St. Cyril and St. Methodius University of Veliko Tarnovo
Faculty of Economics

ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА НА БЪЛГАРИЯ ПО ПЪТЯ КЪМ ЕВРОЗОНАТА

BULGARIA'S MONETARY POLICY ON THE ROAD TO THE EUROZONE

Павлина Методиева
Pavlina Metodieva

Великотърновски университет „Св. св. Кирил и Методий"
St. Cyril and St. Methodius University of Veliko Tarnovo

Abstract: This article analyzes Bulgaria's monetary system during the period of immediate preparation for joining the eurozone and its subsequent accession to it. The original thesis is that the currency board ensures a high degree of nominal discipline through a fixed exchange rate, full coverage of the monetary base, and restrictions on discretionary monetary policy, but it is not a sufficient tool for controlling inflation caused by external price shocks, administratively set prices, wage dynamics, and fiscal expansion.
Keywords: monetary policy; currency board; eurozone; inflation; economic integration.
JEL: E52, E58, F36

ВЪВЕДЕНИЕ

Присъединяването на България към еврозоната е завършек на продължителна институционална траектория, започнала с преодоляването на кризата от 1996 – 1997 г. и въвеждането на валутен борд през 1997 г. Първоначалната функция на този режим е стабилизиране на лева и възстановяване на доверието във финансовата система. В по-късен период същият режим се превръща в механизъм за поддържане на фиксиран курс към еврото и за подготовка на страната за участие в Икономическия и паричен съюз.

Първоначалният вариант на изследването поставя силен акцент върху кризата от 90-те години. Настоящата редакция променя аналитичния фокус: историческата част е сведена до необходимия минимум, а центърът на анализа е поставен върху съвременните критерии за конвергенция, инфлационния натиск след пандемията, ефектите от енергийната криза и ограничените възможности на валутния борд при външни шокове. Този подход е по-подходящ за научна статия, защото свързва институционалния режим с проверими данни, а не само с историческо описание.

Изследователският въпрос е следният: защо България не изпълнява инфлационния критерий в оценката от 2024 г., въпреки че покрива останалите числови критерии за еврозоната? Работната теза гласи, че причината не е в слабост на валутния борд като режим на фиксиран курс, а в структурно и времево несъответствие между спада на инфлацията и методиката на Маастрихтския критерий, която използва дванадесетмесечна средна стойност на HICP. Поради това инфлацията остава над референтната стойност през май 2024 г., макар месечните и годишните темпове вече да показват дезинфлация.

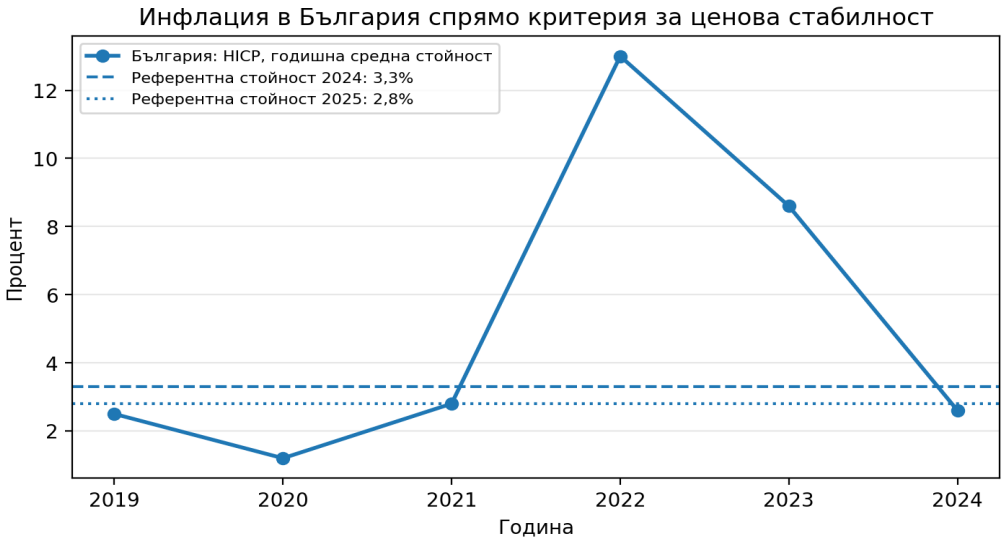
ИЗЛОЖЕНИЕ

Валутният борд представлява паричен режим, при който националната парична база е обезпечена с чуждестранни резерви, а валутният курс е фиксиран по правно и институционално зададен механизъм. В класическото описание на Hanke и Schuler валутният борд поддържа фиксиран курс към резервна валута, държи резерви от най-малко 100% спрямо своите парични задължения и не провежда дискреционна парична политика, подобна на тази на централна банка (Hanke and Schuler, 1994, pp. 4–5). Този режим има дисциплиниращa функция: паричната база се променя според притока или отлива на валутни резерви, а не според краткосрочни политически решения (Hanke and Schuler, 1994, pp. 25–27). Българският вариант на валутен борд въвежда именно такава рамка. Той ограничава монетарното финансиране на бюджета, стабилизира обменния курс и редуцира девалвационните очаквания. Същевременно тази институционална конструкция не разполага с основните инструменти на активната парична политика: самостоятелен основен лихвен процент, операции на открития пазар с антицикличнa цел и девалвация като средство за корекция на външни дисбаланси. Следователно при инфлационен шок с преобладаващо външен или фискален произход тежестта на корекцията се прехвърля върху фискалната политика, доходната политика, конкуренцията и макропруденциалните инструменти. Маастрихтските критерии измерват не само моментно макроикономическо състояние, а устойчивост на номиналната конвергенция. Те включват ценова стабилност, устойчивост на публичните финанси, валутна стабилност в ERM II, сближаване на дългосрочните лихвени проценти и правна съвместимост на националното законодателство с рамката на ЕСЦБ и ЕЦБ. При България валутният борд улеснява изпълнението на критерия за обменен курс, но не гарантира автоматично изпълнение на инфлационния критерий. Това разграничение е централно за настоящия анализ.

Изследването използва вторични официални данни от Конвергентния доклад на ЕЦБ от 2024 г., приложението “Convergence in figures” към него, Конвергентния доклад на Европейската комисия за България от 2025 г., годишни и тематични публикации на МВФ, ОИСР и НСИ. Използваните показатели са: хармонизиран индекс на потребителските цени (HICP), бюджетно салдо на сектор „Държавно управление“, брутен държавен дълг, дългосрочни лихвени проценти по държавни облигации и оценка на изпълнението на критериите за конвергенция. Методът е сравнителен и дескриптивно-аналитичен. Първо се проследява динамиката на показателите през 2019 – 2024 г. Второ, стойностите се съпоставят с референтните прагове по критериите за еврозоната. Трето, резултатите се интерпретират чрез ограничението, наложено от валутния борд върху вътрешната парична автономия. Този метод не претендира за причинно-следствена иконометрична оценка; неговото преимущество е яснота на връзката между институционален режим, официални показатели и критерии за членство.

Кризата от 1996 – 1997 г. остава необходима отправна точка, но не следва да доминира анализа. Хиперинфлацията, банковият срив и обезценяването на лева показват изчерпването на предходния модел на парично управление. Въвеждането на валутен борд прекратява възможността за неконтролирана парична емисия и създава нов режим на доверие. Именно тук се намира историческото значение на реформата: тя не е самостоятелна стратегия за реална конвергенция, а рамка за номинална стабилизация. След присъединяването на България към Европейския съюз през 2007 г. валутният борд започва да се разглежда като преходен механизъм към еврозоната. Участието в ERM II от юли 2020 г. формализира тази връзка. Българският лев остава фиксиран към еврото при централен курс 1.95583 лева за евро. В Конвергентния доклад от 2024 г. ЕЦБ отчита, че страната изпълнява критериите за обменен курс, публични финанси и дългосрочни лихви, но не и критерия за ценова стабилност (ECB, 2024, pp. S1–S4).

Инфлационният критерий е основното препятствие пред България през 2024 г. Според ЕЦБ през май 2024 г. дванадесетмесечната средна инфлация по HICP в България е 5.1%, при референтна стойност 3.3% (ECB, 2024, p. S1). Това означава формално неизпълнение, въпреки че годишната инфлация вече се понижава след пика от 2022 – 2023 г. Проблемът произтича от инерцията на средната стойност: тя включва месеци с все още висока инфлация, породена от енергийни и хранителни цени, вторични ефекти в услугите и силен ръст на трудовите доходи.

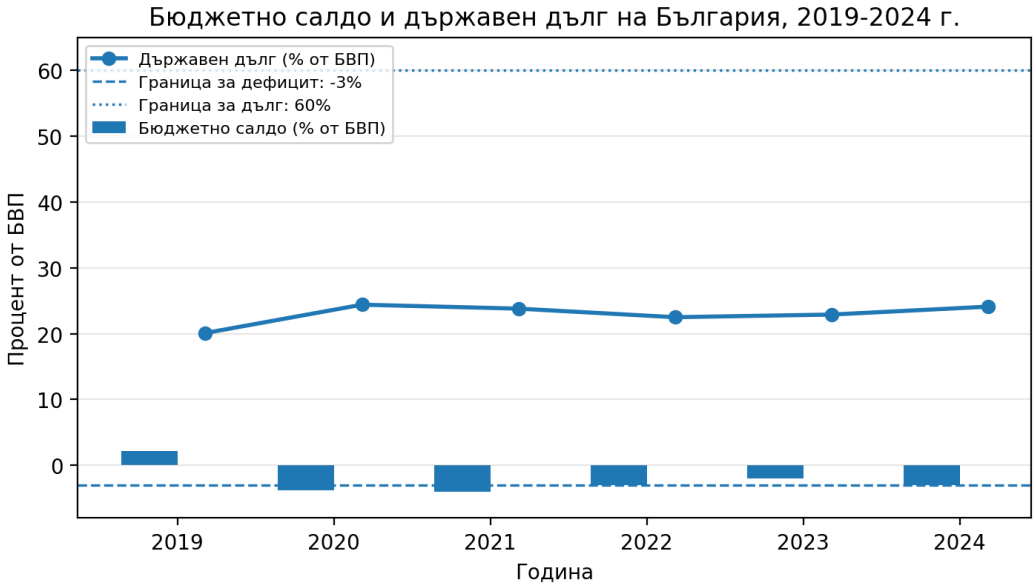


Фигура 1. Инфлация в България спрямо референтните стойности за ценова стабилност
Източник: ECB (2024), European Commission (2025), собствени изчисления и визуализация

Фигура 1. показва защо оценката от 2024 г. трябва да се тълкува внимателно. Годишната средна инфлация спада до 2.6% през 2024 г., но референтният тест в доклада от 2024 г. използва дванадесетмесечна средна стойност до май 2024 г. Именно тази методологична особеност обяснява разминаването между текущото усещане за дезинфлация и формалното неизпълнение на критерия. В доклада на Европейската комисия от 2025 г. вече е отчетено, че средната инфлация за дванадесетте месеца до април 2025 г. е 2.7%, под референтната стойност 2.8%, поради което България изпълнява критерия за ценова стабилност (European Commission, 2025, pp. 6–7).

От научна гледна точка най-важният извод е, че валутният борд стабилизира номиналния курс, но не елиминира ценовата динамика, произтичаща от вносни суровини, енергийни пазари, административни решения и вътрешен натиск върху разходите. МВФ също отчита, че фискалната политика подпомага възстановяването след пандемията, но допринася за инфлационния подем през 2021 – 2022 г. (IMF, 2024, pp. 8–10). Следователно причината за неизпълнението през 2024 г. не е валутна нестабилност, а комбинация от външни шокове, вътрешни разходни фактори и времеви лаг в критерия.

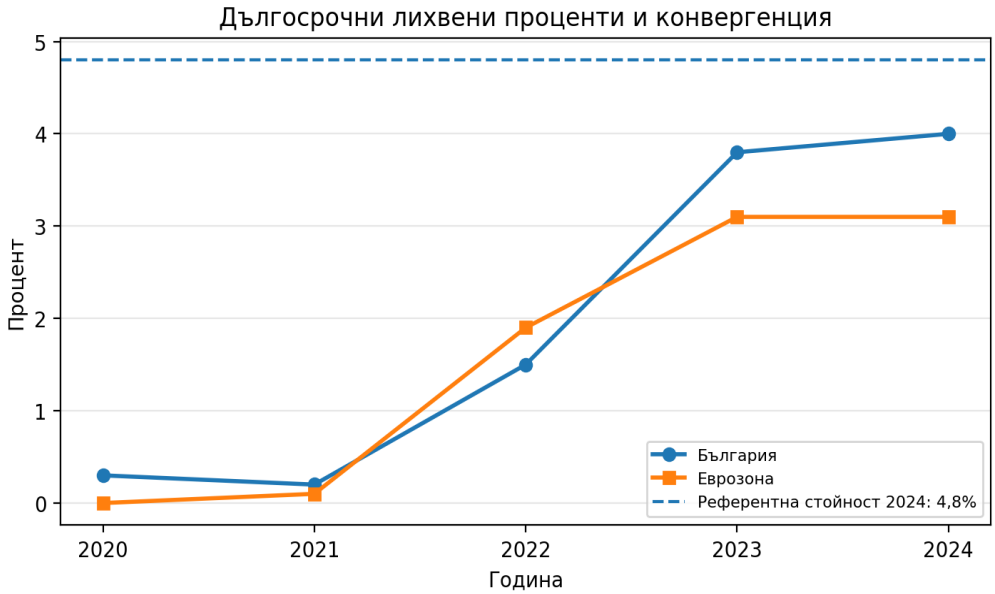
Фискалните показатели на България остават в рамките на критериите, макар след пандемията да се наблюдава трайно преминаване от бюджетен излишък към дефицит. През 2019 г. салдото е положително – 2.2% от БВП. След пандемичния шок дефицитът достига 3.8% през 2020 г. и 4.0% през 2021 г., а през 2024 г. е 3.0% от БВП. Държавният дълг остава нисък – 24.1% от БВП през 2024 г., далеч под референтния праг от 60% (European Commission, 2025, p. 34).



Фигура 2. Бюджетно салдо и държавен дълг на България, 2019 – 2024 г.
Източник: European Commission (2025), Table 2.3, собствени изчисления и визуализация

Данните показват двойствена картина. От една страна, ниският дълг осигурява фискален буфер и подобрява възприятието за кредитоспособност. От друга страна, дефицитът през 2024 г. достига граничната стойност, а Европейската комисия посочва, че влошаването е свързано с нарастване на разходите за публични заплати, социални плащания и еднократно статистическо отчитане на задължения за пътна инфраструктура (European Commission, 2025, pp. 7–8). Следователно фискалната позиция не блокира присъединяването, но поставя въпрос за качеството и устойчивостта на бюджетното управление след влизането в еврозоната.

Критерият за дългосрочни лихвени проценти е изпълнен в оценката от 2024 г. Според ЕЦБ средният дългосрочен лихвен процент на България за периода юни 2023 – май 2024 г. е 4.0%, под референтната стойност 4.8% (ECB, 2024, p. S4). Това е показател за доверие към фискалната позиция и валутния режим, но също така отразява особености на българския пазар на държавни ценни книжа, който е по-плитък и с по-ниска ликвидност от пазарите в еврозоната.



Фигура 3. Дългосрочни лихвени проценти и референтна стойност
Източник: ECB (2024), Table 5.1.4, собствени изчисления и визуализация

Увеличението на лихвите след 2022 г. е свързано с глобалното затягане на паричните условия и с високата инфлация. Валутният борд не позволява България да използва самостоятелна лихвена политика за смекчаване на цикъла. Това ограничение има две страни: то предпазва от политически мотивирана парична експанзия, но оставя приспособяването към външни лихвени условия основно на фискалната политика, банковото регулиране и ценовата гъвкавост.

Критерият за обменен курс е най-пряко свързан с валутния борд. Българският лев участва в ERM II от юли 2020 г., като курсът към еврото остава при централното равнище 1.95583 лева за евро без напрежение или девалвация в периода на оценката (European Commission, 2025, p. 8). Това е най-силната страна на българската номинална конвергенция. Правната съвместимост се оказва по-динамична област. В Конвергентния доклад от 2024 г. са посочени несъвместимости, свързани с независимостта на БНБ и интегрирането ѝ в ЕСЦБ. В доклада от 2025 г. Европейската комисия приема, че необходимите законодателни изменения са извършени и че българското законодателство е съвместимо с изискванията на членове 130 и 131 от ДФЕС (European Commission, 2025, pp. 24–27).

Таблица 1. Пет критерия за конвергенция и изпълнение от България.

Критерий	Оценка 2024 г.	Оценка 2025 г.
Ценова стабилност	не	да
Публични финанси	да	да
Валутен курс	да	да
Дългосрочни лихви	да	да
Правна съвместимост	частично	да

Източник: ECB (2024), European Commission (2025), обобщение на автора

Валутният борд подпомага присъединяването към еврозоната чрез три канала. Първо, той елиминира валутния риск между лева и еврото и прави прехода технически по-предвидим. Второ, налага фискална дисциплина, тъй като бюджетът не може да бъде финансиран чрез парична емисия. Трето, усилва доверието към номиналната рамка, което намалява премията за валутен риск. Същевременно режимът има ясни ограничения при високи лихви в еврозоната. България не може да смекчи финансовите условия чрез собствена парична политика. Лихвените импулси от еврозоната се пренасят към икономиката чрез банковия сектор, цената на държавното финансиране и очакванията на инвеститорите. Тъй като номиналният курс е фиксиран, реалната корекция се извършва чрез цени, заплати, бюджетно салдо и производителност. Именно поради това ОИСР подчертава, че при валутен борд отговорността за ограничаване на краткосрочните инфлационни напрежения пада върху фискалната политика (OECD, 2023, p. 10). Следователно валутният борд не трябва да се оценява нито като универсално решение, нито като пречка. Той осигурява дисциплина и доверие, но не замества структурни политики. След присъединяването към еврозоната предизвикателството се измества: вече не става дума за защита на фиксирания курс, а за поддържане на конкурентоспособност без национален валутен инструмент.

Анализът показва, че най – големият проблем през 2024 г. е между номиналната стабилност на валутния режим и динамиката на инфлационния критерий. България покрива критериите, които валутният борд подпомага пряко – обменен курс, доверие към дългосрочните лихви и ограничена фискална доминация. Тя не покрива критерия, който зависи от по-широк набор фактори: енергийни цени, фискални разходи, административни решения, заплати и структура на потреблението.Заключението е следното: неизпълнението на инфлационния критерий през 2024 г. не показва провал на валутния борд, а границите на този режим при инфлация, която не произтича от девалвационни очаквания. Валутният борд е ефективен срещу парична нестабилност и валутен риск, но е ограничен срещу относителни ценови шокове и разходен натиск. Затова основната

предпоставка за устойчиво участие в еврозоната не е просто поддържане на фиксиран курс, а съчетание от фискална предпазливост, конкуренция, институционална предвидимост и растеж на производителността..

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Развитието на паричната политика на България от валутен борд към участие в еврозоната представлява преход от национално правило за стабилност към участие в обща парична система. Данните за 2019 – 2024 г. показват, че България поддържа нисък държавен дълг, стабилен валутен курс и приемливи дългосрочни лихвени проценти. Основното забавяне през 2024 г. се дължи на инфлационния критерий, който остава над референтната стойност поради висока средна инфлация за предходните дванадесет месеца.

През 2025 г. оценката се променя: Европейската комисия приема, че България изпълнява условията за приемане на еврото, включително критерия за ценова стабилност и правната съвместимост (European Commission, 2025, pp. 6–8). С решението на Съвета на ЕС от 8 юли 2025 г. е одобрено присъединяването на България към еврозоната от 1 януари 2026 г. и е определен обменният курс 1.95583 лева за едно евро (Council of the European Union, 2025).

След приемането на еврото въпросът вече не е дали валутният борд може да поддържа фиксиран курс, а дали българската икономика може да съчетае ценова стабилност, производителност и фискална устойчивост в условията на обща парична политика. Отговорът зависи по-малко от наследения паричен режим и повече от институционалното качество, инвестициите, човешкия капитал, демографската структура и способността на публичните финанси да не пораждат нов инфлационен натиск.

ИЗТОЧНИЦИ / REFERENCES

Българска народна банка. (различни години). Годишен отчет. София: БНБ.

Европейска централна банка**.** (различни години). *Convergence Report*. Frankfurt am Main: ECB.

Международен валутен фонд. (2001). *Bulgaria: From Crisis to Stability*. Washington, DC: IMF.

Световна банка. (различни години). *Bulgaria: Economic Transition and Growth*. Washington, DC: World Bank.

Council of the European Union. (2025). *Bulgaria ready to use the euro from 1 January 2026: Council takes final steps.* Brussels: Council of the EU.

De Grauwe, P. (2020). *Economics of Monetary Union* (13th ed.). Oxford: Oxford University Press.

European Commission. (2025). *Convergence Report 2025 on Bulgaria. Institutional Paper 320*. Luxembourg: Publications Office of the European Union.

Hanke, S. H., & Schuler, K. (1994). *Currency Boards for Developing Countries*. San Francisco: ICS Press.

International Monetary Fund. (2024). *Bulgaria: 2024 Article IV Consultation - Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Bulgaria*. IMF Country Report No. 24/163. Washington, DC: IMF.

National Statistical Institute. (2025). *Notification tables for debt and deficit for "General Government" sector, 2024 - final data*. Sofia: NSI.

OECD. (2023). OECD Economic Surveys: Bulgaria 2023. Paris: OECD Publishing.

За контакти:
Павлина Методиева, докторант
Служебен адрес: гр. Велико Търново 5000, ул. „Арх. Г. Козаров" № 1А
ВТУ „Св. св. Кирил и Методий", Стопански факултет,
Катедра „Икономическа теория и МИО"
E-mail: papunka85@abv.bg