

Валутният борд в България

Специално издание

Октомври 2010 г.

Резюме

Специалното издание „Валутния борд в България“ е фокусирано върху показателите, свързани с функционирането на валутния борд, но разглежда накратко и намеренията на българското правителство за участие във Валутен механизъм II, както и изпълнението на конвергентните критерии за членство в Еврозоната. Основните изводи са, че икономическите индикатори са благоприятни за валутния борд и страната има добри шансове за приемане на единната европейска валута в средносрочен план.

Анализатори: Райфайзенбанк (България) ЕАД

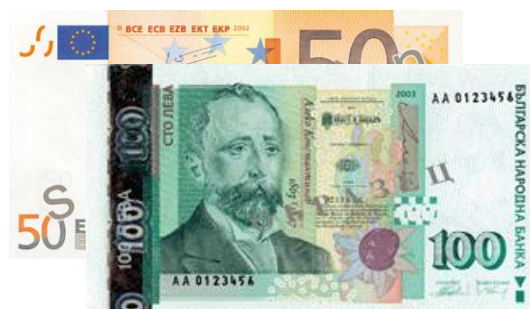
Калоян Ганев, д-р ик.
kaloyan.ganev@raiffeisen.bg

Христиана Видинова
hristiana.vidinova@raiffeisen.bg

Raiffeisen Bank International AG, Vienna
Мартин Шелценедер
martin.stelzeneder@raiffeisenresearch.at

Съдържание

УВОД	3
ФАКТОРИ, ДЕЙСТВАЩИ В ПОДКРЕПА НА ВАЛУТНИЯ БОРД.....	3
ПОКРИТИЕ НА ПАРИЧНАТА БАЗА С ВАЛУТНИ РЕЗЕРВИ ...	3
ПОЛИТИКА.....	4
ФИСКАЛНА ПОЛИТИКА.....	4
ФИСКАЛЕН РЕЗЕРВ.....	4
ДЪРЖАВЕН ДЪЛГ.....	5
ТЕКУЩА СМЕТКА	5
БАНКОВ СЕКТОР	6
ЕВРОИЗАЦИЯ	7
ИНФЛАЦИЯ	7
ПАЗАР НА ТРУДА	7
ПРОИЗВОДИТЕЛНОСТ НА ТРУДА	8
РАЗХОДИ ЗА ТРУД НА ЕДИНИЦА ПРОДУКЦИЯ	8
ВАЛУТЕН МЕХАНИЗЪМ II И ЕВРОЗОНА	9
ОГРАНИЧЕНА ОТГОВОРНОСТ	11



Валутният борд в България

Специално издание

Акценти

- ✓ Официалната позиция на правителството и Българската народна банка (БНБ) е, че валутният борд ще бъде запазен до влизането на страната в Еврозоната при настоящия валутен курс на лева към еврото. Налице е сериозен ангажимент от страна на институциите за включване във Валутен механизъм II колкото се може по-скоро. Предвидената бюджетна консолидация през 2011 г. би спомогнала значително за присъединяването към Еврозоната, което изглежда реалистично да стане в началото на 2014 г. Понастоящем не съществуват политически рискове за валутния борд.
- ✓ Високите коефициенти на покритие с валутни резерви показват, че размерът на резервите гарантира безпроблемното функциониране на режима на валутен борд.
- ✓ Благоразумната фискална политика е спомогнала значително за стабилността на валутния борд. Тя е осигурила значителни буфери и гъвкавост във времената на икономическа рецесия.
- ✓ Фискалният резерв е осигурил допълнителни гаранции за стабилността на валутния борд и е помогнал на правителството да финансира бюджетния си дефицит в година на големи колебания на международните финансови пазари.
- ✓ Ниското равнище на държавния дълг намалява съществено рисковете пред изпълнението на бюджета, тъй като сумите, които се изплащат, са относително ниски.
- ✓ Текущата сметка се е подобрила автоматично, след като източникът за увеличение на нейния дефицит – финансовите потоци към страната – са намалели. Това предполага отсъствието на устойчиви структурни проблеми в българската икономика.
- ✓ Банковата система доказва своята устойчивост през периода на икономическата криза.
- ✓ Кредитите и депозитите в България са с висока степен на евроизация. Промяна в официалния валутен курс, независимо в коя посока, би довела до съществени отрицателни ефекти върху балансите – на кредиторите, при поскъпване, и на кредитополучателите – при обезценка.
- ✓ Инфлацията е спаднала значително. По отношение на нея не се очаква натиск от вътрешния пазар. Въпреки че в краткосрочен до средносрочен план се очаква ускорение (например вследствие на конвергенцията към средноевропейските ценови равнища), поради прогнозираното бавно възстановяване на търсенето най-вероятно инфлацията ще остане доста по-ниска от стойностите, достигнати през 2007 и 2008 г.
- ✓ Пазарът на труда се е „охладил“ и в момента не е източник на натиск за увеличаване на инфлацията. Очаква се в средносрочен план той да остане около равновесието си.
- ✓ Производителността на труда се е подобрила значително от въвеждането на валутния борд. Процесът на нейното сближаване със средноевропейските равнища е подновен, след спада по време на кризата.
- ✓ Разходите за труд на единица продукция са все още умерени и подпомагат конкурентоспособността на българската икономика спрямо европейските ѝ партньори.

Увод

Валутният борд беше въведен в България през 1997 г., като той замени предишния паричен режим на плаващи валутни курсове. При валутния борд местната валута (българският лев) е фиксирана към еврото при курс 1.95583 (първоначално фиксирана при курс 1000 лв. за 1 германска марка). Съгласно Закона за Българската народна банка (БНБ), общата сума на паричните задължения на БНБ не може да превишава левовия еквивалент на брутния международен валутен резерв, като левовият еквивалент се определя на основата на официалния валутен курс. Валутните резерви покриват всички банкноти и монети в обращение, емитирани от БНБ, както и резервите на банките в БНБ – т.е. паричната база, както и депозити на правителството и други държавни институции в БНБ и депозита на управление „Банково“ в БНБ. Следователно, покритието на паричната база с валутни резерви надхвърля 100%. Валутният борд изисква строга фискална дисциплина, а Законът забранява на централната банка да кредитира правителството.

При българския валутен борд инструментите на парична политика са ограничени. Операциите на открития пазар от страна на централната банка са невъзможни, както и рефинансирането на търговските банки. Единственият наличен инструмент на паричната политика са минималните задължителни резерви, но и те се променят доста рядко. Функцията на БНБ като кредитор от последна инстанция може да бъде осъществявана при възникването на системен риск, но само до законоустановен лимит и срещу ограничен кръг допустими обезпечения.

До момента валутният борд, съчетан с прилагането на благоразумна фискална политика, се е доказал като един от основните стълбове на макроикономическата стабилност в страната. Той е показал своята устойчивост през годините, като практически е останал неповлиян от значими икономически сътресения в световната икономика като Азиатската криза, Руската криза, войната в бивша Югославия, както и от настоящата световна финансова и икономическа криза.

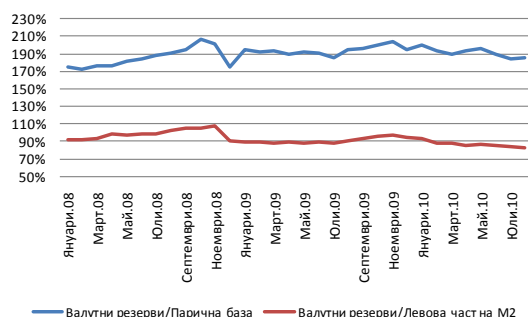
Фактори, действащи в подкрепа на валутния борд

Покритие на паричната база с валутни резерви

Паричната база в България се дефинира като сумата от банкноти и монети в обращение и задълженията на БНБ към търговските банки. Към 30 септември 2010 г. валутните резерви на БНБ възлизат на 12.8 млрд. евро. Паричната база е покрита 188.6% - значително над изискуемия минимум. Това осигурява значителен буфер за функционирането на валутния борд. На практика, съгласно устройството на валутния борд, активите на Управление „Емисионно“ покриват също и задълженията на БНБ към правителството и към други бюджетни институции, както и депозита на Управление „Банково“.

Покритието на левовата част от паричния агрегат M2 е също високо през август – 82.8%. Отношението на валутните резерви към БВП е 35.6% през септември 2010 г.¹

Фигура 1: Покритие с валутни резерви на паричната база и на левовата част на M2 (%)



Източник: БНБ, Райфайзен РИСЪРЧ

¹ В изчислението е използвана последната прогноза на Райфайзен РИСЪРЧ за БВП през 2010 г. (35.8 млн. евро)

Политика

Настоящото правителство встъпи в длъжност през юли 2009 г., след като политическа партия Граждани за европейско развитие на България (ГЕРБ) спечели парламентарните избори. То е правителство на малцинството, тъй като ГЕРБ има само 117 места от 240 в българския Парламент. Независимо от това, то е подкрепяно от Атака (21 места) и Синята коалиция (14 места), което прави управлението му стабилно.

Правителството продължава политическата линия, следвана от предходните правителства от 1997 г. насам, за безусловна подкрепа на валутния борд. Тази подкрепа се споделя от всички парламентарно представени партии, поради което не съществуват политически рискове, застрашаващи съществуването на валутния борд понастоящем или в обозримо бъдеще.

В началото на октомври 2010 г., в изявлението си, съпътстващо приключилата мисия, МВФ потвърди отново положителната роля на валутния борд: "Благоразумната макроикономическа рамка на България, чиято основна опора е валутният борд, е била от ключово значение за запазване на стабилността във времената на глобална икономическа криза".²

Фискална политика

Фискалната политика е била благоразумна в годините от въвеждането на валутния борд. Това е допринесло за натрупването на значителни бюджетни излишъци, съответно на съществен фискален резерв, който понастоящем се използва за финансирането на бюджетния дефицит.

През 2008 г. бюджетът приключи с касов излишък в размер на 2.9% от БВП. През 2009 г. приходите се свиха рязко, поради настъпилата икономическа рецесия, докато в същото време през първата половина на годината разходите на правителството надхвърлиха тези от първата половина на 2008 г. Новоизбраното правителство прибегна до съкращения в разходите през втората половина на годината с цел да ограничи размера на годишния бюджетен дефицит. Все пак, касов дефицит беше реализиран, но неговият

размер беше много малък: 0.9% от БВП. Това беше постигнато с цената на отлагане на плащанията към бизнеса, което доведе до дефицит на начислена основа в размер на 3.9% от БВП. Тъй като тази стойност надхвърляше Маастрихтския лимит от 3%, през юли 2010 г. Европейската комисия стартира срещу България процедура по свръхдефицит.

През юли, отчитайки по-ниските спрямо планираните приходи, Парламентът гласува актуализация на бюджета за 2010 г., като бюджетната цел беше променена на дефицит от 4.8%. Прогнозираният дефицит на начислена основа е 3.8% от БВП.

Фискален резерв

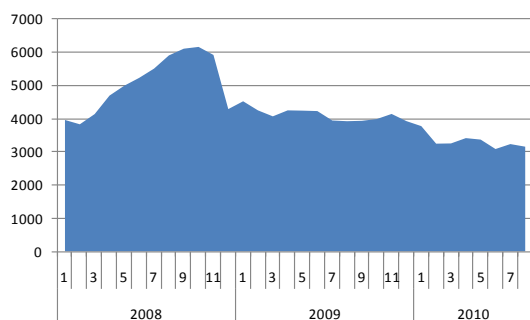
Фискалният резерв е имал (и продължава да има) много важна роля в управлението на публичните финанси. В годините на икономически бум той беше използван антициклично за акумулиране на допълнителните (над планираните) приходи, като по този начин беше ограничаван растежът на вътрешното търсене и беше противодействано на влошаването на салдото по текущата сметка. През втората половина на 2008 г. фискалният резерв достигна почти 6.2 млрд. евро, поради безпрецедентното преизпълнение на приходите. Тогавашното правителство похарчи (след одобрение от парламента) значителна сума от него през последното тримесечие в опит да противодейства на негативните ефекти от световната икономическа криза, с което се достигна до резерв от 4.3 млрд. евро в края на годината. Сходни равнища на фискалния резерв бяха поддържани и до края на юни 2009 г.

От юли 2009 г. фискалният резерв започна да се използва като основен източник за финансиране на възникващия бюджетен дефицит. Въпреки това, той не спадна под 3.9 млрд. евро до края на 2009 г.

Практиката за финансиране на дефицита с натрупаните в миналото спестявания набра скорост през първата половина на 2010 г. Фискалният резерв достигна най-ниската си стойност през юни 2010 г. - 3.1 млрд. евро, след което се възстанови до 3.2 млрд. през юли (основно поради притока на еврофондове) и намаля със 78 млн. евро през август.

² IMF, Press Release: Statement at the end of an IMF Mission to Bulgaria, 4 October 2010.

Фигура 2: Фискален резерв (млн. евро)



Източник: Министерство на финансите

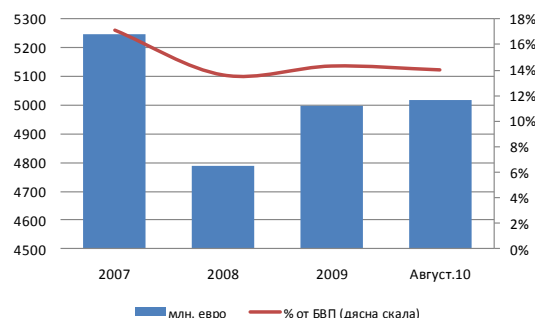
Държавен дълг

Държавният дълг беше нисък през 2008 г. Няколко правителства се придържаха към благоразумно управление на дълга, като използваха преизпълнението на приходите за предсрочно изплащане на държавния дълг, като същевременно се въздържаха от поемане на нови големи заеми. Към декември 2008 г. нивото на общия държавен дълг възлизаше на 13.6% от БВП. Съотношението се покачи през 2009 г. до 14.3% в резултат на спада на БВП и на някои малки вътрешни емисии.

През август 2010 г. държавният дълг беше 5 млрд. евро (много близо до равнището от края на 2009 г.). Поради прогнозираното номинално увеличение на БВП и очакваните равнища на емитиране на вътрешен дълг до края на годината, съотношението държавен дълг/БВП най-вероятно ще остане близо до нивото от 2009 г.

Равнището на държавен дълг нарежда страната сред трите най-добри по този показател в ЕС. То предполага ниско бреме, поради което не носи съществени рискове за стабилността на бюджета, съответно за цялостното икономическо развитие.

Фигура 3: Държавен дълг



Източник: Евростат, Министерство на финансите, Райфайзен РИСЪРЧ

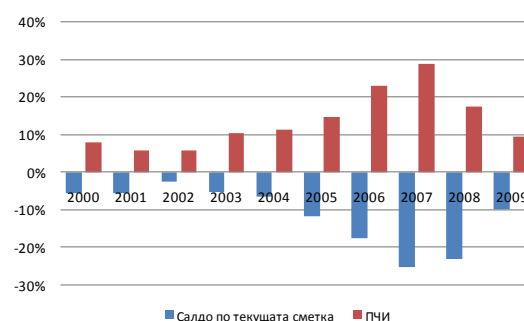
Текуща сметка

През последните години дефицитът по текущата сметка беше считан за една от най-големите заплахи за българската икономика. През 2007 г. той достигна изключително високо ниво – 25.2% от БВП, като остана висок и през 2008 г. – 23.1%. Дефицитът бе считан за признак за прегряване на икономиката. Той беше генериран основно като резултат от финансовите потоци към страната (в голямата си част преки чуждестранни инвестиции, ПЧИ), които стимулираха вноса. Това се потвърждава и от факта, че с изключение на 2008 г., всички дефицити по текущата сметка са бяха изцяло покрити от ПЧИ.

През 2009 г. дефицитът по текущата сметка започна бързо да намалява и достигна 9.9% от БВП в края на декември.

Подобриенето на текущата сметка продължи и през 2010 г., а през юли дори тя беше положителна в размер на 530 млн. евро. За периода януари-юли дефицитът спадна до едва 0.8% от прогнозирания БВП.

Фигура 4: Салдо по текущата сметка и нетни ПЧИ(% от БВП)



Източник: БНБ, Райфайзен РИСЪРЧ

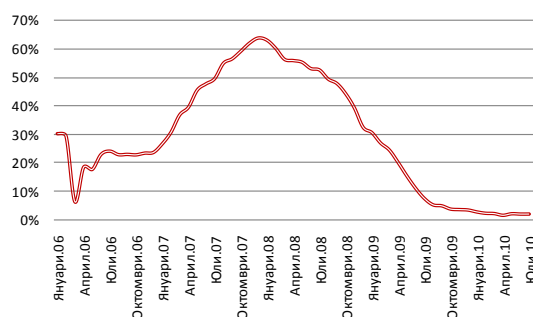
В резултат на предпазливото поведение, възприето както от инвеститорите, така и от потребителите, не се очаква България да се върне към структурата на растежа от 2007 и 2008 г. Ето защо се очаква дефицитът по текущата сметка да остане на умерени равнища в средносрочен план, въпреки че вносът ще нарасне след като започне възстановяването на икономиката.

Банков сектор

Банковата система е стабилна от въвеждането на валутен борд през 1997 г. Тя остана такава и от началото на настоящата икономическа криза през 2008 г. Практически нямаше признаци, че финансовата криза е била почувствана съществено, нямаше необходимост и от използване на възможността за предоставяне на ликвидност на банките в страната от БНБ като кредитор от последна инстанция, предвидена в Закона за Българската народна банка, както и от национализация на проблемни банки. Банковата система беше добре капитализирана, като отношението на капиталова адекватност достигна 18.03% към 30 юни 2010 г. В същото време, през второто тримесечие делът на експозициите с просрочие повече от 90 дни в общите брутни кредити нарасна до 9.45% при 7.29% през първото, но оперативните приходи бяха достатъчни, за да ги покрият. Към 30 юни 2010 г., обявената печалба на банките беше 180 млн. евро (спад от около 29% в сравнение със същия период на 2009 г.). Към същата дата възвращаемостта на активите беше 0.99%.

След като световната икономическа криза започна да се усеща в България през втората половина на 2008 г., високите темпове на нарастване на кредита, наблюдавани по време на икономическия бум, бързо спаднаха – от над 60% в края на 2007 г. до около 33% в края на 2008 г. и 3.6% в края на 2009 г. През първите седем месеца на 2010 г. кредитът за нефинансовите предприятия и домакинствата остана положителен, но с много ниски темпове (средно 2.3%). Настоящото състояние на икономиката и протичащата промяна в структурата на растежа предполагат, че в краткосрочен до средносрочен план кредитът няма да се ускори съществено. Това се потвърждава и от факта, че търсенето на кредити в страната е доста крехко, въпреки че е налице известно възвръщане на готовността на банките да отпускат заеми.

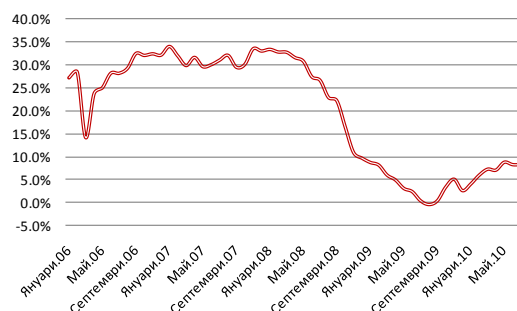
Фигура 5: Банкови кредити за нефинансови предприятия и домакинства (годишен растеж, %)



Източник: БНБ, Райфайзен РИСЪРЧ

Темпът на нарастване на годишна база на банковите депозити на домакинствата и нефинансовите предприятия се забави значително от над 30% през първите няколко месеца на 2008 г. до по-малко от 10% в края на същата година. Той достигна най-ниските си стойности през лятото на 2009 г., когато се колебаеше около 0% в рамките на няколко месеца. През есента на 2009 г. той започна да се покачва плавно, за да достигне около 8% през юли 2010 г. Нарастването на депозитите през последните дванадесет месеца се дължеше почти изцяло на увеличението на депозитите на домакинствата. Домакинствата бяха привлечени от високите лихвени проценти, докато те в същото време увеличаваха спестовността си от съображения за предпазливост относно бъдещето.

Фигура 6: Депозити на домакинства и нефинансови предприятия (годишен растеж, %)



Източник: БНБ, Райфайзен РИСЪРЧ

Растежът на депозитите се очаква леко да се ускори с възстановяването на българската икономика през 2011 г., но няма да достигне предкризисните темпове поради ограничения растеж на доходите.

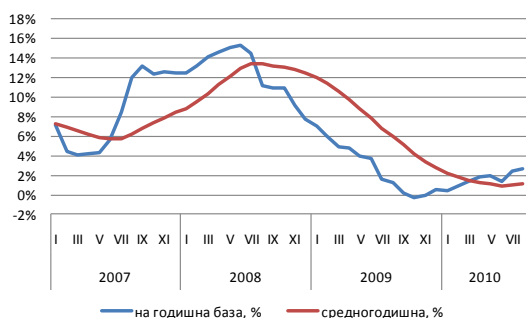
Евроизация

Населението на България е свикнало с опериране както в национална валута, така и в евро, в резултат на наличието на валутен борд. Поради това, то е евроизирало голяма част от своите активи и пасиви. Към август 2010 г. 58% от всички кредити за домакинствата и нефинансовите предприятия са били в евро. По подобие, делът на депозитите на домакинствата и нефинансовите предприятия, деноминирани в евро, е бил 43%.³

Инфлация

Инфлацията се ускори съществено по време на икономическия бум през 2007 и 2008 г. Нарастването на цените беше подхранвано основно от високите международни цени на храните и енергийните ресурси (по-специално петрола), от високото търсене (външно и вътрешно, и от високия растеж на заплатите в страната. През 2007 г. средногодишната инфлация достигна 8.4%, като се ускори допълнително до 12.3% през 2008 г. Вследствие на нормализирането на цените на международните пазари и „охлаждането“ на българската икономика, през 2009 г. средногодишната инфлация спадна до 2.8%. Развитието през 2010 г. отново доведоха до ниски стойности, като средногодишната инфлация достигна най-ниската стойност от 0.9% през юни.

Фигура 7: Инфлация



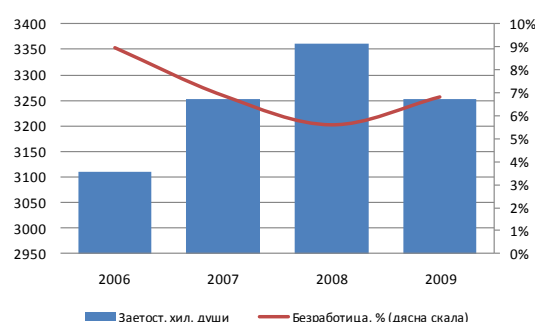
Източник: НСИ, Райфайзен РИСЪРЧ

³ В България кредитирането на домакинствата във валути като швейцарски франкове и японски йени почти не се практикува. В това отношение България се различава съществено от други страни от Централна и Източна Европа.

Пазар на труда

Високият растеж на икономиката през 2007 и 2008 г. бе свързан със значително увеличение на заетостта. През тези две години тя нарасна съответно с 4.6% и 3.3%. Безработицата спадна до 6.9% средно за 2007 г., като се сви допълнително до 5.6% през 2008 г. – доста под естественото ѝ ниво⁴. През 2009 г. заетостта претърпя корекция, основно през втората половина на годината. Тя спадна до 3.2%, докато безработицата се покачи до 6.8%. Средният коефициент на безработицата се очаква да се стабилизира около 9% през 2010 и 2011 г.

Фигура 8: Заетост и безработица



Източник: НСИ, Райфайзен РИСЪРЧ

През 2007 г. средната работна заплата нарасна с 19.5%, а през 2008 г. – с още 26.5%, поради недостига на работна ръка на пазара на труда, засилената конкуренция между работодателите, както и поради институционални фактори. През 2009 г. средната работна заплата отново се увеличи (със 7.4% по предварителни данни), но основата на тази динамика бе чисто статистическа – работодателите освобождаваха първо нископлатени работници.

Оставайки най-ниско в сравнение със страни от ЕС, нивото на средната работна заплата е далеч от това да представлява заплаха за българската конкурентоспособност. Вземайки предвид процеса на конвергенция може да се очаква тя да продължи да се увеличава, особено във висококвалифицирания сегмент, но растежът най-вероятно ще бъде в синхрон с този на производителността.

⁴ По оценки на Райфайзен РИСЪРЧ тя възлиза на около 9% за този период.

Фигура 9: Средна месечна заплата

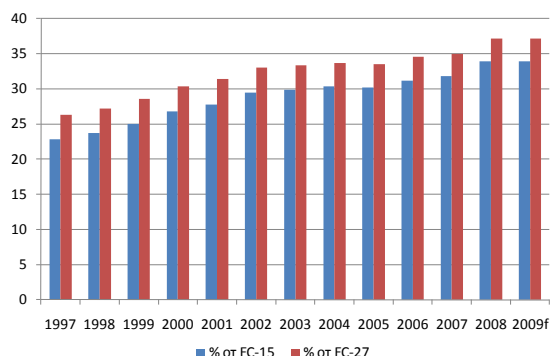


Източник: НСИ, Райфайзен РИСЪРЧ

Производителност на труда

Производителността на труда⁵, измерена в стандарт на покупателната способност (СПС)⁶, нарасна от 22.8% от средното за ЕС-15 през 1997 г. до 33.9% през 2009 г. Спрямо средната производителност за ЕС-27 тя се увеличи от 31.5% през 1997 г. до 37.2% през 2009 г.

Фигура 10: Производителност на труда в България като процент от средните за ЕС стойности (в СПС)



Източник: Евростат

Ако разглеждаме реалната производителност на труда⁷ на един зает, индексът за България е нараснал от 100 през 1997 г. до 155.2 през 2009 г., а по прогноза на Евростат се

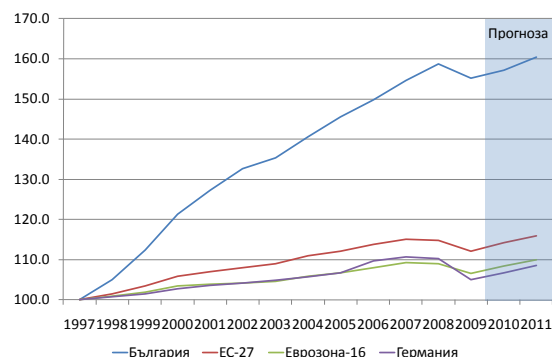
⁵ Производителността на труда в СПС е отношението на брутната добавена стойност (БДС) по СПС и броя на заетите лица.

⁶ Стандартът на покупателна способност е единица на имажинерна валута, независима от националната валута, която служи за международни сравнения чрез коригиране на различните ценови равнища.

⁷ Реална (дефлирана с ценовото равнище) БДС използвана за изчисляване на производителността на труда.

очаква да достигне 160.4 през 2011 г. Същевременно, същите индекси за Еврозона 16, ЕС-27 и Германия през 2009 г. са били едва 108.5, 114.3 и 108.6.

Фигура 11: Производителност на един зает (1997=100)



Източник: Евростат

След спадовете през 2009 г., през първите две тримесечия на 2010 г. реалната производителност на труда нарасна с високи темпове – съответно 6.5% и 7.4% на годишна база. Това показва, че тя е била засегната негативно само временно от икономическата рецесия.

Разходи за труд на единица продукция⁸

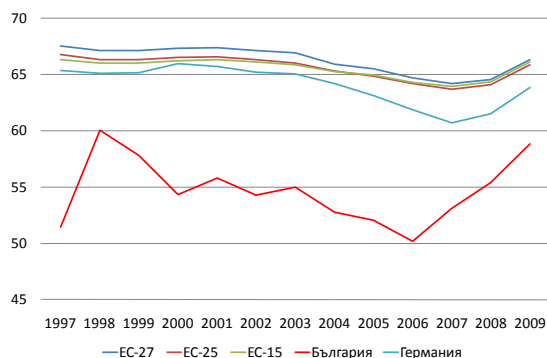
Като един от индикаторите за ценова конкурентоспособност, разходите за труд на единица продукция останаха доста под средното за ЕС-15, ЕС-25 и ЕС-27 (а също и под тези в Германия като допълнителна съпоставка). Въпреки бързото покачване на разходите за труд на единица продукция през периода 2007-2009 г., все още са налице възможности за увеличението ѝ преди конкурентоспособността да бъде застрашена. С други думи, България остава с конкурентно предимство по отношение на разходите за труд на единица продукция спрямо ЕС-15, ЕС-25, ЕС-27 и Германия.

⁸ Разходите за труд на единица продукция (ULC) са пресметнати като:

$$ULC = \frac{CoE / E}{GVA / TE}$$

където CoE е компенсация на наетите лица, E е броят на наетите лица, GVA е брутната добавена стойност, а TE е общата заетост.

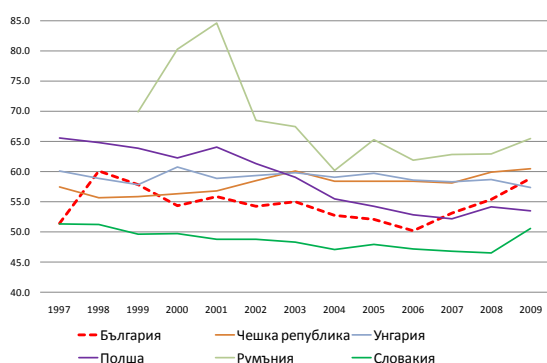
Фигура 12: Разходи за труд на единица продукция (нива)



Източник: Евростат, Райфайзен РИСЪРЧ

В сравнение с други страни от Централна и Източна Европа⁹, България е по-конкурентоспособна по отношение на разходите за труд на единица продукция спрямо Чехия и Румъния, и е близо до Унгария, Полша и Словакия.

Фигура 13: Разходи за труд на единица продукция, България и страни от Централна и Източна Европа с плаващи валутни курсове



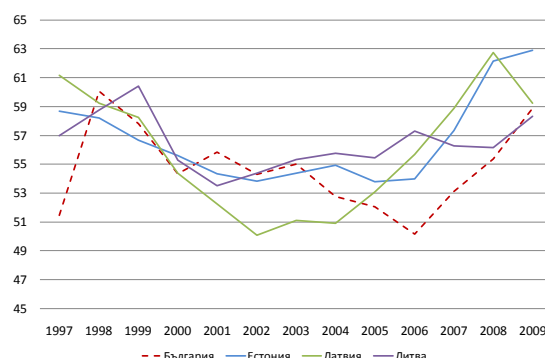
Източник: Евростат, Райфайзен РИСЪРЧ

Трябва също така да се отбележи, че въпреки увеличението на разходите за труд на единица продукция през 2007-2009 г., през 2009 г. те остават под нивото си от 1998 г.

В сравнение с други страни с фиксиран валутен курс, показателят за България е по-нисък от Естония и сравним с Латвия и Литва.

⁹ Чехия, Унгария, Полша, Румъния, Словакия. Изборът на страните е умишлен – изключени са страни с режим на фиксиран валутен курс, като Естония, Литва и Латвия, както и по-стари членове на Еврозоната (Словения). Целта е да се сравни България със страни с плаващи валутни курсове.

Фигура 14: Разходи за труд на единица продукция (нива), България и страни от Централна и Източна Европа с фиксирани курсове



Източник: Евростат, Райфайзен РИСЪРЧ

Прегледът на данните за производителността на труда и разходите за труд на единица продукция подкрепя тезата, че България е акумулирала значително увеличение на производителността си от 1997 г. Също така, страната е успяла да поддържа разходите за труд на единица продукция под определени референтни стойности за ЕС и да запази ценовото си конкурентно предимство спрямо повечето страни от ЕС.

Валутен механизъм II и Еврозона

През 2009 г. новоизбраното правителство се ангажира твърдо с влизането във Валутен механизъм II в началото на 2010 г. След откриването на неотчетени договори, сключени от предишни правителства, и възлезият на 3.9% бюджетен дефицит на начислена база през 2009 г., плановете за членство в Валутен механизъм II бяха отложени за началото на 2011 г. (макар и да няма формални критерии за включване във валутния механизъм). Актуализацията на бюджета през юли 2010 г. все пак може да осуети тези намерения, тъй като заложеният дефицит надхвърля Маастрихтския критерий. Ето защо, към този момент 2012 г. изглежда по-реалистична година за включване във Валутен механизъм II, ако правителството успее да осъществи плановете си за фискална консолидация и ограничи на бюджетния дефицит за 2011 г. под 3%.

Таблица 1: Маастрихтски критерии за членство в Еврозоната

Фискален критерий	
Годишният бюджетен дефицит (на начислена база) не трябва да надвишава 3% от БВП през предходната фискална година. Еднократни ефекти могат да бъдат изключени от изчислението. Брутният държавен дълг не може да надхвърля 60% от БВП.	
Парични критерии	
Инфлацията (средногодишна), отчетена чрез хармонизирания индекс на потребителските цени не трябва да е по-висока с повече от 1.5 процентни пункта от средната инфлация за трите най-добре представящи се по отношение на ценова стабилност страни в ЕС.	
Дългосрочният лихвен процент не трябва да надхвърля с повече от 2 процентни пункта средния дългосрочен лихвен процент за трите най-добре представящи се по отношение на ценова стабилност страни в ЕС.	
Валутният курс на местната валута не трябва да се колебае в по-големи граници от +/-15% около централния курс спрямо еврото, приет при влизането във Валутен механизъм II, за период от поне две години. Девалвация на местната валута не се допуска, докато поскъпване е възможно.	

Източник: Европейска централна банка (ЕЦБ)

Таблица 2: Изпълнение на Маастрихтските критерии от страна на България

Бюджетен баланс (начислена база)	2007	2008	2009	2010е	2011f
Референтна стойност	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%
България	0.1%	1.8%	-3.9%	-3.8%	-2.5%
Брутен държавен дълг/БВП	2007	2008	2009	2010е	2011f
Референтна стойност	60%	60%	60%	60%	60%
България	17.1%	13.6%	14.3%	14.2%	15.9%
Инфлация (ХИПЦ)	2007	2008	2009	2010е	2011f
Референтна стойност	2.8%	4.0%	0.6%	0.6%	2.7%
България	7.6%	12.0%	2.5%	2.7%	3.8%
Дългосрочен лихвен процент	2007	2008	2009	2010е	2011f
Референтна стойност	6.4%	6.2%	5.9%	4.5%	5.0%
България	4.5%	5.4%	7.2%	6.1%	7.0%

Източник: Евростат, ЕЦБ, Райфайзен РИСЪРЧ

Ограничена отговорност

Настоящият документ не представлява предложение или покана за записване или покупка на финансови инструменти, и нито настоящия документ, нито нещо от тук приложеното не е основание за сключване на договор или обвързване с какъвто и да е било друг ангажимент. Този документ е изпратен на Ваше внимание само и единствено с информационна цел и не може да бъде възпроизведен или препращан на трети лица. Всяко решение за инвестиция във финансови инструменти на съответно дружество трябва да бъде взето на базата предложение изпратено до няколко лица или проспект, одобрени от това дружество, а не на основание този документ. RBI може да е извършила сделка за собствена сметка във всякакъв вид инвестиции, споменати в този документ или свързани с тях инвестиции и/или може да има открита позиция или да притежава такива инвестиции, в резултат от сделка. RBI може да е действала или да действа като водещ мениджър или като комениджър при публичното предлагане на всякакви ценни книжа, споменати в този доклад или свързани с тях книжа. Настоящата информация се базира на източници, включително годишно отчети и други материали, които може да били поставени на разположение от лицето субект на този доклад. RBI счита, предоставената информация за надеждна, но липсват изявления от страна на лицето във връзка с нейната точност, прецизност и пълнота. Освен ако друго не е споменато, всякакви мнения (включително изявления и прогнози) са само и единствено такива на RBI и са предмет на промяна без уведомление. Инвеститорите в развиващите се пазари е необходимо да са наясно, че рискът свързан с приключването на сделките и съхранението на финансови инструменти може да бъде по-висок отколкото този на пазарите, с отдавна изградена инфраструктура и че ликвидността на борсата може да бъде повлияна от маркетмейкърите, които поради тази причина могат да въздействат върху сигурността на всяка инвестиция, направена в резултат на информация съдържаща се в този документ. Специални разпоредби за Република Австрия: Този документ не представлява нито публично предлагане, нито проспект по смисъла на Kapitalmarktgesetz ("KMG") или Borsegesetz. Освен това, целта на този документ не е препоръка за покупка или продажба на ценни книжа или инвестиции по смисъла на Wertpapieraufsichtsgesetz. Този документ не замества необходимостта от консултация, при покупката или продажбата на ценни книжа или инвестиции. За всякаква информация свързана с покупка или продажба на ценни книжа или други инвестиции, моля обърнете се към Райфайзенбанк. За особеностите на специалното законодателство на Великобритания, Северна Ирландия и Джърси /Островите на Ламанша /: Raiffeisen Bank International AG (RBI). Тази публикация е одобрена или изготвена от Raiffeisen Bank International AG с цел на популяризира нейния инвестиционен бизнес. RBI London Branch е одобрен от австрийския пазарен регулатор /FSA/ и е предмет на ограничена регулация от страна на британския финансов надзор /FSA/. Подробна информация, свързана със степента на регулация упражнявана върху RBI London Branch от страна на FSA може да ви бъде предоставена при поискване. Тази публикация не е предназначена за инвеститори, които са физически лица по смисъла на разпоредбите на британския финансов надзор /FSA/ и следователно не трябва да им бъде предоставяна. Нито информацията, нито мненията изразени тук не представляват и не могат да бъдат считани за предложение или покана за отправяне на предложение за покупка /или продажба/ на всякакъв вид инвестиции. RBI може да е извършила сделка за собствена сметка по смисъла на разпоредбите на британския финансов надзор /FSA/ във всякакъв вид инвестиции, споменати в този документ или свързани с тях инвестиции и или може да има открита позиция или да притежава такива инвестиции, в резултат от сделката. RBI може да е действала или да действа като водещ мениджър или като комениджър при публичното предлагане на всякакви ценни книжа, споменати в този доклад или свързани с тях книжа. Маркетинговия офис на RBI на остров Джърси не е под надзора на Комисията за финансови услуги на Джърси, тъй като не извършва никакви финансови услуги на територията на остров Джърси по смисъла на Закова за финансови услуги от 1998г. /FSJL/. Специални регулации за САЩ и Канада: Този документ или негово копие не може да бъде изнасяно, предавано или разпространявано в САЩ и Канада или притежавани от тях територии и не може да бъде разпространяван между жителите на двете страни по друг начин освен чрез американска брокерска къща. Всяко неспазване на тези ограничения може да представлява нарушение на законите за ценни книжа на САЩ и Канада. Подробно описание на ограничената отговорност и разкриване на информация във връзка с Раздел 48f от Закона за фондовата борса: <http://www.raiffeisenresearch.at>