

## БЪДЕЩЕТО НА БЪЛГАРСКИЯ ЛЕВ И ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРИЧЕН СЪЮЗ

гл. ас. д-р Ирена Николова  
Нов български университет, София

## FUTURE OF BULGARIAN LEV AND EUROPEAN MONETARY UNION

Irena Nikolova  
New Bulgarian University, Sofia

**Abstract:** *The lev has been the legal tender in Bulgaria since 1880 and since then several exchange rate regimes have been changed. The introduced currency board in 1997 is expected to act until the Euroarea membership. The questions discussed in the paper are: 1. What was the development of the exchange rate regimes in the transition period? 2. What are the effects of the exchange rate regimes in the country on foreign exchange risk?*

**Key words:** *Bulgarian lev, foreign exchange regimes, foreign exchange risk, European Monetary Union, currency board*

Българският лев е националната парична единица в страната още от 1880 г. и към момента, въпреки че е приет фиксиран валутнокурсен режим под формата на паричен съвет, винаги е актуален въпросът какво следва. Включването в Европейския икономически и паричен съюз е естествен процес с оглед на пълноправното ни членство в Европейския съюз. Но предизвикателствата за развитието на този съюз и бъдещото присъединяване на страната към него също не са малко. Кога това би могло да се случи и как би се отразило в икономически и социален аспект са въпросите, които са разгледани в доклада, в контекста на валутнокурсните режими и валутния риск в България в периода след 1989 година.

Европейският паричен съюз се възприема като последния етап на интеграцията, тъй като се въвежда единната европейска валута като официално платежно средство в съответната държава. За поддържането на стабилността на еврото отговаря Европейската централна банка и тя, когато е необходимо може да предприема мерки в негова подкрепа на международните пазари като част от провежданата от нея парична политика. Така паричните политики на страните се обвързват с общата, което се отнася и за механизмите за надзор и финансиране.

Въпреки това, не могат да се пренебрегнат и проблемите, пред които е изправен самият Европейски съюз и неговите институции, тъй като мигрантската вълна се очаква да се отрази върху неговия бюджет, а оттам и върху финансирането на приоритетните области за всички държави.

Освен вътрешния „натиск“ за бъдещото единно развитие на 28-те страни, остава и състоянието на световната икономика. След глобалната финансово-икономическа криза, тя продължава да се възстановява, като през последната година икономиките на нововъзникващите пазари също се влошиха (Русия, Китай, Бразилия). Така съще-

ствува възможност някои от общите политики на Европейския съюз да се преразгледат, за да се направи опит за преодоляване на настоящите и очакваните затруднения.

Това, разбира се, са темите, които са актуални за настоящата и следващите години, що се отнася до тяхното отражение върху Европейския паричен съюз и икономическото развитие на България, както и евентуалното приемане на еврото като официално платежно средство. Страната ни вече има опит в последните 25 години от прилагането на различни валутнокурсони режими (плаващ и фиксиран), което също дава възможност да се прецени какви са възможните алтернативи.

Целта на доклада е да се представят възможните ефекти от включването на България в Европейския паричен съюз и приемане на еврото като официално платежно средство.

Конкретните задачи на настоящия доклад са свързани с два основни аспекта:

- Разглеждане на валутнокурсони режими в България след 1989 година до момента и връзката с валутния риск;
- Представяне на проблемите пред Европейския паричен съюз и тяхното отражение върху избора за приемане на еврото.

Тези две задачи са дискутирани последователно в доклада, като представеният материал е част от по-детайлен анализ по тази тема.

Преобладаващите въпроси, които се анализират в българската литература в тази област са свързани с възможностите и вероятните сценарии за приемане на еврото като официално платежно средство в страната, особено след въвеждането на паричния съвет, както и отражението върху макроикономическата рамка (напр. Н. Неновски, К. Христов, Б. Петров (2001) [1], И. Тодоров (2014) [2] и С. Кирова (2014)) [3].

В текста се ползват две основни понятия „валутен риск“ и „валутнокурсони режим“, като е добре да бъде дефинирано тяхното значение за целта и задачите на доклада, предвид различното им приложение при отделни автори.

*Валутнокурсони режим* в текста се определя като нормативната основа за дефиниране на валутния курс на местната спрямо всички останали валути. Като например, М. Стоименов го определя като „форма на съществуване на валутния курс в различните му разновидности, т.е. типа валутен курс, избран от паричните власти“ [4]. В документите на Международния валутен фонд няма изрично определение на валутнокурсони режим, но се представя класификация на видовете режими, които описват какъв валутен курс е приет в дадена държава и как централната банка се намесва в нейна подкрепа на пазара.[5]

За видовете режими се възприема класификацията на Международния валутен фонд [5]<sup>1</sup>.

*Валутния риск* се разбира като рискът, който възниква в резултат на промените в активите и пасивите, както и приходите и разходите на стопанските субекти, дължащи се на измененията на валутните курсове [6].

Изборът на валутнокурсони режим се отразява както върху провежданата парична политика, така и върху нивото на валутния риск за стопанските субекти, включвайки към тях освен физическите и юридическите лица, и държавата.

---

<sup>1</sup> Предвид разнообразието на класификации на валутнокурсони режими в литературата, особено по отношение на детайлното разграничение между отделните елементи, в доклада е приета възприетата от Международния валутен фонд. За повече детайли: International Monetary Fund. Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions, October 2014, pp. 5-8.

*Каква е връзката между валутнокурсския режим и валутния риск?*

В литературата разбирането е, че всеки тип валутнокурсен режим се отразява върху дейността на участниците в икономиката на една държава, независимо дали е плаващ или фиксиран. Наличието на валутен риск е свързано предимно с практическата страна на валутнокурсния режим или какви загуби би понесъл даден субект от своята дейност в чужда валута спрямо местната. Именно за това валутният риск се разглежда в контекста на валутнокурсните режими, като за България е интересен изборът на конкретен тип режим пред друг.

Презумпцията е, че при плаващ валутнокурсен режим, като няма значение дали той е от типа управлявано или независимо плаване, колебанията на валутните курсове предполагат високи транзакционни разходи за намаляване влиянието на валутния риск върху стопанските субекти. Но при износ предимството на този тип режим е в случаите на по-слаба местна валута спрямо водещите международни валути, тъй като това позволява стоките и услугите да са по-конкурентни и съответно се насърчава износът от местната икономика (напр. едно от предимствата за износ, ползвано от Китай е по-слабият юан).

От друга страна, при фиксирани валутнокурсни режими се приема, че няма валутен риск при фиксиран курс на местната валута към определена (резервна) чуждестранна валута. Рискът е налице, само когато той е „привнесен“, т.е. риск има спрямо валути, към които не е фиксирана съответната чуждестранна (резервна) валута. Друга вероятност за валутен риск съществува, в случай че централната банка реши да промени валутнокурсния режим от фиксиран на плаващ (напр. при швейцарския франк). Ето защо, независимо от прилагания режим, икономиките на страните с фиксиран и плаващ се наблюдават и анализират.

### **1. Валутен риск и валутнокурсни режими след 1989 г. в България**

След 1989 г., България, както и други държави от Централна и Източна Европа, започват трансформирането на икономиката от планова към пазарна. Всяка от тези страни избира свой път, по който да продължи развитието си и в резултат на това днес бившите социалистически страни се намират на различен етап. А състоянието на икономиката и нейното реструктуриране се отразява върху стабилността на националната парична единица за всяка една от страните, което провокира с разглеждането на настоящите въпроси.

Отражение оказват и прилаганите икономически и финансови политики, които директно влияят върху избора за вида на прилагания валутнокурсен режим. Що се отнася до държавите в Европейския съюз, определяща е и тяхната цел за включване в Европейския паричен съюз.

В България изборът на валутнокурсен режим се затруднява от това, че по време на плановото стопанство, държавата определя валутния курс спрямо валутите на страните от Съвета за икономическа взаимопомощ (СИВ). А трансформирането от планова към пазарна икономика изисква промяна на съществуващия модел на управление: приемане на съвременно законодателство, изграждане на стандарти и правила за финансовата и банковата система и за прилагане на паричната политика от страна на централната банка.

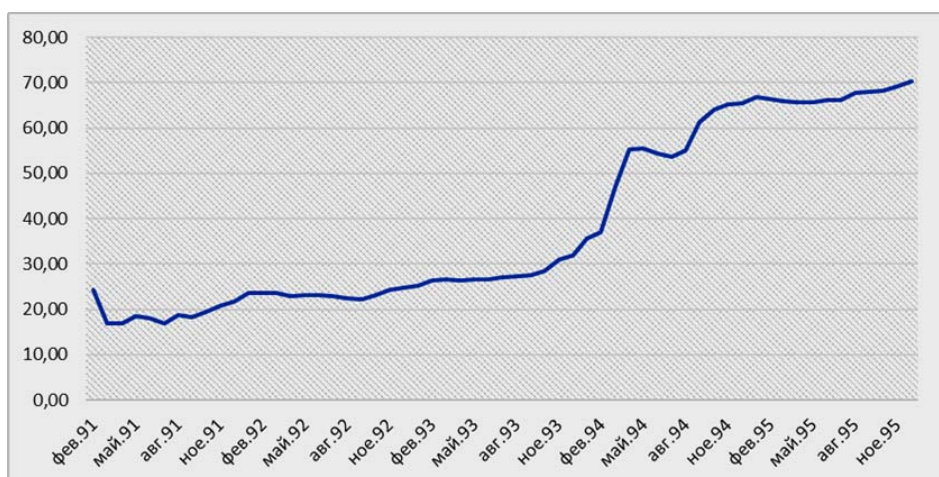
Всичко съществуват множество въпроси за разрешаване, но ключовите по отношение на българския лев и избора на валутнокурсен режим след 1989 г. са:

- ✓ *Съществуването на „два български лева“ или т.нар. „множественост на валутния курс“.* Характерно за периода преди 1989 г. е използването на „две валути“ за различни цели: едната е българският лев, прилаган за

целите на местната икономика, а вторият е валутният лев, който е бил за извършване на операциите на страната чрез външнотърговските дружества в държави извън СИВ. Тази „множественост“ на валутните курсове позволява да се предпазва вътрешната икономика от външни кризи и влияния, но е приложимо само в затворен тип икономики. Така държавата си е осигурила ресурси в конвертируема чуждестранна валута чрез износ на местни стоки.

- ✓ *Липсата на конвертируемост на българския лев.* Това означава, че трябва да се даде възможност свободно да се обменя лев срещу останалите валути, а централната банка да има готовност да прилага парична политика и да запази стабилността на местната валута от външни шокове.
- ✓ *Трансформиране на централната банка,* за да може да отговори на промяната по отношение на валутнокурсния режим и въвеждане на паричната политика, която да е съобразена с пазарните условия. Тя става независима от провежданата политика на правителството или други институции, за разлика от нейните функции при планова икономика.
- ✓ *Емисионна политика.* Това е ключов въпрос за поддържането на паричната маса в обращение и недопускането на ръст в инфлацията, както и финансиране на задължения на институциите за сметка на нови емисии.
- ✓ *Избор на валутнокурсен режим.* Тъй като до 1989 г. трудно може да се определи какъв точно е ползваният режим според приетите класификации, то след това изборът се свежда до плаващ или фиксиран валутнокурсен режим. Повечето от държавите от Централна и Източна Европа предпочитат да въведат фиксиран режим в началото на прехода, за да предпазят своите валути от девалвация, а и съществува риск от неуспех при запазване на стабилността на валутите.

Разбира се, това са само част от въпросите, които са стоели за разрешаване в началото на прехода в България, но със сигурност изборът за бъдещото развитие е бил труден. Въпреки това, в страната са приложени и фиксиран, и плаващ валутнокурсен режим.



**Фигура 1.** Средномесечен валутен курс на българския лев спрямо щатския долар за периода м. февруари 1991 г. – м. декември 1995 г. [7]

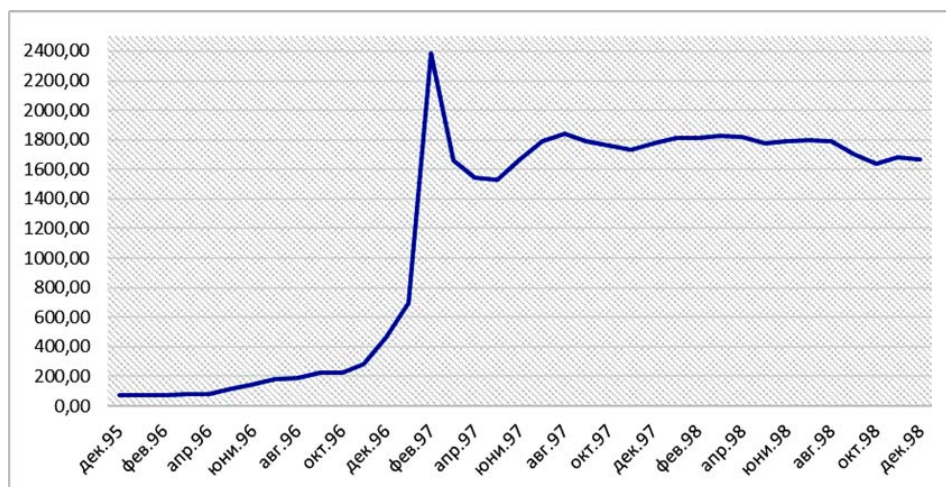
По отношение на валутния риск и приложените валутнокурсони режими в България в последните 25 години, могат да се разгледат следните периоди.

○ *Фиксиран валутнокурсони режим.* За кратко след 1989 г. българският лев е бил фиксиран, за да не се допусне неговата девалвация след началото на прехода в страната. Това е и подходът и на останалите държави от Централна и Източна Европа, което позволява да не се допусне рязко обезценяване на местната валута към останалите и още в началото на прехода да се насочат усилията към справяне с валутнокурсони разлики вместо с други съществени въпроси за трансформирането на икономиката.

○ *Плаващ валутнокурсони режим* от 1990 г. до 1997 г., като този период е ключов за настоящото състояние на българския лев в момента. На фиг. 1 и фиг. 2 е представен валутният курс на българския лев спрямо щатския долар, от които се вижда какви са колебанията през годините и кога има резки скокове в курса. Могат да се посочат няколко водещи събития през този период, които променят избраният тип валутнокурсони режим:

- криза във финансовата и банковата система на страната 1996-1997 година;
- девалвация на българския лев спрямо щатския долар (фиг. 2) и спрямо останалите водещи валути;
- хиперинфлация в началото на 1997 година.

Тези събития поставят на изпитания функционирането на финансовата система в страната, в резултат на което се въвежда отново фиксирания валутнокурсони режим, но този път под формата на паричен съвет.

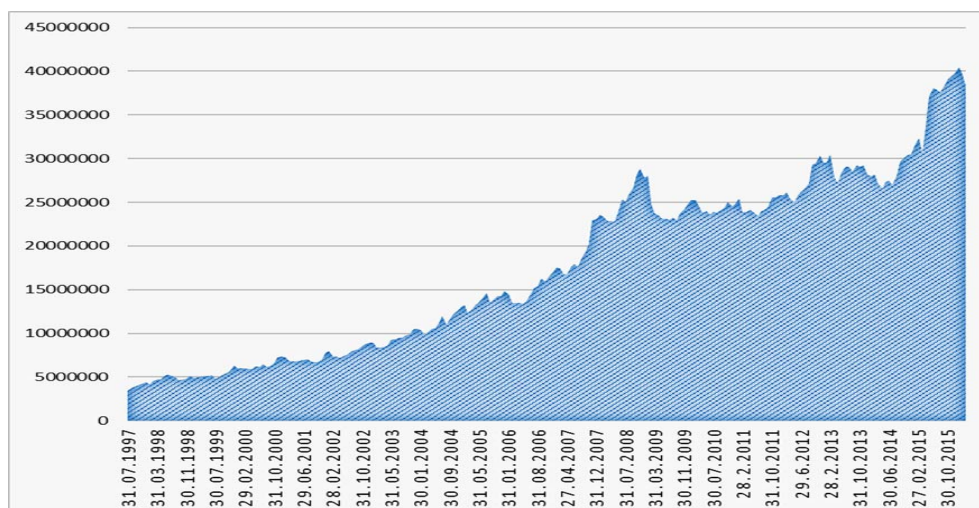


**Фигура 2.** Средномесечен валутен курс на българския лев спрямо щатския долар за периода м. февруари 1991 г. – м. декември 1995 г. [7]

○ *Фиксиран валутнокурсони режим* от м. юли 1997 г. досега, чрез система на паричен съвет. Основният фактор за поддържането на паричния съвет са международните валутни резерви (фиг. 3), които трябва да са минимум 100% от паричната маса в обращение.

От приемането на фиксирания валутнокурсони режим през 1997 г. валутните резерви са покривали винаги паричната маса в обращение, гарантирайки стабилността на неговото функциониране. Българският лев е фиксиран към еврото и така централ-

ната банка няма възможност да прилага парична политика, но се включва като кредитор от последна инстанция само в случай на системен риск за банковата система.



Фигура 3. Международни валутни резерви [7]

Към края на м. април 2016 г. покритието на валутните резерви е приблизително около 171%, като общо активите на Управление „Емисионно“ на Българска народна банка са 42 308 239 хил. лева. От тях най-голям дял имат инвестициите в ценни книжа, които са в размер на 28 767 389 хил. лева, следвани от паричните средства и предоставени депозити в чужда валута 10 738 833 хил. лева и монетарно злато и други инструменти в монетарно злато 2 802 017 хил. лева.

## 2. Проблеми пред Европейския икономически и паричен съюз

Европейският паричен съюз предполага преди всичко хомогенна интеграция между държавите, така че различията и „пропастите“ в стандарта на живот и икономическо развитие помежду им да не създават дисбаланси, и то не само финансови, свързани с единната валута.

Ако съществуват значителни разлики в икономическото и социално развитие, то провеждането на паричната политика, а и на всички останали общи политики е затруднено и изисква допълнителни мерки за преодоляването им. Тъй като, рано или късно, тези дисбаланси ще попречат на бъдещото функциониране на паричния съюз и на Европейския като цяло.

Факт е, че в страните в Евроната има по-добре развити държави и не толкова добре справящи се с прилагането на общата парична политика и дълговата криза от 2010 година го показва. Същото се отнася и за страните в Европейския съюз извън Евроната, които са потенциалните бъдещи участници. За справяне с различията по отношение на останалите политики се активират дейностите по кохезионната политика и мерките за подпомагане на по-слаборазвитите региони.

За паричната политика до дълговата криза липсваха подобни инструменти, които да противодействат на дисбалансите. Добри примери за това са Европейският надзорен механизъм и Европейският стабилизационен механизъм, имащи за цел да се

справят с подобни предизвикателства предварително. Необходимо е повече време, за да се види как те работят и какви са резултатите от тяхното функциониране, но на пример натискът върху еврото на международните пазари намаля след въвеждането на Европейския стабилизационен механизъм.

Трябва да се има предвид, че световната икономика и отделни региони се развиват и не изчакват разрешаването на трудностите в Европейския паричен съюз. Освен това, възникват и други предизвикателства, които също имат отражение върху финансовата и икономическата стабилност. Някои от основните са следните:

- *Критериите от Маастрихт*, необходими за присъединяване в Европейския паричен съюз. Оказва се, че преди да станат част от него всички държави са длъжни стриктно да ги изпълняват. Не така стои въпросът с вече приелите еврото държави, тъй като при тях има неспазване на тези критерии, а като ответна реакция няма преки санкции за нарушилите ги, както е с повечето останали общи политики. А това дава възможност за увеличаване на бюджетния дефицит и външният държавен дълг и не толкова стриктно спазване на правилата от отделните държави. На практика се оказва, че страните, последни присъединили се (Естония, Литва, Латвия) са по-коректни спрямо тези правила. Това изисква преди всичко постигането на механизми за контрол върху основните фискални и финансови показатели на тези страни след приемане на еврото, а не само преди това.
- *Финансови и икономически кризи*. След глобалната финансова и икономическа криза от 2007 г. се оказва, че приелите еврото, поради различията в развитието и редица пропуски за точно тези критерии, както и управлението на външния държавен дълг, допринесоха за формирането на още една криза – дълговата от 2010 г. тя засегна по различен начин отделните държави в Еврозоната, но се отрази и върху повечето държави в Европейския съюз, извън паричния съюз. В резултат на това Европа все още се възстановява от последвалата рецесия. Механизмите, приети за справяне с последната дългова криза, засега работят, като се очаква те да се справят и с други подобни кризи. Въпросът за финансовата и икономическата политика на ниво отделни държави остава, т.е. ако не се съобразяват с общите мерки на паричната политика, отново може да се очакват нови кризи.
- *Мигрантска вълна*. Това е едно от предизвикателствата засега само пред Европейския съюз, но ако мигрантският поток се продължава да се увеличава, вероятно ще се наложи преразглеждане на приоритетите и тяхното финансиране от страна на общия бюджет, предвидени за останалите общи политики, включително и за кохезионната. Така се предполага отлагане на справянето с дисбалансите в Европейския съюз и в Еврозоната.
- *Членство в Европейския съюз и / или Еврозоната*. В контекста на желанието на Великобритания да напусне Европейския съюз и очаквания референдум, стабилността на еврото на международните пазари и на провежданата парична политика са силно уязвими. Същото се отнася и ако друга държава реши да дискутира дали да продължи да е член на тези два съюза. Разбира се, не трябва да се пропуска и алтернативата да се приеме държава, която не изпълнява тези критерии и това допълнително да усложни функционирането на паричния съюз.

Проблемите пред Европейският паричен съюз не са малко и това изисква прилагането на парична политика, която да се синхронизира между всички държави, особено що се отнася до спазването на фискална и финансова дисциплина.

### Изводи

България за последните 25 години има опит с прилагането на плаващ и фиксиран валутнокурсен режим. Както показва и практиката, за управляваното плаване на българския лев към останалите валути е необходимо провеждането на активна парична политика от страна на централната банка, обвързана не само пряко с валутния курс, но и останалите регулаторни нейни функции, като надзорната и емисионната.

Избраният фиксиран валутнокурсен режим под формата на паричен съвет, стабилизира финансовата система (банкови и небанкови институции) и създаде прогнозируемост на бизнес средата. Що се отнася до валутния риск, то спрямо еврото, стопанските субекти в страната нямат такъв, но имат към останалите валути, нефиксирани към еврото, като водещи са щатският долар, британската лира, швейцарският франк.

В България евентуалното преминаване от фиксиран валутнокурсен режим към плаващ се очаква да настъпи след приемането на еврото като официално платежно средство. Въпреки че страната в тази ситуация е по-неконкурентоспособна по отношение на износа, особено в условия на растеж на световната икономика. Но при приемането на друг плаващ валутнокурсен режим, поне това показва стопанското развитие на страната, е трудно да се предпази българският лев от разликите във валутните курсове, а оттам и поддържането на стабилност на финансовата и банковата система. Освен това, се изисква и прилагането на активна парична политика и сериозно експертно познание за функционирането на финансовите пазари, включително и за валутният.

Не бива да се забравят проблемите пред Европейският паричен съюз, които поставят пред изпитания страните, приели еврото за свое платежно средство. Що се отнася до критериите от Маастрихт, България ги изпълнява и би могла да ги изпълни и за период от две години, но към момента по-добрият вариант е да се изчака. Въпреки това, приемането в т.нар. валутнокурсен механизъм (ERM 2) би показало намеренията за бъдещо присъединяване към еврозоната, каквото е и логичното развитие по отношение на интеграцията на страната.

### Литература

1. Неновски, Н., К. Христов, Б. Петров. От лев към евро: Кой е най-добрият път? Сиела, София, 2001.
2. Тодоров, И. Валутнокурсните режими по пътя към еврото, В: Икономически изследвания, Икономически институт на БАН, 1/2014.
3. Кирова, С. Валутнокурсни режими и макроикономически показатели на държавите с дерогация от Централна и Източна Европа, В: Икономическа мисъл, Икономически институт на БАН, 2/2014.
4. Стоименов, М. Международни финанси, Тракия-М, София, 2011, с. 228.
5. International Monetary Fund. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, IMF, October 2014, pp. 5-8
6. Николова, И. Финансиране на международната търговия, Издателство на НБУ, 2015, с. 26-27.
7. Българска народна банка. Статистика, <http://bnb.bg/Statistics/index.htm>, посетен на 20 май 2016 г.