на държавната пенсионна система в размер на 3.69 млрд. лв. са депозирани в отделна сметка в БНБ. По сметките на Националния фонд, където се съхраняват европейските средства и националното съфинансиране за европейски проекти, наличностите са в размер на 2.03 млн. лв.

Фигура 17. Държавен дълг за 2022 г. по инструменти (% от БВП)



Източник: Министерство на финансите.

Допълнителен риск за увеличаване на консолидирания държавен дълг и фискалната устойчивост в бъдеще представлява **държавногарантираният дълг**, ако той бъде увеличаван. Държавногарантираният дълг, макар и все още на ниско ниво от 588.6 млн. лв. (0.4% от БВП), е значително увеличен през 2022 г. в сектор „Енергетика“ за три проекта на Булгаргаз ЕАД и Булгартрансгаз ЕАД, свързани с енергийната сигурност.³² Предвид процесите в енергийния сектор и обсъждането на нови енергийни проекти е възможно той да нарасне през следващите години.

2.4. Ускоряване на зеления и дигиталния преход чрез публични проекти с европейско финансиране

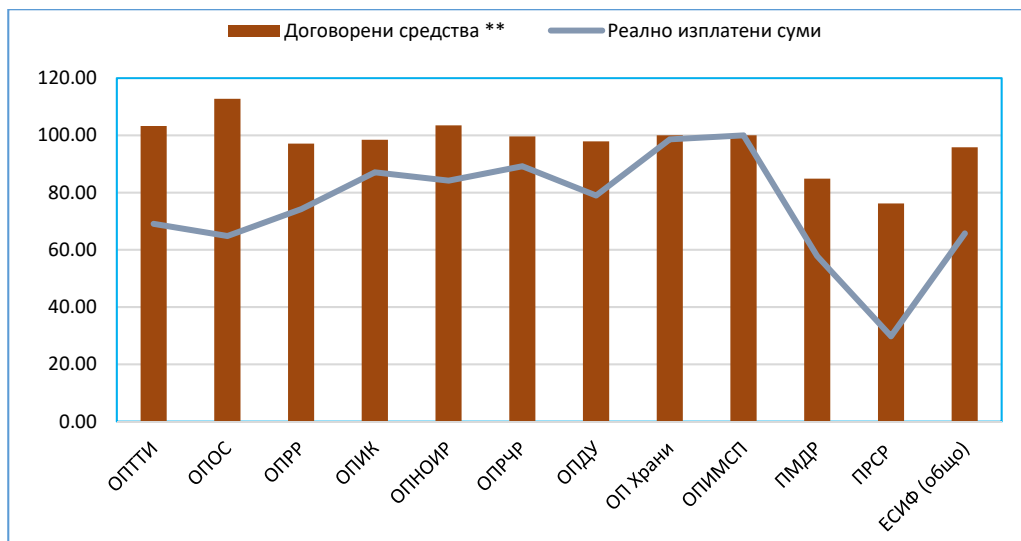
България остава най-енергоемката икономика в ЕС с голяма разлика спрямо останалите държави-членки. Докато структурата на крайното енергийно потребление в България е доста подобна на тази на ЕС, през 2020 г. енергийното потребление на единица БВП е 3.5 пъти над средното за ЕС-27 по данни на Евростат.

Още през програмния период 2014-2020 г. 20% от европейските структурни и инвестиционни фондове (ЕСИФ) са насочени към политики за екологичния преход. Всички оперативни програми финансират проекти, които подпомагат мерките за смекчаване и адаптиране на климатичните промени, но финансовата рамка на България за „зелени“ проекти за 2014-2020 г. е около 2 млрд. евро, което е два пъти по-малко в номинален размер спрямо новия период 2021-2027 г. Безвъзмездната помощ от Европейския фонд за регионално развитие (ЕФРР) и Кохезионния фонд (КФ) генерират приблизително 27% от наличното европейско финансиране по ЕСИФ за България за програмния период 2014-2020 г. чрез ОП „Околна среда“ (1.5 млрд. евро) и ОП „Иновации и конкурентоспособност“ (1.4 млрд.

³² Целите на проектите са свързани с преустановените доставки на природен газ от основния доставчик на дружеството и необходимостта от спешно осигуряване на алтернативни доставки с цел гарантиране на непрекъснатостта на доставките на природен газ за страната и разширяване на капацитета на газохранилището „Чирен“.

евро). От общата планирана сума по бюджета от ЕСИФ за 2014-2020 г. за България договорените проекти с финансиране от ЕСИФ са в размер на 95.8%, но реално изплатените средства са все още 66%, което предполага големи предстоящи разплащания през 2023 г. и натиск върху фиска (Фигура 18).

Фигура 18. Изпълнение на оперативните програми към 31.03.2023 г.



Забележка: ОПТТИ – Транспорт и транспортна инфраструктура, ОПОС – Околна среда, ОПРР – Региони в растеж, ОПИК – Иновации и конкурентоспособност, ОПНОИР – Наука и образование за интелигентен растеж, ОПРЧР – Развитие на човешките ресурси, ОПДУ – Добро управление, ОП Храни, ОПИМСП – Инициатива за малки и средни предприятия, ОПМДР – Програма за морско дело и рибарство и ОПРСР – Програма за развитие на селските райони.

Източник: Министерски съвет, <https://www.eufunds.bg/bg>.

Договорените средства са достигнали над 100% за редица ОП, включително за големите ОП като „Транспорт и транспортна инфраструктура“ и „Околна среда“, които са основни оперативни програми за провеждането на зелени политики. ОП „Региони в растеж“ като важна програма за адаптиране на последствията от климатичните промени е на нива 97% договорени и 73% платени средства. Плащанията са неравномерни и за другите големи като финансов ресурс програми – 63% за ОП „Околна среда“ и 69% за ОП „Транспорт и транспортна инфраструктура“, 87% за ОП „Иновации и конкурентоспособност“ и 28.5% за ОП Развитие на селските райони, което води до заключението, че голяма част от плащанията от ЕСИФ ще бъдат извършени през 2023 г.

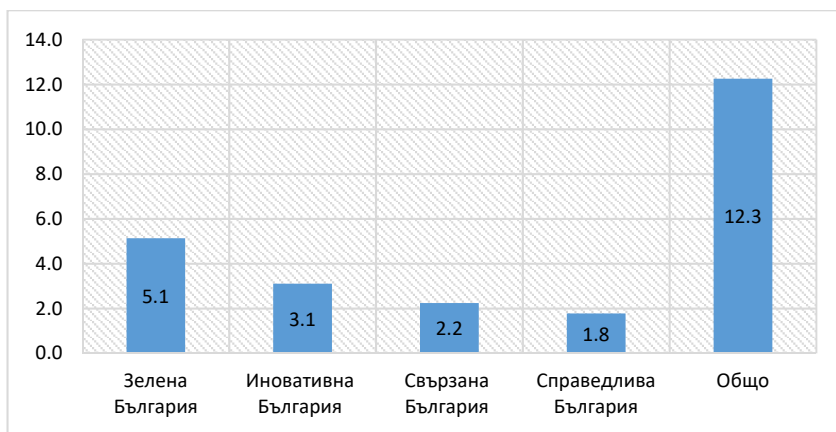
За програмния период на Многогодишната финансова рамка (МФР) на ЕС 2021-2027 г. финансовият пакет, от който България може да се възползва от МВУ в рамките на „Следващо поколение ЕС“, е 6.3 млрд. евро (12.3 млрд. лв.) безвъзмездни средства, 480 млн. евро по плана RePowerEU и 10.9 млрд. евро по Споразумението на България за 2021-2027 г. Успешното реализиране на целите ще зависи от ефективното изпълнение на проектите, както и дали частният сектор ще

подкрепи проектите с допълнителни инвестиции, защото публичните средства няма да бъдат достатъчни. Европейските процедури са сложни, което предполага и добра институционална подкрепа на бенефициентите от страна на публичните институции.

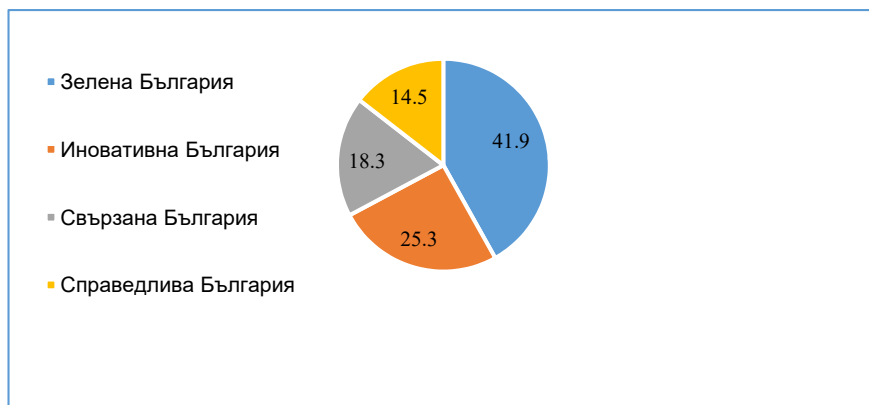
НПВУ на България е одобрен от ЕК на 7 април 2022 г. като неговото реализиране се забави с около година и половина. Планът на България очертава цели и необходимите инвестиции в четири области – зелена, иновативна, свързана и справедлива България. С най-голям дял от общия бюджет за проектите по „Зелена България“ (Фигура 19).

Фигура 19. Финансиране от Националния фонд за възстановяване и устойчивост

а) от Механизма за възстановяване и устойчивост (млрд. лв.)



б) структура на политиките (%)



Забележка: Средствата от МВУ, одобрени от ЕК, по НПВУ (версия 06.04.2022 г.) са 13.5 млрд. лв. (6.9 млрд. евро), но те са намалени с 578 млн. евро, поради по-добрия икономически растеж, постигнат през 2021 г., и положителната прогноза за периода 2022-2025 г. Официален сайт на ЕК: https://ec.europa.eu/economy_finance/recovery-and-resilience-scoreboard/country_overview.html?lang=en

Източник: Министерски съвет, <https://www.nextgeneration.bg/>.

Процесът по изпълнението на политиките по НПВУ обаче започна с много бавни темпове, поради забавянето на необходимите промени в законодателството. След решение на Народното събрание за предоговаряне на заложеното намаление с 40% на парниковите емисии на въглищните централи, НПВУ все още е в процес на предоговаряне, което неминуемо ще забави изпълнението на заложените проекти за декарбонизация на енергийния сектор. Допълнително, след енергийната криза от 2021-2022 г. ЕК прие плана REPowerEU на 18 май 2022 г., който постави още по-амбициозни цели за преход към зелена енергия чрез увеличаване на ВЕИ в крайното потребление на енергия от 32% до 45% до 2030 г. Това налага **включването на нов раздел по плана RePowerEU в НПВУ на държавите-членки на ЕС, като срокът за представяне на новите проекти е август 2023 г.** По Плана REPowerEU България може да получи допълнителни 480 млн. евро.

Реформите в енергийния сектор, включени в НПВУ, са амбициозни, но средствата от МВУ могат да бъдат загубени, ако България не спазва крайния срок август 2026 г. за отчитане на резултатите. Това предполага проектите да бъдат завършвани с национални средства, което ще окаже натиск върху бюджета или трябва да се реализират с частни средства. Проектите включват изготвяне и приемане на Национална пътна карта за подобряване на условията за разгръщане на потенциала за развитие на водородните технологии и механизмите за производство и доставка на водород; подпомагане на производителите на енергия от възобновяеми източници; развитие, улесняване и ускоряване на международната търговия с гаранции за произход; стимулиране на производството на електроенергия от ВЕИ и подпомагане на процеса по декарбонизация чрез модернизация и дигитализация на електропреносната мрежа и чрез намаляване на административната тежест при присъединяването и оперирането на ВЕИ; създаване на Комисия за енергиен преход за изработването на Пътна карта към климатична неутралност. Като основа за развитието на водородните мощности в България е поставена цел да се разработи пилотен проект за производство на водород с обща инсталирана мощност от 20 MW до 2030 г.

По пакета „Адаптиране към цел 55“, при който се залага цел за намаляване на парниковите емисии с 55% до 2030 г., държавите-членки на ЕС трябва да насочат своите усилия и към увеличаване на енергийната ефективност на сградния фонд. В тази връзка в България се предвижда да се създаде Национален фонд за декарбонизация, както и нов регионален подход с пряко въвличане на местните общности в управлението на средствата от европейските фондове и инструменти. Очакваният принос за постигане на европейската цел за енергийна ефективност в сграден фонд е до 2026 г. да бъдат обновени жилищни сгради с разгъната застроена площ над 6.7 млн. м². Стои въпросът дали правителството ще успее да осъществи тази важна политика с европейско финансиране и дали ще може да постигне максимални резултати при декарбонизацията на сградния фонд.³³

Планът е доста амбициозен и по отношение на цифровия преход, който трябва да повиши ефективността на работните процеси, за което се концентрират почти 1/4

³³ Методология за анализ на инвестиционните проекти, финансирани по линия на европейските фондове и програми, се предоставя във Velkova, Kirilova, 2023, pp. 135-148.

от общите предвидени средства. Усилията са насочени в четири основни направления: разгръщане на широколентова инфраструктура; повишаване на цифровите умения на населението; ускоряване на внедряването на цифрови технологии в предприятията; разгръщане на електронното управление и електронни услуги. Като цели се поставят 100% от домакинствата да имат достъп до високоскоростна цифрова интернет връзка през 2025 г.; делът от населението с поне основни умения в областта на цифровите технологии през 2025 г. да е 50% и предприятията с внедрени цифрови технологии през 2025 г. да са поне 35%.

След приемането на НПВУ от ЕК, в началото на юли 2022 г. бе прието и Споразумението за партньорство на България за 2021-2027 г. с бюджет от ЕСИФ в размер на 10.9 млрд. евро. В Споразумението за партньорство са заложили публични проекти, разпределени по подобни на НПВУ политики „По-зелена Европа“, „Свързана Европа“, „Социална Европа“, но включва и други като „По-интелигентна Европа“, „Европа по-близо до гражданите“. Добавени са и проекти, финансирани от Фонда за справедлив преход (ФСП) и „Техническа помощ“ за подобряване на административния капацитет (Таблица 4). За периода 2021-2027 г. политиките са насочени към постигане на новите приоритети на ЕС, свързани с екологичния и дигитален преход, като средствата са увеличени от 20% до 25% в рамките на различните политики.

Таблица 4. Финансиране чрез ЕСИФ и ФСП за програмния период 2021-2027 г. (млн. евро)

| Цели на политиката, специфични цели на ФСП или техническа помощ | Общо | ЕФРР | КФ | ФСП | ЕСФ+ | ЕФМДРА |
|---|-------|------|------|------|------|--------|
| 1. По-интелигентна Европа | 1565 | 1565 | | | | |
| 2. По-зелена Европа | 2029 | 1630 | 400 | | | |
| 3. Свързана Европа | 1545 | 735 | 810 | | | |
| 4. Социална Европа | 2585 | | | | 2520 | 65 |
| 5. Европа по-близо до гражданите | 1514 | 1499 | | | | 15 |
| 6. Специфична цел на ФСП | 1243 | | | 1243 | | |
| 7. Техническа помощ | 407 | 214 | 31 | 52 | 105 | 5 |
| Общо | 10888 | 5642 | 1241 | 1295 | 2625 | 85 |

Забележка: ЕФРР – Европейски фонд за регионално развитие, ЕСФ+ – Европейски социален фонд плюс, КФ – Кохезионен фонд, ФСП – Фонд за справедлив преход и ЕФМДРА – Европейски фонд за морско дело, рибарство и аквакултури.

Източник: Министерски съвет, <https://www.eufunds.bg/bg>.

За изпълнението на НПВУ и Споразумението за партньорство за 2021-2027 г. правителството трябва да се справи с вътрешните и външни рискове. Забавянето на промените в националното законодателство е съществен риск пред изпълнението на заложените инвестиционни проекти и постигането на заложените цели в определените срокове. Освен законодателните, налице са и административни рискове, свързани с липсата на административен капацитет, разбиране и способности за подготовка на реформите и изпълнение на проектите. Проблемите при планирането, възлагането и изпълнението на обществените поръчки могат да затруднят реализирането на голяма част от инвестиционните проекти. Сериозно негативно въздействие върху изпълнението на проектите с европейско финансиране оказват и чисто икономическите рискове, произтичащи от високата инфлация и увеличените разходи за труд и електроенергия. Инфлацията

повишава разходите за осъществяване на проектите, което поставя под натиск както европейското, така и националното съфинансиране и ограничава броя на изпълнителите на обществени поръчки и доставчици на стоки и услуги, които могат да реализират проектите. Като екзогенни рискове могат да се посочат очакванията за икономическа рецесия в световен план, енергийната криза, военният конфликт в Украйна, високите равнища на публична задлъжнялост в световен план, проблемите с функционирането на веригите на доставки на стоки, географското релокиране на производства и др., които могат да окажат силен негативен ефект върху изпълнението на проектите с европейско финансиране.

2.5. Перспективи за развитие на фискалния сектор в краткосрочен аспект

До одобряването на редовен бюджет за 2023 г. общият размер на разходите по КФП за 2023 г. ще се базира на удължения бюджет за 2022 г. Високите бюджетни разходи, базирани на текущите разходни политики, ориентирани към подпомагане и субсидиране на реалния сектор, сериозно ограничават възможностите на правителството да провежда антициклична фискална политика. Рискът за невъзможност да се направят промените в НПВУ и той да се допълни с дейности по плана RePowerEU в определения срок до август 2023 г. се увеличава.

При приемането на редовен бюджет от Народното събрание трябва да се заложи на по-предпазлива данъчна и разходна политика, която да е в състояние да осигури фискална консолидация и спазване на Маастрихтските фискални критерии.

Според оценките ни бюджетните приходи в периода 2023-2025 г. ще намалеят до около 37% от БВП вследствие на инерцията от високата инфлация от 2022 г., която постепенно ще се стабилизира през 2023 г. по линия на намаляване на дискреционните фискални мерки за подкрепа на домакинствата и бизнеса. Постъпленията от МВУ и европейските фондове за новия програмен период 2021-2027 г. се очаква да осигурят публични средства за изпълнението на инвестиционни проекти от публичния и частния сектор, но приходите от МВУ ще зависят от приемането на необходимите законодателни промени. През периода 2023-2025 г. очакванията са бюджетните разходи да надхвърлят 40% от БВП, поради ускоряване на изпълнението на проектите по НПВУ и оперативните програми за 2021-2027 г.. Постигането на фискален дефицит в рамките на 3% от БВП изглежда реалистично за 2023-2025 г., но са необходими мерки за фискална консолидация и диференцирана подкрепа на бизнеса и домакинствата. Очакванията ни са, че делът на правителствения дълг към БВП постепенно ще нараства и към 2025 г. ще възлезе на 27% от БВП, ако не се предприемат мерки за фискална консолидация и не се постигне намаляване на структурния дефицит в средносрочен аспект.

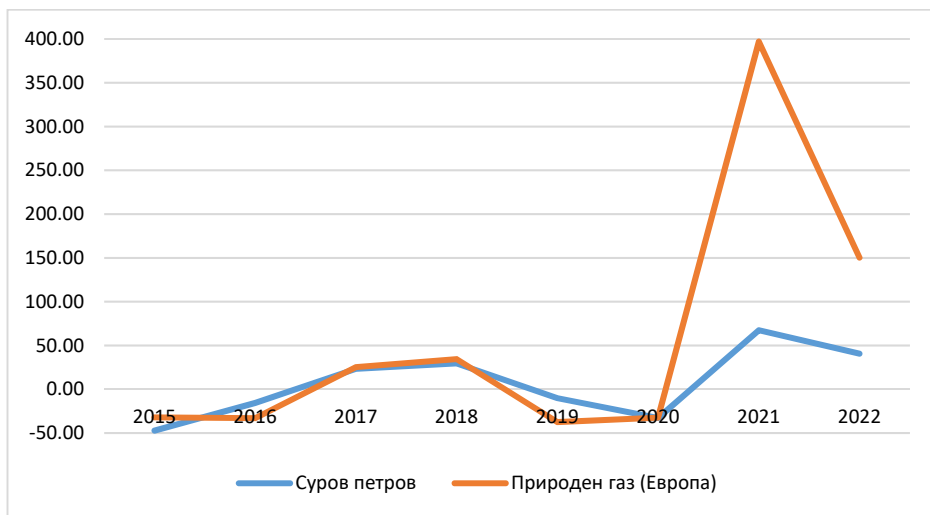
3. Външен сектор и външноикономическа среда

При анализа на процесите във външния сектор фокусът е върху динамиката на външната среда и в частност еврозоната и основните търговски партньори на страната. Тяхното икономическо състояние оказва пряк ефект върху българската икономика по линия на износа и вноса на стоки и услуги и движението на капиталови потоци. Акцент се поставя върху стоковата структура на износа и вноса и състоянието на платежния баланс, които се изследват от гледна точка на конкурентоспособността и устойчивостта на външнотърговската позиция.

3.1. Ценова динамика в световен план през 2022 и първото тримесечие на 2023 г.

Възстановяването на световната икономика от пандемията от COVID-19 е белязано от ускоряващата се през 2022 г. инфлация до 7.3% в развитите икономики и 9.8% в развиващите се страни и нововъзникващите пазари (по данни на Международния валутен фонд – МВФ), все по-затруднения достъп до финансиране вследствие на политиката на водещите централни банки в световен план за увеличаване на основните лихвени проценти, геополитическото напрежение от военния конфликт в Украйна и постепенното отпадане на противоепидемичните мерки в Китай. Посочените фактори, както и изпитваните сериозни затруднения в дейността на глобалните вериги за доставки и силно динамичните цени на горивата (Фигура 20) и някои основни производствени суровини, водят до забавяне на темпа на икономическия растеж в световен план до 3.4% през 2022 г., като единствено еврозоната регистрира по-високи темпове на растеж сред групата на развитите икономики (3.5%) при рекордно висока годишна инфлация от 8.4%.

Фигура 20. Изменение на цената на суровия петрол и природния газ в Европа (%)



Източник: Световна банка.

Ускоряването на инфлацията в световен план оказва неблагоприятен ефект в посока на намаляване на реалния доход на домакинствата. Това доведе до забавяне на икономическата активност в по-голяма степен в сектора на услугите, отколкото при промишленото производство. Оттам и забавянето на растежа на световната търговия със стоки през 2022 г. не беше толкова съществено, колкото се наблюдаваше през предходните години. Същевременно, за първото тримесечие на 2023 г. световните търговски потоци са на по-ниски равнища спрямо същия период на миналата година. Основен фактор за спада на промишленото производство са по-малкото нови поръчки, но и повишението на стоковите запаси от завършена продукция на световно равнище, които от своя страна позволяват по-голяма гъвкавост на търговията.

Наблюдаваната инфлационна динамика през 2022 г. отразява комплексното влияние на фактори от страна на търсенето и предлагането, които имат различна тежест в отделните региони на света. В началото на 2022 г. нарастването на инфлацията е следствие от поскъпването на енергийните продукти и по-високите цени на основни неенергийни стоки и услуги поради нарушените доставки от Русия и наложените санкции във връзка с продължаващия военен конфликт в Украйна. Специфичен ефект по линия на глобалните вериги за доставки оказва поддържането на строги протиепидемични мерки в Китай, които постепенно са разхлабвани през втората половина на годината, в съчетание с провеждането на акомодираща макроикономическа политика.

Опасенията, че епидемията от COVID-19 не е еднозначно отминала през 2022 г., в съчетание с различни геополитически процеси, обуславят и други специфични ефекти със съществен проинфлационен ефект. От една страна, свиването на вътрешното търсене в Китай по линия на строгите протиепидемични мерки до средата на 2022 г. е фактор за задържане на цената на суровия петрол, която се ускорява под влияние на политиката на ОПЕК за въздържане от компенсиране на намалените доставки от Русия. Допълнителен фактор през втората половина на 2022 г. е започналото затягане на паричната политика в световен план, което поражда пазарни очаквания за свиване на икономическата активност и по-ниско търсене на енергийни ресурси. Тази противоположна динамика обуслови нарастване на средната цена на суровия петрол до 97 щатски дол./барел през 2022 г. (с 41% на годишна база) и продължаващо намаляване до 74 щатски дол./барел към май 2023 г. Фактор в същата насока в края на годината е и повишеният износ на суров петрол от Русия преди влизането в сила на наложените от ЕС ограничения по отношение на физическите обеми и горната граница на цената до 60 щатски дол./барел.

Съществено отражение върху цената на природния газ, която в Европа нарасна над 12 пъти между 2020 и 2022 г., оказват и множество други извъникономически фактори освен ефекта от търговските санкции върху Русия. Прекъсването на голяма част от износа на втечен природен газ от САЩ поради регистриран инцидент и превантивно ускореното запълване на газохранилищата в Европа преди зимния сезон допринасят за нарастване на цените на природния газ до края на септември 2022 г. От друга страна, необичайно високите температури в края на годината водят до нормализиране на ценовата динамика. Поддържането на високи цени на природния газ в Европа е основен фактор за повишаване на цената на

електрическата енергия, който е допълван от по-ниското производство на електрическа енергия от ВЕИ и АЕЦ поради засушавания и затруднения в поддръжката, водещо до повишено търсене на природен газ като източник на енергия. Като се има предвид, че природният газ е базова суровина за производството на торове, високите му цени доведоха до нарастване на производствените разходи в селското стопанство, а оттам ефектът се пренесе върху цените на хранителните продукти и общата инфлация.

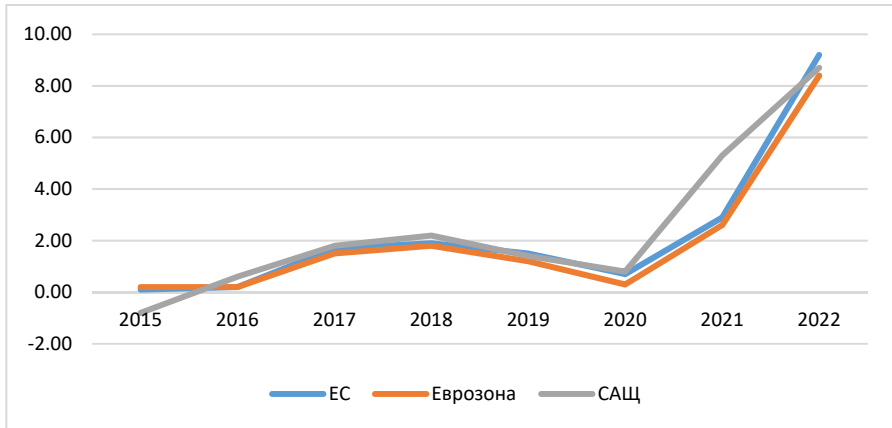
Таблица 5. Динамика на основните лихвени проценти в САЩ и еврозоната между 2019 и 2023 г. (%)

| Дата на промяна | Федерален резерв – лихвен процент по федералните фондове | ЕЦБ – лихвен процент по основните операции по рефинансиране | ЕЦБ – лихвен процент по пределното кредитно улеснение | ЕЦБ – лихвен процент по депозитното улеснение |
|-----------------|--|---|---|---|
| 18.09.2019 | | 0.00 | 0.25 | -0.50 |
| 31.10.2019 | 1.50 – 1.75 | | | |
| 03.03.2020 | 1.00 – 1.25 | | | |
| 16.03.2020 | 0.00 – 0.25 | | | |
| 17.03.2022 | 0.25 – 0.50 | | | |
| 05.05.2022 | 0.75 – 1.00 | | | |
| 16.06.2022 | 1.50 – 1.75 | | | |
| 27.07.2022 | | 0.50 | 0.75 | 0.00 |
| 28.07.2022 | 2.25 – 2.50 | | | |
| 14.09.2022 | | 1.25 | 1.50 | 0.75 |
| 22.09.2022 | 3.00 – 3.25 | | | |
| 02.11.2022 | | 2.00 | 2.25 | 1.50 |
| 03.11.2022 | 3.75 – 4.00 | | | |
| 15.12.2022 | 4.25 – 4.50 | | | |
| 21.12.2022 | | 2.50 | 2.75 | 2.00 |
| 02.02.2023 | 4.50 – 4.75 | | | |
| 08.02.2023 | | 3.00 | 3.25 | 2.50 |
| 22.03.2023 | | | | |
| 23.03.2023 | 4.75 – 5.00 | 3.50 | 3.75 | 3.00 |
| 04.05.2023 | 5.00 – 5.25 | | | |
| 10.05.2023 | | 3.75 | 4.00 | 3.25 |

Източник: Федерален резерв и ЕЦБ.

В САЩ ускоряващата се инфлация в условията на растяща заетост и ниска безработица мотивират постепенното увеличаване на лихвените проценти по федералните фондове с 525 б.т. между март 2020 г. и май 2023 г. (Таблица 5). През първото тримесечие на 2023 г. то води до синхронизирано забавяне на икономическия растеж и инфлацията. Последователното отпадане на противоепидемичните мерки в еврозоната и растящото вътрешно търсене също водят до проинфлационен натиск, който подтикна ЕЦБ да увеличи с приблизително 400 б.т. основните си лихвени проценти между септември 2019 г. и май 2023 г.

Утрояването на инфлацията в еврозоната от 2.6% през 2021 до 9.2% през 2022 г., следващо динамиката на цените и в САЩ (Фигура 21), засили негативните пазарни очаквания и опасенията за изпадане в икономическа рецесия. Към средата на 2022 г. подобно развитие изглежда все по-вероятно, като се има предвид и че отражението върху инфлацията от затягането на паричната политика през първата половина на 2022 г. все още е ограничено.

Фигура 21. Средногодишна инфлация в САЩ, ЕС и еврозоната (%)

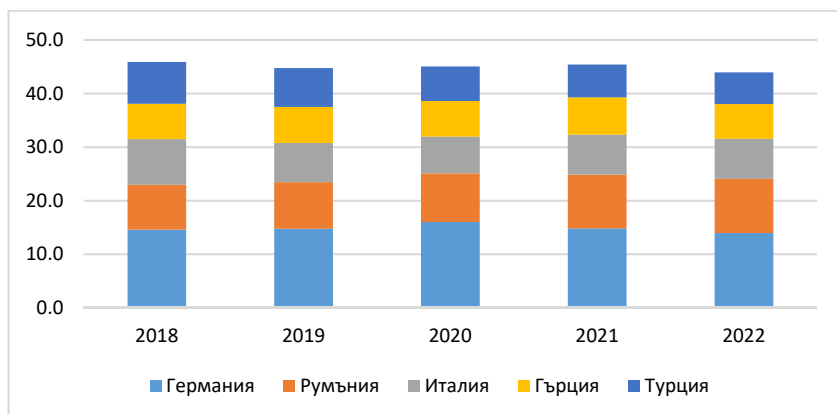
Източник: Евростат.

Неблагоприятните икономически перспективи за развитие пред държавите-членки от еврозоната бяха подхранвани и от провежданата акомодираща антикризисна макроикономическа политика в годините на пандемията от COVID-19. Съчетаването на фискална и парична експанзия под формата на дългосрочно поддържани ниски основни лихвени проценти, покупките на ДЦК от ЕЦБ, субсидирането на заетостта по линия на европейските фондове и програми и стимулирането на частното потребление и фирмената дейност чрез различни социални пакети и субсидии водят до засилване на вътрешното търсене в еврозоната и ускорено преодоляване на кризисните процеси. Посочените процеси в зоната на единната валута, допълнени с вече очертаните затруднения във веригите на доставки и геополитическите предизвикателства, оказват съществено проинфлационно влияние, което се усеща особено по линия на ускоряващите се цени на храните и енергоизточниците. **Към края на 2022 г. и в първите месеци на 2023 г. инфлацията в еврозоната продължи да се забавя и към юни 2023 г. възлезе на 5.5% на годишна база, което отразява както световните процеси за забавяне на прираста на цените, вследствие на забавянето на световната икономическа активност, базовите ефекти от високите стойности в началото на 2022 г., така и постепенното стабилизиране на ценовата динамика на базови енергийни ресурси.**

3.2. Икономическо развитие на основните търговски партньори на България през 2022 и първото тримесечие на 2023 г.

По данни на БНБ за търговските партньори на България, по отношение на износа на стоки се отличават Германия, Румъния, Италия, Гърция и Турция, които устойчиво заемат над 45% от общия износ на страната между 2018 и 2022 г. (Фигура 22). Това дава основание да се разглежда тяхното икономическо състояние, както и перспективите за развитие, като ключови фактори за динамиката на външната търговия със стоки.

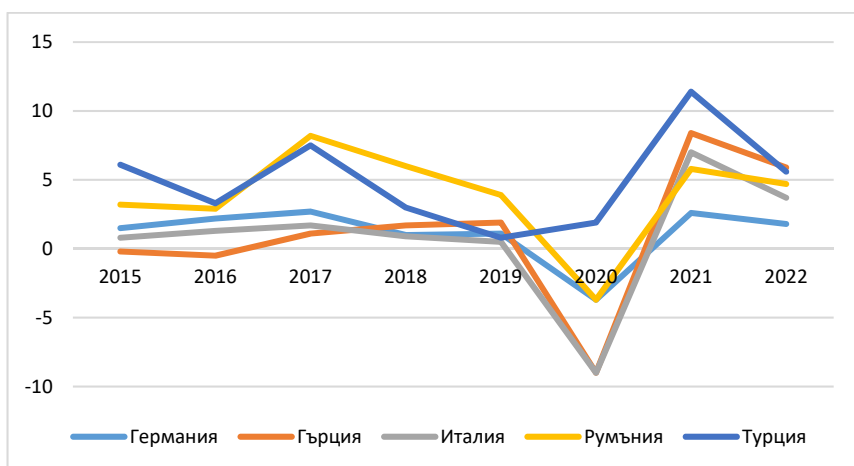
Фигура 22. Дял от общия износ на България към основните търговски партньори в периода 2018-2022 г. (%)



Източник: БНБ.

Средно за целия разглеждан период между 2018 и 2022 г. **Германия** заема 15% от общия износ на стоки от България, което прави нейното икономическо развитие ключово за страната от гледна точка на външната търговия. Въпреки че запазва устойчиво високите си равнища на доходите (БВП на човек от населението в СПС е над 120 спрямо средното за ЕС), още преди пандемията от COVID-19 германската икономика започва да изпитва забавяне на икономическия растеж (Фигура 23). Влияние за това оказват по-ниските темпове на растеж на вътрешното търсене, забавянето на растежа на износа вследствие на глобалната и регионалната несигурност, и постепенното въвеждане на нови екологични стандарти в областта на производството и най-вече автомобилостроенето.

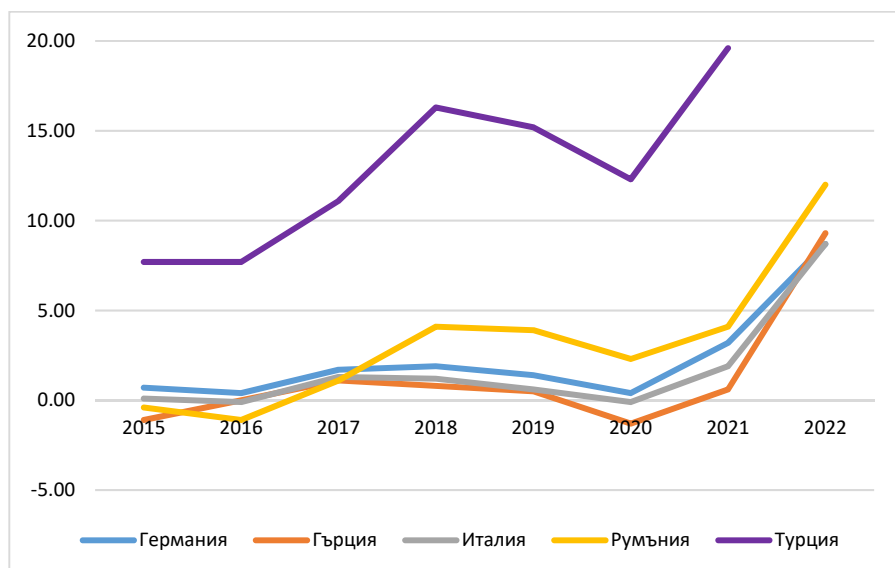
Фигура 23. Икономически растеж в основните търговски партньори на България в периода 2015-2022 г. (%)



Източник: Евростат.

Силно затегнатите здравни мерки за овладяване на пандемията от COVID-19 допълнително задълбочават описаните процеси и германската икономика продължава да реализира по-ниски темпове на възстановяване спрямо останалите държави-членки от ЕС (Фигура 24). Предвид негативния ефект от политиката на ЕЦБ за увеличаване на основните лихвени проценти върху доходността на германските ДЦК и все още ниската степен на възстановяване на частното потребление след пандемията от COVID-19, въпреки предприетите фискални мерки за намаляване на някои ставки по ДДС и субсидиране на фирмената дейност, опасенията за изпадане в състояние на стагфлация през 2022 г. изглеждат с висока степен на вероятност и до голяма степен оформят и цялостните представи за европейската икономика през годината. Очакванията на ЕК (Пролетна прогноза, 2023) са през 2023 г. спадът на частното потребление да бъде овладян, но възстановяването на инвестициите да е по-бавно, което да се отрази в икономически растеж близо до 0%. Подобно развитие би се отразило неблагоприятно върху възможностите на българските износители, като се има предвид, че високият износ на стоки за Германия се основава преди всичко на дейността на предприятия, изградени чрез привличане на германски инвестиции в страната. По данни на БНБ, делът на преките чуждестранни инвестиции от Германия от общо привлечените външни инвестиции за 2022 г. е 10% (235 млн. евро). **Най-засегнат от влошаването на икономическото развитие в Германия би бил износът на суровини (мед, руди и благородни метали), както и на инвестиционни стоки от сектора на машиностроенето, химическата промишленост, електрониката и фармацевтията, които са и с висока добавена стойност.**

Фигура 24. Средногодишна инфлация в основните търговски партньори на България в периода 2015-2022 г. (%)



Забележка: Данните за средногодишната инфлация за Турция през 2022 г. не са изобразени на фигурата поради високата си стойност от 72.3%.

Източник: Евростат.

С постепенно увеличаване се отличава делът на износа на български стоки за **Румъния**, който през 2022 г. възлиза на 10% от общия износ на стоки. Географската близост на страната позволява експортна специализация предимно в селскостопанската продукция, но ускорените темпове на растеж на румънската икономика (БВП на човек от населението в СПС от 55 спрямо средното за ЕС през 2011 г. достига 77% през 2022 г.) разширяват и възможностите за износ на електроенергия, медикаменти, селскостопански машини и стоки от химическата промишленост. Силното частно потребление и инвестиционна активност през 2022 г. позволяват икономическият растеж да достигне 4.7% на годишна база. Предприетите фискални мерки за увеличаване на средните доходи на населението във всички възрастови групи, подобряването на бизнес средата и ускореното привличане на чуждестранни инвестиции се отразяват и в съществено повишаване на инфлацията, която през 2022 г. възлиза на 12% (Фигура 24). Средният дял на бруто образуването на основен капитал от БВП между 2002 и 2022 г. устойчиво надхвърля 25%, а производителността на труда в страната е 2.5 пъти по-висока от тази в България, което формира все по-нарастващите нужди от внос и на инвестиционни стоки. През първото тримесечие на 2023 г. оборотите в сектора на търговията и индустриалното производство в Румъния нарастват, което е предпоставка за очакванията на ЕК (Пролетна прогноза, 2023) високият растеж на вътрешното търсене да се запази и да надхвърли 3.7%, а оттам и вносът в страната да нарасне. За това биха допринесли и очакваните по-високи работни заплати и пенсии, разширяването на тавана върху енергийните цени до 2025 г., както и схемите за правителствена подкрепа на частния сектор.

Икономическите затруднения след световната финансова и икономическа криза от 2008 г. в **Италия** водят до постепенно намаляване на износа на стоки от България, като делът им през 2021 и 2022 г. се стабилизира на 7.5%, докато през 2008 г. Италия е била на първо място сред външнотърговските ни партньори. Традиционните връзки между двете страни в областта на външната търговия се основават на разкритите предприятия с италианско участие, реализираните чуждестранни инвестиции от Италия, които през 2022 г. надхвърлят 8.3% от общия дял (197 млн. евро), както и на високия дял български емигранти, които са над 60 хил. души (по данни на Евростат). Свиването на вътрешното търсене в Италия, респективно и възможностите за износ на български стоки, е резултат от процесите на дивергенция в еврозоната³⁴. Италия е една от най-сериозно засегнатите от дълговата криза в зоната на единната валута, която освен по линия на влошаване на състоянието на публичните финанси, оказва съществен ефект и върху стабилността на банковия сектор. Дългосрочните последици са осезаеми. Още преди да се реализира силно негативното отражение поради високата смъртност от COVID-19 в Италия през 2020 г., страната отбелязва влошаване на условията на пазара на труда при растяща безработица (трайно над 9% след 2019 г.) и намаляване на медианните доходи на населението в условията на растяща инфлация. Тези процеси оказват неблагоприятен ефект върху икономическата активност и реалният растеж на БВП от 3.7% през 2022 г. е най-ниският сред разглежданите основни търговски партньори на България. Относителното запазване на икономическата активност до голяма степен се дължи на

³⁴ Теоретичен и емпиричен анализ на процесите на икономическа конвергенция и дивергенция в рамките на ЕС в съпоставителен план в периода 2001-2019 г. е направен в Рангелова, Бобева, Златинов, 2021.

предприетите антикризисни мерки по линия на по-високите социални трансфери, отсрочените данъчни плащания, мерките за подобряване на бизнес средата и намаляването на административната тежест за бизнеса. От втората половина на 2022 г. допълнителен негативен ефект върху икономиката на Италия започва да оказва затагането на паричната политика на ЕЦБ, което поднови опасенията относно устойчивостта на публичния дълг на страната. Прогнозите на ЕК (Пролетна прогноза, 2023) са икономическият растеж през 2023 г. да възлезе на 1.2% в резултат от прилаганите мерки на фискалната политика за овладяване на ефекта от високите енергийни цени и насочването на по-високите фирмени печалби към нови инвестиции.

Много сходно до икономическата ситуация в Италия е икономическото положение на **Гърция**, чийто дял в стоковия износ на България постепенно се свива и през 2022 г. възлиза на 6.5%. Стоковата структура на износа към Гърция сочи, че реализираните външнотърговски потоци са преди всичко свързани с туристическия сектор в страната по линия на оборудването за хотели, хранителни продукти, бързооборотни стоки и текстилни изделия. Като се има предвид високата циклична уязвимост на сектора на туризма и пътуванията, възможностите за износ от България към Гърция се отличават с нестабилност. Освен географската близост, традиционните връзки по линия на предприятията с гръцко участие и голямата емигрантска общност също допринасят за търговията между двете страни. През последните години съществен неблагоприятен фактор в тази насока е общата макроикономическа нестабилност и дълговите проблеми на Гърция, трайно надхвърлящата 15% безработица и големият спад на покупателна способност. Процесите на възстановяване на гръцката икономика от COVID-19 са благоприятствани от целенасочена подкрепа за частните инвестиции чрез мерки на данъчната политика и субсидиране, които водят до устойчиво частно потребление, съществени инвестиции и възстановяване на туризма. Очакванията на ЕК (Пролетна прогноза, 2023) са икономическият растеж през 2023 г. да се свие до 2.4%, при забавяне на растежа на частното потребление в условията на растяща инфлация. Това ще се отрази и на растежа на вноса, който до голяма степен ще зависи от реализираните приходи от туризъм и все още задържащата се висока безработица в страната (12.5% през 2022 г.).

С относително забавяне се отличават външнотърговските отношения с **Турция**. Средната стойност на реализирания износ на български стоки за последните 5 години съвпада с тази към Гърция и е приблизително около 7% от общата търговия. Силното възстановяване от пандемията от COVID-19 води до реален растеж от 5.6% през 2022 г., но и утрояване на инфлацията (72.3% на годишна база). Основен фактор на икономическия растеж в страната е силното вътрешно потребление, което води до поддържане на вноса, но перспективите за 2023 г. изглеждат неблагоприятни. По оценки на Световната банка, двете опустошителни земетресения от 06.02.2023 г. са засегнали близо 1/10 от икономиката на Турция, което води до спад на индустриалното производство и продажбите. Очакванията са цялостният ефект върху икономическия растеж да бъде слаб, като усилията за възстановяване на инфраструктурата в засегнатите райони имат потенциал да се превърнат в основен фактор на растежа. Вътрешното търсене се очаква да се поддържа от устойчивото създаване на работни места и същественото повишаване на минималната работна заплата през 2023 г., но не трябва да се пренебрегва, че

безработицата трайно се установява на 10%. Възможностите за износ от страната се благоприятстват от обезценяването на турската лира и затрудненията във функционирането на азиатските вериги на доставки, които турските износители частично компенсират. Забавянето на частните инвестиции във физически капитал се очаква да се компенсира от по-големите публични инвестиции, особено в сферата на инфраструктурата в засегнатите от земетресението райони, а не на последно място и от направените разходи в предизборния период. Съществени рискове пред перспективите за износ към страната крие високата инфлация, все по-слабата турска валута и затягането на паричната политика в световен план, които влошават условията за местно финансиране.

3.3. Процеси в областта на външната търговия със стоки през 2022 г.

Анализът на външнотърговските отношения на България през 2022 г. показва, че в относително ниска степен се реализират предимствата, произтичащи от нарастването на цените в световен мащаб. По-високият прираст на цените на износната продукция спрямо физическите обеми на износ издава структурна невъзможност на икономиката да се адаптира към по-високотехнологично производство. До голяма степен наблюдаваните процеси през 2022 г. не се различават съществено спрямо предишните години. Няколко специфични фактора обаче се открояват:

- След 2019 г. индексът на цените на износа на стоки е с по-високи стойности от индекса на цените на вноса в България, което е индикатор за **известно подобряващи се условия на търговия за икономиката** (Фигура 25). Най-съществени ценови предимства през 2022 г. се реализират при търговията със селскостопанска продукция и минерални горива и в по-ниска степен по отношение на химическите продукти и инвестиционните стоки.

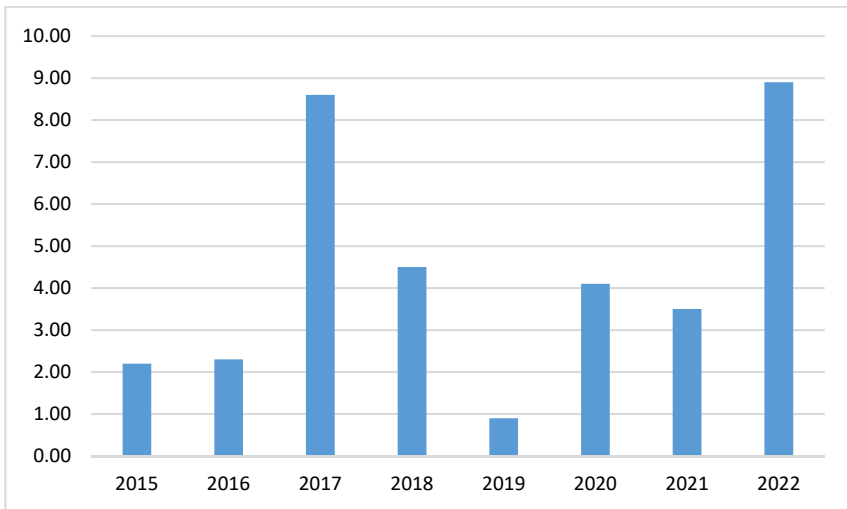
Фигура 25. Индекси на цени на износа и вноса на България в периода 2015-2022 г.



Източник: НСИ.

- По отношение на разходите за труд, **България е една от държавите-членки в ЕС с най-ясно изразена тенденция за загуба на конкурентоспособност спрямо търговските партньори от еврозоната** (Фигура 26). Този показател отразява не само измененията във валутния курс, но и промените в разходите за труд, предвид догонващия характер на българската икономика. През 2022 г. България е държавата-членка с най-висок прираст на разходите за труд в целия ЕС, като изпреварва Естония, Литва и Унгария.

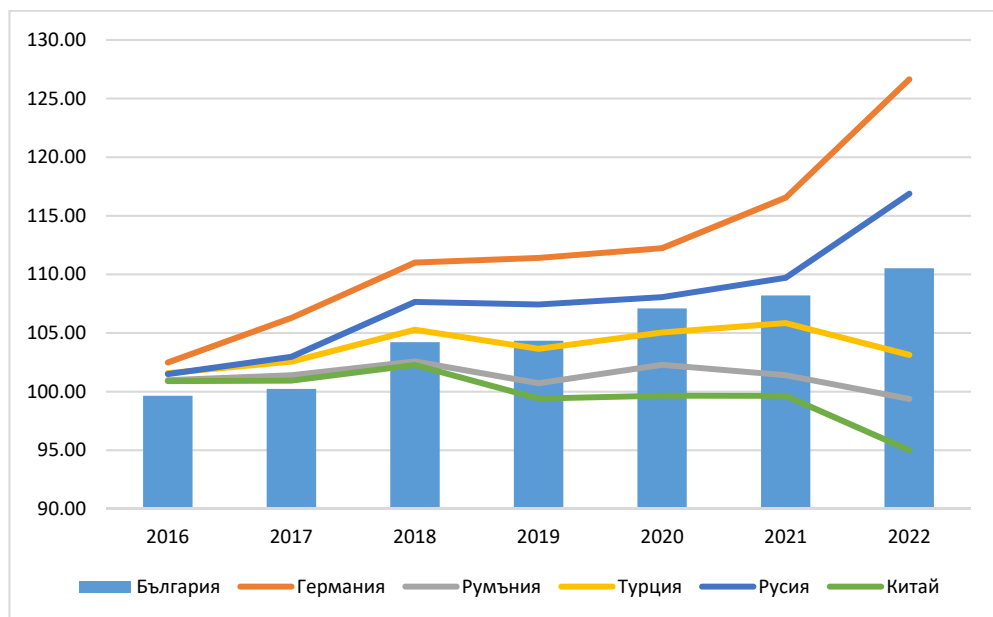
Фигура 26. Изменение на разходите за труд в България на годишна база спрямо основните търговски партньори в еврозоната в периода 2015-2022 г. (%)



Източник: Евростат.

- Основните търговски партньори на България във вноса са Германия (10.6%), Китай (9.2%), Русия (8.7%), Турция (7.1%) и Румъния (5.3%). Съпоставката с реалния ефективен валутен курс по търговски партньори (Фигура 27) показва, че **българската валута поскъпва в реално изражение спрямо турската лира и румънската лея, което е неблагоприятно от гледна точка на износа към тях. По-високата стойност на лева спрямо китайския юан благоприятства увеличаването на вноса от Китай, а това е предпоставка за влошаване на външнотърговското салдо на страната.** От друга страна, процесите на поскъпване на руската рубла през 2022 г. поради високите цени на енергийните ресурси и наложения контрол върху капиталовите потоци от руската централна банка допълнително оскъпяват вноса на горива от страната. Предвид високата енергоемкост на българската икономика, тези процеси допълнително влошават конкурентоспособността и оказват негативен ефект върху условията на търговия. В положителна насока обаче може да се разглеждат разликите в реалния ефективен валутен курс в България и Германия, които биха довели до увеличаване на износа към основния търговски партньор на страната, въпреки сигналите за свиване на вътрешното търсене.

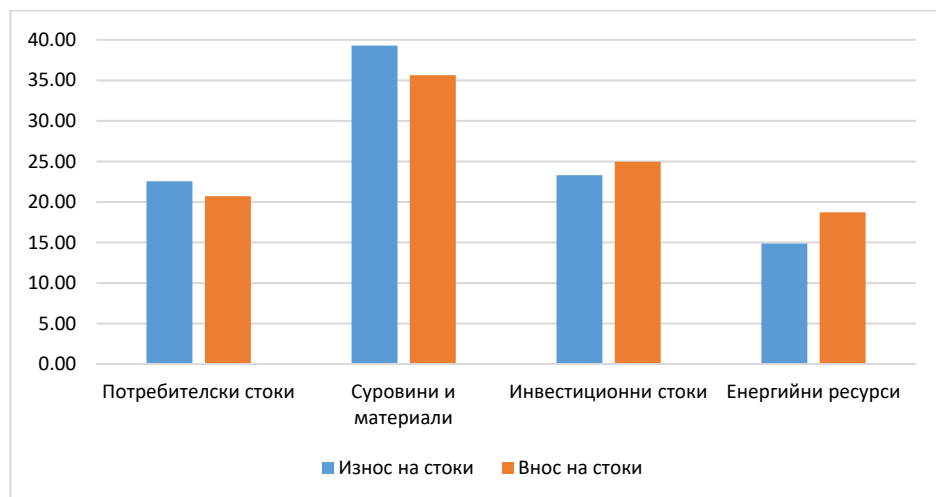
Фигура 27. Реален ефективен валутен курс, дефлиран с индекса на потребителските цени спрямо 42 търговски партньори (индекс 2015=100)



Източник: Евростат.

През 2022 г. се запазва трайно наложената след прехода към пазарна икономика тенденция износът и вносът на суровини и материали да доминират в структурата на външната търговия по групи стоки (Фигура 28)

Фигура 28. Структура на износа и вноса по групи стоки през 2022 г. (%)



Източник: БНБ.

Цветните метали продължават да заемат все по-голяма част от износа на суровини и материали (трайно над 20%), за сметка на намаляващия дял на чугун, желязо и стомана и химически продукти, които са с по-висока добавена стойност. Това е индикатор за пропуснати сравнителни предимства в областта на външната търговия със суровини и материали, като се има предвид, че на годишна база индексът на цените на износа на благородните и цветните метали нараства с 10% през 2022 г. (по данни на НСИ), при 31% растеж при химичните вещества и продукти. Предвид военния конфликт в Украйна и ограниченото производство на торове, повишаването на цените на енергийните ресурси и затрудненията във веригите на доставки, индексът на цените на износа на минерални или химични торове почти се удвоява през 2022 г., докато дялът им в структурата на българския износ на суровини и материали трайно не надхвърля 4% след 2001 г.

В структурата на вноса в тази стокова група доминират пластмаси, каучук, руди, чугун, желязо и стомана, чиито цени на годишна база през 2022 г. отбелязват известен спад. През 2022 г. цената на медта се понижава с 5.3% (по данни на Световната банка), поради по-ниския растеж на световната икономика и влошаването на икономическата активност в Китай, който е най-големият ѝ потребител в света. Този процес оказва неблагоприятно влияние върху българския износ, като се има предвид, че рудите са от основно значение за него. Положителен сигнал е постепенно нарастващият дял на износа на пластмаси и каучук, който се колебае около 10% от общия износ на суровини и материали след 2019 г. Това е индикатор за разширяване на възможностите за реализиране на по-голям обем местно производство на външните пазари, но при спадащи цени на тази група стоки, показва ниските технологични предимства на местната индустрия. В условията на растяща инфлация в групата на хранителните продукти, друга положителна тенденция е нарастващият дял на суровините за производство на храни, който след 2010 г. се колебае около 20% от общия износ на суровини при увеличаване на индекса на цените на износа на този вид продукти с над 34% на годишна база през 2022 г.

Все по-слабата специализация на износа на суровини и материали се демонстрира в статистиката от нарастващия дял на външната търговия на неklasифицираните други суровини и материали, който се удвоява след 1995 г. и заема над 27% през 2022 г.. Това е индикатор за липсата на устойчива икономическа политика за насърчаване на местния износ в определени стокови групи, които са с по-ниска добавена стойност, но при които определено се наблюдават традиционни предимства. Това се дължи на все по-доминиращия дял на износа в тази стокова група към държавите-членки на ЕС (приблизително 70% през 2022 г.) при намаляващ дял на Балканските държави (16% през 2022 г.) и все още неустойчиви позиции на пазарите в Азия (средно 9% за целия разглеждан период). От една страна, по-високата степен на икономическа интеграция с пазарите на ЕС е очаквана и напълно резонна. Но от друга, големият пазар на ЕС е по-конкурентен и обект на засилен интерес за търговия от много други страни, чиято конкурентоспособност, вкл. по линия на технологичните възможности за добиване и обработка на суровини и материали, спрямо България е много по-висока. Така местните предимства могат да се реализират предимно в областта на поддържането на по-ниски цени, което води и до по-ниски приходи от износ. Този процес се илюстрира от реализирания внос на суровини и материали в България,

при който разликата между стойността на вноса от ЕС и Балканските държави и други европейски страни е около 3 пъти, докато при износа е над 10 пъти.

В структурата на износа делът на потребителските стоки постепенно се свива, за сметка на нарастващия дял на инвестиционните стоки. Това е положителен процес, предвид различията в добавената стойност в двете стокови групи. При вноса също се наблюдава такъв процес, като делът на инвестиционни стоки е все по-нарастващ (средно 26.5% за периода 2015-2022 г.). Така се демонстрира ориентацията на българската икономика към повишаване на технологичното равнище на производството при приоритетния внос на машини, уреди и апарати и резервни части за тях. Според глобалния иновационен индекс за 2022 г., изготвян от Световната организация по интелектуална собственост, България се нарежда на 3-то място сред страните с по-висок от средния доход за света и на 35-то място сред 132 страни от цял свят по капацитет и успешно внедряване на иновации в производството.³⁵ В същото време, над 1/3 от вноса на потребителски стоки е съставен от хранителни продукти, чиято цена през 2022 г. нараства над 16% на годишна база (по данни на НСИ) **Освен загубата на съществени предимства в сектора на селското стопанство, налице е и силна зависимост на вътрешното потребление от вноса на базови хранителни суровини, а оттам и на пряк пренос на инфлация при нестабилност на цените в световен план.** Имайки предвид, че един от основните фактори за инфлацията в еврозоната през 2022 г. е поскъпването на храните, липсата на достатъчни възможности за износ на селскостопанска продукция не позволява на българските износители да се възползват в достатъчна степен от тези по-високи цени.

През 2022 г. делът на двете стокови групи (потребителски и инвестиционни стоки) в общия износ се изравнява и възлиза приблизително на 23%. Ясно се забелязва рязкото нарастване на стойността на търговията с храни след 2021 г., което се дължи най-вече на ценови ефекти, постепенно свиване на дела на дрехи и обувки и неговото изравняване с относително устойчивия дял на козметика и лекарства в рамките на около 15%. В сферата на текстилната промишленост, съществено влияние оказва загубата на традиционните предимства в годините на прехода, ниските възнаграждения на труда, липсата на квалифицирани кадри и работата предимно на ишлеме. Фактор в тази насока са и пропуснатите възможности в процеса на обратно релокиране на производства на водещи световни марки от Западна Европа в страни от Далечния Изток (като Китай, Виетнам и Камбоджа), от което се възползват страни в региона (като Турция, Румъния и Чехия). Въпреки че фармацевтичното производство изисква сериозен инвестиционен и иновационен капацитет, в местни условия се наблюдават предимства, свързани с близостта до големите западноевропейски пазари, традициите в производството на медицински изделия и относително висококвалифицираната работна сила в сектора, което позволява задържане на производствата за износ. Навлизането на големи фармацевтични компании на българския пазар стимулира развитието на подобен вид предприятия, но същевременно не трябва да се пренебрегва ниската суровинна база, която до голяма степен прави производствения процес силно зависим от доставчиците в Западна Европа. Това позволява България да заеме 6-

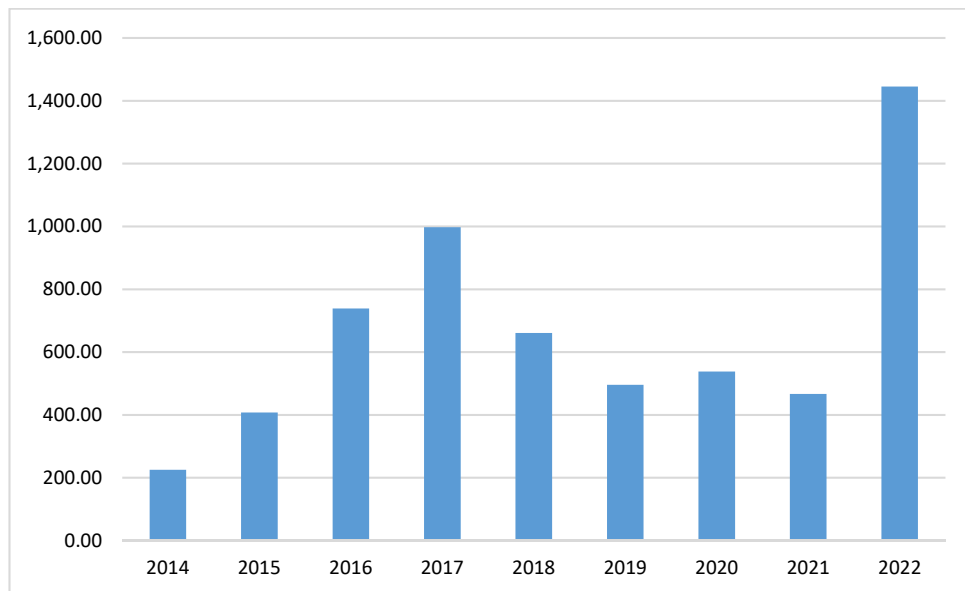
³⁵ World Intellectual Property Organization. (2022). Global Innovation Index 2022: What is the future of innovation-driven growth?

то място в Централна и Източна Европа и 2-ро място на Балканския полуостров (с малка разлика спрямо Хърватия) като износител на фармацевтични продукти (по данни на Евростат). Като външнотърговски профил, износът на потребителски стоки е силно концентриран към държавите-членки на ЕС, което го прави и силно зависим от икономическата конюнктура при тях .

Осезаемото нарастване на дела на инвестиционните стоки в общия стоков износ започва да се наблюдава след 2012 г., което постепенно се съчетава и с ускоряването на индекса на цените на износа в тази стокова група. Докато делът на машините, уредите, апаратите, резервните части и оборудването в общия износ на инвестиционни стоки устойчиво се запазва на около 50%, износът на електрически машини постепенно нараства за сметка на все по-свиващата се външна търговия с транспортни средства, което е ясно отражение на невъзможността до момента да се привлече крупен инвеститор в сектора. **Износът на инвестиционни стоки е в по-малка степен зависим от колебанията във валутните курсове на международните пазари и цените на енергийните ресурси, които са от съществено значение при външната търговия със суровини и материали. Той в много по-голяма степен се определя от привличането на чуждестранни инвестиции, ефективното оползотворяване на средствата от европейските фондове и програми, участието в глобалните вериги на доставките и интегрирането на български фирми в съвместни проекти с чуждестранни компании.** В тази връзка е важно и по какъв начин ще бъдат оползотворени средствата, предвидени в НПВУ, за стимулиране на инвестиционната активност в страната. Очаква се те да окажат пряк ефект и върху потенциала за износ в определени сектори на икономиката.

В групата на инвестиционните стоки БНБ класифицира и износа на оръжия и оръжейни материали, за който косвено може да се съди чрез категорията „Други инвестиционни стоки“, чиято стойност видимо нараства след 2020 г. Невъзможността чрез официалната статистика на БНБ пряко да се установи до каква степен по-високите стойности на износа на инвестиционни стоки се дължи на търговия със стоки от отбранителната промишленост до голяма степен изкривява реалната представа за потенциала на местната икономика да търгува с инвестиционни стоки. Данни на Евростат обаче показват, че **през 2022 г. износът на оръжия, муниции и техните части и принадлежности възлиза на 1.455 млрд. евро (от които само 24% са извън ЕС), или над 10.5% от общата стойност на реализирания износ на инвестиционна продукция за годината (Фигура 29).**

Фигура 29. Износ на оръжия, муниции и техните части и принадлежности в периода 2014-2022 г. (млн. евро)

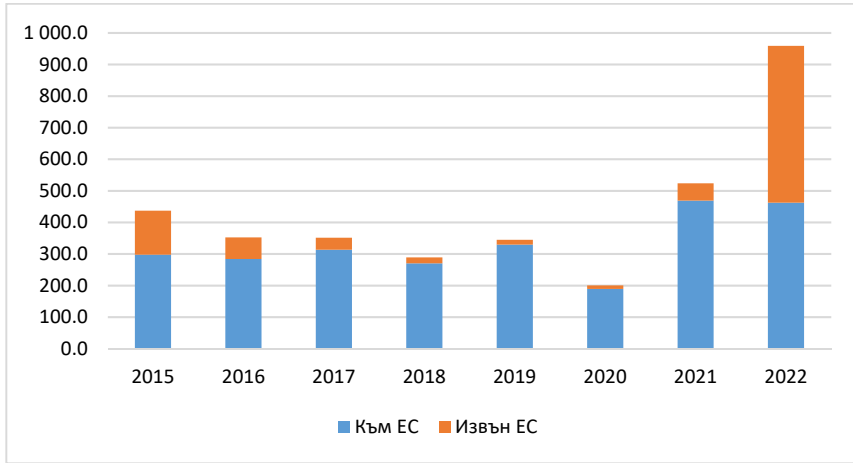


Източник: Евростат.

В противоположната посока след 2012 г. се регистрира намаляване на износа на енергийни ресурси, който през последните две години бележи известно възстановяване предимно заради ценови ефекти. **Само през 2022 г. износът в тази стокова група нараства със 146%, което в съществена степен се дължи на увеличаването на износа на електрическа енергия от страната** (Фигура 30), **възлизаш почти на 1 млрд. евро през 2022 г.** Водещ принос за регистрираното увеличаване на изнесената електрическа енергия имат страните на Балканския полуостров (Северна Македония, Сърбия и Турция). По-високите възможности за износ на електрическа енергия отразяват сравнително добре балансираната електропроизводствена база в България, състояща се от АЕЦ, термични централи и мощности, произвеждащи енергия от възобновяеми източници. Това позволява извличането на все по-нарастващи ползи от външотърговския пренос на електрическа енергия не само в регионален, но и в европейски план, като се има предвид, че България е една от малкото държави в Европа с положителна стойност на съотношението нетен износ/нетно производство на електроенергия. Наличието на лесно прогнозируеми базови мощности е също причина България трайно да се утвърди като основен износител на електроенергия в региона.³⁶

³⁶ Направеният анализ се базира на очертаното място и специфики на България като износител на електрическа енергия в регионален аспект от Kosev, 2022.

Фигура 30. Износ на електрическа енергия в периода 2015-2022 г. (млн. евро)



Източник: Евростат.

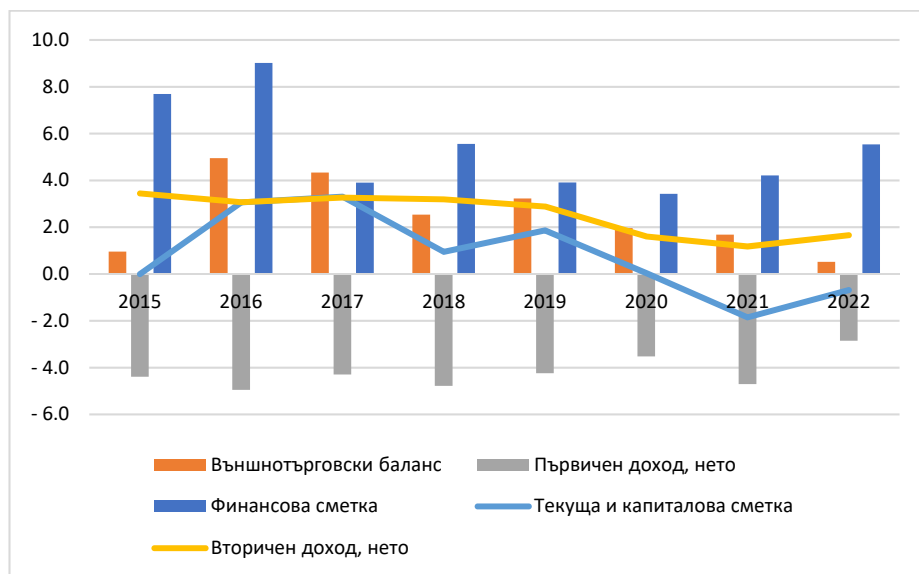
Стойността на износа на петролни продукти от страната нараства с повече от 3 пъти през 2022 г. Предвид разнопосочните колебания на цената на петрола през годината, това отразява и чисто конюнктурни ефекти, свързани с налаганите търговски и финансови санкции срещу Русия във връзка с военния конфликт в Украйна. Тези процеси се отразяват върху динамиката на вноса на енергийни ресурси – по-високите цени и рекордно високите стойности на руската рубла през годината водят до над 2.5 пъти по-висока стойност на вноса на суров петрол и природен газ. Подобно развитие оказва неблагоприятен ефект върху конкурентоспособността на икономиката и води до покачване на цените на износната продукция, като се има предвид големият дял на чуждестранна добавена стойност в крайната продукция за износ в България³⁷, трайно налагащ ниската роля на местния производствен процес за експортния потенциал на страната.

3.4. Състояние на платежния баланс и външния дълг на страната през 2022 и първото тримесечие на 2023 г.

През 2022 г. салдото по текущата и капиталовата сметка на платежния баланс се подобрява спрямо 2021 г. и възлиза на 0.25% от БВП (Фигура 31). Основен принос за тази положителна стойност оказват **нарастващите с над 70% на годишна база постъпления на сектор „Държавно управление“**, които формират кредитната страна на вторичния доход.

³⁷ Вътрешната добавена стойност в реализираните стоки за износ от България варира около 20% по данни към 2016 г. Този въпрос е разгледан по-подробно в Панушев, Христова-Балканска, Маринов и Костадинов (2020).

Фигура 31. Основни показатели от платежния баланс в периода 2015-2022 г. (% от БВП)



Източник: БНБ.

Увеличаването на изплатените средства за закупуване на квоти на въглеродни емисии и получените капиталови трансфери за правителствения сектор под формата на инвестиционни субсидии също допринасят за положителното салдо по капиталовата сметка през 2022 г. Относителното възстановяване на икономиките на Испания, Италия и Гърция оказва влияние върху получените парични преводи от български граждани, работещи в чужбина, които през 2022 г. възлизат на 2% от БВП. Въпреки че се свива през 2022 г., **салдото по първичния доход продължава да бъде отрицателно при регистрирано изтичане на над 4 млрд. евро (4.8% от БВП) инвестиционен доход от страната.** Този процес се оформя като структурен за българската икономика. Той отразява неблагоприятната инвестиционна среда в страната, при която стимулите за реинвестиране на печалбата и бизнес доверието на чуждестранните инвеститори са ниски. Това се демонстрира и от трудно надхвърлящите 3% от БВП преки чуждестранни инвестиции през последните години. В по-широк план, подобни процеси са валидни и за други страни от Югоизточна Европа (като Гърция, Кипър и Хърватия) и отразяват неблагоприятните тенденции за пренос на капитали от по-ниско към по-високоразвити страни в рамките на ЕС, в които по-бързо се усвояват нови инвестиционни възможности, инвестиционните продукти са повече и по-разнообразни, а новите финансови технологии се използват ефективно.³⁸ Специфичен ефект през 2022 г. оказва и разпределянето на дивиденди от страна на банки с чуждестранна собственост след отпадане на макропруденциалните ограничения, наложени от БНБ.

³⁸ Посочените фактори са изследвани от Петранов, 2022.

Външнотърговското салдо на страната също е слабо положително (0.5% от БВП) при съществения растеж на износа и вноса на стоки и услуги през 2022 г., отразяващ по-високите цени и обеми на изнесени стоки (особено електричество) и по-високото вътрешно търсене и високата импортна компонента на износа. Относителното подобряване на условията на търговия (Фигура 25) има в известна степен задържащо влияние върху търговския дефицит. Запазва се тенденцията от последните години нетната стойност на търговията с услуги да е положителна, като през 2022 г. тя надхвърля 6.3% от БВП. **Постепенното отпадане на противоепидемичните мерки във връзка с COVID-19 и растящата инфлация, която води до подобряване на условията на търговия с услуги, позволяват през 2022 г. прираст на годишна база с над 30% на приходите от международен транспорт и с над 55% от туризъм.** Двата компонента на услугите до 2018 г. устойчиво заемат над 60% от общия износ на услуги от страната по данни на БНБ, като в резултат на ограниченията от COVID-19 делът им се свива до 45% между 2020 и 2022 г. През същия период най-съществено намаление се реализира при износа на производствени услуги с материали за влягане, притежавани от други, докато услугите по поддръжка и ремонт устойчиво се повишават. Тези процеси отразяват специфичните ефекти от пандемията от COVID-19, свързани със затрудненото функциониране на глобалните вериги на доставките и ограничаването на дейността на определени производства.

Описаните процеси при текущата и капиталовата сметка на платежния баланс продължават да се наблюдават и през първото тримесечие на 2023 г., с едно ясно различие – спадът с над 100 млн. евро на получените постъпления от сектор „Държавно управление“ в рамките на вторичния доход.

По-голямото натрупване на чуждестранни активи на резиденти през 2022 г. в резултат на вече коментиранията неблагоприятна тенденция за пренос на капитали от по-ниско към по-високодоходни държави-членки на ЕС **води до задържане на положителното салдо по финансовата сметка на платежния баланс (5.5% от БВП).** Това основно се дължи на същественото нарастване на валутата и депозитите в български банки на стойност над 3.2 млрд. евро, което води до увеличаване на резервните активи на БНБ, и положителна нетна стойност на статията „Портфейлни инвестиции“. През първото тримесечие на 2023 г. годишният спад и в двете статии на финансовата сметка на платежния баланс е осезаем и сумарно надхвърля 1.2 млрд. евро, което е последица от затягането на паричната политика в международен план и все по-негативните очаквания за изпадане в световна рецесия.

В края на 2022 г. брутният външен дълг на страната възлиза на 52.5% от БВП. Външният дълг на публичния сектор се е увеличил с 2.4% на годишна база, което се дължи на реализираната емисия на държавни еврооблигации на международните капиталови пазари през септември 2022 г. в размер на 2.25 млрд. евро. В по-съществена степен се е изменил външният дълг на частния сектор (10.1% годишен прираст), за което основно въздействие оказал нарастването на краткосрочния дълг на банковия сектор в страната. Въпреки че подобно развитие е неблагоприятно, изхождайки от по-силния натиск за изплащане на краткосрочния дълг, **външнотърговската динамика на страната към настоящия момент не е неустойчива и дълговата тежест е далеч по-ниска в сравнение с други страни.**

3.5. Перспективи за развитието на външната търговия през 2023 г. и в средносрочен аспект

Приоритетно българският износ е насочен към вътрешния пазар на държавите-членки от еврозоната. Това прави икономическото състояние на страните от зоната на единната валута важно за българските износители. През 2023 г. като водещи фактори за външната търговия на България с еврозоната се очертават сигналите за забавяне на икономическата активност, респ. вътрешното търсене, забавянето но все още поддържането на по-висока инфлация, както и влошаването на условията за финансиране на публичния и частния сектор вследствие на повишаването на основните лихвени проценти в международен план. Като се има предвид, че около 6% от износа на България се формира от нефтени масла и продукти, специфичен фактор, който ще оказва неблагоприятно въздействие както върху външната търговия, така и върху приходите от мита в държавния бюджет, е влизането в сила от 5 февруари 2023 г. на забраната за износ към страни, различни от Украйна, на нефт и нефтопродукти, произведени от руски петрол. **По-слабото възстановяване на германската икономика, устойчивото през последните години намаляване на значимостта на пазарите на Италия и Гърция за български износ и несигурната макроикономическа ситуация в Турция са фактори, които допълнително биха засегнали в негативен план динамиката на износа на стоки.** Като положителен сигнал може да се разглежда ускореното развитие на Румъния през последните години и все по-голямата значимост на този пазар за българския износ на стоки.

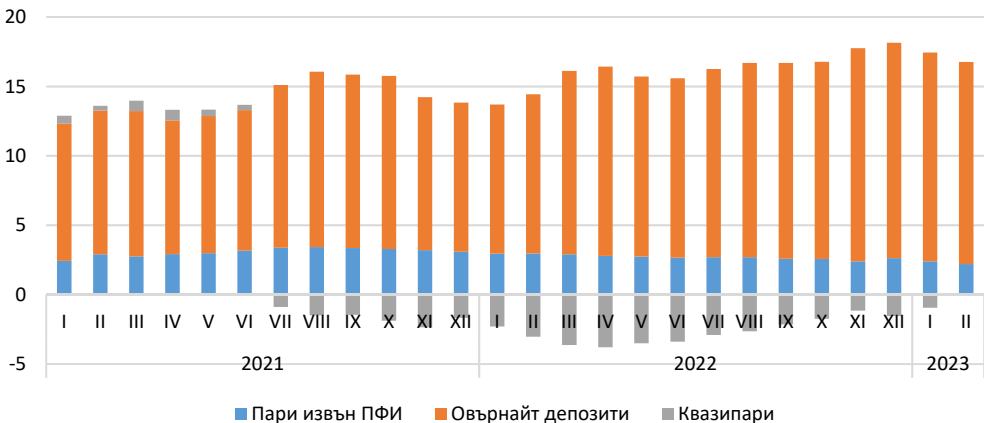
4. Банков сектор и капиталов пазар

Анализът на процесите в банковия сектор в България през 2022 г. и началото на 2023 г. се основава на проследяване на динамиката на паричните агрегати, регулаторната политика на БНБ, кредитната активност и качеството на кредитите на банките, тенденциите при кредитирането на дребно и структурата на активите на търговските банки. Коментират се спецификите на капиталовия пазар в страната, неговите структурни затруднения и положителни развития през последните години. Извеждат се основните фактори и рискове, които се очаква да предопределят състоянието на финансовия сектор в страната през 2023 г. и в средносрочна перспектива.

4.1. Динамика на паричните агрегати през 2022 и в началото на 2023 г.

Динамиката на паричното предлагане през 2022 г. се определя от няколко фактора, сред които са нарастването на парите в обращение в резултат от удълженото действие на антиинфлационните фискални мерки, стагниращите реални доходи на домакинствата, както и постепенното покачване на пазарните лихви след края на първото полугодие. Широките пари (паричен агрегат М3) продължават да нарастват, като след март 2022 г. техният годишен темп достига двуцифрени стойности и до края на изтеклата година се задържа в диапазона 11-13%. Основен принос за ускоряване на темпа имат овърнайт-депозитите, оставащи предпочитана форма на спестяване както от домакинствата, така и от нефинансовите предприятия (Фигура 32). Както фирмите, така и домакинствата продължават да спестяват предимно в местна валута, като от второто тримесечие на 2022 г. се наблюдава известно нарастване и на депозитите на нефинансовите предприятия в чуждестранна валута (предимно в евро).

Фигура 32. Парични агрегати (12-месечен прираст, млрд. лв.)



Източник: БНБ; собствени изчисления.

Изпреварващият темп на изменение на паричната маса спрямо темпа на прираст на номиналния БВП се наблюдава през по-голяма част от периода след началото на световната криза от 2008-2009 г. Този процес не предизвиква интензивно нарастване на потребителските цени до началото на 2021 г., тъй като по-голямата част от увеличеното парично предлагане се отразява в нарастване на срочните депозити (и съответно – до натрупване на инфлационен потенциал). По време на постпандемичното възстановяване нагласите на потребителите започват да се променят и натрупаният инфлационен потенциал да се реализира.

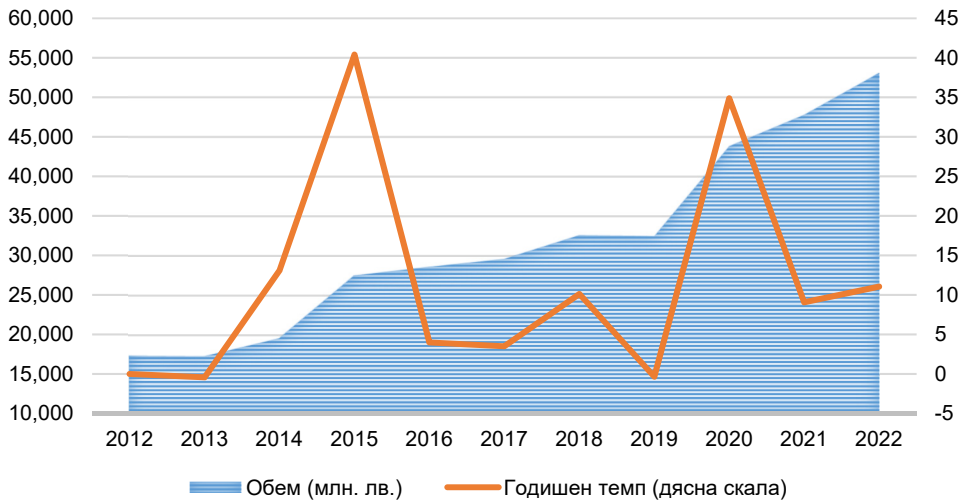
Квизипарите продължават да намаляват. Това се дължи основно на динамиката на индекса на потребителските цени, който, след достигане на пикови стойности през септември 2022 г., започва постепенно да се забавя, като по този начин натискът върху бюджетите на домакинствата намалява, а интензивността на техните тегления започва да отслабва.

Структурата на паричния агрегат M2 показва, че **темпът на нарастване на спестяванията на неправителствения сектор продължава да се ускорява**, достигайки 14.3% към декември 2022 г. Динамиката на този сегмент се определя от засиленото нарастване на депозитите на нефинансовите предприятия. Значителното поскъпване на енергийните ресурси и нарастването на номиналния брутен опериращ излишък в сектор „Производство и разпределение на електрическа и топлинна енергия и на газообразни горива“ и „Търговия; ремонт на автомобили и мотоциклети“ водят до интензивно нарастване на депозитите на икономическите агенти. Това обяснява значителния дял на техния принос за растежа на фирмените депозити през периода януари-септември 2022 г. Немалък принос за нарастване на фирмените депозити имат и предприятията от сектора на търговията на дребно. Това може да се обясни с възстановяването на номиналните обороти в сектора и постепенното преустановяване на натрупването на стокови запаси. Съществен стимул за растежа на депозитите на нефинансовите предприятия в икономиката през 2022 г. оказва и запазващата се слаба инвестиционна активност на фирмите в страната.

Наблюдението на депозитите на домакинствата показва, че тяхната динамика през първата половина на 2022 г. се забавя под действието на въведената масово от банките такса за съхранение на парични средства по разплащателни сметки и свалянето на срочните депозити от списъка с предлагани продукти в търговските банки. В края на третото тримесечие обаче тази практика е преустановена от почти всички големи търговски банки. Таксите са отменени, а депозитите с фиксиран матуритет са възстановени в списъка с предлагани продукти, и така растежът на депозитите започва да се ускорява, достигайки 8.3% през декември 2022 г.

Темпът на нарастване на резервните пари достига 11.06% на годишна база в края на 2022 г. (Фигура 33), като съставляващите компоненти (парите в обращение и банковите резерви) имат съпоставим принос за отчетения растеж. Изменението на депозитите на банките в БНБ през 2022 г. се определя предимно от измененията на техните свръхрезерви, чиято динамика може да се обясни както с вдигането на ограниченията върху чуждестранните експозиции на банките (след края на първото тримесечие), така и с неколкостепенните повишения на лихвения процент по депозитното улеснение в ЕЦБ.

Фигура 33. Резервни пари

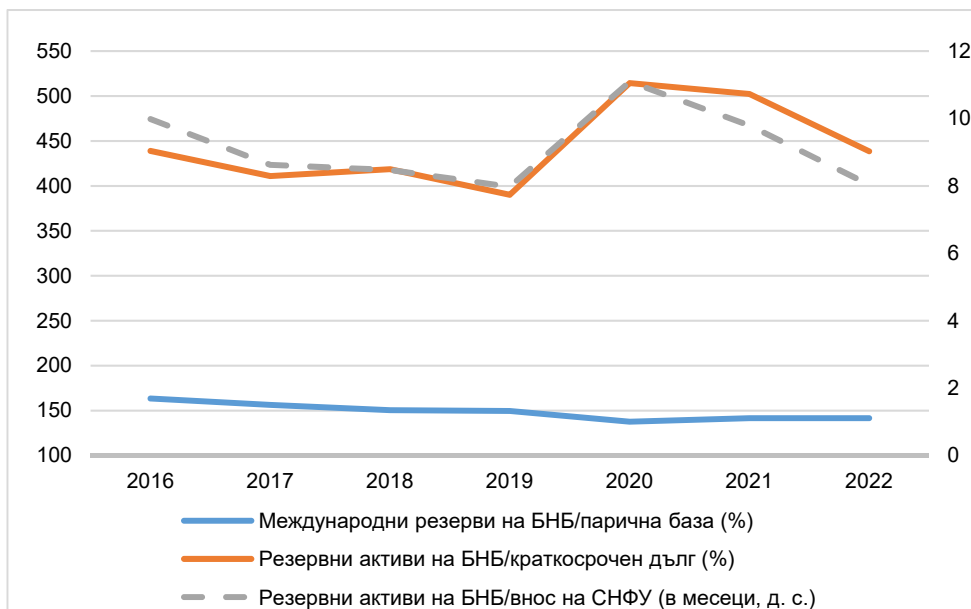


Източник: БНБ; собствени изчисления.

Краткият период, в който са предприети повишенията на лихвените проценти, води до отрицателната разлика между лихвения процент по свръхрезервите на търговските банки в БНБ и лихвения процент по депозитното улеснение на ЕЦБ. Това мотивира онези от банките, които са собственост на финансови институции от държави-членки от еврозоната, да изтеглят авоарите си от местната централна банка и да ги прехвърлят към своите банки-майки, а те да ги депозират в ЕЦБ. Резултатът е свиването на среднодневния брутен размер на превишението на поддържаните от търговските банки средства в БНБ над изискуемия минимум на резервни активи. Успоредно с това, размерът на ЗМР продължава да се увеличава вследствие на нарастващата депозитна база. **Темпът на нарастване на парите в обращение постепенно се забавя, достигайки 11% към декември 2022 г.** Това понижение може да се обясни предимно с ефекта от високата база през 2021 г., както и със забавянето на динамиката на цените в края на 2022 г., което отслаби стимулите за търсене на пари за извършване на разплащания.

В края на 2022 г. пазарната стойност на международните резерви на БНБ достига 75.15 млрд. лв., нараствайки със 7.49 млрд. лв. на годишна база. Отчетеният прираст се дължи изцяло на увеличаването на валута и депозити, което е компенсирано от свиването на балансовата стойност на ценните книжа. Незначителни увеличения са регистрирани и в монетарното злато и специалните права на тираж (СПТ). Посоченият общ прираст на международните резерви на БНБ компенсира изцяло нарастването на паричната база, поради което тяхното съотношение остава почти без промяна и варира около 140% през 2022 и 2021 г. Изпреварващото нарастване на вноса на стоки и нефакторни услуги (СНФУ), както и на краткосрочния дълг, води до влошаване на тези показатели, което през 2023 г. най-вероятно ще се задълбочи на фона на пониженото доверие на инвеститорите и забавянето на местното производство (Фигура 34).

Фигура 34. Ключови показатели за паричния съвет в България



Източник: БНБ; собствени изчисления.

4.2. Акценти в регулаторната политика на БНБ

На фона на стабилното състояние на банковия сектор и отшумяването на рисковете, свързани с пандемията от COVID-19, още през февруари 2022 г. БНБ обяви, че преустановява действието на наложените през март 2020 г. макропруденциални мерки, свързани с ограничението за разпределяне на печалбите на банките за 2019 и 2020 г. Считано от 01.04.2022 г. е преустановено и действието на мярката за налагане на индивидуални и съвкупни лимити към чуждестранни контрагенти, целяща да ограничи кредитния риск и риска от концентрация в балансите на търговските банки. Своевременното въвеждане на посочените мерки изигра ключова роля за ограничаване на специфичните рискове, възникнали в периода на пандемията, но, на фона на тяхното отшумяване, преустановяването на мерките в началото на 2022 г. е съвсем логично.

Успоредно с това БНБ предприе действия, насочени към туширане на нарастващия риск от цикличен спад на икономиката, които са продиктувани от трайно задържалите се високи темпове на кредитен растеж и повишената несигурност в икономическата среда. Още през 2021 г. БНБ обяви две решения за вдигане на нивото на антицикличния капиталов буфер (съответно от 0.5% на 1%, считано от 01.10.2022 г., и на 1.5%, считано от 01.01.2023 г.). На 29.09.2022 г. е взето решение за ново повишение на антицикличния капиталов буфер до 2%, считано от 01.10.2023 г. При проведената през октомври 2022 г. ежегоден преглед на т.нар. други системно значими институции (ДСЗИ) са идентифицирани 8 банки, за които нивата на специфичния буфер за ДСЗИ през 2023 г. ще са в интервала от 0.5 до 1%. С оглед на получаване на по-прецизна оценка на риска, произтичащ от високия

темпа на нарастване (и все по-вероятната корекция) на цените на жилищата в началото на 2022 г., БНБ въведе допълнителна отчетна форма, осигуряваща подробна информация относно отпуснатите от банките кредити за домакинства, обезпечени с недвижими имоти.

Общата посока на действията за овладяване на динамиката на цените (не само на пазара на имоти) е продължена и през 2023 г., като с приетите през април промени в Наредба № 21 на БНБ, **считано от 01.06.2023 г. процентът на ЗМР по привличените от банките средства от нерезиденти се изравни с този на резидентите (от 5 на 10%), а от 01.07.2023 г. изискуемият задължителен резерв по всички привлечени средства (от резиденти и нерезиденти) се повишава от 10 на 12%**. Последните действия до голяма степен напомнят епизода преди настъпването на световната финансова и икономическа криза от 2008 г. (т.нар. „дълга рецесия“), когато БНБ предприема няколко опита да забави кредитната експанзия с административни мерки, насочени пряко към ограничаване на темповете на растеж на активите на търговските банки.

4.3. Състояние на банковия сектор през 2022 и първото тримесечие на 2023 г.

През 2022 г. банковият сектор продължава да функционира в неустойчива среда, обусловена преди всичко от въоръжения конфликт в Украйна, довел до прекъсване на някои от традиционните международни партньорства и устойчиво функциониращи логистични вериги, както и до блокиране на значителна част от търговската дейност в цял свят в резултат от санкциите срещу Русия. Това води до интензивни колебания на пазарите на суровини и до освобождаване на натрупания през годините на постоянни количествени улеснения инфлационен потенциал. Ускоряването на инфлацията предизвиква влошаване на покупателната способност на домакинствата и формиране на песимистични нагласи у икономическите агенти.³⁹ В опит за овладяване на ценовите тенденции, повечето централни банки (включително ЕЦБ) поемат курс към затягане на паричната политика, който частично постига търсените ефекти, което се отрази и върху динамиката на цените в България. Независимо от временното успокояване на цените, равносметката за 2022 г. показва, че покупателната способност на населението се понижава. Показателно в това отношение е изменението на дела на спестяванията под 10 хил. лв., който за 2022 г. се понижава с над 1/6.⁴⁰ Успоредно с това активите на компаниите за бързи кредити продължават да се увеличават в резултат от миграцията на онази част от клиентската маса, чиято кредитна оценка е недостатъчна за получаване на банкови кредити.

³⁹ По данни на НСИ, делът на индустриалните предприемачи, посочили несигурната икономическа среда като основна пречка за развиване на бизнес, е 62.2% през октомври 2022 г. и отчита рекорд за последните 13 години.

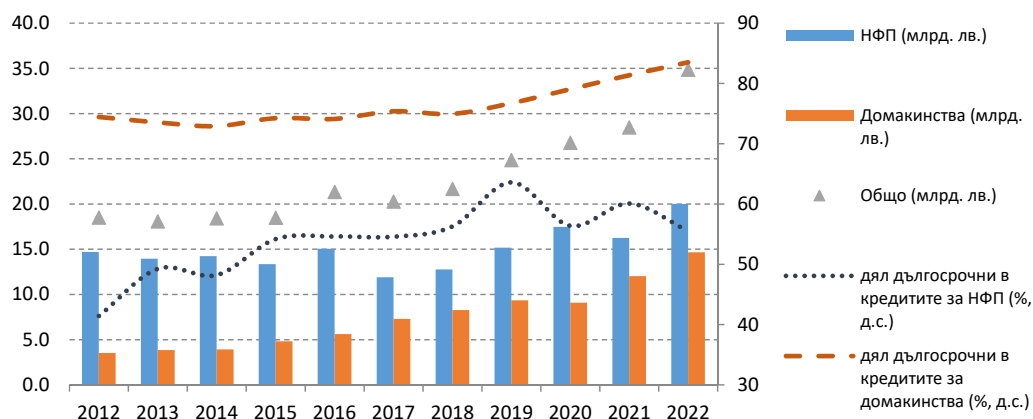
⁴⁰ Свиването на малките депозити е особено устойчива тенденция за целия период след присъединяването на България към ЕС, като в края на 2006 г. спестяванията до 10 хил. лв. при домакинствата и предприятията заемат съответно 4.8 и 43.1%, докато в края на 2022 г. тези стойности са трикратно по-ниски (съответно 1.59 и 15.1%). Съвпадането на тази тенденция с устойчивото нарастване на индекса на Джини през същия период показва, че наблюдаваната тенденция не може да се обясни единствено с номиналното нарастване на цените и доходите.

В тази динамична макросреда банковата система се адаптира, без да се налага да предприема особено активни действия. Българските банки продължават да са устойчиви, рентабилни и запазващи високи нива на ликвидните и капиталовите си буфери. В условия на автоматично повишаващи се лихви по кредитите (доколкото повечето договори са сключени при условия на плаващ лихвен процент или са с изтичащ период на първоначално фиксиране), brutните приходи от лихви се увеличават с 19.4% на годишна база, при доста по-умерен темп на нарастване на brutните кредити (13.5%). Със сходен темп (18.5%) нарастват и brutните приходи от такси и комисиони и заедно с нарастването на нетния лихвен марж водят до отчитане на рекордна за сектора печалба на стойност 2.079 млрд. лв. (или с 47% над постигнатата през 2021 г.). **Постигането на рекорден размер на печалбата в банковия сектор е в резултат от автоматичното увеличение на лихвения марж и запазването на качеството на кредитите (а оттам и на ниски разходи за обезценка и провизии) благодарение на благоприятното стечение на обстоятелствата (експанзионистична фискална политика, облекчен натиск върху разходите за горива поради топлия зимен сезон, отслабване на инфлационния натиск в резултат от дъмпинговия внос от Украйна и др.).**

2022 г. се характеризира със запазване на интензивните темпове на кредитиране на фона на все още умереното повишаване на лихвените проценти. Това се дължи на значителния обем на натрупани ликвидни буфери; изпреварващите темпове на разходите за основна дейност (лихви по депозити и такси), които, поради несъизмеримо по-малкия си обем спрямо brutните приходи, засега не оказват съществен натиск върху нетния доход; все още намаляващите (макар и незначително) разходи за обезценка и начислени провизии, и най-вече с рекордното повишение на отчетените финансови резултати в сектора.

Анализът на данните от паричната статистика на БНБ (Фигура 35) показва, че след кратко прекъсване през 2021 г. тенденцията на нарастване на номиналния обем кредити по нов бизнес за нефинансови предприятия продължава.

Фигура 35. Годишни обеми на кредити по нов бизнес

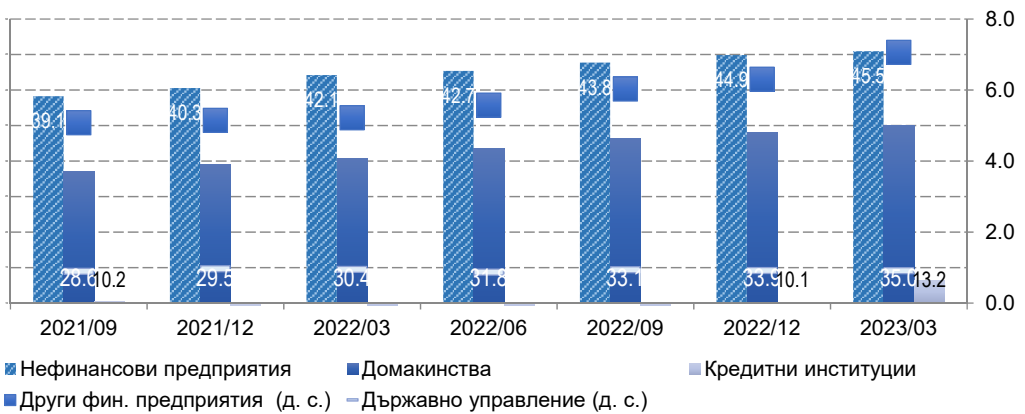


Източник: БНБ, собствени изчисления.

Брутният размер на регистрирания прираст превишава отчетените стойности през целия период от 2011 г. насам, а обемът на новия бизнес по кредити в сегмента (19.9 млрд. лв.) представлява своеобразен рекорд както в абсолютно изражение, така и в относително, доколкото съотношението между обемите по нов бизнес за нефинансовите предприятия (НФП) и отчетената стойност на брутните кредити и аванси в сегмента към края на декември 2022 г. достига 44.5%.

В резултат от увеличената активност кредитите за предприятия в края на 2022 г. достигат 44.9 млрд. лв. (Фигура 36), като при анализа на матуриретната структура на новия бизнес в този сегмент прави впечатление понижението на дела на дългосрочните кредити.

Фигура 36. Брутни кредити преди обезценка към края на съответното тримесечие (млрд. лв.)



Източник: БНБ, собствени изчисления.

Над 11.1 млрд. лв. от договорените обеми в сегмента са с оригинален матурирет над 5 години, като по този начин делът на дългосрочните кредити достига 55.5% (или с 4.6 пр.п. по-малко от отчетения за 2021 г.). Това частично се дължи на различната структура на кредитната активност, обусловена от вдигането на референтните индекси, с които се обвързват ефективните равнища на действащите лихви, но и с ограничаване на дела на инвестиционните кредити на фона на нарастващия песимизъм сред икономическите агенти и засилването на нуждата от оборотни кредити, с които да се финансира текущата дейност, поради интензивно нарастващите разходи за производство и издръжка на основната дейност.

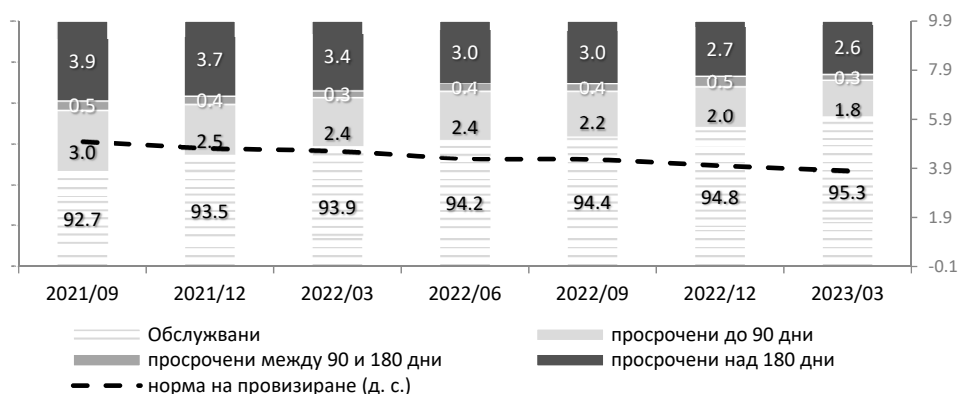
Успоредно с повишения интерес към оборотно финансиране, принос за засилването на кредитната активност в корпоративния сегмент има запазването на кредитната политика на търговските банки. Обобщените резултати от анкетата за кредитната активност на БНБ показват, че по-активни

действия по вдигане на лихвения спред⁴¹ се предприемат едва в началото на второто полугодие на 2022 г., което мотивира икономическите агенти да се възползват от понижаващата се реална лихва по заемите.

Измененията в динамиката на цените и лихвите през третото тримесечие на 2022 г. (когато индексът на цените започва да отстъпва от постигнатия максимум, а референтните лихви и спредовете – да нарастват) водят до възстановяване на стойностите на реалните лихви, което по всяка вероятност ще рефлектира върху мотивацията на кредитополучателите и ще доведе до отслабване на търсенето в този сегмент. Успоредно с това може да се очаква, че на фона на нарастващите рискове от рецесия (както в България, така и при нейните основни търговски партньори) банките ще бъдат все по-малко склонни да поемат рискове в корпоративното кредитиране. По всяка вероятност разходите за провизии ще започнат да нарастват и това може да провокира допълнително затягане както на кредитните стандарти, така и на условията по предлаганите кредити (с оглед на начисляване на повишената рискова премия в цената на предоставения заеман ресурс).

Прави впечатление, че увеличението на кредитите за НФП в номинално изражение (с 4.6 млрд. лв. за 2022 г.) значително изпреварва нарастването на обемите по нов бизнес в сегмента (с 3.8 млрд. лв.). Това отчасти се дължи на продължаващото отслабване на натиска срещу нарастването на брутната стойност на портфейла по линия на принудителното събиране на просрочени вземания и отписването на несъбираеми кредити. През 2022 г. тази тенденция в голяма степен е обусловена от нарастващия дял на обслужвани кредити (Фигура 37), но и от изоставащото (спрямо номиналните обороти в повечето сектори) покачване на ефективните лихви и респ. на разходите по обслужване на дълговете.

Фигура 37. Разпределение на брутните кредити (%)



*Забележка: Данните са без вземанията от централни банки и кредитни институции.
Източник: БНБ, собствени изчисления.*

⁴¹ Според дефиницията в посочената анкета, спредът представлява надбавката, която банките изискват над определен референтен лихвен процент (Euribor, Libor или друг) и която се определя в зависимост от характеристиките на кредита.

Върху посочената тенденция в ограничена степен въздейства и един от факторите, споменати в Годишния доклад на ИИИ при БАН за 2022 г., а именно остатъчният ефект от действието⁴² на договорите, сключени по реда за отсрочване и уреждане на изискуеми задължения. Това все още води до известно ограничаване на активността по принудително събиране на дължими суми и съответно до запазване на експозиции, които иначе биха падежирали и били погасени.

Особено благоприятни тенденции се наблюдават при кредитирането на дребно (Фигура 35). Сегментът демонстрира висока активност и общият обем по нов бизнес продължава да нараства, достигайки 14.65 млрд. лв. за 2022 г. Тази тенденция проявява добра устойчивост във времето, доколкото обемите по нов бизнес за физически лица се увеличават постоянно от 2010 г. насам (с изключение на 2020 г.). Запазена е и тенденцията на нарастване на дела на дългосрочните кредити за домакинствата, чието начало е поставено през 2014 г. За 2022 г. този дял се увеличава с 214 б.т., което отчасти се дължи на продължаващото (вече четвърта поредна година) нарастване на дела на жилищните кредити. Не на последно място, върху решението за определяне на период на договора през 2022 г. влияе и стагнирането на реалните доходи на домакинствата. Това мотивира физическите лица, кандидатстващи за потребителски или жилищен кредит, да структурират погасителния си план така, че разходите по обслужване на техните задължения да заемат възможно по-малък дял от техния разполагаем доход.

Отрицателните темпове в броя на регистрираните в Агенцията по вписвания сделки с имоти, които започват да се наблюдават още след края на първото полугодие на 2022 г., до голяма степен обясняват относително слабото нарастване на дела на жилищните кредити през 2022 г. През 2021 г. това нарастване е трикратно по-голямо, а година по-рано делът на жилищните кредити се увеличава с над 560 б.т. По всяка вероятност през 2023 г. търсенето и реализацията в сегмента ще отслабнат и това ще доведе до постепенно намаляване на дела на дългосрочните заеми в общия договорен размер на кредитите за физически лица и домакинства.

Повишената активност при кредитирането на дребно дава своето отражение върху динамиката на абсолютния обем на brutните кредити. През 2022 г. портфейлът от потребителски кредити в банковата система нараства с 13% на годишна база, докато портфейлът от жилищни кредити нараства с по-бърз темп – 16% на годишна база. Основен принос за поддържане на високи темпове в този сегмент има интензивното нарастване на новия бизнес, който за 2022 г. достига почти петкратно по-висок обем (14.65 млрд. лв.) спрямо първите години след началото на световната финансова и икономическа криза през 2008 г.⁴³ От една страна, това се дължи на затрудненото посрещане на непредвидените разходи вследствие на влошаването на бюджетите на домакинствата, а от друга, на достигането на пика в сделките с недвижими имоти. Не на последно място, трябва да се посочи и слабата динамика на лихвените проценти. Според статистиката на БНБ, средните лихвени проценти по новоотпуснатите жилищни кредити в местна валута леко се понижават, докато при заемите в евро се наблюдава известно увеличение. Средният лихвен

⁴² Продължаващо за максимален период от 9 месеца след крайния срок за кандидатстване – 31.03.2021г.

⁴³ През периода 2009-2012 г. новият бизнес се движи в тесни граници – между 2.9 и 3.5 млрд. лв.

процент по потребителските кредити в лева се повишава със 110 б.т., а при деноминиранияте в евро заеми от тази категория повишението е 160 б.т.

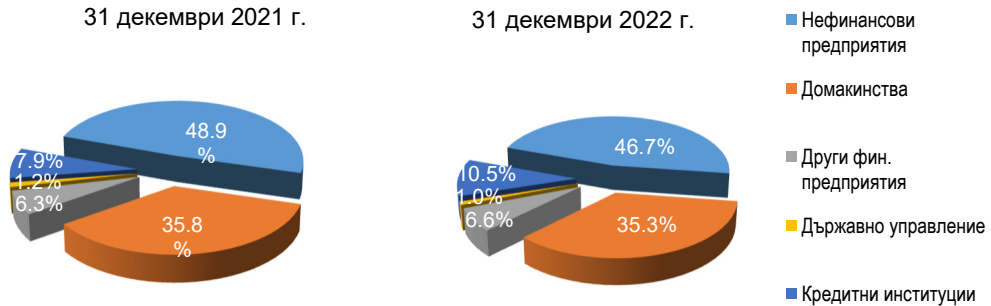
Изменението на офериранияте параметри по отделни банки на специализираните сайтове, както и изместването на баланса на условията по кредити (според резултатите от редовната анкета на БНБ⁴⁴) показват недвусмислено, че броят на банките, предлагащи по-добри условия, особено през 2022 г., намалява и това се отразява в свиване на броя и brutния размер на рефинансиранията за 2022 г. Тази тенденция се очаква да продължи в средносрочен и дългосрочен план, като това първоначално ще доведе до още по-значително ограничаване на дела на рефинансиранията, а на следващ етап и до ограничаване на обема на новия бизнес за домакинства изобщо.

Общото впечатление от наблюдението на кредитната активност е, че, след постигнатото през 2021 г. изпреварване на темпа на brutните кредити (без тези за банкови институции) спрямо общия обем на отпуснатите кредити и аванси, през 2022 г. този темп отново започва да изостава. За 2022 г. brutните кредити нарастват с 13.5%, докато след включване на заемите за небанкови финансови институции, темпът на нарастване вече достига 17% на годишна база. Причината за наблюдаваната разлика е засилената мотивация на търговските банки да прехвърлят по-голяма част от активите си към разплащателни сметки в други банки (предимно в чужбина), тъй като повишаването на лихвите (особено през второто полугодие на 2022 г.) води до засилване на атрактивността на безрисковите активи. Сравнението с очакваната рисковопретеглена доходност от кредитите за нефинансовия сектор все още не е в полза на последната категория активи, поради забавеното начисляване на рисковата премия през 2022 г. Поради тази причина финансовите посредници все още отдават в значителна степен своите предпочитания на безрисковите активи. Много е вероятно тази тенденция да продължи поне до средата на 2023 г.⁴⁵, когато може да се очаква достатъчно увеличение на рисковата премия при лихвите по заеми за нефинансовия сектор.

Описаната тенденция води до съществено увеличение (с 1/3) на дела на заемите за финансови институции, за сметка на дяловете на всички останали, с изключение на небанковите финансови институции (Фигура 38). Най-значително свиване се наблюдава при заемите за нефинансови предприятия. То се дължи на нарастващия риск на икономическата среда и опита за ограничаване на риск апетита на банките, в т.ч. чрез засилване на диверсификацията (ограничаване на активността в най-засегнатите сектори и понижаване на максималния размер на кредитите за група от свързани лица).

⁴⁴ Анкетата за кредитната дейност на банките в България се провежда от дирекция „Икономически изследвания и прогнози“ на БНБ на тримесечна база от 2003 г. насам. Анкетата осигурява информация за целите на текущото наблюдение и анализ на кредитните условия в страната.

⁴⁵ Вземайки от банки през първото тримесечие на 2023 г. нарастват с над 30% на годишна база.

Фигура 38. Структура на кредитите и авансите

Източник: БНБ, собствени изчисления.

Обикновено в подобни периоди на нарастващи рискове предпочитанията се отдават в по-голяма степен на физическите лица и домакинствата, доколкото техните експозиции са поначало с по-малък единичен размер, а пазарът на обезпеченията по кредитите им се характеризира със значително по-голяма дълбочина, отколкото този за обезпеченията по заемите за юридически лица. Това обяснява значително по-слабото намаляване на дела на заемите за домакинства предимно за сметка на изоставащия темп при потребителските кредити.

Известни възможности за реализация все още могат да се намерят при небанковите институции. Банките продължават да кредитират този сектор и през 2022 г., като темповете са наполовина по-ниски, отколкото през периода на най-интензивна динамика в този сегмент (25-27% на годишна база през 2017-2018 г.). За 2022 г. общият размер на вземанията от други финансови предприятия нараства с 11.5%, което е съпоставимо с постигнатия за предходната година растеж (10%) и все още позволява да се пласира излишъка от ликвидни средства. Може да се очаква, че през 2023 г. този темп ще отслабне на фона на възстановяването на лихвените равнища в останалите сегменти и протичащия процес по изчерпване на ликвидните буфери.

Спестяванията продължават да нарастват, независимо от забавеното вдигане на лихвените проценти по депозитите и съответно запазването на отрицателна реална доходност по всички депозитни продукти. Общата стойност на привлечения ресурс от нефинансовия сектор нараства с 15.4% на годишна база, отчитайки прираст от 16.84 млрд. лв. основно за сметка на юридическите лица. Данните на банковия надзор показват, че през 2022 г. пасивите от този източник нарастват с над 1/4 (до 43.17 млрд. лв.) основно през третото тримесечие, което съвпада с периода на най-негативното отношение на предприемачите към икономическата среда. Физическите лица и домакинствата увеличават депозитите си значително по-слабо (с по-малко от 1/10). Това се дължи частично на засилването на песимистичните нагласи при физическите лица, но и на по-осезаемото покачване на предлаганите лихви през този период, както и с началото на дезинфлационните процеси в края на третото и началото на четвъртото тримесечие на 2022 г.

4.4. Състояние на капиталовия пазар в България през 2022 г.

Капиталовият пазар подпомага повишаването на ефективността от използването на парични средства и достигането на оптимална структура на производството. Неговото ефективно функциониране създава условия за навлизане на чуждестранни капитали и за ускоряване на икономическия растеж, като се осигуряват възможности за диверсификация на инвестициите и за управление на инвестиционния риск. В изпълнение на тази своя функция капиталовият пазар представлява основа за нормално функциониране на цялата финансова система и дава възможност за оценка на състоянието и тенденциите за развитие на икономиката.

Пазарната капитализация⁴⁶ на сегментите, организирани от Българската фондова борса (БФБ), намалява с 2% през 2022 г. в сравнение с края на 2021 г. В структурата на търговията на БФБ с най-голям дял от 47% е оборотът на сегмент акции Стандарт (Standard), следван от дела на оборота на сегмента за дружества със специална инвестиционна цел на основен пазар и този на сегмент акции на алтернативен пазар. Капитализацията на сегмент акции Премиум (Premium) отбелязва прираст от 66 млн. лв. (или 4.3%). През 2022 г. е отбелязан спад при капитализацията на сегмент акции Стандарт (Standard) с близо 887 млн. лв. При капитализацията на сегментите за акции на акционерните дружества със специална инвестиционна цел (АДСИЦ) на основния пазар има положителна промяна от 9.4% и нарастване на капитализацията на същия сегмент за акции на алтернативния пазар с 1.25% (Таблица 6).

Таблица 6. Пазарна капитализация по пазарни сегменти за периода 2021-2022 г. (млн. лв.)

| | Сегмент акции Premium (основен пазар BSE ⁴⁷) | Сегмент акции Standard (основен пазар BSE) | Сегмент за дружества със специална инвестиционна цел (основен пазар BSE) | Сегмент акции (алтернативен пазар BaSE ⁴⁸) | Сегмент за дружества със специална инвестиционна цел (алтернативен пазар BaSE) | Пазар за растеж beam ⁴⁹ | Общо |
|---------------|--|--|--|--|--|------------------------------------|-------|
| Декември 2021 | 1535 | 9026 | 1045 | 18562 | 335 | 279 | 30781 |
| Декември 2022 | 1601 | 8138 | 1145 | 18623 | 339 | 330 | 30176 |
| Изменение (%) | 4.30 | -9.83 | 9.54 | 0.33 | 1.25 | 18.58 | -1.97 |

Източник: БФБ (Годишна статистика), КФН(Статистика за капиталовия пазар), НСИ, собствени изчисления.

⁴⁶ Пазарната капитализация се определя като произведение от броя акции в съответната емисия (с изключение на случаите на следните корпоративни събития: разпределение на дивидент в акции и други корпоративни събития, налагащи промяна в индексите по преценка на Комисията по индексите към БФБ) и единичната цена, по която е сключена последната сделка на регулиран пазар.

⁴⁷ Основен пазар – BSE (Bulgarian Stock Exchange) на Българската фондова борса, https://download.bse-sofia.bg/BSE-Rules/Part_III-Listing_Rules.pdf.

⁴⁸ Алтернативен пазар BaSE (Bulgarian Alternative Stock Market), https://download.bse-sofia.bg/BSE-Rules/Part_III-Listing_Rules.pdf.

⁴⁹ BEAM (Bulgarian Enterprise Accelerator Market) е пазар на растеж за малки и средни предприятия. Правилата на пазара за растеж на МСП BEAM са достъпни на: https://download.bse-sofia.bg/BSE-Rules/BEAM/I.General_Rules_BEAM_bg.pdf.

2022 г. завърши с разнопосочна промяна в стойностите на индексите на БФБ (SOFIX⁵⁰, BGBX40⁵¹, BGTR30⁵² и BGREIT⁵³) – движението в стойностите на SOFIX, BGTR30 и BGBX40 е сходно, а изменението на BGREIT е с различна форма, което се дължи на типа дружества, съставляващи индекса (Таблица 7). Стойността на SOFIX намалява с 5.4%, като при съпоставка с други страни индексът се представя по-добре в сравнение с регистрирани двуцифрени понижения на други национални измерители през годината. Стойността на BGBX40 отбелязва спад от 3.1%, а при BGTR30 прирастът е със 7.1%. Стойността на BGREIT нараства с 11.7%. Като цяло движението на по-широкия индекс BGBX40 е аналогично с поведението на SOFIX. От борсовите индекси в страната единствено измерителят на имотните компании BGREITH успява напълно да възстанови стойността си след световната финансова и икономическа криза от 2008 г. и дори достига рекордни стойности. Същевременно в периода 2018-2022 г. се наблюдава добре изразен цикъл на възход и спад в нивата на търгуване на ценните книжа на българския фондов пазар, който в значителна степен отразява тенденциите на световните финансови пазари.

Таблица 7. Основни показатели за развитието и активността на българския капиталовия пазар за периода 2018-2022 г.

| Показател | 2022 г. | 2021 г. | 2020 г. | 2019 г. | 2018 г. |
|---------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Пазарна капитализация (млн. лв.) | 30 176 | 30 781 | 28 355 | 27 905 | 26 765 |
| Пазарна капитализация/БВП (%) | 19.53 | 22.14 | 23.64 | 23.30 | 24.40 |
| SOFIX | 601.49 | 635.68 | 447.53 | 568.14 | 594.46 |
| Изменение в стойността на SOFIX (%) | -5.38 | 42.04 | -21.23 | -4.43 | -12.25 |
| BGBX 40 | 139.28 | 143.68 | 101.38 | 111.83 | 115.91 |
| Изменение в стойността на BG40 (%) | -3.06 | 41.72 | -9.34 | -3.52 | -12.19 |
| BG TR30 | 731.20 | 682.96 | 499.17 | 516.28 | 496.14 |
| Изменение в стойността на BG TR30 (%) | 7.06 | 36.82 | -3.31 | 4.06 | -10.76 |
| BG REIT | 183.17 | 163.98 | 137.69 | 130.03 | 121.07 |
| Изменение в стойността на BG REIT (%) | 11.70 | 19.09 | 5.89 | 7.40 | 4.28 |

Източник: БФБ, Годишна статистика, КФН, собствени изчисления.

Българският капиталов пазар все още остава малък през изследвания период 2018-2022 г. Той продължава да се характеризира със слаба ликвидност и изключително ниски обороти на търговията (Таблица 8), като основният дял от собствения капитал е съсредоточен в некотираните акции и друг вид капитал, а дялът на заемите остава голям. Периодът след световната финансова и икономическа криза от 2008 г. се отрази на резултатите на публичните компании. През последните

⁵⁰ Най-старият индекс на БФБ е SOFIX. Той се базира на пазарната капитализация на включените емисии обикновени акции, коригирана с фрий-флоут коефициента на всяка от тях (Правила БФБ, 2020, с. 12), https://download.bse-sofia.bg/BSE-Rules/Indices/Index_Rules_BG.pdf.

⁵¹ Индексът BGBX40 е базиран на пазарната капитализация на включените емисии обикновени акции от 40-те емисии обикновени акции на дружествата с най-голям брой сделки и най-висока медианна стойност на дневния оборот за последните 6 месеца (Правила БФБ, 2020, с. 17), https://download.bse-sofia.bg/BSE-Rules/Indices/Index_Rules_BG.pdf.

⁵² Индексът BGTR30 е с равно тегло на участващите емисии и е базиран на промяната на цените на обикновените акции, включени в него (Правила БФБ, 2020, с. 25), https://download.bse-sofia.bg/BSE-Rules/Indices/Index_Rules_BG.pdf.

⁵³ Индексът BGREITH е базиран на пазарна капитализация, коригирана с фрий-флоут коефициента (Правила БФБ, 2020, с. 21), https://download.bse-sofia.bg/BSE-Rules/Indices/Index_Rules_BG.pdf.

години обаче те започват да отчитат подобрение в продажбите и печалбата си. Това може да възвърне доверието в инвеститорите, а оттам и да се улесни финансирането на български фирми и емитирането на акции.

Броят сделки е важен показател за съпоставимостта на борсовите оператори. Той допълва информацията от оборота, като показва до каква степен оборотът е реализиран от високата ликвидност или голямото количество финансови инструменти, изтъргувани чрез единични сделки. Данните от Таблица 8 показват плавно покачване на броя сделки на българския фондов пазар. Един от основните проблеми при цените на сделките в условията на ниска пазарна ликвидност и неразвит пазар обаче е, че те подлежат на манипулиране, съответно деформират стойностите на търговския оборот и пазарната капитализация. Това до голяма степен важи и за българския капиталов пазар.

Таблица 8. Структура на борсовата търговия по пазари в България

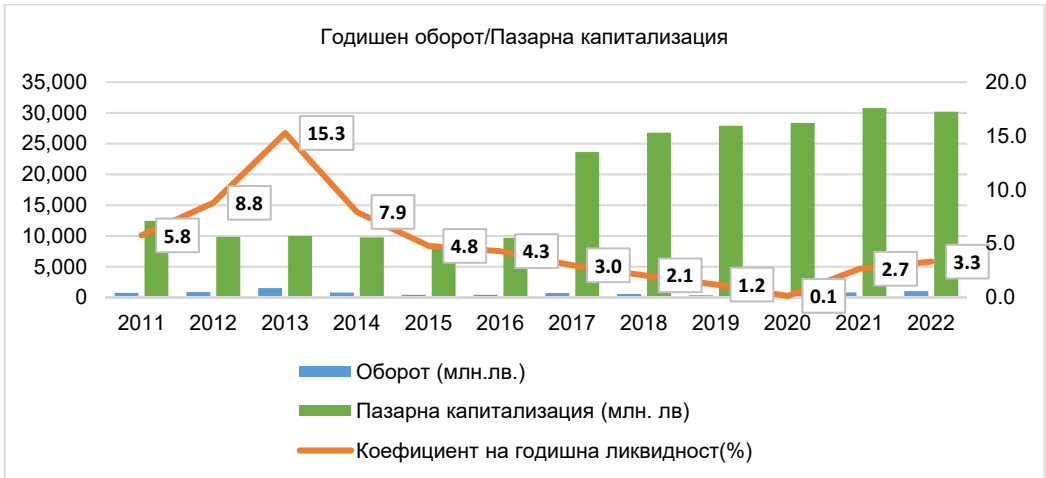
| Пазарен сегмент | 2022 г. | 2021 г. | 2020 г. |
|----------------------------------|---------------|-------------|-------------|
| Оборот (лв.) | 1 004 390 168 | 818 963 644 | 397 499 645 |
| Акции (без АДСИЦ) | 652 730 934 | 497 862 977 | 265 207 964 |
| Акции на АДСИЦ | 79 577 803 | 98 735 439 | 80 022 445 |
| Облигации | 99 651 129 | 169 096 094 | 43 651 415 |
| Борсово търгувани продукти | 8 020 670 | 3 955 137 | 1 926 349 |
| Сегмент за държавни ценни книжа | 1 457 580 | 1 020 407 | 1 001 732 |
| Компенсаторни инструменти | 2 108 000 | 2558619 | 3 699 122 |
| Други | 160 844 052 | 45 734 971 | 1 990 618 |
| Обем финансови инструменти (бр.) | 234 077 678 | 382 403 579 | 321 845 744 |
| Акции (без АДСИЦ) | 116 798 500 | 133 072 609 | 97 611 970 |
| Акции на АДСИЦ | 29 495 151 | 27 589 674 | 27 604 149 |
| Облигации | 98 064 | 151 212 | 31 812 |
| Борсово търгувани продукти | 15 936 893 | 2763521 | 9 549 640 |
| Сегмент за държавни ценни книжа | 1 505 | 985 | 378 |
| Компенсаторни инструменти | 6 373 400 | 9 977 313 | 12 911 367 |
| Други | 65 374 165 | 208 848 265 | 174 136 428 |
| Брой сделки | 101 024 | 86 863 | 61 173 |
| Акции (без АДСИЦ) | 64 321 | 64 053 | 50 253 |
| Акции на АДСИЦ | 8 770 | 8 780 | 8 622 |
| Облигации | 320 | 403 | 310 |
| Борсово търгувани продукти | 1 618 | 925 | 657 |
| Сегмент за държавни ценни книжа | 2 | 2 | 1 |
| Компенсаторни инструменти | 499 | 707 | 670 |
| Други | 25 494 | 11 993 | 660 |

Източник: БФБ, Годишна статистика.

Въпреки че за последните 20 години българският капиталов пазар трайно се установява с ниска активност на първичния пазар, нисък оборот на вторичния пазар и ниска капитализация спрямо БВП, оборотите на БФБ вече трета поредна година отчитат растеж, поради огромния неизползван потенциал и някои инициативи, предприети от БФБ, вкл. разкриването на новия пазар ВЕАМ за растящи компании. Очакваният годишен оборот от 1 млрд. лв. се реализира след над 100 000 сделки с повече от 233 млн. лота. За сравнение, подобен обем е регистриран в далечната 2013 г. (Фигура 39). През 2021 г. общият оборот е близо 850 млн. лв. Съотношението между обема на търговията и пазарната капитализация, което се смята за показател за ликвидността на пазара,

сочи много рязък спад от 15.3% през 2013 г. до 0.1% през 2020 г. по време на кризата от COVID-19 и възстановяване само до 3.3% през 2022 г. Това е голям риск, защото ако оборотът не се повиши, собствеността ще се смени след около 50-60 години. От друга страна, спадът на пазара е резултат от световната финансова и икономическа криза от 2008 г. и предприетите регулаторни промени след нея, отблъскващи много инвеститори, които преди това търгуват на БФБ, когато цените на акциите растат бързо и са нереалистично високи.

Фигура 39. Коефициент на годишна ликвидност на БФБ в периода 2011-2022 г. (%)



Източник: Собствени изчисления на база данни от World Bank Global Financial Development Database.

Положителните резултати през 2022 г. могат да се представят и чрез осъществените 7 успешни и 1 неуспешно първично публично предлагане (IPO), 6 от които са на пазара за растеж на малки и средни предприятия – ВЕАМ. От друга страна, акции и други борсови инструменти на 400 чуждестранни компании вече се търгуват на фондовата борса в София. Създаденият за целта пазар BSE International, който стартира на 5 юли 2021 г. с акциите на около 200 известни чуждестранни компании, е в допълнение към всички инструменти, които се търгуват на БФБ, и дава възможност на инвеститорите да имат достъп и до всички най-ликвидни световни компании. Сред тях са световни компании като Apple, Microsoft, Facebook, IBM, Intel, Cisco, Siemens, General Electric Co., Tesla, Volkswagen, BMW, Daimler, BNP Paribas, JPMorgan Chase, Societe Generale, Visa, MasterCard Incorporated, Deutsche Bank, Commerzbank. Инвеститорите могат да инвестират и в борсово търгувани фондове (ETFs⁵⁴), които следват движението на индекси като DAX, S&P 500, FTSE All-World, NASDAQ-100 и STOXX Europe 600.

В български условия обаче се наблюдават редица проблеми, които не позволяват да се разгърне капацитетът на небанковото финансиране. Липсата на застъпено

⁵⁴ От англ. *Exchange-Traded Funds*.

обучение и последващо разбиране как работят фондовите пазари води до нисък интерес, ниски нива на ликвидност и закономерно ниска ефективност. Банковото дело има свръхпопулярност и се оценява като високо престижна дейност в обществото, водейки след себе си до масово предпочитане както от инвеститорите, така и от гражданите, за сметка на капиталовия пазар. Това е видно от високите нива на свръхликвидност в банките в резултат от натрупаните спестявания на населението в сравнение с минималните търговски обороти и показатели за собственост на фондовия пазар в страната. Друг важен проблем, върху който трябва да се постави ударение, е пазарната манипулация и отстраняването на инсайдерите от пазарите. Наличието на търговия, основана на вътрешна информация, намалява ефективността, обезсърчава и отблъсква от пазара bona fide⁵⁵ инвеститорите. Тази функция трябва да бъде в прерогативите на Комисията за финансов надзор (КФН), но проблемът е, че: „повечето наложени от Комисията санкции за пазарни манипулации се потвърждават от съда, но разкриването и доказването на тези случаи е сложно и бавно“ (Dima, Varna, Nachescu, 2018, pp. 461-479). Така основните предизвикателства пред развитието на капиталовия пазар в България произтичат от контрола на търговията с вътрешна информация, липсата на качествени капиталови проекти и защитата на миноритарните акционери при високата концентрация на акционерната собственост.

4.5. Перспективи пред развитието на финансовия сектор в средносрочен план

В непосредствен план основните тенденции в *банковия сектор* в страната се определят от (пряко и косвено) свързаните с военния конфликт в Украйна процеси; реструктурирането на активите и пасивите на търговските банки така, че да се ограничат произтичащите от покачването на лихвените проценти рискове; поддържането на адекватен динамичен баланс между условията и стандартите за кредитиране при влошаваща се макросреда, но и от интензивните процеси по дигитална трансформация и изграждане на необходимата база при управление на процесите, свързани с прехода към зелена икономика. Може да се очаква, че през 2023 г. ще настъпи известна промяна в описаните процеси, тъй като протичащите изменения на средата създават предпоставки за нарастване на дела на необслужваните кредити, а оттам и до растеж на провизиите и понижаване на показателите за рентабилност в банковия сектор. Основните рискове за устойчивостта и показателите за рентабилност на финансовите институции могат да се систематизират в следните направления:

- очаквания за рецесия в някои от ключовите външнотърговски партньори, като Германия и Италия;
- нарастване на лихвите по кредити с по-бързи темпове, което ще доведе до възникване на затруднения при тяхното обслужване и ще намали маржа на банкова печалба;
- допълнително влошаване на инвестиционния климат вследствие на изчерпване на базовия ефект от икономическото възстановяване след COVID-19 и вторична

⁵⁵ Bona Fides Invest е базирана в ЕС финансова технология, която в световен мащаб помага на лица и организации да финансират своите проекти чрез групово финансиране (Foote QC, 2021).

дестабилизация поради действието на геополитически фактори, което може да доведе до затруднения в обслужването на остатъчните дългове, нарастване на разходите за тяхната обезценка, и съответно влошаване на капиталовите показатели на банковата система;

- затягане на кредитирането в резултат от изпреварващо натрупване на негативни очаквания при финансовите посредници и свиване на рисковия толеранс, повишаване на изискванията към обезпечението, ограничаване или пълно спиране на заемите за отделни сектори, покачване на рисковата премия при определяне на параметрите на новите (особено по-рискови) договори за кредит, намаляване на пределно допустимия размер на експозицията към група свързани лица, въвеждане на допълнителни изисквания към кредитополучателите и др.;
- ускорено изтегляне на ликвидност в резултат от недоверие към банковата система, породено от преустановяването на дейността на няколко големи банки в САЩ и възникването на потенциален недостиг в системата за гарантиране на депозити, което да се пренесе в местни условия и да доведе, освен до оскъпяване на привлечения ресурс (и съответно до влошаване на капиталовите показатели), и до компенсиращо рязко затягане на стандартите за кредитиране;
- риск от блокиране на каналите за фискален трансфер, вследствие на нарушената ритмичност на бюджетната процедура в страната и забавените бюджетни плащания, което води до натиск върху икономическия растеж и съответно до свиване на (пряко или косвено) свързаните с тези дейности парични потоци, обслужвани от местните банки.

Концентрацията в банковия сектор вероятно ще продължи да нараства и през следващите години, доколкото, в условията на дигитализация и трансформация на банковото обслужване, миграцията на клиентската маса ще продължи да се съсредоточава към по-големите банки, имащи по-големи инвестиции в разработване на нови канали за пазарна реализация, както и по-активни информационни кампании за тяхната популяризация. Натискът за консолидация ще остане силен не само в резултат от увеличения риск на средата, но и от въвеждането на нови тежести, свързани с установяването на единни стандарти за докладване на екологичния отпечатък от банковата дейност (разработване на модели за оценка на екологичните рискове, изграждане на системи от правила и процедури, с които да се въведат допълнителните изисквания за оценка и одобряване на кандидатите, допълване на отчетните форми с нови компоненти за отчет и др.).

Перспективите пред бъдещото развитие на *капиталовия пазар*, в контекста на вече изброените рискове и негови специфики (ниска активност на първичния пазар, нисък оборот на вторичния пазар и ниска капитализация спрямо БВП), не са оптимистични. Основен фактор за това са очакванията за допълнително забавяне на инвестиционната активност в страната, която ще бъде повлияна от негативните очаквания за икономическия растеж.

5. Прогнози за развитието на българската икономика до 2025 г.

Разработената макроикономическа прогноза се основава на допускания относно икономическото развитие в средносрочен план (до 2025 г.) по отношение на международните цени и външното търсене, както и на заложените икономически политики на правителството, очертани в Средносрочната бюджетна прогноза за периода 2023-2025 г. Макроикономическата прогноза на ИИИ при БАН е изготвена въз основа на макроикономическа информация, налична към 28 април 2023 г.

5.1. Оценка на изпълнението на макроикономическата прогноза за 2022 г.

Оценката на макроикономическата прогноза, изготвена в Годишния доклад на ИИИ при БАН за 2022 г., е нееднозначна. Някои от променливите (например средногодишната инфлация) са оценени много точно. За други променливи посоката на промяна е уловена, но не и самата динамика. До голяма степен това се дължи на неточни допускания по отношение както на външната среда, така и на вътрешните фактори. Например, има известно разминаване между отчетните и прогнозните цени на основни суровини, материали и енергоресурси (с изключение на цените на храни и напитки), което има пряко влияние както върху прогнозата за дефлатора на БВП, така и върху стойностните обеми на износа и вноса.⁵⁶

Таблица 9 показва, че разминаването в макроикономическата прогноза е най-значимо по отношение на бруто образуването на основен капитал. Прогнозата за реално нарастване на инвестициите с 8.6% се основава на очаквания ефект от първия транш по НПВУ и свързаните с него съфинансиращи плащания. Тези очаквания се оказаха твърде оптимистични, като 2022 г. приключи с реално намаление на посочения показател. Причините са повече от ясни – в условия на икономическа несигурност и висока инфлация инвестиционният интерес рязко намалява. Освен това, първият транш по НПВУ дойде едва в края на 2022 г. и нямаше време да индуцира допълнителни инвестиции. Продължилата близо три години политическа криза несъмнено се отрази негативно на инвестиционните намерения.

Въпреки забавянето на инвестиционната активност, регистрираният растеж на реалния БВП е по-висок от прогнозирания. Това изцяло се дължи на нарасналото потребление (както частно, така и публично), което се свързва с провежданата политика на компенсации за бизнеса и домакинствата. Взетите мерки за дискреционно повишаване на пенсиите, минималната работна заплата и редица социални придобивки се отразиха положително върху доходите и в реално изражение те отбелязаха само минимален спад – много по-нисък от заложения в прогнозата. Оценката на тази социална политика е нееднозначна – със сигурност тя е подпомогнала една част от най-нуждаещите се, но не е целенасочена и оказва сериозни фискални ефекти в средносрочен план.

⁵⁶ Трябва да се отбележи, че прогнозните цени не са дело на авторския колектив, а се взимат от ежегодния доклад на МВФ, World Economic Outlook (WEO).

Таблица 9. Сравнение на данните от макроикономическата прогноза на ИИИ при БАН с отчетните за 2022 г.

| | Допускане/ Прогноза | Отчет | Разлика (пр.п.) |
|--|------------------------|-------|--------------------|
| <i>Допускания</i> | | | |
| Международна цена на суровия петрол (индекс, 2016=100) | 249.5 | 222.9 | 11.9% |
| Международна цена на газ (индекс, 2016=100) | 633.9 | 521.6 | 21.5% |
| Международна цена на индустриални стоки (индекс, 2016=100) | 195.2 | 172.8 | 12.9% |
| Международна цена на храни и напитки (индекс, 2016=100) | 145.2 | 143.2 | 1.4% |
| Международна цена на основни метали (индекс, 2016=100) | 225.7 | 193.9 | 16.4% |
| Реален растеж на глобалния БВП (%) | 3.6 | 3.4 | 0.2 |
| Реален растеж на БВП на ЕС (%) | 2.9 | 3.7 | 0.8 |
| Реален растеж на БВП на Китай (%) | 4.4 | 3.0 | 1.4 |
| Реален растеж на БВП на САЩ (%) | 3.7 | 2.1 | 1.6 |
| Нарастване на обема на световната търговия (%) | 5.0 | 5.1 | 0.1 |
| <i>Прогноза от модела</i> | | | |
| БВП (реален растеж, %) | 2.0 | 3.4 | 1.4 |
| Дефлатор на БВП (%) | 12.6 | 15.1 | 2.5 |
| Частно потребление (реален растеж, %) | 2.1 | 4.8 | 2.7 |
| Публично потребление (реален растеж, %) | 3.2 | 6.5 | 3.3 |
| Бруто образуване на основен капитал (реален растеж, %) | 8.6 | -4.3 | 12.9 |
| Износ на стоки и услуги (реален растеж, %) | 5.1 | 8.3 | 3.2 |
| Внос на стоки и услуги (реален растеж, %) | 6.7 | 10.5 | 3.8 |
| Средногодишна инфлация по ХИПЦ (%) | 13.8 | 13.0 | 0.8 |
| Коефициент на безработица (население на 15+ години, %) | 6.9 | 4.3 | 2.6 |
| Бюджетен баланс (% от БВП) | -5.0 | -0.8 | 4.2 |
| Текуща сметка (% от БВП) | -2.6 | -0.7 | 1.9 |
| Паричен агрегат М3 (растеж, %) | 11.1 | 13.2 | 2.1 |
| Кредити към нефинансови предприятия и домакинства (%) | 3.1 | 12.1 | 9.0 |

Източник: МВФ, НСИ и прогноза на ИИИ при БАН.

Прогнозираният бюджетен дефицит в размер на 5% от БВП не се реализира. Доколкото текущите разходи на правителството (като съотношение към БВП) бяха оценени относително точно, голямата разлика между прогнозата и отчетните данни се дължи почти изцяло на капиталовите разходи, които както в прогнозата, така и в бюджета бяха предвидени да бъдат около 8.5 млрд. лв., а реално бяха изпълнени на 75% и възлязоха на около 5.5 млрд. лв. Ако капиталовите разходи бяха изпълнени в заложения размер, бюджетният дефицит щеше да бъде не 0.8%⁵⁷, както сочат данните, а около 3%. Продължаващата практика бюджетният дефицит да се направлява чрез съкращаване на капиталовите разходи, а не на текущите, е изключително неблагоприятна за цялостното развитие на икономиката и е препоръчително да бъде прекратена.

По отношение на показателите от платежния баланс, грешката в макроикономическата прогноза е в поносими граници. По-добрите от очакваното резултати се дължат преди всичко на доброто представяне на износа на стоки и услуги, но трябва да се отбележи, че немалка част от него е свързана с износ на

⁵⁷ Този дефицит е на касова основа. Предварителните данни сочат, че на начислена основа бюджетният дефицит надхвърля 2% от БВП.

военна продукция и боеприпаси, която не може да се предвиди и не следва да се залага в прогнозите в средносрочен план.

По отношение на парично-кредитните агрегати, някои от тенденциите бяха точно прогнозирани (например монетизацията на икономиката, т.е. отношението на БВП към паричното предлагане), но други бяха подценени (например кредита за нефинансовия сектор). Това изцяло се дължи на забавеното реагиране от страна на ЕЦБ на нарастващата инфлация и съответно забавеното и по-малка степен увеличение на лихвените проценти. На практика през 2022 г. лихвените проценти (както по депозити, така и по кредити) не отбелязаха съществени промени. В условията на по-висока инфлация и стабилно парично предлагане, забавеното повишаване на лихвените проценти се отрази в по-високи равнища на кредитите за нефинансовия сектор, което не продължава през 2023 г.

5.2. Основни допускания за периода 2023-2025 г.

Прогнозата за макроикономическата рамка е изготвена на базата на структурен модел, включващ основните макроикономически показатели. Симулациите са направени при следните по-важни допускания:

- Очаква се забавянето на глобалната икономическа активност и обемите на търговия да продължи, като този процес ще се наблюдава преди всичко в развитите икономики и в по-слаба степен в развиващите се страни.
- Въпреки отслабването на инфлационния натиск (особено по отношение на енергоресурсите), инфлацията ще остане относително висока, като централните банки на страните от Г7 ще продължат да провеждат рестриктивна парична политика в краткосрочен план.
- Военният конфликт в Украйна ще продължи, а през втората половина на 2023 г. е възможно да ескалира. Санкциите, наложени срещу Русия и Беларус, ще продължат да действат, като е възможно да бъдат засилени.
- Цените на основните енергоресурси ще останат високи в сравнение със средните стойности за предходния тригодишен период, но с тенденция към плавно намаление.
- Преобладаващата част от държавите-членки на ЕС ще навлязат в рецесия през 2023 г., което ще потисне външното търсене на България и темповете на износ ще спаднат, като това най-силно ще се почувства през настоящата година. На това ще противодейства производството и износа на военна продукция и електроенергия, които ще продължат през 2023 г., а вероятно и през следващите години.
- Притокът на финансови потоци към страната ще се определя основно от средствата по оперативните програми и от пакета програми, свързани с европейските фондове за възстановяване и устойчивост.
- Икономическата активност ще продължи да е потисната. Това ще се дължи както на нестабилната външна среда, така и на вътрешнополитическите специфики. Ускоряване на икономическото развитие може да се очаква след 2023 г., когато

ще се почувства ефектът от усвояване на средствата, отпуснати по линия на НПВУ. Темповете на икономически растеж обаче ще останат ниски (особено в началото на прогнозния период) и няма да надхвърлят рамките на потенциалния растеж на БВП.

- Ако няма нов шок върху енергийните цени, икономиката ще навлезе в период на дезинфлация, но процесът ще бъде по-скоро бавен. Маастрихтският критерий за инфлацията е слабо вероятно да бъде постигнат в рамките на прогнозния период.
- Сериозна неяснота съществува по отношение на пазара на труда. Не се очаква осезаемо повишаване на безработицата, въпреки нарастването на работните заплати през последните месеци. Това се обяснява до голяма степен с влошаващата се демографска ситуация в страната, а не толкова с икономическата активност. Подобно състояние на пазара на труда обаче е неустойчиво.
- Бюджетният дефицит ще е в силна зависимост от политическата ситуация. Фискална консолидация и изпълнение на Маастрихтския критерий за бюджетния дефицит ще са възможни само при трайно постигане на политическа стабилност. Продължаването на действието на приетите компенсационни механизми и обещанията за по-нататъшни увеличения на минималната работна заплата и пенсиите няма да позволят на икономиката да постигне балансиран бюджет за целия прогнозен период. Публичният дълг вероятно ще достигне нива от около 30% от БВП в края на периода, но това едва ли ще окаже съществено влияние върху икономическата активност и инфлацията.
- Резки промени в данъчната политика не се очакват. Прогнозата е направена при запазване на заложените в Средносрочната фискална рамка параметри и политики, по-конкретно за:
 - липса на съществени промени в данъчната система;
 - усилия за фискална консолидация във връзка с очакваното приемане на страната в еврозоната през последната година от прогнозния период.
- Политиката на БНБ за увеличаване на ЗМР не се очаква да окаже сериозен ефект върху инфлационните процеси в страната, но би се отразила в известно забавяне на темпа на кредитиране.

Прогнозните международни цени и очакванията за външното търсене (Таблица 10) се основават на доклада на МВФ за световните икономически перспективи (World Economic Outlook), публикуван през април 2023 г.

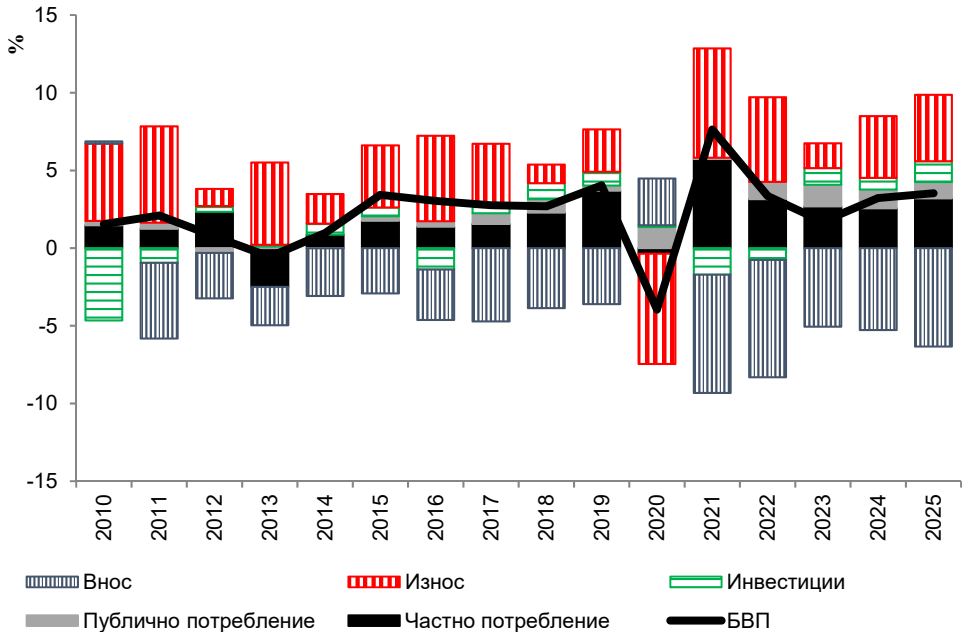
Таблица 10. Основни допускания за външния сектор, заложен в макроикономическата прогноза

| Показател | Отчетни данни | | | | Прогноза | | |
|--|---------------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
| Международна цена на суровия петрол (индекс, 2016=100) | 142.1 | 96.6 | 160.2 | 222.9 | 169.2 | 159.4 | 154.9 |
| Международна цена на газ (индекс, 2016=100) | 91.5 | 71.7 | 253.7 | 521.6 | 218.7 | 232.8 | 208.3 |
| Международна цена на индустриални стоки (индекс, 2016=100) | 125.7 | 128.1 | 179.2 | 172.8 | 173.7 | 169.9 | 167.6 |
| Международна цена на храни и напитки (индекс, 2016=100) | 98.0 | 99.7 | 125.5 | 143.2 | 135.2 | 131.5 | 128.8 |
| Международна цена на метали (индекс, 2016=100) | 135.3 | 140.0 | 205.4 | 193.9 | 200.7 | 195.4 | 192.7 |
| Реален растеж на глобалния БВП (%) | 2.8 | -2.8 | 6.3 | 3.4 | 2.8 | 3.0 | 3.1 |
| Реален растеж на БВП на ЕС (%) | 2.0 | -5.6 | 5.6 | 3.7 | 0.7 | 1.6 | 2.1 |
| Реален растеж на БВП на Китай (%) | 5.9 | 2.2 | 8.4 | 3.0 | 5.2 | 4.5 | 4.1 |
| Реален растеж на БВП на САЩ (%) | 2.3 | -2.8 | 5.9 | 2.1 | 1.6 | 1.1 | 1.7 |
| Нарастване на обема на световната търговия (%) | 0.9 | -7.8 | 10.6 | 5.1 | 2.4 | 3.6 | 3.6 |

Източник: МВФ, WEO April 2023.

5.3. Динамика на основни макроикономически показатели през прогнозния период

Предвид неблагоприятната външна и вътрешна икономическа обстановка, **реалният растеж на БВП се очаква да се понижи до около 1.7% през 2023 г.** Високата инфлация през последните две години означава, че още през 2024 г. БВП в номинално изражение ще надхвърли 200 млрд. лв. До края на прогнозния период икономическият растеж плавно ще се възстанови до средните нива преди пандемията от COVID-19 (Фигура 40). Прогнозата за икономическия растеж в България в средносрочен план е да остане от порядъка на 3-3.5% годишно. Нарастването на инвестициите ще се определя основно от напредването на програмния период и очакванията за ускорено усвояване на европейски средства в България, най-вече по линия на НПВУ.

Фигура 40. Приноси за икономическия растеж по компоненти на крайното потребление

Източник: НСИ, собствени изчисления.

В началото на прогнозния период вътрешното търсене ще се понижи, но постепенно ще се възстановява. Динамиката на потреблението ще се определя от нарастването на работните заплати, умереното повишение на заетостта и слабия, но все пак положителен растеж на кредитната активност в страната, който допълнително ще бъде забавен от предприетите от БНБ мерки за повишаване на ЗМР. **Приносът на външното търсене в икономическия растеж се очаква да остане отрицателен за целия прогнозен период.**

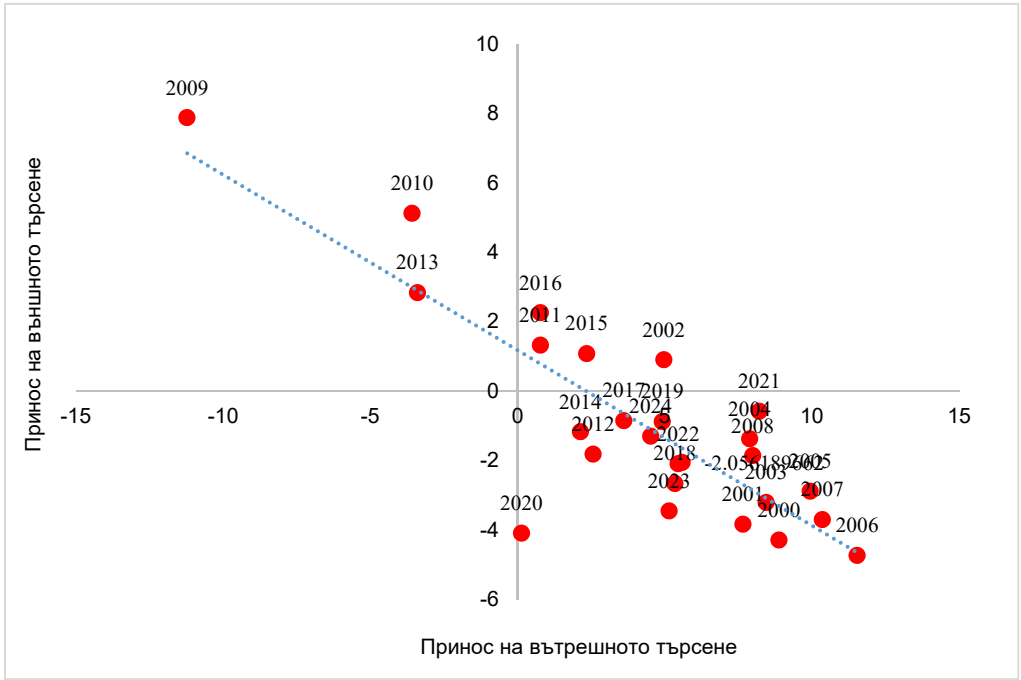
Инфлацията се очаква да остане по-висока от обичайната през последните години. До голяма степен това ще се дължи на външни фактори, както и на някои противоречиви решения в областта на икономическата политика (провеждане на мерки, несъобразени с реалните финансови възможности на страната), допринасящи за по-високия темп на нарастване на цените в сравнение със средните стойности за държавите-членки на ЕС. Високата инфлация и евентуалното провеждане на фискална консолидация ще се отразят негативно върху покупателната способност на домакинствата, което се очаква да доведе и до относително по-слаб растеж на потреблението. Инфлацията води до по-високи производствени разходи, които, в съчетание с общата вътрешна и в международен план висока икономическа несигурност, се очаква да доведат до потиснатата инвестиционна активност, чиято динамика ще се определя до голяма степен от публичните капиталови разходи.

Таблица 11. Макроикономическа прогноза на ИИИ при БАН за периода 2023-2025 г.

| | Предварителни данни | Прогноза | | |
|---|---------------------|----------|---------|---------|
| | 2022 г. | 2023 г. | 2024 г. | 2025 г. |
| Реален сектор (%) | | | | |
| Икономически растеж - темпове на прираст по компоненти: | 3.4 | 1.7 | 3.4 | 3.1 |
| Частно потребление | 4.8 | 3.6 | 3.6 | 3.5 |
| Публично потребление | 6.5 | 5.4 | 5.4 | 5.0 |
| Бруто образуване на основен капитал | -4.3 | 5.5 | 4.8 | 5.5 |
| Износ на стоки и услуги | 8.3 | 2.3 | 5.7 | 6.7 |
| Внос на стоки и услуги | 10.5 | 5.4 | 6.1 | 7.3 |
| Динамика на цените (%) | | | | |
| Средногодишна инфлация по ХИПЦ | 13.0 | 9.0 | 4.0 | 2.7 |
| Дефлатор на БВП | 15.1 | 11.7 | 4.2 | 3.5 |
| Пазар на труда | | | | |
| Коефициент на заетост (15-64 години) | 70.8 | 71.0 | 71.1 | 71.1 |
| Коефициент на безработица (15-64 години) | 4.3 | 4.0 | 3.9 | 3.9 |
| Нарастване на работната заплата (%) | 12.8 | 11.6 | 6.6 | 5.7 |
| Външен сектор (% от БВП) | | | | |
| Текуща сметка | -0.7 | -0.8 | 0.3 | 1.2 |
| Търговски баланс | -5.8 | -3.3 | -2.3 | -1.3 |
| Капиталова сметка | 0.9 | 0.9 | 1.3 | 1.4 |
| Финансова сметка (вкл. валутни резерви) | 5.5 | 3.3 | 2.5 | 2.5 |
| Преки чуждестранни инвестиции в страната | 3.6 | 3.3 | 3.4 | 3.6 |
| Брутен външен дълг | 52.5 | 50.6 | 51.9 | 53.3 |
| Финансов сектор (годишно изменение, %) | | | | |
| Паричен агрегат М3 | 13.2 | 11.2 | 8.7 | 7.8 |
| Кредити към нефинансов сектор | 12.1 | 5.3 | 6.8 | 6.2 |
| Фискален сектор (% от БВП) | | | | |
| Бюджетни приходи | 39.2 | 36.4 | 36.5 | 36.7 |
| Бюджетни разходи | 40.0 | 40.2 | 39.5 | 39.7 |
| Бюджетен баланс (на касова основа) | -0.8 | -3.8 | -3.0 | -3.0 |
| Дълг на сектор "Централно управление" | 22.4 | 23.6 | 25.5 | 27.1 |

През втората половина на прогнозния период се очаква възстановяване на вътрешното търсене, основаващо се на комбинацията от реално повишение на доходите и намаляване на инфлационния натиск. Външният сектор не се очаква да има съществен принос за икономическия растеж през следващите години. През 2023 г. се очаква дефицитът по текущата сметка на платежния баланс леко да се понижи, основно поради действието на ценови фактори (слабо подобряващите се условия на търговия), но през целия период търговският баланс е вероятно да остане отрицателен (Фигура 41).

Фигура 41. Приноси на вътрешното и външното търсене за икономическия растеж (%)



Източник: НСИ, собствени изчисления.

Очаква се до 2025 г. заетостта в страната да продължи да се определя от темпа на икономическия растеж, като се имат предвид ограниченията, зададени от демографската ситуация. На този етап не се отчита промяна в предлагането на труд, породено от бежанската вълна от Украйна, тъй като близо 1/3 от бежанците са под трудоспособна възраст, а останалата част не демонстрират (поне засега) желание за трайно установяване в страната. **Безработицата се прогнозира да остане на същите нива, дори леко да се понижи.** Очакванията са динамиката на заплащането на труда да остане положителна в реално изражение, но по-ниска от предходните години.

Предвид на цялостната макроикономическа ситуация, кредитирането в икономиката (по отношение както на домакинствата, така и на фирмите) ще се забави в началото на прогнозния период поради отрицателното въздействие на високите лихвени проценти, при тенденция към плавно покачване през следващите години. **Доколкото повечето търговски банки в страната поддържат значително над изискуемия минимум резерви, се очаква слаб ефект от последните промени в паричната политика на БНБ, като ефектът върху паричното предлагане в страната е силно зависим от реакцията на населението по отношение на наличните пари.**

5.4. Външни и вътрешни ограничители на икономическия растеж и рискове

Рисковете от възможна ескалация на военния конфликт между Русия и Украйна и евентуалното му прерастване от локален в глобален едва ли могат да се надценят. Последниците ще бъдат от такова естество, че ще обезсмислят каквито и да било прогнози, поради което няма да бъдат разглеждани. Затова се обръща внимание само върху друг вид ограничения и рискове:

- **Невъзможността да се оформи траен консенсус по важни за страната въпроси застрашава изпълнението на вече поети ангажименти, в т.ч. по НПВУ. Ако тази ситуация продължи, може да се очаква по-висок бюджетен дефицит и по-голяма нужда от външно финансиране. В такива условия членството в еврозоната би се отложило и след 2025 г.**
- Външната среда ще остане по-скоро неблагоприятна с риск от допълнително влошаване, ако не се намери начин за бързо разрешаване на военния конфликт между Русия и Украйна. Забавянето на икономическия растеж в еврозоната вече се наблюдава, но не е напълно сигурно дали това ще е аргумент ЕЦБ да забави политиката си на повишаване на лихвените проценти. Предвид инфлационната динамика, по-вероятно е следването на предначертаната политика към тяхното плавно покачване.
- Вътрешното търсене, което през последните две-три години се очертава като основен фактор на икономическия растеж, е малко вероятно да нараства със същите темпове, както преди пандемията от COVID-19. Повишаването на покупателната способност ще бъде ограничено от по-бавния растеж на новите работни места и по-високата инфлация.
- **Икономиката на практика е постигнала (или е съвсем близо до) пълна заетост, което означава, че разкриването на нови работни места е вероятно да намали влиянието си върху темповете на икономически растеж.** Всяко открито ново работно място ще е за сметка на намаляване на безработните лица и увеличаване на коефициента на заетост в групата на населението в пенсионна възраст. Това обаче има естествени граници, които са почти достигнати. Възможни са решения както по линия на структурни промени, подобряване качеството на трудовите ресурси и тяхното интензивно използване, така и с привличане на работна сила отвън,
- **Рисковете, свързани с инфлацията, са несиметрични и определено са във възходяща посока.** Доскоро България беше по-скоро „вносител на инфлация“, но експанзионистичната фискална политика през последните две години има осезаемо влияние върху инфлационната динамика. Тук въздействие ще оказва не само нестабилната икономическа среда, но и натрупаната в предишните години свръхликвидност и нарастващата публична задлъжнялост, водещи до по-високи инфлационни очаквания.
- В по-оптимистичен план, бързото разрешаване на военния конфликт в Украйна и активизирането на програмите, свързани с европейските фондове, могат допълнително да ускорят икономическия растеж, но вероятността за такова развитие е по-скоро ниска.

5.5. Съпоставка на макроикономическите прогнози

С оглед на съпоставимост на макроикономическите очаквания и по-добро очертаване на траекторията на икономическо развитие на България в средносрочна перспектива, се прави сравнение между прогнозата за икономическата динамика на ИИИ при БАН и публикуваните прогнози на Министерството на финансите, БНБ и ЕК (Таблица 12).

Таблица 12. Съпоставка на макроикономическите прогнози за България на водещи институции за периода 2023-2025 г.

| Показател | 2023 г. | | | | 2024 г. | | | | 2025 г. | | | |
|-------------------------------|---------|------|------|-----|---------|------|------|-----|---------|------|------|----|
| | БАН | МФ | БНБ | ЕК | БАН | МФ | БНБ | ЕК | БАН | МФ | БНБ | ЕК |
| Икономически растеж (%) | 1.7 | 1.8 | 1.0 | 1.5 | 3.4 | 3.3 | 3.2 | 2.4 | 3.1 | 3.2 | 4.1 | |
| Средногодишна инфлация (%) | 9.0 | 8.7 | 8.8 | 9.4 | 4.0 | 3.8 | 3.4* | 4.2 | 2.7 | 2.8 | 3.0* | ** |
| Коефициент на безработица (%) | 4.0 | 3.9 | 3.5 | 4.3 | 3.9 | 3.8 | 2.9 | 4.0 | 3.9 | 3.8 | 2.6 | |
| Текуща сметка (% от БВП) | -0.8 | -1.7 | -0.2 | 0.1 | 0.3 | -1.9 | 0.4 | 0.2 | 1.2 | -2.0 | -0.3 | |

Забележка: Прогнозите са от ИИИ при БАН към 28 април 2023 г., Пролетната макроикономическа прогноза на МФ към 30 март 2023 г., Макроикономическата прогноза на БНБ към 4 април 2023 г. и Пролетната макроикономическа прогноза на ЕК, публикувана на 15 май 2023 г.

* Прогнозите са за инфлация, измерена чрез ХИПЦ, в края на периода.

** Не са налични прогнози за 2025 г. на ЕК.

Източник: ИИИ при БАН, МФ, БНБ и ЕК.

Направената съпоставка показва, че не са налице съществени различия и отклонения в очакванията на водещите икономически институции за макроикономическото развитие на България в средносрочен план. Прогнозите на ИИИ при БАН и МФ изглеждат по-оптимистични за икономическия растеж през 2023 г., което се мотивира с очакванията на ИИИ при БАН за относително запазване на износа на стоки и услуги, предвид направения анализ на външноикономическото състояние на основните търговски партньори. Това се отразява и в прогнозите за салдото по текущата сметка на платежния баланс, при което МФ прогнозира най-голям спад като съотношение от БВП. Относително по-консервативната оценка на ИИИ при БАН за задържане на безработицата около 4% се базира на направения анализ на основните параметри на пазара на труда на страната и дългосрочните рискове, произтичащи от негативните демографски промени. Синхронното забавяне на инфлацията, което и четирите институции очакват, е оправдано от гледна точка на текущата икономическа конюнктура и очакванията за рецесионни процеси в световен план, но както вече е коментирано, налице са и рискове за обратимост на тези процеси.

6. Препоръки към икономическата политика

Изследването на българската икономика през 2022 и първото тримесечие на 2023 г., както и предвижданията за нейното развитие в средносрочна перспектива до 2025 г., позволяват да се открият някои препоръки към икономическата политика в страната, които са насочени пряко към идентифицирани проблеми и целят укрепване на механизмите за устойчиво развитие на икономиката.

Мерки за запазване на покупателната способност на доходите на населението в условията на висока инфлация

- Икономическите мерки, които биха могли да се приложат за *допълнително ограничаване на инфлацията*, трябва да отчитат съчетаването на структурни фактори от страна на разходите за производство и търсенето, водещи до поддържане на по-висока ценова динамика в страната. Тяхното овладяване не може да се постигне чрез провеждане на проинфлационна фискална политика, базирана предимно на увеличаване на доходите, без съответстващи *мерки за стимулиране на производствения капацитет и преодоляване на структурните дисбаланси в икономиката, произтичащи от състоянието на инвестиционната среда и предизвикателствата пред пазара на труда, свързани с възрастовата и образователната структура на работната сила*.
- Върху вътрешно обусловените фактори за по-висока ценова динамика може да се въздейства чрез *въвеждане на необлагаем данъчен минимум върху доходите на физическите лица*, с оглед преодоляване на високото доходно неравенство в страната и подкрепа на покупателната способност на най-нискодоходните групи от населението. *Подкрепата от страна на фиска по отношение на доходите трябва да бъде подчертано диференцирана и основана на ясни критерии за компенсиране на покупателната способност* на определени групи от населението с оглед на осигуряването на достатъчно бюджетни буфери.
- Акцентът на политиките на пазара на труда трябва да е върху *преструктурирането на производствения капацитет* чрез ефективно използване на финансовите средства по линия на НПВУ, които да осигурят ускорен зелен и дигитален преход и да повишат съществено конкурентоспособността на българската икономика. За да се осигури бърз и качествен преход от безработица и неактивност към заетост, са необходими целенасочени инвестиции за повишаване на образованието и квалификацията на работната сила. Ефективният преход към зелена и дигитална икономика изисква промени в трудовото законодателство, които да подпомогнат регулирането на процеса на идентифициране, достигане и активиране на трудоспособните лица, които не работят, не учат, не се обучават професионално и не са регистрирани в бюрата по труда.
- Състоянието на пазара на труда, а оттам и доходите на населението, сериозно се влияе от провежданите демографски политики, тези в областта на здравеопазването и образованието, както и от политиките за удължаване на трудовата активност в добро здраве. Важността на демографския фактор все

повече се засилва в България, което остро поставя въпроса за нуждата от ефикасни политики за неговото регулиране. *Необходими са политики за имиграция и улесняване на прехода на пазара на труда от различни региони на страната и чужбина.* Решения на проблема трябва да се търсят и в привличането обратно в България на сънародници, които работят и живеят в чужбина, на други граждани на ЕС и трети страни.

Насоки на фискалната политика

- Следва да се провежда *по-предпазлива разходна политика*, която да е в състояние с акумулираните средства от бюджетни приходи да се покрият непредвидени разходи както по линия на усложнената международна обстановка, така и предвид необходимостта от стимулиране на инвестиционната активност в страната. При забавеното усвояване на средствата по НПВУ и от други европейски фондове и програми, много вероятно е да се наложи осигуряване на бюджетни средства за предотвратяване на съществено забавяне при реализацията на планираните проекти.
- Необходимо е да се отдаде *приоритет на фискалните структурни реформи*, които ще помогнат да се осигури финансиране за приоритетите на публичната политика и ще допринесат за дългосрочната устойчивост на публичните финанси, вкл. чрез подобряване на обхвата, адекватността и устойчивостта на системите за здравеопазване и социална защита.
- *Споделената отговорност между частния сектор и правителството за работните места е по-добрият вариант за провеждане на разходна политика отколкото директното отпускане на обезщетения и социални помощи*, които в краткосрочен план поддържат покупателната способност на домакинствата, но нямат капацитета за динамизиране на вътрешното търсене и осигуряване на бюджетни приходи. Необходимо е да се положат грижи за преустановяване на тенденцията за намаляване на заетите лица в сферата на хуманното здравеопазване и медико-социалните грижи с настаняване и социална работа.
- *Следва да се осигурят устойчиви приходоизточници с ниска циклична зависимост.* Високият растеж на доходите през последните две години оказва благоприятно влияние върху източниците на бюджетни приходи, но в средносрочен план крие рискове не само по отношение на инфлационните процеси в страната, но и за фискалната стабилност и присъединяването към еврозоната. Това не може да стане само чрез приходите от косвени данъци и по линия на стимулиране на търсенето, а изисква реципрочни на социалните мерки за развиване на бизнес средата. Мерки в тази насока е създаването на условия за по-широко кредитиране на МСП, издаване на държавни гаранции по инвестиционни проекти и държавногарантирано кредитиране, осъществяване на публично-частни партньорства, както и успешно реализиране на проекти с европейско финансиране по линия на МВУ и ЕСИФ.
- Промени в данъчното облагане трябва да се основават на *цялостна визия за структурата на данъчната система в страната и не могат да се използват като антикризисен инструмент.* Провеждането на данъчна политика, насочена към диференциране на данъчните ставки с предимно секторни

ефекти, създава непропорционални рискове пред фискалната стабилност, които не са оправдани от гледна точка на нейния мултипликационен ефект. Реформирането на данъчната система трябва да се основава на системен подход, като се отчита нарастващия дял на приходите от социално- и здравноосигурителни вноски, които през последните години почти се изравняват с постъпленията от ДДС. Това поражда фискални рискове в средносрочен план, предвид намаляващото и застаряващо население в страната и наблюдавания спад на наетите лица.

- *Осигуряването на прозрачно използване на публичния ресурс и ускореното усвояване на средствата от НПВУ са ключови предпоставки за динамизиране на инвестициите в страната, които съществено изостават през последните години.* Системното недофинансиране на инфраструктурни проекти и силно ограниченото влияние на правителствените инвестиции върху реалната икономика не съдействат за изграждане на производствен капацитет за догонващо развитие и сближаване с държавите-членки от ЕС и еврозоната. Продължаващата практика да се „управлява“ бюджетният дефицит чрез съкращаване на капиталовите разходи, а не на текущите, е неблагоприятна и трябва да бъде преустановена.
- Механизмите за прозрачно изразходване на публичните средства за инвестиционни проекти все още се ограничават само до спазване на европейските процедури, но трябва да се *развива и капацитет за изпълнение на публично-частни партньорства, при които частният сектор да споделя риска.* Разработването на университетски и други програми през Института за публични финанси, насочени към подобряване на административния капацитет на публичния и частния сектор, би подобрило подготовката на кадри за изпълнение на проекти с европейско финансиране.
- За разширяване на присъствието на българските фирми на международните пазари е необходимо *увеличаване на публичния ресурс за стимулиране на износа чрез засилване на експортно кредитиране и застраховане,* вкл. чрез финансовите инструменти на ЕС. С цел подобряване на устойчивостта на българската икономика по отношение на външни шокове и циклични колебания и промяна на стоковата структура на българския износ, е необходимо да се установи ефективен механизъм на взаимодействие между държавното управление, ИТ сектора и сектора на научните изследвания.
- Намаляването на уязвимостта на публичния дълг и *възстановяването на фискалните буфери във времето трябва да бъде първостепенен приоритет.* Фискалната политика следва да бъде антициклична, за да осигури намаляване на инфлацията и създаване на условия за реална конвергенция и догонващо развитие. Фискалната консолидация и строгата фискална дисциплина, провеждана в продължение на много години след въвеждането на паричния съвет трябва да бъдат постепенно възстановени.
- Въпреки че при съпоставка с останалите държави-членки от ЕС и еврозоната правителственият дълг остава нисък, не бива да се пренебрегват *неблагоприятните демографски тенденции в страната и очакваното постепенно свиване на работната сила, които в дългосрочна перспектива ограничават възможностите за понасяне на по-висока дългова тежест.*

ЧАСТ ВТОРА

**ТЕМА НА ФОКУС: ЕВРОЗОНАТА И
ПРИСЪЕДИНЯВАЩА СЕ БЪЛГАРИЯ**

Създаването на еврозоната е заложено като акт на задълбочаване на интеграцията между държавите-членки на ЕС. Еврозоната представлява ядрото от по-тясно свързани икономики с единна валута, чиито брой следва постепенно да нараства и с това да укрепва мощта на Съюза. Присъединяването на всяка държава към еврозоната е политически ангажимент, поет при присъединяването ѝ към ЕС. Договорът за присъединяване не посочва конкретния срок или датата, на която това задължение трябва да бъде изпълнено.

Икономическото и социалното развитие на страните от еврозоната, увеличаването на броя им и задълбочаването на проблемите в нея са важни фактори за България, предвид вече реализираното участие във Валутен механизъм II (VM II) от юли 2020 г. и предстоящото ѝ присъединяване, което към момента е декларирано да стане от 1 януари 2025 г. Тези фактори пораждат неотложна необходимост от комплексното им проучване.

Целта на тази част на Годишния доклад на ИИИ при БАН е да се разгледат два основни въпроса:

- как се развива еврозоната в икономически и институционален аспект в годините след 2002 г., когато еврото влиза в реално парично обращение;
- какви са изгледите пред България за нейното присъединяване предвид икономическото развитие и готовност за членство.

Основната теза, която се защитава, е, че колкото по-подготвена е България, толкова по-големи ползи и по-малки рискове (загуби) би имала при бъдещото си присъединяване към еврозоната.

По-конкретно са разгледани следните въпроси: икономическите резултати и провежданите политики в еврозоната през първите 20 години от влизането на еврото в реално парично обращение; развитието и прилагането на регулаторната рамка за присъединяване към еврозоната; макроикономическите рискове, произтичащи от членството еврозоната; макроикономическите ефекти при приемане на еврото и необходимите стъпки в тази насока.

В съпоставителен план се отчита опитът на две групи страни от ЕС от гледна точка на икономическите им постижения и провеждани политики – балтийските държави (Естония, Латвия и Литва), които са членки на еврозоната, и страните с дерогация (Полша, Чехия, Унгария, Румъния), които имат потенциала, но към момента се въздържат от членство.

1. Еврозоната – състав, условия за присъединяване и анализ на институционалната структура

1.1. Състав на еврозоната

На 31 декември 1998 г. е приет регламент, с който се фиксират валутите на единадесетте държави-членки, които първи влизат в еврозоната и поставят основите ѝ. За начална дата на еврото се смята 1 януари 1999 г., след която еврото може да се използва като безналични плащания по банков път (Таблица 13). На 1 януари 2002 г. се осъществява пускането в обращение на банкнотите и монетите в евро. **Договорите на ЕС правят въвеждането на еврото неразделна част от функционирането на Съюза.** Понастоящем 20 държави от ЕС с повече от 340 млн. жители са членки на еврозоната. Доброволното заместване на националните валути с евро от тези страни предполага, че преминаването към еврото е не само политически обосновано, но и икономически изгодно.

Таблица 13. Хронология на присъединяването на държавите-членки на ЕС към еврозоната

| Дата | Държава |
|------------------|---|
| 1 януари 1999 г. | Австрия, Белгия, Финландия, Франция, Германия, Ирландия, Испания, Италия, Люксембург, Нидерландия, Португалия |
| 1 януари 2001 г. | Гърция |
| 1 януари 2007 г. | Словения |
| 1 януари 2008 г. | Кипър, Малта |
| 1 януари 2009 г. | Словакия |
| 1 януари 2011 г. | Естония |
| 1 януари 2014 г. | Латвия |
| 1 януари 2015 г. | Литва |
| 1 януари 2023 г. | Хърватия |

Източник. *European Commission*

България, Чехия, Дания, Унгария, Полша, Румъния и Швеция към настоящия момент са извън еврозоната, т.нар. държави-членки с дерогация, и имат задължението да приемат общата валута, без да е посочен срок за това. Дания е изключение по силата на постигнати договорености, определени в протоколи към Договора за ЕС – за нея е предвидена клауза за неприсъединяване към еврозоната, т.е. освободена е от задължението за автоматично участие (т.нар. „opt out“). Такава клауза е въведена и за Обединеното кралство преди да излезе от ЕС.

По време на присъединяването към ЕС на държавите от Централна и Източна Европа (ЦИЕ) в годините между 2004 и 2007 г. членството в ЕС и приемането на еврото се разглеждат като едно и също. България и Хърватия влизат във ВМ II на 10 юли 2020 г., като България силно се надяваше да влезе в еврозоната на 1 януари 2024 г., а Хърватия вече е член от 1 януари 2023 г. През 2020 г. двете държави се присъединяват и към Банковия съюз (прецедент в практиката това да стане преди приемането в еврозоната) с мотива, че така се предоставя по-голяма сигурност за банковите им системи и допринася за по-плавната подготовка за въвеждане на

еврото. Последните конвергентни доклади на ЕК⁵⁸ и ЕЦБ обаче показват, че страната ни не отговаря на всички условия, особено в частта за инфлацията и законодателството. Останалите страни извън еврозоната разглеждат присъединяването си като дългосрочна позиция и пряко го обвързват с постигнатото равнище на икономическо развитие.

Условията за присъединяване към еврозоната се формират на базата на изпълнение на няколко критерия, заложи в Договора от Маастрихт (1992 г.) и посочени в Договора за функционирането на Европейския съюз (ДФЕС).⁵⁹ Те са следните: ценова стабилност, стабилни публични финанси, конвергенция на дългосрочните лихвени проценти и стабилност на валутния курс.

Освен номиналните критерии, оценката за конвергенция трябва да вземе предвид допълнителни фактори, които биха могли да окажат влияние върху способността на страната да бъде част от еврозоната без затруднения. Номиналните критерии се допълват с изискванията за правна конвергенция, т.е. съвместимост на националното законодателство с постиженията на правото на ЕС във връзка с функционирането на националните централни банки (НЦБ). Освен това, като следствие от реформата на рамката за управление на Икономическия и паричен съюз (ИПС), от страните кандидатки де факто се изисква да спазват допълнителни изисквания, често наричани „институционални“ изисквания“ (Alcidi, et al., 2022).⁶⁰

1.2. Ефекти от единната валутна политика

Идеята за по-голяма икономическа и валутна интеграция в ЕС добавя и друг компонент – единната валута – към премахване на бариерите пред свободното движение на стоки, услуги, работна сила и капитали. „Предимствата на общата валута са очевидни, макар и *трудни за количествено определяне*“, казва Пол Кругман (Krugman, 2016). Допълването на Единния пазар с обща валута стимулира в още по-голяма степен търговията чрез намалени трансакционни разходи, премахване на валутния риск между държавите-членки на ИПС, по-голяма ценова прозрачност и по-голяма конкуренция, тъй като цените са по-лесни за сравнение, и др.

Ползите от еврото могат да се изведат на различни равнища – от макроикономически до такива на ниво фирми, отделни домакинства и индивиди – и те са взаимосвързани. Основните сред тях се търсят в следните насоки:

- по-голям избор и стабилни цени за потребителите и гражданите;

⁵⁸ Прегледът на сроковете за влизане в еврозоната на държави извън нея се прави веднъж на две години и се включва в докладите за конвергенция на ЕК и ЕЦБ.

⁵⁹ Договорът за функционирането на Европейския съюз произтича от Договора от Лисабон и беше разработен от Договора за създаване на Европейската общност, въведен с Договора от Маастрихт. ДФЕС е един от двата основни договора на ЕС заедно с Договора за ЕС (ДЕС). Той формира детайлна основа на правото на ЕС, като определя принципите и целите на ЕС и обхваща за действие в рамките на неговите политически области. Той също така определя организационните и функционалните елементи на институциите на ЕС.

⁶⁰ Проучването на Alcidi, et al. (2022) е поискано от Комисията по икономически и парични въпроси (ECON) на Европейския парламент в Люксембург. То обхваща въпросите на присъединяване към еврозоната: оценка на пътя на сближаване и последиците от COVID-19.

- по-голяма сигурност и повече възможности за предприятията и пазарите;
- повишаване на икономическата стабилност и растежа;
- по-интегрирани финансови пазари;
- по-силно присъствие на ЕС в световната икономика;
- осезаем символ за европейска идентичност.

Според някои изследвания, Германия спечели най-много от въвеждането на еврото, следвана от Нидерландия (Gasparotti, Kullas, 2019). Третата печеливша страна е Гърция, която през първите няколко години след въвеждането на еврото реализира големи ползи, но от 2011 г. насам претърпя съществена загуба на благосъстояние.

Още преди създаването си еврозоната е подложена на критичен анализ в две посоки – по отношение на нейната архитектура (конструкция и регулации) и по отношение на практическите резултати, които са се открили в периода на функциониране на валутния съюз през нелекия период на сложни икономически и обществени явления от началото на XXI век. Тези обстоятелства стават причина някои страни с дерогация (като Полша) да поставят условия за реформи в еврозоната, за да се присъединят към нея.

Влиянието на световната финансова и икономическа криза от 2008 г. върху еврозоната разкрива важни пропуски в първоначалния дизайн на ИПС. Създаде се широко разпространен консенсус, че архитектурата на ИПС, както е създадена в Договора от Маастрихт, има вградени институционални недостатъци, като се изброяват най-вече три, наложили реформа на икономическото управление в ЕС:

- липса на подходяща фискална рамка на ИПС;
- невъзможност на ИПС да предотвратява и коригира макроикономически дисбаланси;
- липса на разпоредби в ИПС, които да гарантират финансова стабилност.

В академичен план, тези аспекти на функционирането на еврозоната се открояват от двама Нобелови лауреати по икономика (Джоузеф Стиглиц и Пол Кругман), а техните възгледи се споделят и от други автори. Джоузеф Стиглиц прави констатацията, че, вместо да позволи изравняване на жизнения стандарт в държавите-членки, общата валута е предизвикала точно обратното – разделение и по-нататъшно задълбочаване на различията.⁶¹ Според него силата на Европа е в нейното многообразие, но тя не е съумяла да се възползва от това, защото еврозоната не е структурирана чрез набор от институции, които да отчитат икономическото многообразие. На базата на анализ на еврозоната, Стиглиц представя план как еврото да заработи ефективно, като предлага три алтернативи пред еврото: първата е „бутане криво-ляво“, т.е. близко до минималното, за да се запази еврозоната единна; втората е създаване на „гъвкаво евро“; и третата е „развод“, който Европа трябва да се постарее да бъде „възможно по-дружелюбен“ (Стиглиц, 2016, с. 310). Според Пол Кругман (Krugman, 2012) създаването на

⁶¹ Това се доказва и в други научни публикации и експертизи. Вж. Gasparotti, Kullas, 2019; Рангелова, Бобева, Златинов, 2021; и др.

„работеща еврозона“ изисква реформи в две основни насоки: структура на ЕС и кризисна политика. Въпросът е в това до каква степен ще бъде постигнат политически консенсус между страните от еврозоната, който да позволи съществени реформи и постепенно хармонизиране на фискалната политика на страните от ЕС. Кругман (Krugman, 2016), а и множество други експерти, определят недостатъците на единната валута и в загубата на гъвкавост по отношение на девалвацията на валутата, за да се запази международната конкурентоспособност (метод, който обикновено се използва преди въвеждането на еврото). Така **проблемът с различната конкурентоспособност на страните от еврозоната остава нерешен.**

2. Първите 20 години от въвеждането на еврото в парично обращение – икономически резултати и провеждани политики

Целите на този анализ са в две посоки – да се очертаят икономическите тенденции при функционирането на еврозоната в ретроспективен план през изминалите 20 години от въвеждането на еврото в реално парично обращение⁶², като се обвържат с конкретните параметри на следваните макроикономически политики, и да се очертаят перспективите пред България от гледна точка на текущото състояние и структурни особености на еврозоната.⁶³

Спецификата на протичащите макроикономически процеси позволява този период да бъде условно разделен на няколко подпериода, чрез които да се проследи трансформацията на еврозоната от съюз на относително стабилни икономически държави във валутен съюз от държави, развиващи се на няколко скорости:

- **2002-2007 г.** – средният темп на прираст на икономически растеж в еврозоната постепенно се ускорява от 0.9% през 2002 г. до 3.2% през 2006 г., което е най-високата отчитана стойност до 2021 г., като са налице опасения за прегряване на някои икономики както в еврозоната, така и извън нея.
- **2008-2013 г.** – икономиките на държавите-членки на еврозоната са силно засегнати от световната финансова и икономическа криза и БВП в ЕС спада с повече от 4% през 2009 г., последвано от относително икономическо стабилизиране и отново рецесия през 2012 и 2013 г. Това е периодът на т.нар. двойна рецесия в еврозоната, започнала с кризата на суверенните дългове в Гърция, която впоследствие обхваща Ирландия и Португалия, и води до обща нестабилност в ЕС.
- **2014-2019 г.** – налице е възстановяване от двойната рецесия в еврозоната и ясни сигнали за възходящо икономическо развитие при постигнат икономически растеж от около 2%.
- **2020-2022 г.** – икономиката на еврозоната е поставена под неочакван и непредсказуем натиск вследствие на глобалната епидемия от коронавирус, чието преодоляване в икономически план все повече минава под опасенията за световна рецесия при нарастваща инфлация и геополитическа нестабилност в Европа.

Неминуемо икономическите процеси през изведените подпериоди оказват влияние върху развитието на българската икономика. Силната свързаност с еврозоната (около 1/2 от българския износ на стоки е насочен към държавите от еврозоната при фиксиран курс към еврото вече над 25 години; над 60% от притока на чуждестранни инвестиции в България е от държави-членки от зоната на единната

⁶² На своята интернет страница ЕЦБ изтъква: „Преминаването към евро през 2002 г. е значимо събитие в историята на Европа и важно техническо постижение. На 1 януари през същата година евробанкнотите и монетите са въведени в 12 страни с общо население 308 милиона.“ (<https://www.ecb.europa.eu/euro/changeover/2002/html/index.bg.html>).

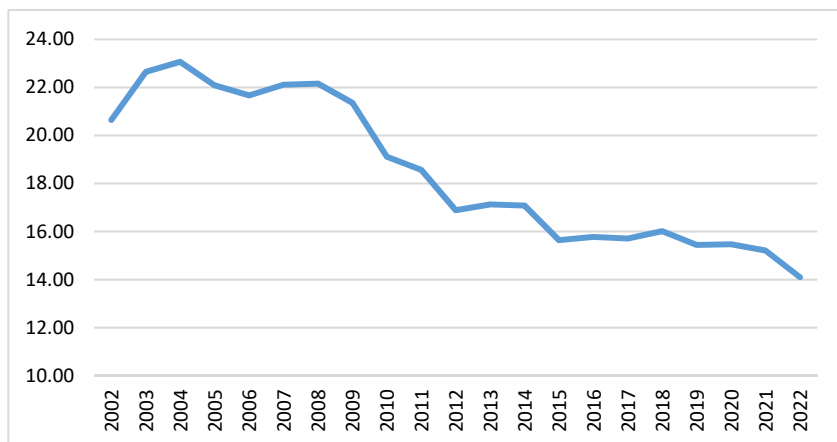
⁶³ Тук са коментирани тенденции в развитието на базови макроикономически показатели за еврозоната. Освен ако не е посочено друго, статистическите данни са от Евростат. По-пълен анализ, включващ инвестиции, инфлация, безработица, производителност и др., може да бъде намерен в Рангелова, Бобева, Сарийски, Златинов, Атанасов, 2023.

валута, а във финансовия сектор доминират банки с чужда собственост от еврозоната, следващи монетарните условия, определяни от ЕЦБ) предполага синхронизация на бизнес цикъла (Ралева, 2022). Ясно се отличават обаче и различията както по отношение на протичащите макроикономически процеси, така и при провежданите икономически политики.

2.1. Динамика на БВП и икономически растеж

Според дела на БВП на еврозоната от световния БВП, за периода 2002-2022 г. ясно се очертава низходяща тенденция на развитие – от среден дял от 22% от световния БВП между 2003 и 2008 г. БВП на еврозоната постепенно се свива и трайно се установява в рамките на 15% след 2015 г. (Фигура 42). Този процес се задълбочава след световната финансова и икономическа криза от 2007-2008 г.

Фигура 42. Дял на БВП на еврозоната от световния БВП (%)



Източник: МВФ.

Създаването и първите години на въвеждането на еврото съвпадат с благоприятната макроикономическа среда в световен план през т.нар. период на Голямата умереност (The Great Moderation), за който са характерни ниски лихвени проценти, ниска инфлация и слаби колебания на икономическия цикъл. През този период се наблюдава ускоряване на икономическия растеж не само в развитите, но и в развиващите се страни, а също и в еврозоната, където икономическият растеж е приблизително 2% годишно, около която стойност се колебае и годишната инфлация до 2007 г.

Стабилният икономически растеж се дължи на ускорената търговска и финансова интеграция с развиващите се икономики, в т.ч. и на новите държави-членки на ЕС и еврозоната от ЦИЕ, сред които е и България. В България дори са налице сигнали за прегряване на икономиката. Българският модел на икономическо развитие в значителна степен е сходен с този на останалите развиващи се европейски държави. Силното присъствие на чуждестранни банки в страната, съчетано с широкия достъп до външно кредитиране, стимулира мащабното отпускане на

кредити на домакинствата и нефинансовите предприятия. По линия на догонващото развитие и вноса на потребителски и инвестиционни стоки се формира голям дефицит по текущата сметка на платежния баланс (над -20% от БВП), чието финансиране се покрива от високия приток на чуждестранни капитали (28% от БВП за 2007 г.), задвижван и от перспективите за членство в ЕС.

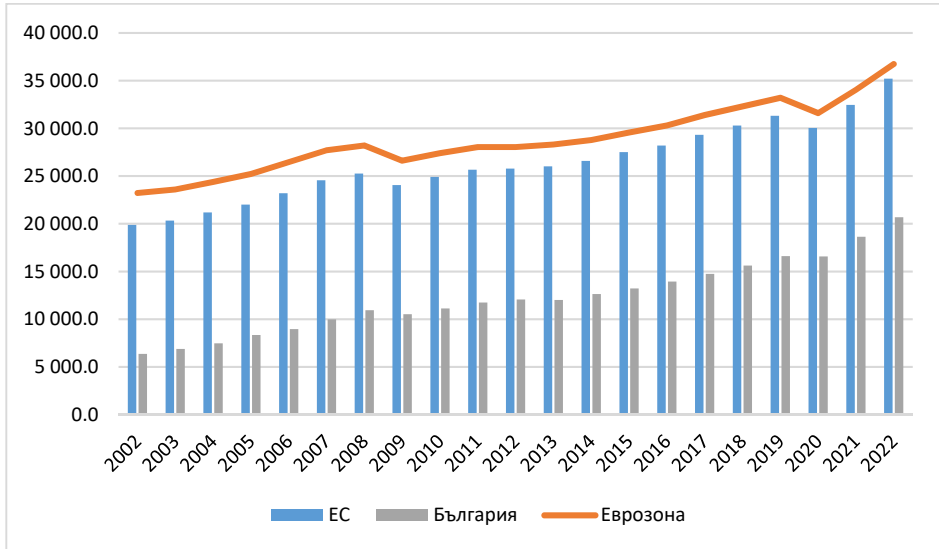
Устойчиво нарастващият темп на икономически растеж за продължителен период от около 6 години в еврозоната при ниска инфлация и ниски лихвени проценти подхранва пазарен оптимизъм за непрекъснат възходящ тренд на развитие, съчетан с по-слаба спестовност на домакинствата и по-високо търсене на кредити, което повишава цените на недвижимите имоти и раздува ипотечен балон. Тези процеси, наблюдавани и в световен план, доведоха до глобалната финансова и икономическа криза от 2008 г. Първоначално тя засегна в по-голяма степен развитите страни, респективно ядрото на еврозоната, и предизвика рецесия в европейската икономика в резултат на едновременното свиване на вътрешното и външното търсене. По-слабото вътрешно търсене се пренесе под формата на външнотърговски колапс, съчетан с рязък спад на притока на чуждестранни капитали.

Като страна в догонващо развитие, икономическият растеж в България изпреварваше средните темпове на прираст на реалния БВП в ЕС и еврозоната преди кризата, а мащабите на икономическия спад останаха ограничени до края на третото тримесечие на 2009 г. Подобно на други страни от ЦИЕ, при които ефектът от кризата се пренесе с известно забавяне, реалният сектор на българската икономика се оказва най-потърпевш от кризата в развитите страни (подобна тенденция се наблюдаваше и в Словакия). За сравнение, в Испания и Ирландия ефектът от кризата се прояви много повече чрез рязко намаляване на търсенето на недвижими имоти и спад на техните цени, докато в Гърция проблемите се проявиха по линия на високите равнища на държавен дълг и бюджетен дефицит, които доведоха до обща макроикономическа нестабилност в еврозоната. В Естония, Латвия и Литва, които понастоящем са едни от най-бързо развиващите се държави-членки на еврозоната, кризата доведе до съществено намаляване на благосъстоянието при свиване на БВП с над 25% в първите години след икономическия шок.

Разгледана в динамика, еврозоната изостава спрямо не само световните темпове на икономическо развитие, но и спрямо средните равнища за ЕС. При среден темп на растеж⁶⁴ за света от 3.6% между 2001 и 2022 г., този показател за еврозоната е 1%. Дългосрочният икономически растеж за ЕС през посочения период възлиза на 2.4% (при 1.9% за еврозоната). Същият показател за страните извън еврозоната е устойчиво по-висок – Румъния (6.9%), България (5.2%), Полша (4.7%), Унгария (3.6%) и Чехия (3.4%). Спрямо средните стойности за ЕС, БВП на човек от населението в еврозоната по стандарт на покупателна способност е трайно по-висок от този за ЕС, но разликата постепенно се съксява: от средно 13% за периода 2002-2005 г. до малко над 4% по-висок БВП на човек от населението в еврозоната спрямо средното за ЕС през 2022 г. (Фигура 43).

⁶⁴ Средният темп на икономически растеж е изчислен като аритметична средна величина на темповете на икономически прираст за разглеждания период.

Фигура 43. БВП на човек от населението, измерен по стандарт на покупателна способност (хил. евро)



Източник: Евростат.

Доколкото за страни като Румъния, България, Полша, Чехия и Унгария по-високият икономически растеж е очакван, предвид догонващото им развитие, значителното намаляване на дела на еврозоната от световния БВП е ясен индикатор, че **реализираният икономически растеж не е достатъчен и предприетите мерки на икономическата политика след 2008 г. не са ефективни в необходимата степен, за да задържат конкурентните позиции на държавите от валутния съюз в световен план.** До голяма степен този резултат се дължи на дълбоките сътресения, които световната финансова и икономическа криза нанесе на еврозоната и предопредели процесите на дивергенция в нея.

Мерките, които са предприети за преодоляване на кризисните процеси, се състоят в пряко предоставяне на ликвидност от националните централни банки и по-изгодни условия за рефинансиране на търговските банки, а правителствата влагат големи средства за отпускане на гаранции, рекапитализиране и реструктуриране на финансови институции. **Акцент се поставя върху разработването на правила за надзор и управление на финансовата система и засилване на координацията между икономическите политики.** През март 2009 г. е обявено създаването на Европейската система за финансов надзор, включваща наднационални органи, които да работят в координация с националните надзорни органи. Новата стратегия на ЕС за икономическо управление се основава на укрепване на Пакта за стабилност и растеж (ПСР), засилване на макроикономическата координация в рамките на ЕС и хармонизиране на националните бюджетни рамки на държавите-членки от еврозоната. Чрез мрежите за социална сигурност и нарастващото финансиране на инфраструктурни проекти

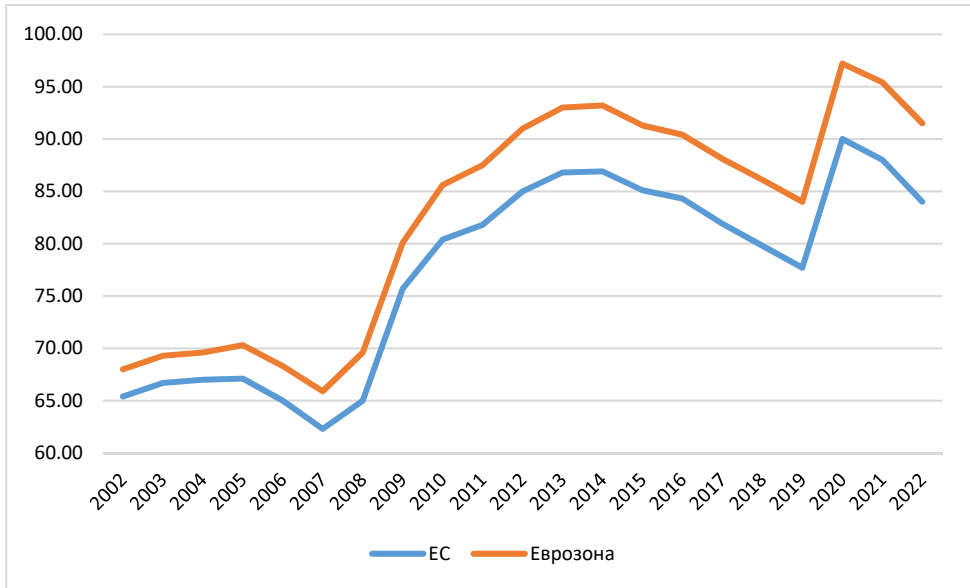
се цели смекчаване на негативните ефекти от кризата върху реалния сектор на икономиките.

Доколкото в опит да се справят с негативните последици от световния икономически срив страните от еврозоната предприеха общи фискални и монетарни мерки, държавите-членки извън еврозоната основно разчитаха на самостоятелни действия, свързани най-вече с овладяване на последиците от намаляване на притока на чуждестранни капитали и запазване на фискалната стабилност. Поддържането на устойчивостта на публичните финанси все повече придобиваше характер на системен проблем за ЕС, като се има предвид, че към началото на 2012 г. 23 държави-членки са в процедура по прекомерен дефицит при бюджетен дефицит над 3% от БВП и/или правителствен дълг над 60% от БВП, с изключение на Естония, Финландия, Люксембург и Швеция.

Стремглавото нарастване на правителствения дълг в еврозоната в опит за овладяване на последиците от световната финансова и икономическа криза беше една от причините за изпадането на валутния съюз в двойна рецесия през 2012 г. след колебливите сигнали за възстановяване на икономическата активност (Фигура 44).

Първите признаци за криза на суверенните дългове в еврозоната се появяват още през ноември 2009 г. в Гърция. До март 2010 г. не са предприети мерки на равнище ЕС, което води до задълбочаване на гръцките дългови проблеми при 146% от БВП брутен държавен дълг и 5.5% реален спад на БВП. Впоследствие държавите-членки от еврозоната одобряват спасителен пакет от 80 млрд. евро в съвместна подкрепа с МВФ, което дава стимул за изграждане на общи стабилизационни инструменти в еврозоната за предоставяне на финансова помощ на държави-членки в затруднено положение – Европейски инструмент за финансова стабилност (ЕИФС) и Европейски механизъм за стабилност (ЕМС)⁶⁵ с общ капацитет за финансиране над 1 трлн. евро. Финансовите проблеми на Гърция се разпространиха и в други икономики и по подобие на гръцкия спасителен пакет са разработени програми за финансово стабилизиране на Ирландия, Португалия и Испания.

⁶⁵ Създаден през 2012 г., ЕМС досега е отпуснал помощ (295 млрд. евро) по време на финансовата криза на следните държави: Ирландия, Португалия, Испания, Кипър и Гърция. По време на кризата от COVID-19, ЕМС създава инструмент за подкрепа срещу кризата (Pandemic Crisis Support Instrument) под формата на кредитна линия за финансиране на преки и непреки разходи за здравеопазване (540 млрд. евро). Въпреки някои общи характеристики, ЕМС не действа като МВФ и проявява гъвкавост по отношение на задълженията на отделните държави. Например, заради провеждането на договорени реформи, ЕМС намалява за седми пореден път през 2022 г. редуцира правителствения дълг на Гърция. През 2022 г. Гърция за втори път предсрочно погасява дълг към МВФ, благодарение на подкрепа от ЕМС.

Фигура 44. Правителствен дълг в еврозоната и ЕС (% от БВП)

Източник: Евростат.

Дълговите проблеми в еврозоната са едно от различията между развитието на българската и икономиката на еврозоната през разглеждания период. За разлика от България, чийто правителствен дълг като съотношение от БВП дори намалява в условията на криза до 2013 г., т.нар. страни от периферията на еврозоната, като Гърция, Испания, Италия и Португалия, изпитват сериозни финансови затруднения. Като изключим проблемите около Корпоративна търговска банка, финансовият сектор в България не е бил обект на стабилизация поради изчерпването на ликвидност при следването на традиционен модел на банкиране и липсата на мащабна инвестиционна дейност на банките в страната.

Системните последици от кризата и сигналите, че предприетите антикризисни мерки не са достатъчни за преодоляване на икономическия спад, на европейско ниво съсредоточават вниманието върху необходимостта от реформиране на икономическото управление на Съюза. Основните принципи и цели, които се преследват чрез предложените реформи на икономическото управление приоритетно в еврозоната, но и в целия ЕС, могат да се обобщят по следния начин:

- залагане на по-голям автоматизъм при превантивните и корективните процедури по ПСР и поставяне на по-стриктни крайни срокове за предприемане на необходими мерки по тези процедури;
- изграждане на рамка за макроикономическо наблюдение като част от т.нар. Европейски семестър и Процедурата при прекомерни макроикономически дисбаланси, с акцент върху международната конкурентоспособност и

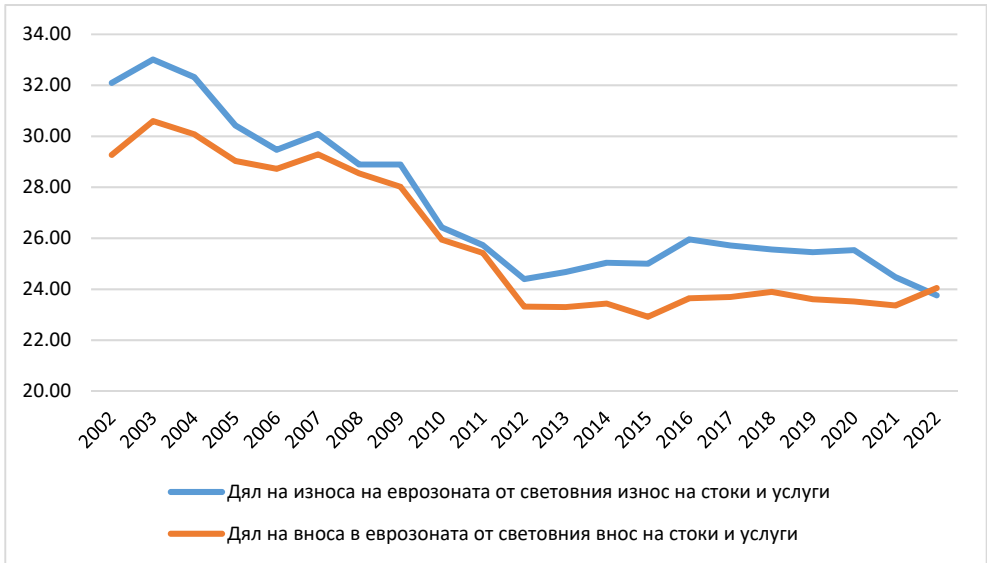
въвеждането на финансови санкции по предложената рамка за макроикономическо наблюдение;

- реформиране на националните бюджетни рамки и създаване на механизъм за управление на кризи.

Подобно на държавите от еврозоната, почти всички страни от ЦИЕ през 2010 и 2011 г. отбелязват възвръщане към икономическия растеж, в т.ч. и България, вследствие на първоначалния импулс, осигурен от фискалните стимули в регионален и световен мащаб, както и на относителното възстановяване на доверието на финансовите пазари. Все още слабата инвестиционна активност обаче (в България единственият компонент на БВП през 2010 г. с отрицателен растеж е бруто образуването на основен капитал), както и дълговата криза в еврозоната, доведоха до обратимост на наблюдаваните положителни сигнали и забавяне на икономическата активност. Така европейската икономика навлезе в двойна рецесия, която за по-слабо развитите европейски страни е отново породена от силната свързаност между икономиките в рамките на ЕС. Наличието на глобален бизнес цикъл и глобално синхронизиран спад на развитите икономики направи ограничени възможностите за възстановяване чрез износ в рамките на еврозоната, но създаде предпоставки за ускорено предлагане на стоки от страни извън валутния съюз, чиито предимства се изчерпват при възходяща фаза на бизнес цикъла в развитите страни, както показва динамиката на българския износ през 2018 г.

Една от отличителните черти на световната финансова и икономическа криза беше трудното възстановяване на инвестиционната активност, което се очерта като общоевропейски проблем както за еврозоната, така и за България. Делът на бруто образуването на основен капитал от БВП в България трайно се колебае около 20% от БВП, което го доближава до средния за еврозоната, като тази стойност се надхвърля единствено в периода 2005-2009 г. След 2016 г. обаче негативната тенденция на постепенно свиване на инвестициите се засилва, което пряко се отразява на темповете на икономическо възстановяване и развитие на България – по оценки на ИИИ при БАН при отчетените темпове на икономически растеж ще са необходими повече от 44 години за достигане на средния БВП за ЕС (Йоцов, 2019). На самата еврозона са нужни над 10 години, за да възвърне равнището си на бруто образуване на основен капитал след 2008 г., без да се отчита негативният ефект от кризата, причинена от пандемията от коронавирус (Licchetta et al., 2022).

Реалното раздвижване на европейската икономика започва от четвъртото тримесечие на 2016 г. В периода 2013-2016 г. възстановяването на европейската икономика се задвижва от вътрешната конюнктура, като благоприятната глобална икономическа среда съдейства за увеличаване на външната търговия. Въпреки това търговската интеграция на държавите-членки на еврозоната в глобален аспект, измерена чрез дела на износа и вноса от световния износ и внос на стоки и услуги, продължи да се свива (Фигура 45).

Фигура 45. Търговска интеграция на еврозоната в световен план (%)

Източник: УНКТАД.

Очертава се съществено и устойчиво намаляване на външотърговския капацитет на еврозоната след 2007 г., когато износът и вносът на страните, използващи еврото, възлиза на приблизително 30% от световната търговия.

Пикът в икономическото развитие на еврозоната след световната финансова и икономическа криза е през 2017 г. През 2018 и 2019 г. се наблюдава забавяне на икономическия растеж и постепенно навлизане в низходяща фаза на икономическия цикъл. Основните предпоставки за тези процеси са по-слабото глобално търсене на стоки и услуги поради неяснотите около търговските отношения между САЩ и Китай и политиката на търговски протекционизъм, непостоянните цени на петрола, вече започналото поетапно повишаване на лихвените проценти в САЩ и все още високите правителствени дългове на развитите страни, което е особено валидно за еврозоната. Към ноември 2018 г. се появяват първите сигнали за свиване на икономическата активност в Германия от 2015 г. насам, поради потиснатото вътрешно търсене, негативните ефекти върху автомобилния сектор от новите екологични стандарти и забавянето на растежа на износа. От края на 2018 г. италианската икономика е официално в рецесия, а икономическият растеж във Франция – едва 0.3% през последното тримесечие на 2018 г.

Описаните процеси на забавяне на икономическия растеж прерастват в рецесия през 2020 г. при спад от 6.3% на реалния БВП в еврозоната, който е по-голям от наблюдавания през 2008 г. **За разлика от световната финансова и икономическа криза, спадът на БВП в условията на здравна криза се дължи в по-голяма степен на същественото свиване на потреблението на домакинствата, отколкото на инвестициите, което неминуемо се отразява и на външотърговските потоци.** Този първоначален шок, вследствие на

наложените физически и търговски бариери за ограничаване на разпространението на коронавируса, е сравнително овладян през 2021 г., когато икономиката на еврозоната нараства с 5.3% на годишна база при увеличаване на съотношението на правителствения дълг към БВП в еврозоната от 86% през 2019 г. на 100% от БВП през 2021 г. На равнище ЕС, общата фискална подкрепа за икономиката възлиза на 6% от БВП на Съюза за 2020 г. Мерките с пряко и косвено фискално въздействие, включително по линия на допустимото отклонение от средносрочната бюджетна цел при прилагане на общата клауза за дерогация от 2020 г. до края на 2022 г. по ПСР и временната промяна в рамката за държавните помощи на ЕС, надхвърлиха 20% от бюджета на ЕС. По този начин, **отговорът на безпрецедентния икономически шок в резултат от пандемията на коронавирус е много по-категоричен, отколкото през 2008 г., и показва новата философия за провеждане на силно акомодативна макроикономическа политика за преодоляване на кризисни процеси в рамките на валутния съюз.**

Възстановяването на икономиките от еврозоната е неравномерно, но задвижвано от вътрешното търсене вследствие на относителното запазване на покупателната способност на домакинствата при увеличаване на нормата на спестяване и ограничаване на потреблението поради въведените физически ограничения. Отличителна черта на стратегията за справяне с негативите от здравната криза е и заместването на свиващите се частни с публични инвестиции в еврозоната, което не е предприето при кризата от 2007-2008 г. В икономически план негативите са преодолени най-бързо в Ирландия, която единствена от държавите-членки на ЕС запазва положителен икономически растеж и през 2020 г., както и в Естония, Литва и Словения. На другия полюс, и предвид уязвимостта си по време на световната финансова и икономическа криза, негативите от икономическия спад през 2020 г. в най-слаба степен са преодолени в Испания, Португалия и Италия и в известна степен в Германия (най-вече в резултат от силно затегнатите здравни мерки) и Франция. По-сериозното негативно влияние на епидемията от коронавирус върху икономическата активност в тези страни се дължи на по-широко застъпления сектор на услугите, туризма и пътуванията. За относително бързото справяне с икономическия шок, породен от здравната криза, трябва да се отчете и целенасочената политика на ЕЦБ на изкупуване на ДЦК, предоставянето на ликвидност на търговските банки, облекчаването на стандартите за обезпечения и подкрепа на банково кредитиране, както и поддържането на рекордно ниски лихвени проценти по рефинансиращите операции, които допринесоха за избягване на дълбока рецесия в еврозоната (Fabbrini, 2020; Nelimarkka, Laine, 2021). Отделните страни предприеха допълнителни мерки за овладяване на икономическите негативи от здравната криза и устойчивото развитие в бъдеще, които са заложени в НПВУ и имат пряк фискален ефект.

В сравнителен план, държавите-членки извън еврозоната успяха по-бързо да преодолеят икономическия шок от здравната криза и регистрираха темпове на икономически растеж, които им позволиха да достигнат по-високо равнище на БВП спрямо 2020 г. Това е особено валидно за Полша, Дания и Унгария. Перспективите за следващите години остават неясни, предвид наслагването на геополитически рискове в Европа и проблемите, породени от съществуващия инфлационен натиск.

2.2. Процеси на конвергенция и дивергенция в еврозоната

Освен по линия на трудното възстановяване след световната финансова и икономическа криза от 2008 г., една от причините за изоставащото развитие на еврозоната е присъединяването на нови държави-членки, които в значителна степен се различават като темпове на икономическо развитие и равнище на жизнен стандарт. Двата процеса оформят различна скорост на икономическо функциониране в рамките на валутния съюз и все по-отчетливо налагат формирането на конвергентни клубове. Тяхното разглеждане е важно, тъй като показва перспективите за развитие на отделните страни в еврозоната и нейния все по-хетерогенен характер.

Държавите-членки, които устойчиво запазват БВП на човек от населението над средния за еврозоната за периода 2002-2022 г., са Люксембург, Ирландия, Нидерландия, Австрия, Германия, Белгия и Финландия, и могат да се определят като ядрото или двигателя на зоната на единната валута в икономически план. Държавите-членки, чиито БВП на човек от населението се колебае около средния за еврозоната за целия разглеждан период, са Франция и при отчетливо намаляване след 2012 г. Италия.

Държави-членки с отклонение на БВП на човек от населението до 20 пр.п. от средния за еврозоната са Испания, Кипър и Малта. Развитието на испанската и италианската икономика в годините на световната финансова и икономическа криза до известна степен е сходно, с една отчетлива разлика – безработицата в Испания започва да се ускорява още през 2007 г. основно по линия на намалялото търсене на недвижими имоти, като най-силно са засегнати секторите на строителство и туризъм. Подобни на финансовите проблеми на Испания и Италия изживява и Кипър в годините след световната финансова и икономическа криза. Малтийската икономика е пример за още една тенденция, която се наблюдава през разглеждания период – **страните от ядрото на еврозоната не могат лесно да преодолеят финансовите проблеми, които световната финансова и икономическа криза от 2008 г. нанася на техните икономики, и те губят жизнен стандарт, докато по-малките икономики от т.нар. периферия на еврозоната показват много по-голяма гъвкавост и с ускорени темпове достигат средния БВП за валутния съюз.** При това обстоятелство трябва да се отчитат не само техните по-ускорени темпове на икономическо развитие, но и цялостното забавяне на икономическия растеж в еврозоната вследствие на сериозните проблеми в силно развитите страни, които монетарната интеграция не може да реши еднозначно.

Словения, Гърция и Португалия са държавите-членки с отклонение на БВП на човек от населението до 30 пр.п. от средния за еврозоната. Гърция и Португалия са другите две страни, чиито икономики търпят сериозни загуби вследствие на световната финансова и икономическа криза и изживяват дългови проблеми, подобно на Испания и Италия.

Последната група държави-членки са тези с отклонение на БВП на човек от населението до 40 пр.п. от средния за еврозоната – Словакия, Естония, Литва и Латвия. От 1 януари 2023 г. към тази група се причислява и Хърватия.

Групата на балтийските страни често се сравнява с България, най-вече заради преминаването през режима на паричния съвет и фиксирането на националните валути към еврото, но постигнатите резултати са подчертано различни: в периода 2002-2022 г. БВП на човек от населението в Литва нараства с повече от 45 пр.п. спрямо средното за еврозоната, в Естония – с 40 пр.п., и в Латвия – с 30 пр.п., докато в България нарастването е с 25 пр.п.

Въпреки че хърватската икономика изживя най-дългата рецесия сред държавите-членки на ЕС след 2008 г. и е приета в ЕС през 2013 г., страната успя да изпревари България по пътя към еврозоната. Това развитие се дължи на съизмеримите с Унгария и Чехия темпове на достигане на средноевропейските равнища на доходите и преодоляването на продължителния негативен ефект от глобалния спад през 2008 г., като се има предвид, че до 2014 г. Хърватия не може да достигне предкризисните си равнища на развитие. **Към 2022 г. Хърватия достига 73% от средния БВП на човек от населението по СПС и изпреварва Гърция и Словакия (при 59% за България, за сравнение). Това е и една от основните предпоставки за ускореното, в известна степен, присъединяване на страната към еврозоната.**

Същевременно, **други държави-членки, които не са част от еврозоната, показват по-устойчиви темпове на икономическо развитие.** Жизненият стандарт в Дания и Швеция е съпоставим с този на Австрия и Германия. Същото важи и за Чехия, като се има предвид силната свързаност на нейната икономика с германската по линия на външната търговия, сериозните реформи в първите години от прехода към пазарна икономика и ускореното привличане на капитали от чужбина, което е характерно и за Полша, Унгария и Словакия. Наложените решителни мерки в Румъния за повишаване на средните доходи на населението във всички възрастови групи при умерено повишаване на дълговата тежест и подобряване на бизнес среда в страната води до ускорено привличане на чуждестранни инвестиции. През 2020 г. Световната банка вече причислява Румъния към високодоходните икономики (Sariiski, Rangelova, 2022, pp. 63-71).

България рязко се отличава от всички останали държави-членки и средният БВП на човек от населението е много по-нисък от средните равнища за ЕС. Това е предпоставка както за отложено присъединяване към еврозоната, така и за по-трудно адаптиране на икономиката впоследствие.

3. Развитие и прилагане на регулаторната рамка за присъединяване към еврозоната

Целта на регулаторната рамка така, както е замислена от създателите на еврозоната, е да гарантира достатъчна подготвеност на страните-кандидатки, за да не доведе присъединяването до монетарна и икономическа нестабилност както на валутния съюз, така и на присъединяващите се икономики. Въпросът е доколко досегашните регулации и промените в тях постигат тази цел.

Развитието на регулаторната рамка за присъединяване към еврозоната се проследява от гледна точка на участието на националната парична единица към ВМ II⁶⁶ и при изпълнение на критериите за номинална конвергенция. Обхванат е периодът от 2007 до 2022 г. Прави се оценка доколко промените могат да се дефинират като нов режим на присъединяване и дали той стимулира или ограничава влизането в еврозоната и интереса на държавите с дерогация за присъединяване. На основата на анализ на изпълнението на критериите за този период се оценява степента на икономическа устойчивост и доколко Маастрихтските критерии имат смисъл за устойчивостта и реалната конвергенция⁶⁷.

В академичната литература и в официалните доклади се застъпват различни становища относно това дали режимът на достъп е променен, дали е станал по-либерален или по-рестриктивен. Докато в конвергентните доклади ЕЦБ и ЕК внушават, че промените съответстват на основополагащите документи на ЕС, според някои автори (Alcidi, Corti, Georgosouli, Gros, Kiss-Galfalvi, 2022) режимът е станал по-рестриктивен.

Налице са аргументи в полза на тезата, че докато в първия етап (присъединяване към ВМ II) промените създават изключително рестриктивен режим, изкривяващ замисъла на валутния механизъм, по отношение на втория етап (присъединяване към еврозоната) **ЕЦБ и ЕК постепенно започват да интерпретират широко и доста гъвкаво критериите, правейки възможно присъединяване при отклоняване от конвергентните критерии.** И в двата случая се увеличава значително дискрецията на ЕЦБ и ЕК в процеса и числовата обективност на ДФЕС се замества от съображения за целесъобразност – икономическа и/или политическа. Смяната на правилата и тяхното свободно интерпретиране добавят нови щрихи към профила на еврозоната.

3.1. Развитие на концепцията и интерпретацията на критериите за номинална конвергенция

Опитът на ЕЦБ и ЕК да упражняват натиск за осъществяване на реформи преди влизане в еврозоната е в отговор на неуспеха след присъединяването

⁶⁶ Понятието за Механизма на обменните курсове II се употребява от 2007 г. като Валутно-курсен механизъм II, докато в последните доклади на ЕЦБ е Валутен механизъм II (ВМ II). Този термин се употребява и тук.

⁶⁷ Реалната конвергенция се определя като обличаване на икономическите показатели на отделните държави-членки, което позволява постигането на резултати, при които изостаналите страни и региони да догонват по-развитите (Рангелова, Бобева и Златинов, 2021, с. 36).

да се насърчават необходимите реформи. Основният риск от новите правила за участие във VM II е свързан с участието в Банковия съюз преди присъединяването към еврозоната, който значително се повишава при удължаване на периода на „престой“ в механизма. Факт е, че осем години след създаването на Банковия съюз, регламентираният механизъм за „тясно сътрудничество“ е непривлекателен за страните извън еврозоната. Едва през 2020 г. само двете страни (България и Хърватия), които бяха задължени да влязат в механизма на тясно сътрудничество, за да влязат във VM II, взеха такова решение. Концепцията и правилата за тясно сътрудничество не стимулират участие на страните извън еврозоната в него.⁶⁸

Все още е рано да се направи цялостна оценка на ефекта от влизането в Банковия съюз под формата на тясно сътрудничество преди присъединяването към еврозоната, тъй като само две страни са в този режим и то само от по-малко от три години. Сигурно е обаче, че първоначалните ефекти се изразяват в нарастване на административните разходи за банките, които пряко попадат под надзора на ЕЦБ. По данни на БНБ се изразходват 2.8 млн. лв. за 60 нови щатни бройки, които са разкрити във връзка с тясното сътрудничество на България с Банковия съюз. Взимането на решения относно смяна на представители в органите за управление на банките, надзиравани от ЕЦБ, отнема дълго време, което носи рискове за тяхната дейност. Направеното проучване на динамиката на рейтингите на българските и хърватските банки, които се надзират от ЕЦБ, показва, че **банките, вече надзиравани от ЕЦБ, не повишават рейтингите си, както би било логично, ако рискът им се намалява поради новия надзор.**⁶⁹

При обвързването на участието във VM II с Банковия съюз и усложняването на достъпа до него се променя същността на валутния механизъм и той се превръща в инструмент за провеждане на икономическа политика в съответствие с изискванията на ЕК и ЕЦБ. На базата на симулация на валутните колебания на страните с дерогация за двугодишен период, Helisek & Mentlik (2018) установяват, че валутите на тези страни не надхвърлят разрешените диапазон от +/-15%. До подобни изводи достигат и Trenca, Mihai & Mihai (2015). След като валутите поддържат стабилност (според дефиницията за VM II) извън него, тогава идентичността и смисълът му биват изместени към инструмент за провеждане на икономическа политика и контрол върху банковата система.

Важно е да се отбележи, че промените в условията и процедурите по присъединяването към VM II се извършват с нерегулаторни инструменти – под

⁶⁸ Decision of the European Central Bank of 31 January 2014 on the close cooperation with the national competent authorities of participating Member Statesp whose currency is not the euro (ECB/2014/5).

⁶⁹ Три рейтингови агенции оценяват кредитния рейтинг на банките от списъка на надзираваните от ЕЦБ, като нито една от изследваните банки не е била обект на оценка от Муудис Инвестор Сървис. Европейският орган за ценни книжа и пазари (ESMA), на който са възложени изключителни надзорни правомощия за агенциите за кредитен рейтинг, регистрирани в ЕС, не е лицензирал местна рейтингова агенция в Хърватия, а в България повечето банки получават кредитен рейтинг от Българската агенция за кредитен рейтинг . Най-много банки са получили рейтинг от Фич Рейтингс. Политиката на рейтинговите агенции се прилага стандартно по отношение на всички изследвани банки.

формата на писма, решения на страните, отговорни за процеса на ВМ II и др.⁷⁰ Това създава правна неяснота и неустойчивост.

Най-общо ефектите от промените във ВМ II могат да се обобщят в предварителна (преди присъединяването към еврозоната) загуба на суверенитет на банковата система, неравно третиране на страните, фискални и финансови разходи, неясноти и несигурност на процеса. Това прави по-малко привлекателна еврозоната за страните, които са извън нея, особено за тези от тях със самостоятелна парична политика (като Полша например), при които откъсването на надзорните функции над банковата система от монетарната политика може да създаде риск за финансовата стабилност. При преглед на конвергентните програми на страните с дерогация се забелязва ясна тенденция на отлагане на присъединяването към ВМ II и изобщо на стартиране на процеса за приемане на еврото. В някои държави в политическия дебат се изказват сериозни възражения срещу начина, по който се дефинира участието във ВМ II.

За да се проследят промените в регулаторната рамка и практиките за оценка на критериите за номинална конвергенция⁷¹, се прави сравнение на базата на конвергентните доклади на ЕЦБ и ЕК от 2007 и 2022 г. По този начин се проследяват промените, извършени през годините и се анализират ефектите върху достъпа до еврозоната. Ясно се вижда нарастваща дискреция на ЕЦБ и ЕК в оценката и по-голяма гъвкавост при интерпретацията на числовите критерии. **Забелязва се тенденция на замяна на автоматизма в оценката на числовите критерии с изключения и интерпретации на числата. Може да се твърди, че достъпът до и членството в еврозоната се допуска за страни дори с висок публичен дълг, по-висок бюджетен дефицит и инфлация, което до голяма степен прави присъединяването зависимо и от намеренията на отделните страни да приемат еврото.**

Прегледът на промените в регулаторната рамка за приемането на еврото не потвърждава тезата, че критериите за присъединяване към еврозоната „стават де факто по-стриктни, отколкото са били за страните, които се присъединиха по-рано към еврозоната“ (Alcidi, et al., 2022). Това е вярно по отношение на присъединяването на националните парични единици към ВМ II, а не по отношение на критериите от Маастрихт, които са определени в чл. 140 от ДФЕС. Всъщност, промените постигат целта да се създадат ограничения и изисквания преди влизането на страните с дерогация във ВМ II, докато оценката на номиналните критерии за присъединяване към еврозоната, от една страна, става по-силно зависима от ЕЦБ и ЕК, а от друга страна, толерира по-висока инфлация, дълг и дефицит.

⁷⁰ Decision of ERM II parties on Bulgaria's participation in ERM II; Decision of ERM II parties on Croatia's participation in ERM II; Governing Council decision on entry into close cooperation for Bulgaria and Croatia; ECB letter and assessments of the completion of prior commitment on the macro-prudential toolkits by Bulgaria and Croatia.

⁷¹ Това са инфлационен критерий, критерий за устойчивост на държавната финансова позиция, критерий за валутния курс, критерий за дългосрочните лихвени проценти и „други фактори“ за оценка на конвергенцията.

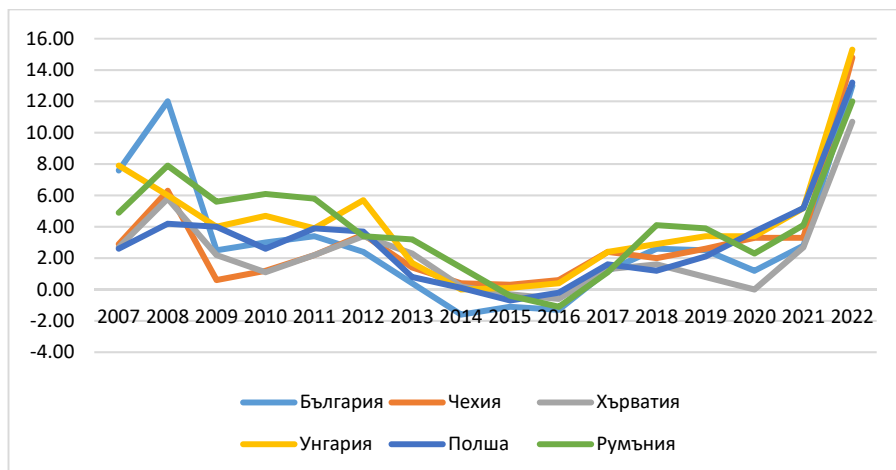
3.2. Изпълнение на критериите за присъединяване към еврозоната от страните с дерогация

Идентифицират се факторите за изпълнение на номиналните критерии за присъединяване към еврозоната – циклични и национално специфични, както и се оценява ефектът от промените в регулаторната рамка върху постигането на критериите. Наблюдава се определена хетерогенност между страните при изпълнението на тези критерии, която се засилва в периоди на кризи.

3.2.1. Инфлационен критерий

Сближаването на икономическия цикъл на страните с дерогация е свързано с нарастване на влиянието на цикличните фактори върху инфлацията и очертава някои общи тенденции в нейната динамика (Фигура 46). След високите равнища на инфлация в годините, предшестващи присъединяването към ЕС и първите години след това, тя се стабилизира на ниски равнища във всички страни.

Фигура 46. Средногодишна инфлация, измерена чрез ХИПЦ (%)



Източник: Евростат.

Пандемията от COVID-19 и възстановяването на икономиките след нея отново динамизира инфлацията до високи равнища във всички страни. В тази насока въздействат и фактори, свързани с политиката на ЕЦБ. Въпреки че, с изключение на Швеция, страните с дерогация имат характер на „догонващи“ икономики и сравнително по-висока инфлация, номинално те са покрили референтната стойност на критерия в по-голямата част от последните 15 години⁷², в които ЕЦБ е оценявала тяхната конвергенция.

⁷² Данните за изпълнение на критерия са само за годините, в които ЕЦБ и ЕК са правили оценка на сближаването. Методологически би било некоректно да се изчислява инфлационният критерий за останалите години – 2009, 2011, 2015, 2017, 2019 и 2021 г., тъй като не може да се предвиди кои страни ще бъдат изключени от изчисляването заради отклонение от общата инфлация.

3.2.2. Бюджетен дефицит

През изследвания период България провежда разумна фискална политика и е една от най-стабилните фискално страни в ЕС. Страната изпълнява критерия през 2/3 от изследвания период и сред изследваните страни тя е с най-дълъг период на най-големи фискални излишъци. Във връзка с оценките и коментарите за изпълнението на критериите за присъединяване към еврозоната в конвергентните доклади от 2022 г., ясен аргумент за липсата на дългосрочен подход е сравнението между бюджетните позиции на България и Хърватия за 15-годишния период (Фигура 47). Данните показват, че хърватският икономически модел е свързан с поддържане на бюджетни дефицити, които през по-голямата част от изследвания период (9 години) са над референтната стойност от 3%. Изключително високият дефицит през 2020 г. (7.3% от БВП) дава възможност на Хърватия да се въздържа от големи публични разходи през годината за оценка на съответствието с критерия (2021 г.) и по този начин да го постигне.

Фигура 47. Бюджетен дефицит/излишък в България и Хърватия (% от БВП)



Източник: Евростат.

В сравнение с еврозоната, стойностите на показателя за България са значително по-добри, с изключение на една година (2014 г.), и за разлика от еврозоната, където показателят не е заемал никога положителна стойност, при България в някои години той достига до 2% бюджетен излишък от БВП.

3.2.3. Държавен дълг

Един от критериите за устойчивост на държавната финансова позиция е съотношението между държавния дълг и БВП. Като цяло страните с дерогация се характеризират с ниски нива на държавния дълг. През изследвания период не се открива цикличност в динамиката на държавния дълг и се отбелязва общо увеличение на дълга през двете години на пандемията. Дълговият критерий обаче загубва своя смисъл при неговото омаловажаване и дори игнориране от страна на ЕК и ЕЦБ. От друга страна, това е показателят, който може лесно да бъде управляван от държавите кандидатки за членство в еврозоната, включително чрез еднократни мерки.

Един от основните аргументи на критиците на присъединяването към еврозоната е именно толерантността към задлъжняването на държавите. Индикатор за неефективността на ПСР и на целия механизъм за макроикономическо наблюдение е динамиката на дълга в рамките на еврозоната, който през целия период е над 85% от БВП. Тази политика на толериране на висок дълг започва да се следва и при присъединяване към еврозоната.

3.2.4. Дългосрочни лихвени проценти

Правната рамка за оценка на изпълнението на критерия за дългосрочните лихвени проценти е числова и спецификата на критерия е свързана с включването в оценката на дългосрочни държавни облигации. Стойността му зависи от динамиката на финансовите пазари. Референтната стойност се определя от това какви са оценките на финансовите пазари за държавите с „най-добре представила се инфлация“. Именно това е критерият, който страните в най-голяма степен изпълняват през изследвания период.

В дългосрочен план, Румъния най-трудно изпълнява този критерий (само в две от годините, обект на изследване, го е изпълнила), докато Швеция, Хърватия и Чехия изпълняват критерия напълно. България се представя също много добре, като не изпълнява критерия само през една година от реферирания период.

Ако се обобща изпълнението на критериите за номинална конвергенция от отделните държави за изследвания период, не е изненада да се констатира, че Швеция в най-голяма степен се придържа към тях – само три пъти не са изпълнени отделни критерии през съответните години. **България следва Швеция по изпълнение на най-много критерии в съответните години (от 37 случая в 31 е изпълнила и в 6 не), следвана от Чехия (в 30 случая е изпълнила и в 7 не), Полша (28 изпълнени и 9 не).** Най-слабо се представят Унгария (за която неизпълнението надвишава значително изпълнението – 13 изпълнени и 24 неизпълнени), както и Румъния (която 21 пъти е изпълнявала отделни критерии и 16 пъти не). Колкото и формално да е това числово обобщение, то показва в един достатъчно дълъг и турбулентен период степента на номинална конвергенция и способността на отделните икономики и провеждани политики да поддържат макроикономическа стабилност. Друг е въпросът, че, както показват редица изследвания, **номиналната конвергенция не доказва категорично значимостта си за постигане на реална конвергенция.** Румъния, например, която не демонстрира капацитет за изпълнение на критериите през изследвания период, прави значително по-голям напредък в реалната конвергенция от България.

Степента на изпълнение на критериите до момента дава възможност да се оцени и перспективата за изпълнение на критериите в бъдеще. От друга страна, демонстрираната гъвкавост в оценката на постигането на критериите от ЕК и ЕЦБ дава основания да се очаква, че и в бъдеще ще се прилага такъв подход, който трябва да бъде съчетан с политическа воля на държавите-кандидатки и подходящи политики за изпълнението на критериите, за да не става пречка за по-нататъшно разширяване на еврозоната.

4. Рискове, произтичащи от присъединяване към еврозоната

Присъединяването на дадена страна към еврозоната предполага включване в цялостния механизъм за взаимодействие в рамките на нейната финансово-икономическа система и засяга търговията, инвестициите, стабилността на банките и др. Ефектите и последиците от подобен акт се предопределят от множество предпоставки и най-вече от способността на страната-кандидат да се интегрира при променящите се сложни икономически и политически условия. Това предполага провеждане на задълбочен анализ, който да се използва при формулиране на подходяща политика в процеса на интеграция, и преди всичко за избора на подходящ момент за начало на всеки отделен етап от този процес.

Трудно е да се приеме, че предприетите досега действия в България по изготвяне на анализи покриват критериите за достатъчност и своевременност. Официалният доклад е инициран едва след влизането във ВМ II (юли 2020 г.), а сформиранията за изготвянето му работна група „Макроикономически анализи и публични финанси“ към Координационния съвет за подготовка на Република България за членство в еврозоната, включваща екипи от пряко ангажираните институции (БНБ и МФ), не представи резултатите от анализа в определения срок. Дискусиите по темата често подминават някои аспекти на въпроса за присъединяването, например, че за новата страна-членка произтичат множество последващи задължения, вкл. участие в спасителните механизми на еврозоната (съществуващи и бъдещи), поемане на пропорционална част от разходите за провеждане на паричната политика на ЕЦБ и пр. Действително, България е поела известна част от тези разходи, например вносната в Единния фонд за реструктуриране (поради включването в Банковия съюз по т.нар. механизъм за тясно сътрудничество).⁷³ От момента, в който влезе в еврозоната обаче, страната ще поеме всички останали разходи.

4.1. Парична политика и инфлационен потенциал след присъединяването към Валутен механизъм II

С акта на присъединяването си към валутен съюз дадена страна губи съществена част от своя суверенитет, а именно правото на самостоятелна парична политика. Вярно е, че възможностите на България в това отношение са ограничени, тъй като паричният съвет не допуска например БНБ да определя лихвени проценти и да се намесва на паричните пазари, като успоредно с това ограничава силно нейните възможности да изпълнява функцията на кредитор от последна инстанция. България обаче притежава суверенното право чрез съответните изменения в Закона за БНБ да овласти централната банка да използва отново тези инструменти. Решението за предприемане на подобно действие понастоящем е изцяло в правомощията на парламента, а след акта на присъединяване към еврозоната тази възможност ще бъде загубена окончателно и без право на възстановяване. Трябва да се отбележи също, че, макар и в условията на паричен съвет, България

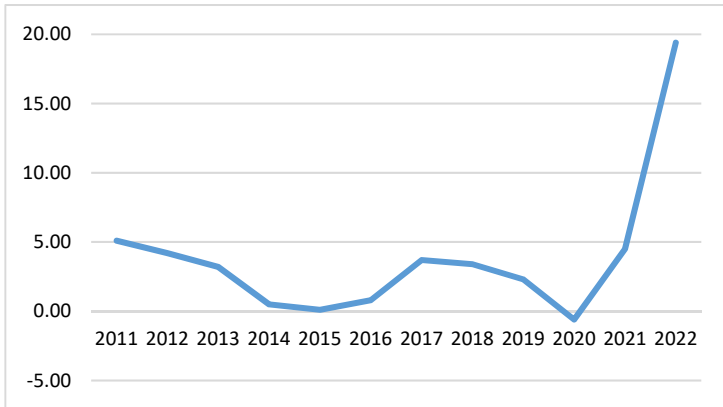
⁷³ Това отличава България от останалите страни-членки на ЕС, които не са се присъединили към еврозоната (Чехия, Дания, Унгария, Полша, Румъния и Швеция). Оставайки извън т.нар. „Банков съюз“ те нямат ангажимент да отчисляват средства към фондовете, осигуряващи стабилността на еврозоната и в частност на нейната банкова система.

разполага със средства за въздействие върху паричното предлагане – размерът на ЗМР. През 2007 г. например, когато решава да охладя кредитирането, БНБ пуска този инструмент в действие, увеличавайки коефициента на ЗМР с 1/2 (от 8 на 12%). През 2009 г., с цел да стимулира паричното предлагане, БНБ понижава този праг до 10% и през 2023 г. отново прибъгва до неговото увеличаване предвид ускоряването на инфлацията. Успоредно с това регулаторът разполага и с далеч по-фини средства за настройка, например капиталовите буфери, оказващи влияние върху паричната маса. С влизането в еврозоната правото на самостоятелни решения, относно използването им ще бъде заменено от безусловния ангажимент за прилагане на централизирано взети решения, задължителни за всички държави-членки.

Загубата на изброените лостове за влияние и очакванията за сваляне на част от ограниченията, които в момента задържат по-интензивното нарастване на паричната маса, обясняват ентузиазма за влизане в еврозоната във финансовите среди. Макар и рядко споменавано, понижението на коефициента на ЗМР до поддържания към момента от ЕЦБ праг (1%) е един от най-сигурните и очаквани ефекти от присъединяването. Понастоящем в повечето страни извън еврозоната има значително по-строги изисквания, например в България от 1 юли 2023 г. този процент е повишен на 12%, в Полша той е 3.5%, в Румъния е съответно 8% и 5% за пасивите в местна и в чуждестранна валута. Понижението на този коефициент потенциално ще доведе до неколккратно увеличение на депозитния мултипликатор, което оказва стимулиращ ефект върху паричното предлагане. Логично е ефектът в България да е най-осезаем, доколкото разликата между настоящия праг, определен от БНБ, и установеното ниво в еврозоната, е най-голяма. Това би довело до трайно изпреварване на темпа на паричната маса спрямо този на произвежданите стоки и услуги, и оттам до натрупване на значителен инфлационен потенциал, който може да бъде освободен само чрез изпреварващо увеличение на цените. С други думи, **основният ефект от предстоящото понижение на ЗМР след няколко години престой в еврозоната би могъл да се изрази в ограничаване на покупателната способност на спестяванията и на фиксирания доходи, или като минимум в забавяне на нейните темпове.**

Повечето изследвания, свързани с еврозоната, се насочват към отхвърляне на хипотезата за инфлационен шок към датата на присъединяване, при която се допуска, че за кратък период след това темповете на потребителските цени ще изпреварят усреднените стойности на дългосрочния тренд. Това до голяма степен пречи да се достигне до същината на проблема. По-съществено увеличение на цените може да се очаква на един по-късен етап при разреждане на натрупан инфлационен потенциал. Показателен е опитът на балтийските страни, които доскоро се даваха за пример и които през 2022 г. отбелязват рекордна инфлация за целия период от началото на века (Фигура 48).⁷⁴

⁷⁴ През септември 2022 г. трите прибалтийски държави-членки отчитат най-високите стойности на инфлация, измерена чрез ХИПЦ – съответно 22, 22.5 и 24.1% (при средно 10.9% за ЕС).

Фигура 48. Средногодишна инфлация в Естония, измерена чрез ХИПЦ (%)

Източник: Евростат.

Настоящият инфлационен шок в Литва, Латвия и Естония се дължи на действието на множество различни фактори, сред които са растящите цени на енергията, но също и създаването на среда на прекомерно стимулиране на паричното предлагане и ускорената финансиализация при липса на устойчив фундамент в реалната икономика. Този процес се стимулира от улеснения достъп до кредити, който всяка новоприсъединила се държава-членка автоматично получава както за местните граждани и бизнеса, така и за публичния сектор. Досегашната практика показва, че в общия случай това води до нарастване на задлъжнялостта и обикновено се определя като позитив. Въпросният ефект е безспорен, тъй като **в краткосрочен план държавите-членки получават по-благоприятен кредитен рейтинг, по-улеснен достъп до дълговите пазари и по-изгодни условия за кредитиране, което води до нарастване както на инвестициите, така и на крайното потребление.** Проблемът е, че веднъж започнал, този процес не може да бъде спрял. Показателно е случилото се с Гърция, чийто публичен дълг до влизането в ЕС е едва 50% от БВП, но през 2001 г., когато страната става член на еврозоната, вече достига над 100% и само за няколко години (до началото на дълговата криза) се увеличава двукратно.

4.2. Членството в еврозоната като фактор за задлъжнялостта на периферните икономики

Имиджовият ефект от принадлежността към „клуба на богатите“ в рамките на еврозоната и отражението му върху поддържането на завишени кредитни рейтинги за страни със слаби икономически фундаменти в периоди на нормално функциониране на финансовите пазари може да се посочи като един от основните проблеми в конструкцията на еврозоната. Въпросният ефект неизбежно създава усещане за постоянен и практически неограничен достъп до заемни средства в страните от периферията, които охотно се възползват от достъпните заеми в качеството им на заместител на бюджетните приходи. Блокирането на механизма за обратна връзка (влошаване на кредитния рейтинг и покачване на рисковата

премия) в периодите на по-активно кредитиране логично довеждат тези страни до фискални затруднения, които Световната банка определя като „зомбиране“⁷⁵.

Посоченият термин придобива популярност при опитите да се характеризира финансираното с дългове функциониране на нефинансови предприятия⁷⁶, но също и на цели икономики, чиито бюджетни приходи не са достатъчни да осигурят обслужване на публичните дългове, поради което те се заместват от нови чрез рефинансиране или предоговаряне на погасителните планове. Поддържането на подобен цикъл е възможно само в условията на ниски лихви, тъй като в противен случай разходите за обслужване на дълга нарастват лавинообразно и водят до навлизане в дългова спирала.

Поддържането на такъв цикъл може да се обясни с наличието на взаимен интерес за всички участващи в него. От една страна, кредиторите възприемат отпускането на заеми като нов бизнес, носещ приходи от лихви, такси и пр. При положение, че в еврозоната съществува гаранция за удовлетворяването на кредиторите чрез програми за реструктуриране, за заемодателите е изгодно да увеличават своята експозиция повече.

Заемополучателите, от друга страна, имат интерес да влягат получените средства в различни социални програми и фискални стимули, което е особено характерно за страните от периферията на ЕС. Негативният дългосрочен ефект на тези действия може лесно да се установи чрез наличието на линейна зависимост между близостта на една икономика до ядрото на Съюза и нейния индекс за корупция. При редовния си преглед на икономическите политики по линия на Европейския семестър в началото на 2019 г. ЕК констатира, че „две трети от докладите за съмнителни сделки, изпратени от финансовите институции към звеното за финансово разузнаване, засягат местни видни политически личности“.⁷⁷ Това обяснява следващите констатации в цитирания доклад, а именно, че „правоприлагащите органи не са предприели подходящи последващи действия“ и че „досега не е постигнат съществен напредък в проучването на пречките, които възпрепятстват разследването на такива случаи и превръщането им в доказателства за целите на наказателното преследване“. На този фон ефектът от улесняването на достъпа до заемно финансиране върху растежа и догонването е вероятно да бъде силно ограничен, което предполага изпреварващи темпове на нарастване на публичните дългове.

4.3. Стабилност и устойчивост на банковата система

Страните, които не членуват в еврозоната, поставят по-строги изисквания за стабилността на финансовите институции, функциониращи на тяхна територия, което до голяма степен се дължи на липсата на достъп до инструментите за

⁷⁵ Acharya, V. (2020). *Zombie Lending, Fiscal Dominance and Financial Stability, Some Implications for the Post-Pandemic World* available at <https://www.worldbank.org/en/events/2020/11/18/eca-talks-zombie-lending-fiscal-dominance-and-financial-stability>.

⁷⁶ International Monetary Fund. (2023). *The Rise of the Walking Dead: Zombie Firms Around the World*, WP/23/125 IMF Working Paper Strategy, Policy and Review.

⁷⁷ Доклад за България за 2019 г., включващ задълбочен преглед относно предотвратяването и коригирането на макроикономическите дисбаланси, с. 34 (Брюксел, 27.02.2019 г., SWD(2019) 1001 final).

ликвидна подкрепа, фонда за реструктуриране и др. Например, в края на второто тримесечие на 2022 г. съотношението на базовия собствен капитал от първи ред на търговските банки в България е над 22%, в Румъния – над 20%, в Чехия и Швеция – над 18%, докато в еврозоната е 16%. Подобна е и разликата при съпоставката на коефициентите на ликвидно покритие – 225% в България, 235% в Румъния, 171% в Чехия и 167% в еврозоната.

Намаляването на регулаторно изискуемите прагове за ликвидност и капиталова адекватност следва да доведе до освобождаване на част от съответните (ликвидни и капиталови) буфери, което е и един от водещите мотиви на представителите на финансовите институции в техния стремеж за ускорено присъединяване. За тях влизането на страната в еврозоната предполага освобождаване на ликвиден и капиталов ресурс, който е източник на печалби. Потенциален проблем обаче е, че по дефиниция свиването на един буфер води до понижена устойчивост и при неблагоприятен развой на събитията, финансовите институции с по-ниски буфери биха могли да бъдат сериозно засегнати. Подобни случаи не са рядкост в страните от периферията на ЕС. Тези опасения обикновено се negliжират с контрааргумента за поставяне на банките под по-строг надзор след момента на присъединяване.

Влизането в еврозоната ще даде възможност на България да излезе от паричния съвет и да получи в лицето на ЕЦБ т.нар. „кредитор от последна инстанция“. Това обстоятелство крие и своите рискове, тъй като наличието на ликвидна подкрепа не може да спомогне за решаване на проблеми в една декапитализирана банка и ЕЦБ не би могла изцяло да се справи с евентуален шок, който обхваща повече финансови институции. Досегашният опит на страните от периферията потвърждава валидността на горното твърдение.⁷⁸ Показателен в тази насока е и опитът на Кипър и изпитваните затруднения от финансови институции. **Свърхзадлъжнялостта в страните от Южна Европа ясно показва как включването на страни с по-нисък стандарт и по-неблагоприятна икономическа структура в общия случай стимулира повторението на негативни сценарии.**

4.4. Потенциал за развитие на индустриалното производство и износа

Проблем на преценката по отношение на избора на точния момент за присъединяване е предпоставянето на този акт като фактор за ускоряване на конвергенцията. Това схващане е широко разпространено, независимо че неговата логика е трудно доказуема. Известно е, че веднъж присъединена към ЕС, една икономика не може да прилага вътрешни стимули в подкрепа на развитието на даден сектор под заплахата от санкции срещу прекомерна държавна помощ. Затова още в Критериите за присъединяване към ЕС (Критерии от Копенхаген – 1993 и 1995 г.) е заложено изискването за „способност за издържане на конкурентния натиск и пазарните сили в рамките на ЕС“. Водещото съображение за дефинирането на такъв критерий е, че премахването на защитните механизми

⁷⁸ Примери в това отношение са банки като Monte dei Paschi di Siena, Banco Espírito Santo, Banca Popolare di Vicenza, Veneto Banca и други от Италия и Португалия, спасявани от фалит за сметка на местните данъкоплатци при ограничена намеса на ЕЦБ.

(тарифни и нетарифни бариери, ограничения на трудовата мобилност, програми за насочване на държавни стимули в приоритетни сектори и пр.) на една икономика с недостатъчно конкурентно производство крие сериозни рискове. Отварянето на местните пазари за безпрепятствен внос на по-конкурентна продукция води до натиск върху местното производство, до загуба на пазарен дял за местните предприятия, а оттам и до засилване на стимулите за миграция на населението. Така периферните икономики са изправени пред опасността да загубят базата за своето устойчиво развитие – миграцията на интелектуалния и трудовия потенциал ограничава потенциала за инвестиции и капацитета за реализация на местния пазар поради намаляване на броя на потребителите. Движещите сили на този процес са: рязко засилване на мобилността на капитала в резултат от използването на единна валута; промяна на бизнес стратегията на банките, които в търсене на по-висока възвръщаемост отпускат заеми за домакинствата (включително ипотеки) и ограничават кредитите за индустриалното производство; намаляване на инвестициите за модернизиране и разширяване на производствените предприятия и съсредоточаване на инвестициите към сектора на комуналните услуги и финансите. Изброените ефекти водят до мощен процес на деиндустриализация в страните от периферията, върху който допълнително негативно влияние оказват влошаващите се демографски тенденции.

Премахването на инструмента на гъвкавите валутни курсове в страни с недостатъчно конкурентни производства оказва силно въздействие не само върху финансовия сектор, но и върху производството и износа.

Ефектът се проявява съвсем отчетливо при сравняване на динамиката и структурата на външната търговия в България (която в известна степен изконсумира този негатив с въвеждането на паричния съвет) с тази в Румъния (която е една от страните, поддържащи режим на свободно плаващ курс на националната валута). За периода от нейното приемане като държава-членка на ЕС курсът на румънската лея към единната европейска валута намалява с около 1/3. Това очевидно подпомага конкурентоспособността на румънския износ (Фигура 49) и ефектът лесно може да се проследи чрез значително по-високия дял на износа на стоки към еврозоната в сравнение с този на България (Sariiski, Rangelova, 2022).

Фигура 49. Относителен дял на износа към страните от еврозоната в общия обем на експорта на България и Румъния



Източник: Intracen, собствени изчисления.

Друг въпрос е структурата на износа. **Като страна с ограничени възможности да подкрепи конкурентоспособността на високотехнологичните си продукти (и по този начин да увеличи тяхното предлагане на европейските пазари), България не стимулира в достатъчна степен инвестициите в производства с висока добавена стойност.** Това има множество негативни ефекти (по отношение на капиталовата мобилност, капацитета и структурата на пазара на труда и пр.), които на практика водят до сериозно ограничаване на потенциала за растеж в дългосрочен план поради засилване на натиска върху местното производство като резултат от блокиране на възможността за управление на валутния курс в подкрепа на износа.

В дългосрочен план ниските лихви водят до изкривяване на системата на икономически стимули и подкрепят много бизнес инициативи с ниска добавена стойност. Това са предприятия и проекти, които в противен случай биха били преустановени и биха освободили ресурс (капитал, оборудване, работна сила), който да се използва по-ефективно от останалите предприемачи. Banerjee & Hofmann (2020) характеризират икономическите агенти от тази категория като „зомби-компаниите“⁷⁹, тъй като те могат да съществуват само благодарение на постоянното преливане на нови дългове и на малките разходи за тяхното обслужване. Подобни компании не могат да осигурят адекватни работни заплати и това води до допълнително стагниране на реалните доходи на домакинствата. Възникването на такива субекти е неизбежно в среда на занижена издръжка на заемния капитал и липса на достатъчно жизнеспособни производства с висока добавена стойност.

Досегашната практика показва, че така се стимулира нарастването на задължениостта и се понижава устойчивостта на икономиките от периферията. На по-късен етап, при навлизане в отрицателна фаза на икономическия цикъл, влошената устойчивост води до увеличение на разходите за обслужване на дълговете. Показателен пример в това отношение са страните PIIGS⁸⁰, като спадът на покупателната способност в Португалия, Италия и Испания е между 1/10 и 1/8 за периода след световната финансова и икономическа криза от 2008 г.

4.4. Косвени последици от членството в еврозоната

Извън вече разгледаните преки рискове от присъединяването към еврозоната, трябва да се отбележи, че съществуват и други, не по-малко значими последици. Една от тях е вменяването на безусловно задължение за НЦБ на новите държави-членки да участват в програмите за количествени улеснения, чрез които на практика се финансират заеми за европейските правителства. Целта е поддържане на интереса на инвеститорите, но и ограничаване на разходите на емитентите за тяхното обслужване. Невинаги обаче структурата на тези програми кореспондира с дяловете на участие на отделните страни, което води до потенциално поемане на непропорционално голяма част от разходите за управление на публичните дългове. Това показва, че **използването на еврото не дава непременно**

⁷⁹ Banerjee, R., Hofmann, B. (2020). Corporate zombies: Anatomy and life cycle. – BIS Working Papers, No 882, 02 September 2020.

⁸⁰ По началните букви на страните на англ. език: Portugal, Italy, Ireland, Greece, Spain.

възможност за ефективно участие при провеждане на европейската парична политика.

Един от смятаните за сигурни позитиви от присъединяването е отпадането на таксите за превалутиране от местна валута в евро, и обратно, за който обаче липсва еднозначна оценка за очаквания размер на ползата. Публично достъпната информация е недостатъчна за изготвяне на такава оценка. Опитът от налагането на ограничения върху таксите за преводи в резултат от разширяване на обхвата на Регламент (ЕО) № 924/2009 показва, че от 2020 г. търговските банки в България успешно компенсират понижените такси с налагане на нови такива или пък с увеличение на съществуващите – за откриване на сметка, за наличност, за теглене и пр. Няма причина да се очаква след отпадане на таксите за обмен те да постъпят по друг начин, като потенциално новите такси ще бъдат преразпределени между всички клиенти. Понастоящем разходите за превалутиране се понасят основно от компаниите с международен бизнес, но компенсацията за отпадналите приходи на банките от превалутиране би се разредила между всички икономически агенти, вкл. малките предприятия, работещи изцяло на вътрешния пазар, и домакинствата.

4.5. Рискове от икономическото управление на еврозоната

След 2012 г. ЕЦБ е обект на сериозни критики, които атакуват смисъла и ефектите от общата валута и се превръщат във важен въздържач фактор за нейното ново разширяване към най-развитите страни от ЦИЕ. Както е посочено в прегледа на оценката на ползите и рисковете от приемането на еврото в страните с дерогация, през последните години един от най-силните фактори за евроскептицизма е икономическото развитие на еврозоната. Някои от политиките, които са проведени в тази насока, се оказват с ниска ефективност и не са в състояние да осигурят желаната стабилност на фона на револвиращи външни шокове за европейската икономика, произтичащи от военния конфликт в Украйна, затрудненията във веригите на доставки в световен план и търговските спорове между САЩ и Китай. Такива политики са:

- *Слаби и неефективни фискални правила.* ПСР показва неефективността си и затова е допълнен от т.нар. Пакет-две и Пакет-шест, които също се оказаха недостатъчно ефективни.
- *Европейският семестър и Механизъмът на макроикономическите дисбаланси* също показаха ниска ефективност в условията на епидемията от COVID-19.

И макроикономическата политика, която ЕК насърчава през последните години, е във фокуса на критиките. В програмите за стабилност и конвергентните програми редовно се прави оценка на очаквания ефект от фискалните политики на държавите-членки и се препоръчва провеждането на фискална политика, която да насърчава растежа, реално експанзионистична фискална политика. **Увеличаването на дискреционните разходи (контролираните от държавите)**

обаче не се балансира с увеличаване на дискреционните приходи, което очевидно е предпоставка за по-нататъшни макроикономически дисбаланси.⁸¹

Функционирането на еврозоната до момента показва, че липсата на структурни реформи за подобряване на международната конкурентоспособност не може да се компенсира с инструментите на паричната политика, както и че икономическият растеж не може да се ускорява неограничено с финансови улеснения от ЕЦБ. Затова е важно да се проследява по какъв начин мерките на провежданата икономическа политика оказват отражение върху спада на икономическата мощ на ЕС на световната сцена.

Решенията на ЕЦБ се отразяват върху българската икономика в периода 2018-2022 г. по следния начин:

- Очертава се тенденция на понижаване на доходността на ДЦК на България, емитирани на международните капиталови пазари. Както посочва БНБ: „Основният външен фактор беше продължаващото действие на стимулиращата парична политика на ЕЦБ“.⁸²
- Продължителното поддържане на ниски лихвени проценти от ЕЦБ, продължилите прекомерно дълго и в големи обеми програми за изкупуване на ДЦК, а по-късно през 2021 г. оценяването на възходящата инфлационна динамика от ЕЦБ като временна, са фактори, които допринасят за ускоряването на инфлацията в страната. Данните за инфлацията в еврозоната през последната година не аргументират ефективност на мерките на паричната политика на ЕЦБ по отношение на постигането на основната ѝ цел – ценовата стабилност.
- Закъснялото повишаване на лихвените проценти от ЕЦБ допринесе върху цените на финансовите инструменти „да се отразяват засилващи се очаквания на пазарните участници за съществено повишаване на лихвения процент по депозитното улеснение на ЕЦБ през втората половина на 2022 г. Тези тенденции в международната среда предполагат забавяне на растежа на икономическата активност в България вследствие на по-слабо външно търсене и съответно износ на стоки и услуги, запазване на неблагоприятните условия на търговия за страната и влошаване на условията за финансиране както за правителството, така и за частния сектор“.⁸³
- В началото на пандемията БНБ предприе серия от мерки, които съдействаха за запазване на стабилността на банковата система. Повечето от тях не би било възможно да се вземат едностранно, ако БНБ беше част от евраосистемата.

Флек (2013) отбелязва, че разширяването на еврозоната представлява възможност за ЕЦБ да коригира своя политически подход и комуникационна стратегия, за което се препоръчва да се увеличи прозрачността на

⁸¹ Poland, Convergence Programme 2022 Update, p. 22, available at: <https://www.gov.pl/attachment/4733f5dc-1b1e-4f38-b175-82d1fd2e0fdd>.

⁸² БНБ. Икономически преглед, 2020/4, достъпно на: https://www.bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/bnb_publication/pub_ec_r_2020_04_bg.pdf.

⁸³ БНБ. Икономически преглед, 2022/1, достъпно на: https://www.bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/bnb_publication/pub_ec_r_2022_01_bg.pdf.

провежданата политика, като ЕЦБ публикува протоколи от дискусии по паричната политика, както и записи от гласуването. Другият важен въпрос на паричната политика, свързан с разширяването на ИПС, се отнася до стратегията на паричната политика на присъединяващите се страни през времето, в което техните валути са във ВМ II.

5. Макроикономически ефекти при приемане на еврото

5.1. Ефекти от приемане на еврото като единна валута – методологични аспекти

Преди вземането на решение от България за фактическо присъединяване към еврозоната е важно да се анализират колкото може по-пълно възможните последици върху различни финансови, икономически и индустриални показатели. Необходимо е и да се направи оценка не само дали ползите превишават предизвикателствата, а и дали трябва да се предвидят подходящи политики, за да се максимизира положителният ефект и да се намаляват отрицателните влияния и последици.

Приемането на еврото продължава да провокира академични и политически дискусии в страните, които не са се присъединили към еврозоната Централно място заема дебатът за ползите и рисковете от приемането на еврото. Тази дискусия подпомага обосноваването на решението дали и кога да бъде прието еврото. Обяснимо е, че различните страни прилагат повече или по-малко различни подходи за оценката на тези ползи и рискове. Анализите могат да се обособят в два вида – официални, които най-често се подготвят от обществени институции (европейски институции, централни банки и правителства), и аналитични – академични и експертни от други институции. Прави впечатление, че дори в официалните доклади оценката на ефектите е различна в различните периоди.⁸⁴ **При централноевропейските страни, за разлика от балтийските, след финансовата и дълговата криза настъпва промяна в оценката и очакванията за ползите и рисковете от приемането на еврото. Съмненията относно уязвимостта на еврозоната и нейната способност да се справя с кризите намаляват аргументацията за икономическата рационалност от приемането на еврото и засилват ролята на политическите съображения при вземането на решението.**

Икономическите ефекти от влизане на дадена държава в еврозоната се разделят основно на две групи – ползи и рискове.

Ползите се изразяват в следното:

- лесно използване на една и съща валута в рамките на ЕС и еврозоната, което създава удобства при пътувания;

⁸⁴ Например, официалните доклади на Полската централна банка в началото на членството в ЕС обосноваваха значителни ползи. В двата доклада на Банката през 2004 и 2009 г. се оценява допълнителния икономически растеж, който ще се генерира благодарение на членството в еврозоната. В доклада от 2009 г. се прави заключението, че в резултат от приемането на еврото БВП в Полша ще нарасне с още 7.5%, като значителна част от този растеж ще се реализира в първите 10 години. През 2014 г. вече не се оценява потенциален допълнителен икономически растеж, като се поставя дори под условие евентуалният ефект върху полската икономика: „шансът за ускоряване на икономическия растеж в резултат от приемането на еврото зависи от това дали се засилват институциите на еврозоната и дали се засилва потенциалът на полската икономика“. През 2017 г. Фондациите Робърт Шуман и Конрад Аденауер посочват, че забавянето на членството в еврозоната на Полша ще доведе до негативи за икономиката. Други източници заключават, че Полша не трябва да се присъединява към еврозоната в обозримо бъдеще (Carlson, 2016).

- лесно съпоставими цени в рамките на ЕС и еврозоната;
- елиминиране на валутния риск (главно при търговията в евро) и елиминиране на риска от силни колебания на националните валути;
- по-голяма стабилност на еврото;
- намаляване на трансакционните разходи – според официалните анализи реалният сектор на икономиката има съществени ползи от приемането на еврото основно заради елиминиране на валутния риск и намаляване на трансакционните разходи;
- намаляване на разходите за обслужване на кредити и получаване на кредити от ЕЦБ при по-нисък лихвен процент;
- намаляване на риска от валутен колапс и банкови кризи, подобряване на кредитния рейтинг на страната, по-голяма сигурност в световните финансови среди;
- достъп до механизми за финансова подкрепа и възможност за получаване на спешна финансова помощ при нужда от фондовете на еврозоната;
- стимулиране на външната търговия и инвестициите;
- засилване на интеграцията между държавите-членки в рамките на еврозоната и ЕС;
- по-висок политически и икономически престиж;
- участие в органите, вземащи решения за общата парична политика в еврозоната;
- по-стабилно и успешно икономическо развитие на базата на уеднаквяване на правилата за икономическа дейност.

Рисковете се свеждат до:

- загуба на възможност за независима (самостоятелна) парична политика;
- увеличаване на цените при смяната на националната парична единица с евро, както и в процеса на преобразуване;
- последващи финансови задължения за попълване на предпазните механизми и поемане на пропорционална част от разходите за провеждане на паричната политика на ЕЦБ;
- различни еднократни разходи и негативен ефект от участие в спасителни механизми, които трябва да се поемат солидарно от всички страни;
- неблагоприятни ефекти върху дейността на МСП, произтичащи от въвеждането на еврото и във връзка с адаптирането на счетоводни и информационни системи – както се потвърждава от опита на словашките компании (Helisek, 2016);

- рискове, произтичащи от икономически различия, недостатъчна структурна конвергенция, загуба на конкурентоспособност и гъвкавост на пазара на труда;⁸⁵
- силно ограничен политически и икономически суверенитет на държавите-членки;
- евентуално повишение на имуществените и преките данъци предвид по-високите им стойности в еврозоната;
- потенциално влошаване на финансовата стабилност в еврозоната на базата на по-ниските темпове на растеж след световната финансова и икономическа криза от 2008 г. и по-високата обща публична задлъжнялост като процент от БВП.

Опитът на отделните страни показва, че ефектите не са даденост, тъй като се променя както изучаваната национална икономика, така и самата еврозона, затова и ефектите трябва да се изследват в динамика. **За страните, които са приели еврото след финансово-икономическата криза от 2008 г., преките краткосрочни ефекти показаха, че очакванията за инфлационен шок не се сбъднаха. Това подкрепя тезата, че изборът на момента за присъединяване е важен както за краткосрочните, така и за дългосрочните ефекти.**

В официалните анализи, които най-често се правят от централните банки, се посочват основно макроикономическите аспекти на присъединяването към еврозоната, докато този процес има много по-широко въздействие върху общественото развитие като цяло. Научната литература предлага богат набор от изследвания по темата. В някои страни присъединяването към еврото се аргументира основно с политически аргументи, включително такива, свързани с националната сигурност. Логично е също за бизнеса приемането на еврото да е преди всичко въпрос на съпоставяне на разходите с ползите, докато на държавно равнище водещ да е въпросът за националния суверенитет.

5.2. *Анализ на опита на страните с дерогация и ефектите на балтийските държави-членки на еврозоната*

5.2.1. Аргументи на страните с дерогация за отлагане на присъединяването към еврозоната

След световната финансова и икономическа криза от 2008 г. в повечето страни, които все още не са в еврозоната, се формират съмнения относно бързото присъединяване. Дълговата криза, непоследователната политика на ЕЦБ и промените в самата еврозона са на преден план в подхранването на съмненията относно присъединяването към еврозоната в обозримо бъдеще. Но да се отдава тази промяна в политиката на страните само на кризата и на проблемите в еврозоната би било некоректно. Анализът на техните позиции и аргументи показва, причините, поради които те не са заявили ясни намерения за бързо влизане в еврозоната, най-вече се дължат на икономическото развитие на самата еврозона,

⁸⁵ Икономическото развитие на първите страни от ЦИЕ, които вече се присъединиха към еврозоната, и в частност балтийските държави, не подкрепя този аргумент, макар при втората група държави да се разрази най-високата инфлация през 2022 г.

по какъв начин наблюдаваните проблеми в рамките на валутния съюз в условията на глобална несигурност биха се отразили върху техните икономики и как ограниченият капацитет при провеждане на самостоятелна парична политика ще компенсира възможностите им за справяне с външни шокове, които към настоящия момент биват преодолявани относително успешно.

Както опитът на Полша, Чехия, Унгария и Румъния показва, част от очакваните ползи от присъединяването към еврозоната, които аргументират членството в нея, започват да се реализират и извън нея – засилване на интеграцията на икономиката, синхронизиране на икономическия цикъл, по-голям приток на ПЧИ, валутна стабилност, разширен достъп на домакинствата и фирмите до по-евтин ресурс, по-висока стабилност на финансовия сектор, поради разширяване на източниците на финансирането му, валутна устойчивост и др.

Така факторите, които определят перспективата за членство в еврозоната, се разширяват и усложняват. Наглед ясното и еднопосочно движение към еврозоната се подмени с икономическа дивергенция, а оценките на ефектите от акцент върху ползите се пренесоха към анализ и измерване на рисковете, докато някои страни напреднаха във формирането на правна, аналитична и институционална рамка за приемане на еврото.

През последните години в аргументацията за ползите от членството в еврозоната все по-често се включват и очаквани политически ползи и ефекти върху националната сигурност. Освен завършването на процеса на интеграцията, като политически ползи се посочват и участието във вземането на решенията в сърцевината на ЕС, както и ограничаване на риска от маргинализация в резултат от оставането в периферията на ЕС („Европа на две скорости“).

Икономическите предизвикателства при приемането на еврото, както се оценяват от страните с дерогация, могат да се обобщят в следните направления:

(а) Икономически различия и недостатъчна структурна конвергенция. Като основен риск в анализите на ефектите от приемането на еврото се посочва недостатъчната степен на реална и структурна конвергенция. Някои страни се ангажират с конкретни числа за конвергенцията, измерена чрез БВП на човек от населението, след чието достигане да се пристъпи към присъединяване към еврозоната. Преобладаването на симетрични вместо асиметрични шокове е свързано и с все по-ясно пренасяне на политиката на ЕЦБ върху страните със самостоятелна парична политика. Въпреки това сред тези страни се засилва скептицизмът към еврозоната. Основната причина е в това, че ЕЦБ, въпреки многобройните си инструменти, се оказва неспособна да абсорбира шоковете. Оттук идва и очакването самостоятелната икономическа политика да се справя по-добре.

(б) Възможност за провеждане на национална парична политика. Ключов ефект от приемането на еврото за страните с гъвкав паричен режим е загубата на тази гъвкавост. При елиминирането ѝ се очаква, че другите елементи на икономическата политика няма да могат да абсорбират шоковете. Един от основните аргументи за запазване на паричната политика при повечето страни е, че тя е доказала своята ефективност и че, особено по време на финансовата и

дълговата криза след 2008 г., оставането извън еврозоната е спомогнало за смекчаване на външните шокове. Паричната политика на страните с дерогация, въпреки запазването ѝ, се доближава до тази на ЕЦБ, което е естествено предвид сближаването на икономическия цикъл и синхронните шокове.⁸⁶ Така **гъвкавият паричен режим оказва влияние върху националните икономики и мотивите за запазване на неговото използване, особено в трудни времена, потенциално потиска интереса за приемане на еврото.**

(в) Равнище на конкурентоспособност. Друг ефект при присъединяването към еврозоната на страните с гъвкав паричен режим е свързан с промяната на валутния курс и по какъв начин тази промяна оказва влияние върху ефектите на макроикономическо равнище и на равнище бизнес и домакинства. Неоптимален курс на обмяна може да доведе и до загуба на конкурентоспособност.

(г) Ефекти върху дълга. По-стабилните във фискално отношение страни (най-ярко изразено при Чехия) смятат, че приемането на еврото води до фискални рискове, свързани с механизма за финансова подкрепа на недостатъчно благоразумни фискални политики. Спасителните пакети след световната финансова и икономическа криза и солидарността при поемане на големи разходи за подпомагане на някои икономики се смятат за потенциална загуба на национален ресурс след присъединяване към еврозоната. От друга страна, в някои от официалните анализи се отправят критики към функционирането на еврозоната и генерирането на значителен публичен дълг в отделни държави, с които наличните инструменти на икономическата политика не са в състояние да се справят.

(д) Нарастване на инфлацията. Друг съществен ефект при присъединяването към еврозоната се свързва с ценовите изменения поради различията в покупателната способност. Към него се добавят рисковете за спекулативно нарастване на цените, както и разходите за техническа обмяна и свързаните с нея процеси, вкл. за смяна на счетоводни и информационни системи, преки административни разходи, информационна кампания и др. При специфичната същност и фактори за ускоряването на цените през 2022 г. традиционните монетарни инструменти се оказват недостатъчно силни и ефективни за овладяване на инфлацията. В страните с дерогация, независимо от паричния режим, структурните фактори оказват решаващо влияние върху инфлационната динамика.

5.2.2. Макроикономически ефекти от приемането на еврото в балтийските страни

Изборът на Литва, Латвия и Естония за съпоставка на очакваните макроикономически ефекти в България при приемане на еврото е направен поради няколко причини: сходен паричен режим с този в България и успешното му действие в посочените страни; силна обвързаност на балтийските икономики с тази на еврозоната; висока степен на отвореност на икономиката, върху която външните шокове се отразяват пряко при отсъствието на парична политика, а и защото бяха по-слабо развити икономически страни, съдейки по БВП на човек от населението.

⁸⁶ Данните за обменния курс спрямо еврото на различните валути на Полша, Чехия, Унгария и Румъния за периода 2012-2022 г. показват, че валутните им курсове остават под диапазона за колебания на критерия за валутния курс от +/-15%.

При прегледа на литературата не се открива сериозно изследване, в което да се приведат аргументи в полза на тезата, че приемането на еврото от балтийските страни има негативни макроикономически ефекти. Приемането на еврото се отразява благоприятно върху конвергенцията на икономиката.

Използването на еврото в балтийските страни не променя инфлационния тренд, който е силно корелиран с този на еврозоната. В теорията и в обществените очаквания доминира становището, че процесът на догонване води до положителен диференциал на инфлацията спрямо тази в еврозоната, тъй като БВП на човек от населението и ценовите равнища в разглежданите страни, както и в България, още са значително под наблюдаваните в еврозоната.⁸⁷ Факторите, които определят инфлацията, са комплексни и едва ли могат да „се припишат“ само на приемането на еврото. **Непосредствените ефекти върху инфлацията зависят от момента, в който се извършва приемането на единната валута.** В годината на приемането на еврото Естония е във възходяща фаза на инфлационната динамика и затова е налице увеличение на цените, докато при другите две балтийски страни приемането на еврото се извършва при общо ниво на ниска инфлация в ЕС.

Въпреки че в периоди на висока инфлация в ЕС балтийските страни поддържат нива над средноевропейските, има периоди, в които в някои от тях инфлацията е по-ниска от средната за ЕС. След 2021 г. инфлацията в балтийските страни отбелязва рекордно високи нива, но причината за тази динамика трябва да се търси във високите цени на електроенергията. Според данни на Евростат, увеличението на цените на енергията в балтийските държави като цяло е много по-високо от средното за ЕС.

Публичният дълг в балтийските страни не нараства в резултат от приемането на еврото. Както вече е разгледано, една от очакваните последици от приемането на еврото е, че ще се стимулира нарастването на публичния дълг поради неговото поевтиняване и разкриването на нови източници за финансиране. Тази хипотеза не се потвърждава от данните за първите пет години след присъединяването към еврозоната при балтийските страни. При Естония нивата на държавния дълг се запазват ниски (около 10% от БВП) в целия период до кризата от COVID-19, което се дължи и на националните специфики за управление на публичната задлъжнялост. Дългът на Литва и Латвия също се запазва стабилен през този период (от около и под 40% от БВП).

Реалната работна заплата в балтийските страни не намалява в периода след приемането на еврото. И в трите държави в този период растежът на работната заплата изпреварва инфлацията.

⁸⁷ ЕЦБ. Доклад за конвергенцията 2022, достъпен на: <https://www.ecb.europa.eu/pub/convergence/html/ecb.cr202206~e0fe4e1874.bg.html#toc64>.

5.3. Възможни макроикономически ползи и предизвикателства от приемането на еврото в България

След като вече три години левът участва във ВМ II, може да се зададе въпросът дали са се реализирали очакваните ползи и защо това не се е случило. Неуспехите в тази насока се дължат на вътрешни и външни причини. При липса на структурни реформи и натрупване на дисбаланси в ключови сектори на икономиката, се увеличи натискът върху стабилността на паричния съвет. В условията на влошена външна среда основно в еврозоната и страните, с които българската икономика е най-силно свързана, на местно равнище се пренасят шокове, устояването на които е предизвикателство, предвид ограниченията пред фискалната и паричната политика в страната, наложени от паричния съвет.

Макроикономическите ефекти от приемането на еврото се свързват най-вече с динамиката на инфлацията, лихвените равнища и общата макроикономическа стабилност, която включва също очакваните ефекти върху паричната политика, фискалния сектор, пазара на труда и др. В началото на членството в ЕС, еврозоната се виждаше като естествен край на режима на паричния съвет и начин България да се възползва от участието в нея, а не само да понесе рисковете от фиксирания курс на лева към еврото. Тогава проблемът беше в това дали страната ще покрие критериите от Маастрихт. Не са направени анализи и не е отчетено в съществена степен доколко икономиката е достатъчно приспособена към динамиката на еврозоната, дали има адекватна гъвкавост по отношение на различните пазари, на какво се дължат различията в цените, производителността и степента на синхронност с бизнес цикъл в ЕС. Не са идентифицирани и националните инструменти, които могат да служат като буфер срещу евентуалните неблагоприятни за българската икономика решения на паричната политика на еврозоната и които биха се загубили при приемане на еврото.

5.3.1. Парична политика

Две са основните ползи в тази област от присъединяването на България към еврозоната – достъп до евтин ресурс от ЕЦБ и участие във вземането на решенията в еврозоната.

Единственият наличен в момента инструмент на паричната политика на БНБ е нормата на ЗМР, промени в която рядко се правят. Този инструмент на политиката на централната банка има ограничен ефект по отношение на осигуряването на гъвкавост при външни шокове. **Функционирането на паричния съвет в продължение на повече от 25 години при ограничена парична политика и директно пренасяне на монетарни ефекти от еврозоната върху българската икономика дава основание да се смята, че присъединяването към валутния съюз няма да доведе до загуба на гъвкавост в това отношение.** Въпреки че икономиката понесе шоковете от турбуленциите в еврозоната, тя няма достъп до ресурсите, които биха смекчили техните ефекти. Очакването е, че поевтиняване на финансовия ресурс след приемането на еврото ще даде допълнителен тласък на инвестициите и растежа и ще подкрепи конкурентоспособността на страната. Често изтъкван аргумент пред страните с перспектива да се присъединят към еврозоната (каквато е България) е, че сега само икономиката понесе ефектите от паричната

политика на ЕЦБ, а при присъединяване към еврозоната страната ще бъде активен участник при вземането на решенията. Това обаче ще зависи от качествата на управлението на БНБ.

5.3.2. Инфлационни ефекти и сближаване на цените

Важно значение за формиране на общественото мнение за присъединяването към еврото има т.нар. усетена инфлация. В повечето страни реалната инфлация се отклонява от усетената, особено в процеса на приемане на еврото.

Описаната динамика на Фигура 50 показва, че усещането за инфлация следва цикличността на реалната инфлация, като в по голямата част от изследвания период усетената инфлация значително надвишава реалната.⁸⁸ След 2007 г., с изключение на кратък период през 2016 и началото на 2022 г., усетената инфлация е много по-висока от реалната, а в някои години разликата достига до 6 пр.п. По-големи са различията между двата показателя при периодите на ниска инфлация.

Фигура 50. Реална и усетена инфлация в България в периода 2001-2022 г (%)



Източник: Собствени изчисления на базата на данните на НСИ.

Очакванията на висока инфлация в процеса на присъединяване към еврозоната и в дългосрочен план произтичат от слабата конвергенция на цените според показателя за СПС. Освен това, **повишаването на цените е в пряка зависимост и от подготовката на процеса за приемане на еврото и мерките за ограничаване на спекулативното им движение. Подценяването на подготовката увеличава този риск.**

⁸⁸ Използвани са данни съгласно методологията на наблюдението на домакинствата от НСИ. Предлаганите варианти на отговор на въпроса за инфлацията са представени в петстепенна категорична скала. За да се съпоставят тези данни с данните за фактическата инфлация, се използва „Калкулатор на инфлацията“ на НСИ, като се задават 12 месеца, съответстващи на мненията за инфлацията като усещания.

Значителна част от цените на дребно на стоките и услугите в България вече са доближени до средните в ЕС, а регионалният пазар при повечето от тези, които значително се отклоняват от тях, оказва натиск надолу и това прави инфлационния потенциал нисък. При услугите и енергията не приемането на еврото, а правителствената политика за регулиране и субсидиране ще оказва решаващо значение за динамиката на цените. Натрупването на ценови дисбаланси при енергийните източници, комунално-битовите услуги и др., може да изиграе по-значима роля върху инфлацията, отколкото замяната на лева с евро. **Приемането на еврото в период на възходяща тенденция на инфлацията носи рискове за нейното допълнително покачване.**

5.3.3. Фискални ефекти

При ограничените монетарни инструменти в условията на паричен съвет, фискалната политика досега играеше ролята на основен буфер за приспособяване на икономиката към шоковете. Присъединяването към еврозоната ще се отрази непосредствено върху състоянието на бюджета в самия процес на приемането на еврото и впоследствие ще има дългосрочно влияние върху публичните финанси. Ефекти могат да се очакват както върху приходната, така и върху разходната част на бюджета, но най-вече върху философията на фискалната политика. Вместо рестриктивната политика при паричен съвет, след присъединяване към еврозоната ще се отвори повече фискално пространство за провеждане на икономическа политика. Последиците от по-свободна фискална политика не биха били толкова пагубни, като се вземе предвид наличието на финансови инструменти и механизми за подкрепа на държави, изпаднали във финансови затруднения. Опитът на балтийските страни показва, че, въпреки по-гъвкавата рамка на фискална политика в еврозоната в сравнение с техните фиксирани парични режими, те провеждат разумна фискална политика и запазват ниски нива на публичен дълг и бюджетен дефицит.

По отношение на разходите⁸⁹, преките ефекти от присъединяването към еврозоната са свързани с изплащане на вноски във финансовите институции, които водят и до следните най-важни ползи:

- пълноправно участие в капитала на ЕЦБ и участие в Управителния съвет на ЕЦБ, което дава възможност за включване в общата парична политика и за достъп до финансовите улеснения, предоставяни от ЕЦБ;
- вноски в ЕМС⁹⁰, който често се интерпретира като „кредитор от последна инстанция“ и „застраховка“ в случай на неблагоприятни финансово-икономически събития, което е важно предимство за страните от еврозоната, за разлика от тези извън нея.

По отношение на приходите в държавния бюджет могат да се очакват положителни ефекти във връзка с изсветляване на икономиката при

⁸⁹ Тук не се прави оценка на разходите по самата обмяна, тъй като на този етап не е ясно колко амбициозна ще бъде програмата от съпътстващи дейности.

⁹⁰ Записаният капитал към края на 2022 г. е 709 млрд. евро, от които са изплатени около 80 млрд. евро, като с най-голям дял е Германия.

обмяната на лева в евро в дългосрочен план. Тенденциите обаче в данъчната област, насочени към ограничаване на националната дискреция, хармонизирането не само на данъчните основи (в съответствие с Фискалния пакт), но и на данъчните ставки, създават рискове за конкурентоспособността на българската икономика. В изказвания на висши представители на европейските институции се лансират идеи за по-нататъшна фискална реформа в еврозоната, включително за създаване на „централен фискален капацитет“. Има сериозни аргументи за въвеждане му, за да се направи еврозоната по-устойчива чрез осигуряване на макроикономическа стабилизация и увеличаване на публичното споделяне на риска (Buti, 2018). Акумулирането на повече бюджетни приходи и насочването им към наднационалните органи на еврозоната създава рискове. Критиците на изграждането на общ фискален инструмент посочват, че той може да бъде стимул за морален риск и средство за нелегитимирани постоянни трансфери.

5.3.4. Пазар на труда

Един от рисковете при приемането на еврото, които се оценяват и от останалите страни с дерогация, е недостатъчната гъвкавост на пазара на труда. При липса на всички инструменти на паричната политика, които биха могли да се използват в случай на външни асиметрични шокове, пазарът на труда остава един от малкото инструменти за приспособяване. Трудовият пазар в България се характеризира с нарастващи дефицити от работна сила и бавно конвергиращи работни заплати. Гъвкавостта е силно ограничена при предлагането на работна сила поради слабата вътрешна мобилност и значителна емиграция, твърде влошената и продължаваща да се влошава демографска ситуация и липсата на политика за насърчаване на привличането на чуждестранна работна сила. Огромните различия в безработицата по региони и наличието на значителна продължителна безработица допълнително ограничават възможностите за гъвкавост на трудовия пазар.

Заклучение и изводи

По отношение на еврозоната

Икономическото развитие на еврозоната през първите 20 години от въвеждането на еврото в парично обращение (2002-2022 г.) се оказва сериозно предизвикателство пред нея. Периодът 2002-2007 г. е успешен, но последва световната финансова и икономическа криза от 2008 г., която доминира с влиянието си през всички разглеждани години досега. Общото незадоволително икономическо развитие не е особено насърчително за държави кандидатки за членство. Някои експерти наричат това развитие на еврозоната трансформация от валутен съюз на относително стабилни икономически държави във валутен съюз от държави, развиващи се на различни скорости. В края на разглеждания период (2020-2022 г.) икономиката на еврозоната е изправена пред неочакван натиск, предизвикан от глобалната епидемия от коронавирус, чието преодоляване се извършва днес при опасенията за световна рецесия, висока инфлация и геополитическа нестабилност в Европа главно предвид военния конфликт в Украйна.

Еврозоната има недостатъци, допуснати още при създаването ѝ като конструкция и развили се по време на функционирането ѝ. Провеждането на обща парична политика в една общност, в която липсват инструменти за противодействие на асиметричните шокове, с времето се доказва като контрапродуктивно. Още в замисъла на еврозоната създателите ѝ не са предвидили никакви спасителни механизми, които понастоящем се развиват.

Ограничените възможности за стимулиране на реалното производство, в съчетание с интензивните стимули, които получава банковият сектор (като автоматичен ефект още в момента на присъединяването), довеждат до предприемането на опити с различен успех за догонване на доходите в икономиката от ядрото чрез „растеж назаем“, т.е. чрез теглене на кредити и инвестиране в инициативи с все по-ниска възвращаемост. Практиката показва, че включването на недостатъчно конкурентните периферни икономики от Южна Европа в еврозоната ги прави по-уязвими на макроикономически шокове и това се отнася с еднаква валидност за всяка недостатъчно подготвена икономика.

Създателите на еврозоната залагат в нейните основи принципи на макроикономическа стабилност и равно третиране на кандидатите. Ясните и прозрачни критерии не дават място за тълкувания и компромиси с макроикономическата стабилност. Ръководни са Маастрихтските критерии за номинална конвергенция, които са създадени, за да гарантират стабилността на еврозоната, но не отговарят на въпроса за ползите и рисковете за отделните страни от присъединяването. През последните 15 години (2007-2022 г.) определено се забелязва тенденция на замяна на автоматизма в оценката на числовите критерии (стриктното спазване на писаните правила) с изключения и интерпретации от страна на ЕК и ЕЦБ. С направените съществени промени във VM II и усложняването на достъпа до механизма се променя неговата същност и той се отдалечава от своя първоначален замисъл. Може да се твърди, че **достъп до и членство в еврозоната се допуска за страни дори с висок публичен дълг, по-висок**

бюджетен дефицит и висока инфлация. Анализът показва и намаляваща адекватност и надеждност на критериите.

Положителните и отрицателните ефекти имат отражение както в макроикономически план, така и върху бизнеса и домакинствата (потребителите) във всяка страна. **Ефектите от въвеждането на еврото на национално равнище се определят освен от степента на макроикономическо развитие и от оперативната ефективност на финансовите и банковите системи.** Ролята и функциите на ЕЦБ се нуждаят от преразглеждане и прозрачност. Липсата на предвидимост е носител на най-големите рискове, произтичащи от присъединяването към еврозоната. Аргументът, че еврозоната не води правилна политика и е източник на грешки, които ще се отразят на дадената страна при присъединяването ѝ, се използва все по-често в политическата аргументация на отказа от еврото в страните с дерогация.

България на прага на присъединяване към еврозоната

Включването на клаузата за задължително приемане на еврото в България като част от договорите за присъединяване към ЕС потвърждава, че още към онзи момент политическата воля е ясна, а членството в еврозоната има положителни страни и се разглежда като неотменна перспектива за по-нататъшна интеграция към ЕС. Поради паричния съвет, в който се намира България от 1997 г., еврото е „резервната“ валута за българската икономика и присъединяването към еврозоната изглежда логично. Презумпцията е, че България ще стане част от голям и развит съюз с общи политики, който е ядрото на ЕС.

Според Договора от Маастрихт за номинална конвергенция, **България се представя по-добре от голяма част от страните от еврозоната, с изключение на последните 1-2 години. По отношение на реалната конвергенция обаче изоставането е значително.** Изпълнението на критериите за номинална конвергенция съвсем не са достатъчни без структурна и институционална съвместимост и сближаване с еврозоната.

Положителен факт за България е постигнатата финансова и икономическа стабилност през периода на членство в ЕС, което ѝ отрежда благоприятно положение по отношение на бъдещо членство в еврозоната. За тази стабилност трябва да се отдаде дължимото на действащия паричен съвет в страната от 1997 г. Финансовата стабилност предполага да се наблюдава положително влияние върху икономическото и социалното развитие – растеж, технологичен прогрес, жизнен стандарт, социални въпроси, инфраструктура и т.н. Това не се наблюдава убедително в случая на България. **Приемането на единната валута в България предполага извличането на ползи, но не трябва да се пренебрегва и вероятността за сътресения и рискове, ако икономиката не е в достатъчна степен подготвена. И това трябва да става при сегашните усложнени условия – след намаляване на негативните ефекти вследствие на пандемията COVID-19, но при наслагващи се кризи и неблагоприятни явления, като висока инфлация, военен конфликт в Украйна, енергийна криза и др.**

Очакванията бяха, че членството на България във ВМ II ще задвижи и насърчи икономическите реформи. Участието ни в ЕС от 2007 г. насам не се оказва

изключително ползотворно, доколкото страната остава с най-ниска степен на икономическо развитие. Това се отразява върху всички важни социални индикатори, като стандарт на живот, голямо неравенство в доходите, висока миграция, твърде неравномерно регионално развитие в полза на столицата, най-висока корупция в ЕС и др. Задържането на тези отрицателни характеристики за България е показателно за ефективността на дейността на държавното управление.

Подготовката за влизане в еврозоната е много важен процес за успешното присъединяване и функциониране на дадена страна в еврозоната. Извършеното в България от аналитична, правна, институционална и политическа гледна точка изразява желанието на страната за присъединяване към еврозоната, но е твърде малко. Това, което не е направено, се забелязва от сравнението с практиката в страните с дерогация (Чехия, Полша, Унгария, Румъния). При тях се очертава **добре обмислен професионален подход, систематизирана и последователна работа на официалните институции в продължение на години, започваща с националния консенсус около стратегически документи за приемането на евро** (стратегия за влизане в еврозоната и закон, около които в България все още няма политическо и обществено съгласие), годишни доклади с отчитане на напредъка и проблемите пред страната като кандидатка за членство в еврозоната. В Полша например се подготвят регулярно официални документи, които се основават на широкообхватни анализи и формулират конкретни препоръки и решения.

Изборът на датата е политически акт, който зависи от управляващите в страната, но още повече от европейските институции. Приети са страни при недостатъчно прецизно изпълнение на критериите. Наблюдава се липса на заявка за желание за влизане при други страни, които изпълняват условията. Неотменимо е обаче представянето на официален икономически анализ от националните институции в страната, който да даде отговор на въпроса какво може да спечели (и/или загуби) България от присъединяването си към еврозоната, как могат да се осмислят възникващите от този акт финансови и икономически ангажименти, и преди всичко да се прецени дали е настъпил моментът, в който е целесъобразно да ги поеме.

Резултатите от академичното изследване и цялостният анализ тук обосновават необходимостта от незабавни и целесъобразни промени в икономическата и социалната политика на ЕС и България, които биха укрепили и подпомогнали развитието на еврозоната и икономическите перспективи пред страната, като част от нея. Преди това обаче България трябва да извърви нелекия път на вътрешни за страната усилия, за да се справи с вече очертаните предизвикателства. Трябва да извършва и целенасочена политика за подготовка на страната, след която да влезе достойно в еврозоната и да бъде равностоен член. Успехът на тази подготовка зависи от целесъобразността и скоростта на провеждането ѝ.

ИЗПОЛЗВАНА ЛИТЕРАТУРА

- БНБ, Икономически преглед, 2020/4, достъпно на:
https://www.bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/bnb_publication/pub_ec_r_2020_04_bg.pdf.
- БНБ, Икономически преглед, 2022/1, достъпно на:
https://www.bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/bnb_publication/pub_ec_r_2022_01_bg.pdf.
- БНБ, Макроикономическа прогноза, март 2023 г., достъпно на:
https://www.bnb.bg/ResearchAndPublications/PubPeriodical/PubP_MacroeconomicForecast/index.htm
- Белева, И. (2021). Политиката на пазара на труда в България - развитие и особености през периода 2014-2020 г. София: Издателство на БАН "Проф. Марин Дринов", 176 с. ISBN 978-619-245-165-3.
- Йоцов, В. (2019). Фискална политика и държавен дълг. – В: Годишен доклад 2019 „Икономическо развитие и политики в България: оценки и очаквания“, ИИИ на БАН, ISSN 1314-8893.
- Министерство на финансите, Макроикономическа прогноза /пролет 2023/, достъпно на:
https://www.minfin.bg/upload/54581/MacroForecasting_Spring2023_bg.pdf
- Панушев, Е., Христова-Балканска, И., Маринов, Е., Костадинов, А. (2020). България в посткризисната световна икономика. София: Издателство на БАН „Проф. Марин Дринов“
- Пенева, Т. (2022). Енергийната бедност в България: измерения и фактори. София: Издателство на БАН "Проф. Марин Дринов"
- Петранов, Ст. (2022). Съюзът на капиталовите пазари и България. – В: Предизвикателства пред българската икономика по пътя към членство в еврозоната. Глава XIV. Колективна монография, Университетско издателство „Св. Климент Охридски“, София, с. 302-321, ISBN 978-954-07-5540-3.
- Ралева, С. (2022). Оценка на степента на реална и структурна конвергенция на България. – В: Предизвикателства пред българската икономика по пътя към членство в еврозоната. Колективна монография. Глава III, София: Университетско издателство „Св. Климент Охридски“, стр. 62-82, ISBN 978-954-07-5540-3.
- Рангелова, Р., Бобева, Д., Златинов, Д. (2021). Икономически растеж и конвергенция в Европейския съюз. София: Издателство на БАН „Проф. Марин Дринов“.
- Рангелова, Р., Бобева, Д., Сапийски, Г., Златинов, Д., Атанасов, А. (2023). Еврозоната и икономически перспективи пред България. София: Издателство на БАН „Проф. Марин Дринов“ (под печат).
- Стиглиц, Дж. (2016). ЕВРОТО, Как една обща валута застрашава бъдещето на Европа. Издателство „Изток-Запад“.
- Цанов, В., Шолов, Г., Христовски, Й. (2022). Минимални доходи на населението. София: Издателство на БАН "Проф. Марин Дринов"
- Acharya, V. (2020). Zombie Lending, Fiscal Dominance and Financial Stability, Some Implications for the Post-Pandemic World, available at <https://www.worldbank.org/en/events/2020/11/18/eca-talks-zombie-lending-fiscal-dominance-and-financial-stability>
- Alcidi, C., Corti, F., Georgosouli, A., Gros, D., Kiss-Galfalvi, T. (2022). Euro area accession: assessment of the convergence path and COVID-19 implications. Publication for the Committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg.
- Alsakka, R., ap Gwilym, O., Lannoo, K., Masciandaro, D., Paudyn, B., Tichy, G. (2011). Credit Rating Agencies: Part of the Solution or Part of the Problem. – *Intereconomics*, vol. 46, pp. 232-262.
- Banerjee, R., B. Hofmann (2020). Corporate zombies: Anatomy and life cycle. BIS Working Papers, No 882, 02 September 2020.
- Buti, M. (2018). The case for a central fiscal capacity in EMU. Available at: <https://cepr.org/voxeu/columns/case-central-fiscal-capacity-emu>.
- Carlson, M. et al. (2016). Should Poland Join the Euro? An Economic and Political Analysis. Graduate Policy Workshop. Woodrow Wilson School of Public & International Affairs, Princeton University, February 2016
- Dima, B., Barna, F., Nachescu, M. L. (2018). Does Rule of Law Support the Capital Market?. – *Economic Research-Ekonomiska Istraživanja*, Vol. 31, N 1, pp. 461-479.
- European Commission. (2023). European Economic Forecast – Spring 2023.
- Fabbrini, F. (2020). Europe's Economic and Monetary Union beyond Covid-19. Department of Finance, Republic of Ireland.
- Flek, V. (2013). The Blundered Strategy of Euro Adoption in the Czech Republic: A "Pre-crisis" Retrospective. – *Review of Economic Perspectives*, 13(3).
- Foot QC, S. (2021). The Bona Fide Investor: Corporate Nationality and Treaty Shopping in Investment Treaty Law. – *International Arbitration Law Library*, Vol. 63.

- Gasparotti, A., Kullas, M. (2019). 20 Years of the Euro: Winners and Losers. An empirical study. *cepStudy*. February 2019.
- Helísek, M., Mentlík, R. (2018). The choice of exchange rate regime for Czechkoruna in the context of ERM II participation and the related risks. – *Journal of International Studies*, 11(1), pp. 124-139.
- Helisek, M. (2016). Supporting Small and Medium-sized Enterprises in Preparing for the Euro Adoption in the Czech Republic. – *European Research Studies Journal*, *European Research Studies Journal*, Vol. 0(4), pp. 27-41.
- International Monetary Fund. (2023). *World Economic Outlook*, April 2023.
- International Monetary Fund (2023) *The Rise of the Walking Dead: Zombie Firms Around the World*, WP/23/125
IMF Working Paper Strategy, Policy and Review
- Kosev, N. (2022). Electricity trading in Southeast Europe and the place of Bulgaria. – Foreign affairs research papers, June 2022, Republic Bulgaria, Ministry of Foreign Affairs, Diplomatic Institute.
- Krugman, P. (2012). The Euro is a “shaky” construction. *VOXeurop*, 6 September 2012.
- Krugman, P. (2016). *Revenge of the Optimum Currency Area*. Princeton University and NBER.
- Licchetta, M., Mattozzi, G., Raciborski, R., Willis, R. (2022). Economic Adjustment in the Euro Area and the United States during the COVID-19 Crisis. – *European Commission Discussion Paper 160*.
- Minassian, G. (2021). Bulgaria’s Lagging Economy. – *Trakia Journal of Sciences*, Vol. 19, Supplement 1, Series Social Sciences, pp 1-13, ISSN (online) 1313-3551.
- Raleva, St., Marikina, M. (2021). Structural Convergence with Eurozone and Institutional Quality in Bulgaria. – In: Bilgin, M., Danis, H., Demir, E., Karabulut, G. (eds.). *Eurasian Studies in Business and Economics*, Vol. 20, pp. 283-296, Springer Science and Business Media B.V., ISSN (online): 23645067.
- Rees, D., Rungcharoenkitkul, P. (2021). Bottlenecks: Causes and Macroeconomic Implications. – *BIS Bulletin*, 11 November, pp. 1-7.
- Sariiski, G., Rangelova, R. (2022). Challenges for Bulgaria and Romania at the Entrance of Eurozone. – In: *Challenges for Bulgaria and Romania during the New Economic Reality*. International Scientific Conference Proceedings pp. 63-71.
- Trenca, I., Mihai, B., Mihai, C. (2015). The Compliance of the Romanian Leu with the Exchange Rate Stability Criterion: A Hypothetical Assessment. – *Procedia Economics and Finance*, Vol. 32, pp. 1178-1187.
- Velkova, D., Kirilova, Y. (2023). The Discount Rate in the Assessment of EU-Funded Investment Projects. – *Economic Studies (Ikonomicheski Izsledvania)*, 32(4), pp. 135-148.
- World Intellectual Property Organization. (2022). *Global Innovation Index 2022: What is the future of innovation-driven growth?*.