СИА Анализ № 03/2025

Ноември 2025

Макроикономически ефекти от въвеждането на еврото

Пламен Ненов*

На 1 януари 2026 г. България ще приеме еврото като национална валута – важна стъпка в процеса на европейска интеграция. Това е логична стъпка след повече от четвърт век валутен борд. Същевременно тя поставя въпроса за потенциалните макроикономически ефекти от самия присъединителен процес.

Настоящият анализ представя факти от опита на други страни от Източна Европа, които показват, че основният канал на въздействие от приемането на единната европейска валута върху макроикономиката преминава през елиминирането на валутния риск. Това води до по-ниски лихви, по-високи цени на активите и повишен интерес от страна на чуждестранни инвеститори. Краткосрочните и средносрочни ефекти са аналогични на ефектите от стимулираща парична политика: ръст на съвкупното търсене, по-високо потребление и инвестиции. За разлика от стимулиращата парична политика, обаче, тези макроикономически ефекти са по-трайни.

Опитът на други страни от Източна Европа приели еврото показва, че на пазара на труда се наблюдава увеличение на заетостта и заплащането на труд, като ефектите върху заетостта са особено изразени в т.нар. нетъргуеми сектори: строителство, търговия на дребно, хотелиерство и ресторантьорство. При инвестициите в трайни активи се откроява средносрочно повишение не само на инвестициите в сгради и инфраструктура, но и в активи, свързани с иновации и дигитализация. Ефектите върху външната търговия са по-умерени – отчетливо нараства вносът, докато износът остава стабилен. Това е индикатор, че стимулиращите въздействия от еврото се проявяват най-вече чрез вътрешното търсене, а не чрез увеличаване на експортния потенциал.

За България се очаква по-ограничен стимулиращ ефект в сравнение с други нови членки на еврозоната, тъй като десетилетията със стабилен валутен борд вече са редуцирали валутния риск в по-голямата му част. Въпреки това ръстът на цените на жилищата и фондовия индекс преди и около положителния конвергентен доклад подсказва, че ефектите биха могли да бъдат и по-значими.

В условията на висока икономическа активност, която е вече над потенциала на икономиката, е необходима по-консервативна фискална политика, включително постепенна консолидация на публичните финанси, за да се смекчат рисковете от прегряване на икономиката. Допълнително внимание следва да се отдели на политики за повишаване на производителността. В тази връзка, е важно да се насочат усилия към създаване на условия за инвестиции и иновации в по-продуктивни, експортно ориентирани отрасли.

Необходими са и мерки за развитие на капиталовия пазар, така че фондовата борса да поеме по-голяма част от потенциалния ръст в инвестиционна активност, както и политики за ограничаване на прекомерното нарастване на цените на жилищата. Такива политики биха подпомогнали средносрочната финансова стабилност посредством преодоляване на натрупването на дисбаланси на пазара на недвижими имоти.

* Ненов е от Norges bank и BI Norwegian Business School и е член и секретар на Съвета за икономически анализи. Мненията, изразени в настоящия анализ, са единствено на автора му, не ангажират по никакъв начин и не представят мнения на Норвежката централна банка, Съвета за икономически анализи или българската държава и нейните институции.

На 1 януари 2026 г. България ще стане официално член на еврозоната. Тази важна стъпка в европейската интеграция на страната е естествен изход от паричната система на валутен борд, която страната има от 1997 г. насам. Тя е ключов етап от процеса на икономическо развитие на България, съпроводен от множество въпроси и публични дискусии относно възможните макроикономически ефекти.

Съветът за икономически анализи вече публикува два анализа, свързани с икономическите ефекти от приемането на еврото.[1] Основните заключения от тези разработки са, че като цяло тази стъпка е естествена за страна с валутен борд като България. Същевременно опитът на други страни от Източна Европа, като Словения и Хърватия, сочи към възможен стимулиращ ефект за икономиката от самото въвеждане на единната валута.

Настоящият анализ допълва предходните, като систематично разглежда основните канали на въздействие от приемането на еврото върху макроикономиката, представя нови факти в тяхна подкрепа и формулира конкретни препоръки за политики, целящи постигане на максимални ползи за българската икономика от процеса на присъединяване към еврозоната.

Основни канали на въздействие

Приемането на единната валута по своята същност премахва специфичния остатъчен валутен риск, съществуващ при местната валута. Това постепенно се пренася към други рискове в икономиката, например лихвения риск и ценовия риск в местните финансови и реални активи.[2] Намалените рискове от своя страна водят до компресия на рисковата премия и до повишена инвестиционна привлекателност на страната спрямо чуждестранните инвеститори. В резултат лихвените нива в икономиката (краткосрочни и дългосрочни) спадат, а цените на активите се увеличават.

Промените в лихвените нива и цените на активите се пренасят към реалната икономика чрез добре познати макроикономически канали на трансмисия, сходни с тези на стимулираща парична политика на централната банка. Това включва по-високо съвкупно търсене (потребление и инвестиции) и ръст на кредитирането. Увеличеното съвкупно търсене води до по-голямо търсене на работна сила, което повишава заетостта и заплащането на труд. По-високата заетост води до повишаване на брутния вътрешен продукт (БВП), докато по-високото заплащане на труд се пренася частично върху ценовото равнище.[3] За разлика от стимулиращата парична политика, обаче, макроикономическите ефекти при елиминиране на остатачния валутен риск са по-трайни.

Други възможни канали на въздействие са свързани с намаляване на ликвидния риск в банковия сектор в резултат на по-ниски задължителни минимални резерви и засилена роля на централната банка като кредитор от последна инстанция, както и с намаление на трансакционните разходи при обмяната на местна валута в евро. Първият канал би имал фект върху икономиката, сходен с този при намаляване на валутния риск, докато вторият канал се очаква да се отрази основно върху

[1] Виж Волф, Йотов, Нилсен и Ненов (Анализ на СИА № 02/2023) и Ненов (СИА На фокус № 03/2025).
[2] Приемането на единната валута и единната парична политика също директно намалява лихвения риск поради редуцирането на инфлационния риск, свързано с по-надеждната парична политика на Европейската централна банка в сравнение с местната централна банка – виж Alesina and Barro (2001). Alesina and Barro (2001) също дискутират ефектите, свързани с премахването на възможността за провеждане на независима парична политика. За страна като България, която се намира във валутен борд с резервна валута еврото, тези ефекти са второстепенни.
[3] Виж Nenov and Simsek (in preparation) за формализация на този механизъм посредством макроикономически модел за специфичния контекст на присъединяване към валутен съюз.

двустранните търговски потоци с държави-членки на еврозоната.[4]

Кратки методологични бележки

Анализът се фокусира върху „новите“ държави-членки на Европейския съюз, приети от 2004 г. насам, а именно: България, Естония, Кипър, Латвия, Литва, Малта, Полша, Румъния, Словакия, Словения, Унгария, Хърватия и Чехия.[5] За по-кратко, в останалата част на анализа ще наричаме тази група „страните от Източна Европа“. Причините да се анализират единствено тези страни са две.

На първо място, ефектите от приемането на еврото за тази група държави несъмнено са по-информативни за България от ефектите върху „старите“ държави-членки на ЕС. На второ място, докато вече съществуват някои проучвания за ефектите върху „старите“ държави-членки,[6] международната конюнктура по времето на създаването на единната валута през 90-те години на XX в. – свързана с ускорението на финансовата глобализация и ръста на търсенето на активи от източноазиатските икономики – значително затруднява анализа на макроикономическите ефектите от самото приемане на еврото за тази група страни.

За да проследим как присъединяването към еврозоната би могло да влияе върху различни макроикономически показатели, използваме модификация на иконометричния метод „разлика в разликите“ (*difference-in-differences)*, известна още като „event study design”. При този метод се сравнява промяната в траекторията на даден индикатор около датата на приемане на еврото между страните, приели единната валута, и промяната в траекторията на същия индикатор за останалите страни от Източна Европа, които към съответната дата все още не са приели еврото.

Динамиката на относителната промяна в траекториите се проследява в различни времеви хоризонти – от тримесечието на положителния конвергентен доклад до 15 тримесечия след него. Освен това оценката на относителната промяна в траекториите в тримесечията *преди* положителния конвергентен доклад служи за определяне на възможни ефекти, породени от предварителни очаквания или от други систематични разлики между групата страни, приели еврото и тези, които все още не са го приели.

За по-добро разбиране на метода, нека разгледаме пример с една страна, приела еврото – Естония, един макроикономически индикатор – БВП и конкретен времеви хоризонт – три тримесечия след конвергентния доклад. Положителният конвергентен доклад за Естония е публикуван през второто тримесечие на 2010 г., а самото присъединяване към еврозоната става на 1-ви януари 2011 г., т.е. две тримесечия по-късно.

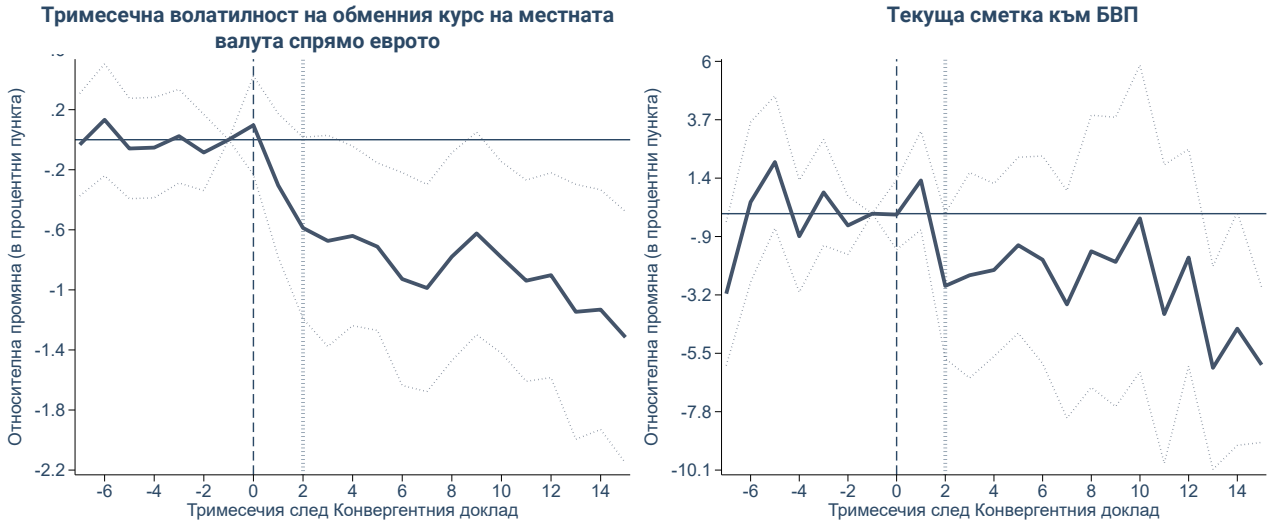
При хоризонт от три тримесечия след конвергентния доклад методологията сравнява промяната в БВП на Естония между първото тримесечие на 2010 г. (тримесечието непосредствено преди доклада) и първото тримесечие на 2011 г. със средната промяна в БВП за същия период при страните от Източна Европа, които тогава все още не са приели

[4] За Българият първият ефект би бил ограничен, поради високата ликвидност на банковата система. Относно втория ефект, виж Волф, Йотов, Нислен и Ненов (Анализ на СИА № 02/2023) за анализ на ефектите върху търговските потоци и възможните ефекти за България. Виж също Larch, et al. (2019). Освен тези влияния са възможни и други по-маловажни ефекти, например, свързани с лихвите по държавния дълг и управлението на държавния дълг.

[5] Основният източник на данните в настоящия анализ е Евростат. Където е възможно са използвани данни от 1995 до първото тримесечие на 2025.

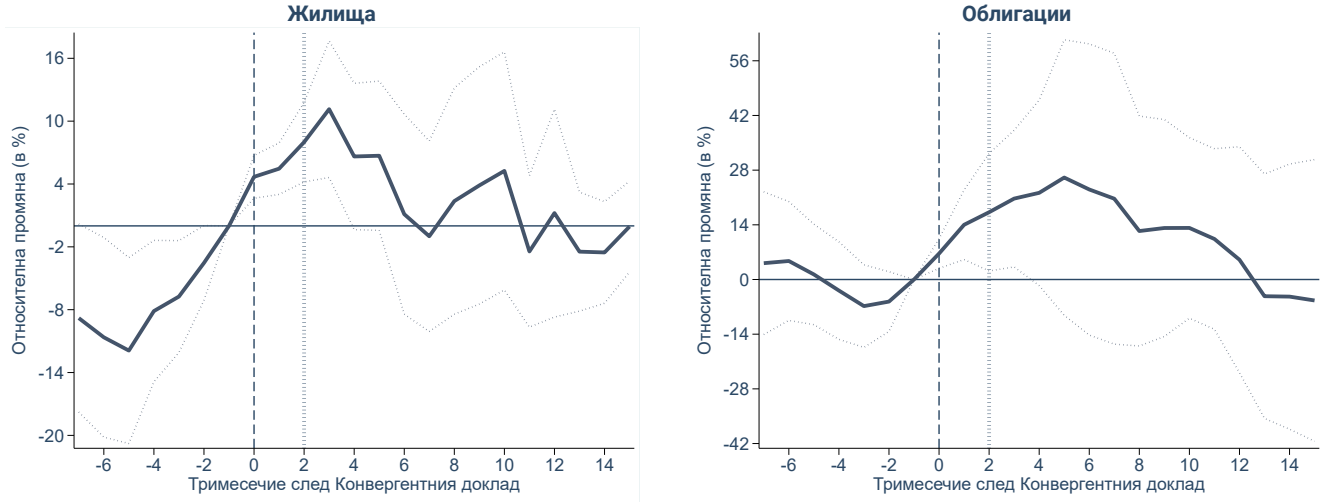
[6] Виж, например, Honohan (2010), Kalemi-Ozcan, et al. (2010), Reis (2013), Gopinath, et al. (2017).

1. Относителна промяна във волатилността на обменния курс и текущата сметка



Източник: Евростат. Тримесечната волатилност на обменния курс е изчислена като коефициента на вариация на дневния обменен курс на местната валута спрямо еврото за всяко тримесечие. Вертикалната прекъсната линия показва тримесечието на положителния конвергентен доклад, докато пунктираната линия показва датата на формалното приемане на единната валута. Пунктираните контури показват 90 процентни доверителни интервали.

2. Относителна промяна в цените на активите



Източник: Евростат, ОИСР, Централна банка на Словения, Централна банка на Кипър и Investing.com. Вертикалната прекъсната линия показва тримесечието на положителния конвергентен доклад, докато пунктираната линия показва датата на формалното приемане на единната валута. Пунктираните контури показват 90 процентни доверителни интервали.

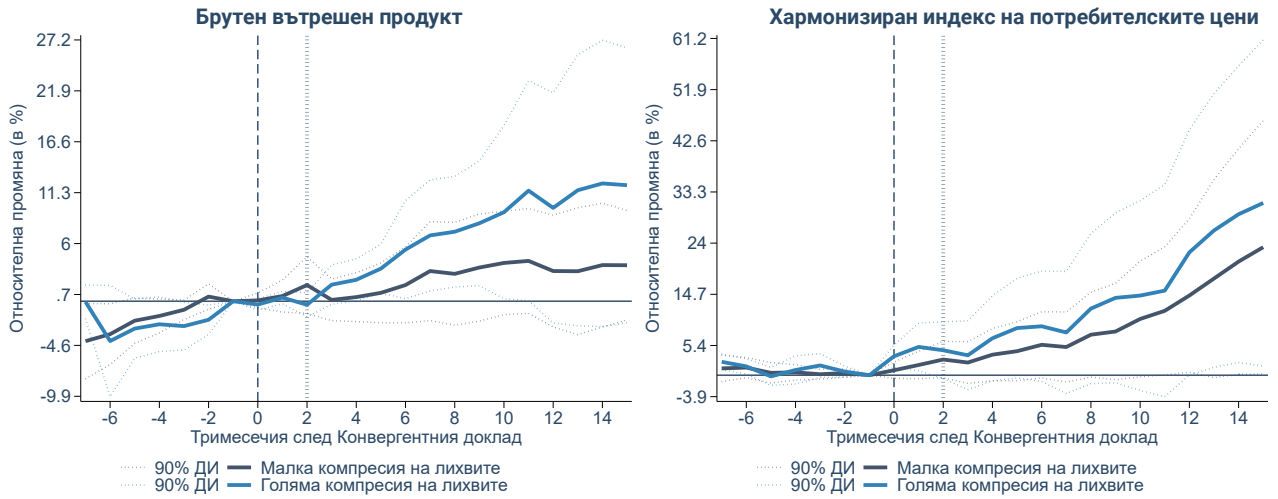
еврото (България, Латвия, Литва, Полша, Румъния, Унгария, Хърватия и Чехия).[7]

Разликата между двете траектории показва специфичния за Естония ефект върху БВП. Аналогични сравнения се правят за всяка от останалите страни, приели еврото, спрямо датата на техния собствен конвергентен доклад. Графиките в настоящия анализ представят осреднените ефекти от всички тези сравнения.

Важно е да се отбележи, че резултатите от използвания метод не могат да се тълкуват като доказателство за причинно-следствена връзка, тъй като присъединяването на една

[7] Методологията също изолира средната промяна на БВП в Естония наблюдавана по принцип в страната за 4 тримесечия. Виж Nenov and Simsek (in preparation) за допълнителни методологични детайли.

3. Хетерогенни ефекти върху БВП и потребителските цени



Източник: Евростат и собствени изчисления. Вертикалната прекъсната линия показва тримесечието на положителния конвергентен доклад, докато пунктираната линия показва датата на формалното приемане на единната валута. Пунктираните контури показват 90 процентни доверителни интервали.

страна към еврото очевидно не е произволно събитие и не може да се разглежда като естествен експеримент. Все пак, установените корелационни зависимости в анализа дават представа за посоката на въздействие на приемането на единната валута върху макроикономиката на съответната страна. Както ще стане ясно по-долу, тези корелационни зависимости подкрепят твърдението, че основният канал на въздействие върху икономиката е свързан със стимулиращ траен ефект върху икономическата активност.

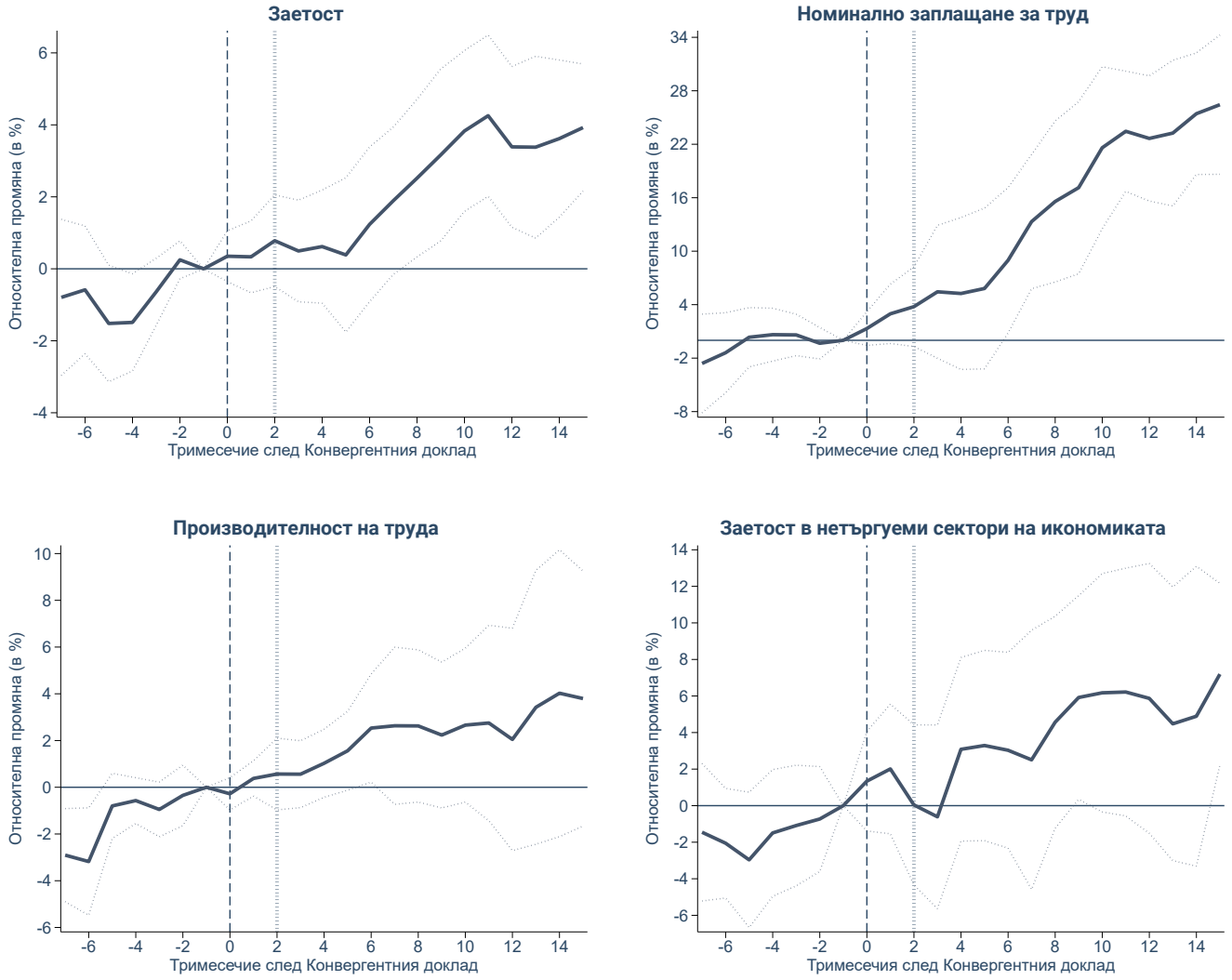
Измерени макроефекти

Приемането на единната валута води до елиминиране на валутния риск между местната валута и еврото. Левият панел на Фигура 1 потвърждава това въздействие. В сравнение със страни, които не са приели еврото, при страна, получила положителен конвергентен доклад, се наблюдава трайно намаление на волатилността на валутния курс спрямо еврото. Ефектът настъпва непосредствено след публикуването на конвергентния доклад, което потвърждава значимостта на тази дата спрямо формалната дата на приемане на единната валута за много от последващите въздействия върху икономиката.

Намаленият валутен риск повишава привлекателността на икономиката за чуждестранни инвеститори. Десният панел на Фигура 1 представя относителната промяна в баланса по текущата сметка спрямо БВП. За страната, приела еврото, балансът по текущата сметка намалява спрямо този на държавите, които не са въвели единната валута към съответната дата. Това понижение отразява директно засиления приток на чуждестранни капиталови потоци след приемането на еврото.

Намаленият валутен риск и повишеният интерес от страна на чуждестранни инвеститори се отразяват и върху цените на активите. Фигура 2 показва относителната промяна в цените на жилищата (ляв панел) и на облигационния пазар (десен панел) за страна, приела еврото, спрямо държави, които не са въвели единната валута. И при двата индикатора се наблюдават ефекти още преди публикуването на положителния конвергентен доклад, което може да се обясни с положителни инвеститорски очаквания, капитализирани в цените на активите още преди самото събитие.

4. Относителна промяна на индикатори на трудовия пазар



Източник: Евростат и собствени изчисления. Нетъргуемите сектори включват строителство, търговия на дребно и хотелиерство и ресторантьорство. Вертикалната прекъсната линия показва тримесечието на положителния конвергентен доклад, докато пунктираната линия показва датата на формалното приемане на единната валута. Пунктираните контури показват 90 процентни доверителни интервали.

Степента, в която стимулиращите канали на приемане на еврото оказват влияние върху реалната икономика, зависи от понижението на лихвените нива в съответната страна спрямо тези в еврозоната, т.е. от компресията на т.нар. спред между тях. По-висок спред преди въвеждането на единната валута и съответно по-силна компресия водят до по-значителен стимулиращ ефект върху икономическата активност, отколкото при по-нисък спред и съответно по-малка компресия.

Фигура 3 илюстрира това хетерогенно въздействие, като разделя страните, приели единната валута, на две групи според размера на компресията на тримесечните лихвени спредове на междубанковия пазар спрямо еврозоната в едногодишния период от тримесечието преди конвергентния доклад до първото тримесечие след формалното приемане на единната валута. Страни с компресия на или под медианната стойност формират групата с т.нар. „малка компресия на лихвите“ (Кипър, Латвия, Литва и Словакия), а тези с компресия над медианната стойност –

5. Относителна промяна на индикатори, свързани с инвестициите в дълготрайни активи, иновационна дейност и дигитализация



Източник: Евростат и собствени изчисления. Сгради и инфраструктура включват категории AN.111 Жилищни сгради и AN.112 Други сгради и постройки. Интелектуалната собственост включва категория AN.117 Продукти, обект на интелектуална собственост. Информационно и комуникационно оборудване включва категория AN.1132. Вертикалната прекъсната линия показва тримесечието на положителния конвергентен доклад, докато пунктираната линия показва датата на формалното приемане на единната валута. Пунктираните контури показват 90 процентни доверителни интервали.

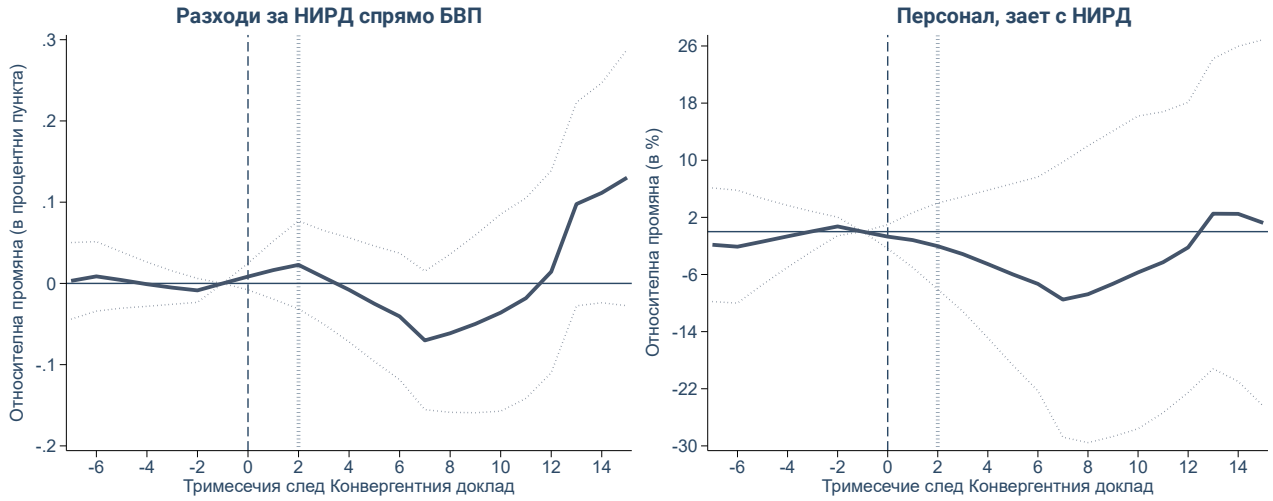
групата с „голяма компресия на лихвите“ (Естония, Малта, Словения). [8]

Случаят с Естония е особено показателен за влиянието на премахването на валутния риск върху реалната икономика. Въпреки че страната се намира във валутен борд, при присъединяването си към еврозоната през 2011 г. тя регистрира най-високия лихвен спред сред държавите от Източна Европа, които са въвели еврото. Този значителен спред вероятно се дължи именно на повишения валутен риск в месеците преди членството в еврозоната, породен от дълбоката рецесия на естонската икономика след Голямата финансова криза от 2008-2009 г., когато несигурността относно евентуална девалвация на естонската крона е особено висока. [9]

[8] За Хърватия липсват данни за размера на лихвения спред непосредствено преди конвергентния доклад, поради което Хърватия е изключена от анализа във Фигура 3. Според последните налични данни за спредовете по тримесечни операции на междубанковия пазар в Хърватия спрямо еврозоната, Хърватия би влязла в групата с голяма компресия на лихвите.

[9] Този риск се потвърждава от голям брой източници, включително прессъобщенията на Естонската централна банка от периода 2007-2009, предпазното споразумение между Шведската централна банка и Естонската централна банка от февруари 2009, анализи от Anderson (2009), OECD (2009), както и анализи на местни естонски медии и Ройтерс от този период.

6. Относителна промяна в индикаторите за научноизследователска и развойна дейност (НИРД)



Източник: Евростат и собствени изчисления. Вертикалната прекъсната линия показва тримесечието на положителния конвергентен доклад, докато пунктираната линия показва датата на формалното приемане на единната валута. Пунктираните контури показват 90 процентни доверителни интервали.

Левият панел на Фигура 3 показва, че присъединяването към еврото е съпроводено с относително нарастване на БВП в страните, въвели единната валута, спрямо тези, които не са го направили, като ефектите са по-изразени при държавите от групата с голяма компресия на лихвите. Десният панел потвърждава, че този ефект вероятно се реализира чрез съвкупното търсене, тъй като при страните с голяма компресия се наблюдава по-бързо относително повишение на ценовото равнище, което свидетелства за стимулиращо въздействие върху икономическата активност.

Пазар на труда

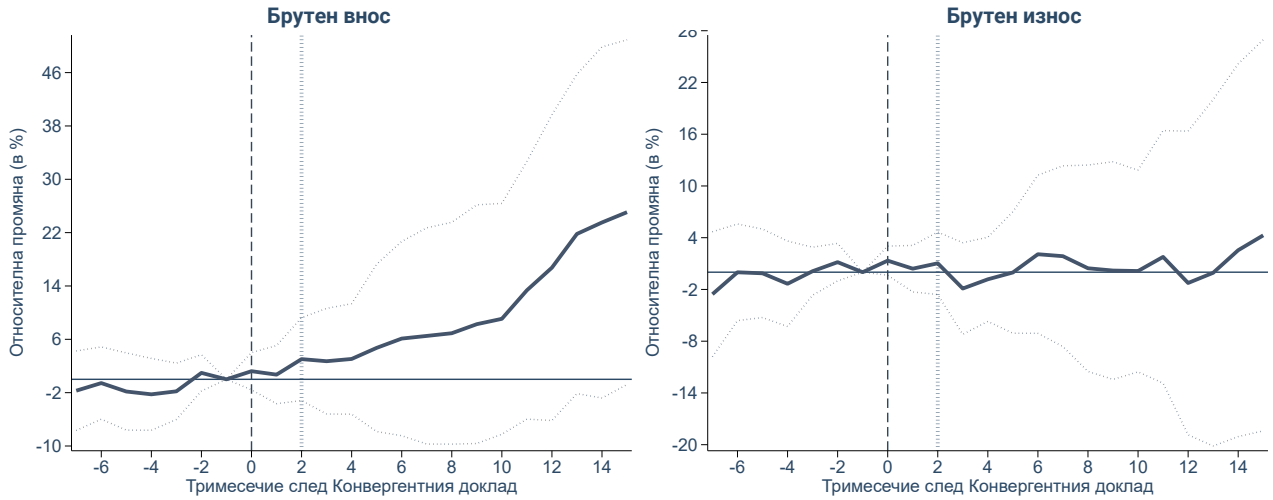
Фигура 4 представя относителната промяна в няколко индикатора, свързани с пазара на труда, които потвърждават стимулиращия ефект от приемането на еврото. След въвеждането на еврото се отчита относително нарастване на заетостта (горен ляв панел) и особено изразено увеличение на заплащането за труд (горен десен панел). За разлика от тях, ръстът в производителността на труда (долен ляв панел) е значително по-слаб.

Една вероятна причина за наблюдаваното разминаване между ръста на заплащането за труд и на производителността е по-силният ръст на заетостта в т.нар. нетъргуеми сектори – строителство, търговия на дребно, хотелиерство и ресторантьорство, които по принцип се характеризират с по-ниска производителност на труда. Присъединяването към еврото е съпроводено с увеличение на дела на заетите в тези отрасли, което е пряко следствие от стимулиращия ефект върху вътрешното потребление.

Инвестиции, иновации и дигитализация

Фигура 5 представя промените в няколко индикатора, свързани с инвестициите в дълготрайни активи, иновациите и дигитализацията след приемането на единната валута. В съответствие със стимулиращия ефект от по-ниските лихвени спредове, горният ляв панел на фигурата показва, че за страните, приели единната валута, се наблюдава относително увеличение на инвестициите в дълготрайни активи. Наред с това се наблюдава и относително увеличение в инвестициите в сгради и инфраструктура (горен десен панел), но в по-малка степен, което подсказва за по-силни ефекти при други видове дълготрайни активи.

7. Относителна промяна в брутния внос и износ



Източник: Евростат и собствени изчисления. Вертикалната прекъсната линия показва тримесечието на положителния конвергентен доклад, докато пунктираната линия показва датата на формалното приемане на единната валута. Пунктираните контури показват 90 процентни доверителни интервали.

Долният панел на фигурата показва, че при инвестициите в нематериални активи – пряк индикатор за иновационната активност, първоначално има лек спад, последван от средносрочно нарастване. Сходна динамика се наблюдава и при инвестициите в информационно и комуникационно оборудване – индикатор за дигитализацията на икономиката.

Резултатите по тези индикатори се потвърждават при прегледа на индикаторите за научноизследователска и развойна дейност (НИРД), показани на Фигура 6, а именно: общите разходи за НИРД (ляв панел), съотнесени към БВП, и персоналът, зает с НИРД (десен панел).

Търговия

Фигура 7 представя относителната промяна в брутния внос и износ след приемането на еврото. Най-ясно изразен е ефектът върху вноса, който нараства значително, докато при брутния износ не се отчита съществена промяна. Това съответства на резултатите за баланса по текущата сметка, показани на Фигура 1. Една възможна интерпретация на тези ефекти е, че ефектите върху двустранните търговски потоци, документирани в други изследвания, се дължат основно на преориентирането на търговските потоци към страни от еврозоната, както и на стимулиращото въздействие от приемането на единната валута върху вътрешното потребление и инвестициите, което от своя страна засилва брутния внос на стоки и услуги.

Възможни ефекти върху предприятията

Резултатите, представени по-горе, подсказват за възможни хетерогенни ефекти и върху предприятията. От една страна, по-високите цени на активите и по-ниските лихвени нива сочат към облекчаване на финансовите условия и достъпа до финансиране както дългово, така и дялово, което би имало положително въздействие върху инвестиционната активност на фирмите. Това се потвърждава от резултатите за капиталообразуването от Фигура 4. Намалената рискова премия вероятно оказва особено силно въздействие върху по-рисковите предприятия, които не биха имали достъп до финансиране при по-затегнати финансови условия.[10]

[10] Виж Pflueger, et al. (2020) за потвърждение на тези хетерогенни ефекти от по-ниска рискова премия в икономиката.

От друга страна, възможни са и хетерогенни ефекти по линия на различните сектори. Анализът на пазара на труда (Фигура 3) показва относително нарастване на заетостта в нетъргуемите отрасли – строителство, търговия на дребно, хотелиерство и ресторантьорство, за сметка на сектори с по-висок експортен дял, като земеделие и промишленост. Това пренасочване на ресурси предполага евентуално отрицателно въздействие върху производителността на икономиката – факт, добре документиран от икономическата литература за южноевропейските страни, присъединили се към еврото при неговото създаване.[11]

Основни заключения и препоръки

Основният канал на въздействие върху икономиката от приемането на единната валута е свързан със стимулиращи ефект върху потреблението и инвестициите и оттам – върху общата икономическа активност. Този канал на въздействие минава през по-ниски лихвени спредове, породени от премахването на валутния риск и следователно е сходен на стимулираща парична политика от страна на централната банка. За разлика от стимулиращата парична политика, обаче, ефектът върху макроикономиката е траен. Силата на въздействието най-вероятно зависи от размера на компресията на лихвените спредове – по-голяма компресия естествено има по-силен стимулиращ ефект и по-голямо въздействие върху икономическата активност. Пазарът на труда е важен медиатор на краткосрочните ефекти върху реалната икономика, тъй като относителният ръст на заетостта спрямо заплащането за труд определя относителния ефект върху икономическата активност спрямо ценовото равнище.

Възможни въздействия върху българската икономика

Какви биха били възможните въздействия върху българската икономика? Отговорът на този въпрос е силно условен. Анализът показва, че размерът на евентуалните ефекти върху българската икономика би зависил от лихвения спред преди приемането на единната валута. За съжаление, за България липсват актуални данни за лихвените нива по тримесечни операции на междубанковия пазар, за да се направи точна преценка на евентуалната компресия. Използвайки последните актуални данни за тези лихвени нива от средата на 2018 г., лихвеният спред за България спрямо еврозоната по тримесечни операции тогава е около 0,3 процента. Това поставя България в групата на страните с малка компресия на лихвите като Кипър, Латвия, Литва и Словакия. Това не е изненадващо, тъй като страната се намира в стабилен валутен борд, което означава, че остатъчният валутен риск е сравнително малък.

От друга страна, реакцията на българската фондова борса около конвергентния доклад (увеличение на индекса SOFIX от началото на май до края на август с около 22%), както и ускореният ръст на цените на жилищата през последните няколко тримесечия сочат към евентуално по-голямо въздействие. Следователно възможният ефект върху българската икономика, макар и сравнително малък, не бива да бъде пренебрегнат. Тъй като според последния икономически преглед на БНБ икономическата активност в страната вече е над потенциалното равнище, всяко допълнително краткосрочно стимулиращо въздействие би напрегнало допълнително пазара на труда, което би се изразило основно в нарастване на заплащането за труд спрямо

[11] Виж Reis (2013) и Gopinath, et al. (2017).

заетостта. Тези заключения водят до следните препоръки за политики.

Препоръки за политики

За максимизиране на нетните ползи от приемането на еврото, евентуален краткосрочен стимулиращ ефект за икономиката в условията на икономическа активност над потенциала й обуславя нуждата от предприемане на стабилизиращи макроикономически политики. В условията на липса на самостоятелна парична политика, стабилизационната макроикономическа политика зависи изцяло от фискалната политика на правителството. Това налага провеждането на по-консервативна фискална политика, насочена към плавна консолидация на публичните финанси.

Препоръка 1: По-консервативна фискална политика би балансирала евентуалните допълнителни краткосрочни стимулиращи ефекти от приемането на единната валута върху икономиката.

В ситуация на ускорено нарастване на цените на имотите и на кредитирането на домакинствата е важно да се запази средносрочната финансова стабилност чрез макропруденциални мерки. Макар повечето от тези мерки да са отговорност на БНБ, правителството би могло също да подпомогне този процес чрез политиката на местни данъци и такси, свързани с жилищния пазар.[12] Такива мерки включват, например, таксите за вписване на имот и данъкът за придобиване на имот, както и евентуалната актуализация на данъчната основа, върху която се плаща данък „сгради“. Подобни промени биха се отразили върху ръста на цените на имотите.

Препоръка 2: Промени в местните данъци и такси, свързани с жилищния пазар, с макропруденциална цел.

Възможните вторични ефекти върху производителността на труда, произтичащи от относително по-силното въздействие върху нетъргуемите сектори като строителството и търговията на дребно, както и възможния краткосрочен спад в иновационната дейност, налагат временни политики за насочване на икономически ресурси към по-продуктивни и иновативни предприятия в търгуемите сектори (индустриални политики). Такива политики могат да включват финансови инструменти и субсидии за подкрепа на индустриалния капацитет и иновациите, например посредством инструментите от оперативната програма ОПИК,[13] както и преференциални политики на пазара на труда, като по-ниски осигурителни ставки за работодатели, които откриват работни места в експортни сектори в по-слабо развити региони на страната.[14]

Препоръка 3: Временно увеличение на финансирането за политики, насочени към по-иновативни и експортно-ориентирани сектори и предприятия.

Намалената рискова премия и повишеният инвеститорски интерес към български активи могат да се използват като катализатор за развитието на фондовия пазар в страната. Това включва както мерки за стимулиране на търсенето на инвестиции в тези активи, така и инициативи за увеличаване на предлагането на фондови инструменти от страна на български предприятия.

По отношение на търсенето, възможни инструменти са данъчни стимули за спестяване в български облигации по примера на други страни,[15] както и политики, които

[12] Виж Kuttner and Shim (2016).
[13] Виж Ненов, Пеканов и Василев (Анализ на СИА № 02/2025).
[14] Виж Ненов (Анализ на СИА № 01/2023) и Ненов и Павлова (Анализ на СИА № 02/2024).
[15] Норвегия е пример за такъв вид данъчен стимул (т.нар. Aksjesparing med skattefradrag"), който дава данъчен кредит от 15% от спестените средства в акции и взаимни фондове (до определен максимален годишен праг) заедно със задължителен минимален период на

подобряват достъпа до диверсифицирани инструменти – включително насърчаване на предлагането на взаимни фондове и борсово-търгувани фондове. Намаляването на транзакционните разходи за чуждестранни инвеститори, например чрез сътрудничество с други регионални фондови борси в Източна Европа, би представлявало допълнителна възможност. Не на последно място, организирането на публична кампания за повишаване на финансовата грамотност относно рисково претеглената възвръщаемост от инвестиции в диверсифицирани фондове, също би засилило търсенето.

От страна на предлагането, подходящите мерки включват покриване на разходите за листване на фондовата борса. Насърчаването на по-богата гама взаимни фондове с различни характеристики, които обхващат по-широк кръг предприятия, листвани на борсата, би повлияло и върху решенията на отделни компании да станат публично търгуеми.

Препоръка 4: Структуриране на широка гама от политики, насочени към развитие на фондовия пазар в България.

Подобряването на интереса и ликвидността на българския фондов пазар би имало и положителен макропруденциален ефект, тъй като би насочило част от инвеститорския интерес от вложения в жилища към инвестиции в акции.[16]

Съветът за икономически анализи изготвя независими анализи и становища по отделни въпроси относно състоянието на българската икономика, предизвикателствата и рисковете пред нея, както и възможни политики и препоръки за решаването им.

Уеб страница: **cea.egov.bg**

Социални медии: **X: @BCEANews** **Facebook** **LinkedIn**

инвестиция. Виж https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-1994-6/id115340/?ch=4 Виж също програмите PEP и ISA във Великобритания, PEA във Франция, NISA в Япония, TFSA в Канада, Allemanssparende в Швеция и други.

[16] Виж Choi, et al. (2016).

Библиография

Alesina, A. and Barro, R.J., 2001. Dollarization. *American Economic Review*, *91*(2), pp.381-385.

Anderson, R., 2009. Estonia speeds full tilt towards the eurozone. *Financial Times, 9 June 2009.* Налично на: https://www.ft.com/content/b80bf4c6-5500-11de-b5d4-00144feabdc0 (последен достъп: 5 септември 2025).

Choi, H.S., Hong, H.G., Kubik, J.D. and Thompson, J.P., 2016. Sand states and the US housing crisis. Налично на SSRN 2373179.

Gopinath, G., Kalemli-Özcan, Ş., Karabarbounis, L. and Villegas-Sanchez, C., 2017. Capital allocation and productivity in South Europe. *The Quarterly Journal of Economics*, *132*(4), pp.1915-1967.

Honohan, P., 2010. Euro membership and bank stability–friends or foes? Lessons from Ireland. *Comparative Economic Studies*, *52*(2), pp.133-157.

Kalemli-Ozcan, S., Papaioannou, E. and Peydró, J.L., 2010. What lies beneath the euro's effect on financial integration? Currency risk, legal harmonization, or trade?. *Journal of International Economics*, *81*(1), pp.75-88.

Kuttner, K.N. and Shim, I., 2016. Can non-interest rate policies stabilize housing markets? Evidence from a panel of 57 economies. *Journal of financial stability*, *26*, pp.31-44.

Larch, M., Wanner, J., Yotov, Y.V. and Zylkin, T., 2019. Currency unions and trade: A PPML re-assessment with high-dimensional fixed effects. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, *81*(3), pp.487-510.

Nenov, P. T. and Simsek, A. 2025. How euro adoption can stimulate the economy. *In preparation.*

OECD (2009) OECD Economic Surveys: Estonia 2009. Paris: OECD Publishing.

Pflueger, C., Siriwardane, E. and Sunderam, A., 2020. Financial market risk perceptions and the macroeconomy. *The Quarterly Journal of Economics*, *135*(3), pp.1443-1491.

Reis, R., 2013. The Portuguese Slump and Crash and the Euro Crisis. *Brookings Papers on Economic Activity*, *2013*(1), pp.143-210.

Българска народна банка (2025) „Икономически преглед“, бр. 2/2025. София: БНБ. Налично на: https://www.bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/bnb_publication/pub_ec_r_2025_02_bg.pdf (последен достъп: 5 септември 2025).

Волф, Г., Йотов, Й., Нилсен, Д., Ненов, П., 2023. Икономически ефекти от присъединяването на България към еврозоната. СИА Анализ № 02/2023.

Ненов, П., 2023. История за три икономики. Анализ на СИА № 01/2023.

Ненов, П., 2025. Как еврото може да стимулира икономиката. СИА На фокус № 03/2025.

Ненов, П., Павлова, Р., 2024. Мултипликаторите на работни места в България. Анализ на СИА № 02/2024.

Ненов, П., Пеканов, А., Василев Д., 2025. Европейските субсидии за българския бизнес: пречка или стимул за икономическия растеж. Анализ на СИА № 02/2025.