

Bulgária euróhoz vezető útja: A valutatanácsi rendszer szerepe és öröksége*

Charles Enoch  – Anne-Marie Gulde 

Bulgária monetáris integrációja Európával az 1997-ben létrehozott valutatanácsi rendszer bevezetésével kezdődött. A tanulmány bemutatja, hogy a jegybanki finanszírozásra és a pénzteremtésre vonatkozó szigorú korlátok, a válság során kialakult politikai konszenzussal párosulva, miként állították helyre a hitelességet, segítették a beruházások vonzását, valamint támogatták a mélyreható strukturális változásokat és a privatizációt. A korai sikerek ellenére Bulgáriának a válságstabilizációtól a 2007-es uniós csatlakozásáig, majd a 2020-as ERM II-höz való csatlakozásáig, illetve az euro bevezetéséig vezető útja szokatlanul hosszú volt, amit a válság előtti egyensúlytalanságok fennmaradásának, a globális pénzügyi válságnak, majd a válság utáni szigorodó európai prudenciális követelményeknek a kombinációja alakított. Noha Bulgária monetáris politikáját a valutatanácsi rendszer létrehozása óta a horgonyvaluta határozza meg, az euro bevezetése továbbra is előnyökkel jár – részvétel az EKB döntéshozatalában, alacsonyabb deviza- és országkockázat, mélyebb pénzügyi piaci hozzáférés és csökkenő tranzakciós költségek –, miközben a fennmaradó költségek nagyrészt átmenetiek. A monetáris siker ugyanakkor nem oldja meg teljes mértékben Bulgária tágabb intézményi és demográfiai kihívásait.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E42, E52, E58, F31, F33

Kulcsszavak: hiperinfláció, valutatanácsi rendszer, stabilizáció, az euro bevezetése, monetáris integráció

* A jelen kiadványban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák, ami nem feltétlenül egyezik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával.

Charles Enoch: *Tanácsadó a jegybanki kérdések és a regionális integráció területén.*

E-mail: Cenoch99@gmail.com

Anne-Marie Gulde: *Tanácsadó nemzetközi pénzügyi és adósságügyi kérdésekben.*

E-mail: Aguldewolf@gmail.com

Charles Enoch korábban az IMF nyugati félteke ügyeiért felelős főosztályának helyettes igazgatója volt, valamint az oxfordi St. Antony's College korábbi kutatója. Anne-Marie Gulde korábban az IMF ázsiai és csendes-óceáni ügyekért felelős főosztályának, azt megelőzően pedig az európai ügyekért felelős főosztályának volt helyettes igazgatója. Korábban mindketten Bulgária gazdasági stabilizációján dolgoztak, az IMF monetáris és tőkepiaci, illetve európai ügyekért felelős főosztályán betöltött pozíciókban. A szerzők köszönetet mondanak Nagy Mohácsi Piroskának, a London School of Economics and Political Science vendégprofesszorának (korábban az IMF európai ügyekért felelős főosztálya munkatársa), valamint az LSE által támogatott, az euro bevezetéséről szóló workshop résztvevőinek a hasznos megbeszélésekért, továbbá a két anonim bíráló észrevételeiért. Minden fennmaradó hiba a szerzők felelőssége.

Az angol nyelvű kézirat első változata 2025. december 29-én érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <https://doi.org/10.25201/HSZ.25.1.5>

1. Bevezetés

Az Európai Unió közös pénzneme, az euro, az európai integráció egyik meghatározó eredménye. Láthatóan jelzi az intézményi és gazdasági konvergencia előrehaladását az unión belül, és szinte teljes mértékben garantálja az előrettekintő monetáris stabilitást. Tizenöt évvel ezelőtt sokan azt kérdőjelezték meg, hogy maga az euro képes lesz-e túlélni a dél-európai pénzügyi szektorokban zajló válság közepette. Ma már az a kérdés, hogy képes-e tartalékvalutává válni, az Egyesült Államok által az elmúlt nyolcvan évben betöltött szereppel egyenrangú, vagy azt akár meghaladó módon.

Az új uniós tagállamok számára az euro bevezetése kötelező, amint a gazdasági és intézményi feltételek teljesülnek; sokak számára ez fontos célkitűzés volt, amelyet gyorsan meg is valósítottak, míg mások továbbra is vonakodnak.

Bulgária röviddel az uniós csatlakozását követően jelezte szándékát az euro mielőbbi bevezetésére. Az útja hosszabb volt másokénál, de 2026. január 1-jei csatlakozása az euroövezet 21. tagjaként komoly eredményt jelentett az ország számára, és egyben további bizonyítékot arra, hogy az euro vonzerőt gyakorol a gazdasági és politikai integrációra.¹ Bulgáriában 1997 óta működik valutatanácsi rendszer, és az ország euroövezeti csatlakozása azt is mutatja, hogy egy jól megtervezett valutatanácsi rendszer – az időszakos ellenszelek ellenére is – képes megalapozni egy ország piacgazdaságra való átmenetét.

2. Bulgária: a valutatanácsi rendszerhez vezető út

1989-ben Bulgária megkezdte viharos átmenetét a piacgazdaságra. Az újonnan piacgazdasági alapokra helyezett gazdaság működtetésének hatalmas kihívásai – miközben a szükséges jogi, intézményi és felügyeleti keretek még nem álltak rendelkezésre – összetett és válságokra hajlamos indulást eredményeztek.

Az egyszintű (monobank) Bolgár Nemzeti Bank (BNB, a bolgár központi bank) leválasztása a kereskedelmi banki tevékenységről lehetővé tette, hogy a jegybanks feladatokra koncentráljon, miközben a kereskedelmi bankszektort főként több állami tulajdonú bank alkotta, döntően a BNB korábbi fiókjai, illetve egyes állami vállalatok finanszírozási intézményei.

A nehézségek azonban fokozatosan felhalmozódtak. 1996 elején a bankrendszer erősen koncentrált volt: az öt legnagyobb bank (négy állami tulajdonú és egy magántulajdonú) a teljes eszközállomány 60 százalékát birtokolta, és egyes bankok regionális vagy ágazati fókuszúak voltak (egyes vállalatok „zsebbankjai”). A privatizáció nagyon lassan haladt előre. A BNB-nek szinte semmilyen felügyeleti jogosítványa

¹ Enoch (2021) az uniós integráció különböző inkluzív formáit tárgyalja, megjegyezve, hogy olyan intézmények, mint az Európai Rendszerkockázati Testület, euroövezeti tagállamokat és azon kívül maradó országokat is magukban foglalnak.

nem volt az állami bankok felett, és a magánbankok esetében is csak korlátozott hatásköröket gyakorolt. Egy ideig a bankok helyzetét elfedték a nem realizált árfolyamnyereségek, amelyeket a leva leértékelődésével összefüggésben mutattak ki, ám a rendszer egyre törékenyebbé vált (*Kojshev 1996*).

A bankrendszer helyzete tovább romlott, mivel az állami vállalati szektor továbbra is jelentős veszteségeket termelt. Ezek a vállalati veszteségek, a hatékony csődeljárások hiányával és a hiányos törlesztési kultúrával együtt oda vezettek, hogy számos bankban a nemteljesítő hitelek aránya meghaladta a 60 százalékot (*Sugarev 1996; IMF 1996*). Ezeket a problémákat a bankok részéről a hitelezés bővítésével kezelték, miközben a nemteljesítő hitelek állománya tovább nőtt, valamint az állam részéről végrehajtott mentőintézkedésekkel, ami végső soron az államadósság növekedéséhez vezetett. A bennfentes hitelezés széles körben elterjedt volt, és egyetlen állami tulajdonú vállalat esetében sem került sor strukturális átalakításra vagy csődeljárás megindítására.

A bankrendszerben felhalmozódott jelentős veszteségek fizetési késedelmeket okoztak, ami végül számos ágazatban a gazdasági tevékenység megbénulásához vezetett. Ennek eredményeként 1996-ban a növekedés megfordult, és az év első felében a gazdasági aktivitás több mint 6 százalékkal visszaesett. Az infláció felgyorsult, és az ezzel együtt járó kamatemelkedés pusztítónak bizonyult a vállalatok, és rajtuk keresztül a bankok számára is. 1996 júliusában az évesített infláció 165 százalékra emelkedett.

A bolgár gazdaság viszonylag átlátható volt, és a közvélemény is tisztában volt a bankrendszer súlyos helyzetével: több bank előtt sorok alakultak ki, ahogy terjedtek a hírek a bankrendszer romló állapotáról. Az IMF ekkoriban kiterjedt technikai segítségnyújtást biztosított, ugyanakkor egyre inkább aggodalmát fejezte ki.

Két nagy bank, a Mineral Bank és a First Private Bank, valamint három kisebb bank 1996 májusában történt bezárása viszonylag zökkenőmentesen zajlott le, ugyanakkor felerősítette az aggodalmakat a bankrendszer többi részének gyengesége miatt, és Videnov miniszterelnök azon ígéretét, hogy nem lesz több bankbezárás, nem tartották hitelesnek. A BNB bírósági eljárásokban küzdött azért, hogy bezárhassa az általa fizetéseképtelennek minősített bankokat, és közülük néhány továbbra is működött („zombibankok”). A betétesek folyamatosan az Állami Takarékbankhoz (State Savings Bank, SSB) menekültek, amely az egyetlen olyan bank volt, ahol kifejezett betétgarancia állt fenn. Az államadósság szintje miatt a bankrendszer egészére kiterjedő, teljes körű garanciavállalást nem tekintették hitelesnek. 1996 júliusában az IMF reformprogramot hagyott jóvá a bolgár hatóságokkal, ám az a vártnál nagyobb gazdasági visszaesés, az állami vállalatok reformjában mutatkozó előrelépés hiánya, valamint a program iránti általános bizalomhiány miatt gyorsan kisiklott.

1996 novemberére Bulgáriának nemcsak gazdasági és bankválsággal, hanem az elnökválasztáson az ellenzéki párt győzelme által kiváltott politikai válsággal is szembe

kellett néznie. A hagyományos gazdasági reformintézkedésekbe vetett bizalom elpárolgott. Az államadósság a GDP több mint 120 százalékára emelkedett. A magas infláció és kamatszint, a gazdasági aktivitás további visszaesésével és folyamatos pénzügyi válsággal együtt, a gazdaságpolitika irányának jelentős megváltoztatásának szükségességét jelezte. 1997 márciusára Bulgáriában az évesített infláció meghaladta a 2 000 százalékot, és az ország teljes körű hiperinflációba sülyedt.

Következésképpen legalább 1996 nyara óta egyre nagyobb érdeklődés mutatkozott egy valutatanácsi rendszer bevezetése iránt Bulgáriában, különösen az 1996. júliusi IMF-program kudarcát követően. A valutatanácsi rendszer, amely a Brit Birodalom idején széles körben elterjedt megoldás volt, a közelmúltban a balti államokban, valamint (kevésbé sikeresen) Argentínában is bevezetésre került.² A valutatanácsi rendszer előnye az lenne, hogy a monetáris hatóság pénzkinálat-bővítési képességét – vagyis a bankoknak és az államnak nyújtott hitelezési lehetőségét – az ország devizatartalékainak nagyságához kötné. Az infláció várt azonnali visszaesése lehetővé tenné a kamatlábak kritikus mértékű csökkenését, amely az elhúzódo gazdasági visszaesés megfordításához lenne szükséges.³

1996 őszére az IMF arra a következtetésre jutott, hogy egy megújított stabilizációs program hitelessége kulcsfontosságú. Ezért csak akkor lett volna hajlandó további programot támogatni, ha az valutatanácsi rendszer alapjain nyugszik, biztosítva, hogy a jegybanknak az államnak vagy a kereskedelmi bankoknak történő hitelezési képességét megszüntessék vagy jelentősen korlátozzák.

A tárgyalások folytatódása közben Bulgária teljes körű hiperinflációba sülyedt. A leva árfolyama, amely 1996 őszén még nagyjából 70 leva/dollár volt, év végére 3 000 leva/dollár fölé gyengült. A lakosság – különösen a rögzített nominális jövedelemmel rendelkezők – számára jelentkező nehézségek nagyszabású utcai tüntetésekhez vezettek, amelyek kormányváltást követeltek. Videnov miniszterelnök 1997. február 13-án lemondott tisztségéről, és Szófia polgármesterét, Peter Stolyanovot nevezték ki ideiglenes miniszterelnöknek. Az ellenzék vezetője, Ivan Kostov megnyerte az ezt követő, májusi parlamenti választást. A tárgyalások a valutatanácsi rendszerre épülő stabilizációs program kidolgozásának alapján folytatódtak.

A valutatanácsi rendszerről szóló tárgyalások felgyorsultak. Fontos cél volt egy olyan konstrukció kialakítása, amely hitelességet biztosít, miközben fenntart valamely korlátozott végső menedékhitelzői funkciót (lásd 2.1. szakasz) a még mindig sérülékeny bankrendszer stabilitásának alátámasztására. Noha gazdaságilag pusztító volt, a hiperinfláció megkönnyítette a valutatanácsi rendszer kialakítását, mivel a belföldi monetáris kötelezettségek jelentősen csökkentek („elinfalódtak”), így a devizatartalékok korlátozások nélkül fedezni tudták a belföldi kötelezettségeket.

² Az 1. Függelék bemutat néhány további országot, amelyekben van vagy volt valutatanácsi rendszer.

³ Bulgária bankválságának és a bankrendszer hiperinflációjának kialakulásában betöltött szerepének részletes összefoglalásához lásd: Enoch et al. (2002).

A leggyengébb bankok közül tizenegyet már bezártak, és széles körben úgy vélték, hogy az állam szükség esetén képes lesz a fennmaradó intézmények mögé állni. Talán a legfontosabb pedig az volt, hogy – belföldön és külföldön egyaránt – bizalom övezte az újonnan megválasztott kormányt.

2.1. Tervezési kihívások a bolgár valutaalap kialakításakor

A bolgár valutatanácsi rendszer kialakításakor több fontos tervezési kérdés merült fel.⁴ A cél olyan rendszer létrehozása volt, amely kellően átlátható és hiteles a monetáris növekedés megfékezésében, ugyanakkor bizonyos rugalmasságot is megőriz, lehetővé téve a korlátozott beavatkozást egy újabb bankválság elkerülése érdekében. Három alapvető döntés volt kulcsfontosságú:

- *Jogi alapok*: 1997. június 5-én a bolgár parlament elfogadta a Bolgár Nemzeti Bankról szóló új törvényt, amely megteremtette a valutatanácsi rendszer jogi alapjait és működési elveit. A részletek jelentős részének törvénybe foglalása biztosította, hogy bármilyen változtatás átlátható és esetleg hosszadalmas jogalkotási eljárást igényeljen. Lényeges, hogy a törvény a BNB-n belül megtartotta a bankfelügyeleti főosztályt, különös hangsúlyt helyezve az újonnan megerősített jogszabályok és rendeletek érvényesítésére.
- *A jegybank szervezeti felépítése*: Szemben számos korábbi esettel (köztük kezdetben Szingapúrral és az Ír Köztársasággal, amikor függetlenné váltak), nem egy önálló Monetáris Hatóság jött létre, amely mechanikusan igazította volna a monetáris bázist a nemzetközi tartalékok változásaihoz, hanem megmaradt a BNB, egy „kibocsátási főosztállyal”, amely a valutatanácsi rendszer fenntartásáért felelt, valamint egy „banki főosztállyal”, ahol az erőforrásokat a monetáris kínálat valutatanácsirendszer-kereteken belüli kezelésére lehetett felhasználni. A cél az volt, hogy a BNB korlátozott mozgásteret kapjon a bankok végső menedékhitelezőjeként történő fellépésre, ezáltal erősítve a bankrendszer iránti bizalmat, és mérsékelve annak kockázatát, hogy banki problémák esetén a nehézségek a fiskális oldalra is áttérjedjenek.
- *Horgonyvaluta*: Egy fennmaradó kérdés az volt, hogy melyik valutához legyen rögzítve a valutatanácsi rendszer. Másutt eltérő megoldásokat választottak: Észtország valutatanácsi rendszerét a német márkához, Lettországét az SDR-valutakosárhoz, Litvániáét pedig az amerikai dollárhoz rögzítették. A dollárhoz való rögzítésre irányuló külső nyomás ellenére Bulgária Európához – különösen Németországhoz – fűződő, kereskedelmi kapcsolataiban meghatározó túlsúlya a német márka mint horgonyvaluta elfogadásához vezetett. 1997. július 1-jén bevezették a valutatanácsi rendszert, amely a levát 1 000:1 arányban a német márkához kötötte. Ez egyben lehetővé tette a zökkenőmentes átállást az euróhoz való rögzítésre, amikor Németország bevezette az eurót.

⁴ Lásd még: *Enoch és Gulde (1997)*

3. A stabilitás visszanyerése: A válságtól az uniós csatlakozásig

Az átláthatóság és a tervezett valutatanácsi rendszer fenntarthatóságával és tartósságával kapcsolatos várakozások – különösen az új kormány 1997. májusi megválasztásának fényében – a valutatanács bejelentését követően gyors stabilizációt eredményeztek, ami már a rendszer tényleges bevezetése előtt megkezdődött. A rendszer bevezetése után az infláció gyorsan ellenőrzés alá került, és a kamatok ennek megfelelően csökkentek. Habár a gazdasági aktivitás még néhány hónapig tovább csökkent, ezt követően élénkülésnek indult. A GDP 1998-ban 3,5 százalékkal nőtt, miután 1996-ban 10,9 százalékkal, 1997-ben pedig 6,9 százalékkal csökkent. Az infláció a négy számjegű tartományból 1998-ra 22 százalékra mérséklődött. Az adósság a válság előtti szint kevesebb mint felére csökkent (*Ghosh et al. 1998; Gulde 1999*). A külföldi befektetések beáramlása megindult, 2007-re a GDP több mint 20 százalékára emelkedett, miközben a bizalmat tovább erősítette Bulgária 2004-es NATO-csatlakozása.

Bulgária mélyreható változásokon ment keresztül a valutatanácsi rendszerrel elért stabilizáció és az EU-hoz való csatlakozás közötti tízéves időszakban.⁵ Az IMF továbbra is meghatározó partner maradt; Bulgária 1997 és 2007 között három fő készenléti megállapodást teljesített sikeresen, miközben a programban való aktív részvétel az időszak egészében szinte folyamatos volt. Az IMF, a Világbank, az EU és a kétoldalú partnerek szintén folyamatos technikai segítségnyújtással támogatták az ország intézményi és strukturális reformjait (*IMF – Világbank 2003; IMF 2007, 2009, 2017*).

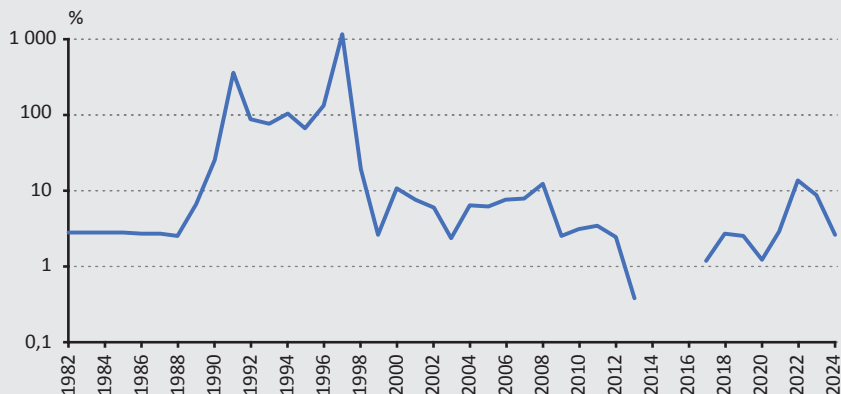
A válságot követően a gazdaság visszatért a jelentős monetáris stabilitáshoz, és szilárd növekedést ért el: 1999-re az inflációt sikerült kordában tartani, ugyanakkor – más átmeneti gazdaságokhoz hasonlóan – többnyire a horgonyvaluta szintje felett alakult (*1. ábra*).⁶ A reálnövekedés a válságot közvetlenül követő időszakban ingadozó maradt, de 2000 után tartósan pozitívvá vált (*2. ábra*), és 2000 és 2007 között éves átlagban 5,8 százalékot tett ki – ami különösen figyelemre méltó, mivel a népesség ebben az időszakban mintegy 7 százalékkal csökkent (főként a munkaképes korúak kivándorlása miatt), így az egy főre jutó jövedelem növekedése ennél is nagyobb volt.⁷

⁵ Lásd *Bechev (2010)*

⁶ A Maastrichti inflációs kritérium az euróhoz való csatlakozás feltételeként előírja, hogy egy ország inflációs rátájának közel kell lennie a három legjobban teljesítő uniós tagállam átlagához, vagyis azt legfeljebb 1,5 százalékponttal haladhatja meg.

⁷ Bulgária népessége ezen időszak egészében csökkent, 2007 után azonban gyorsabb ütemben: összességében az 1995-ös mintegy 8,5 millió főről 2025-re 6,5 millió főre esett vissza.

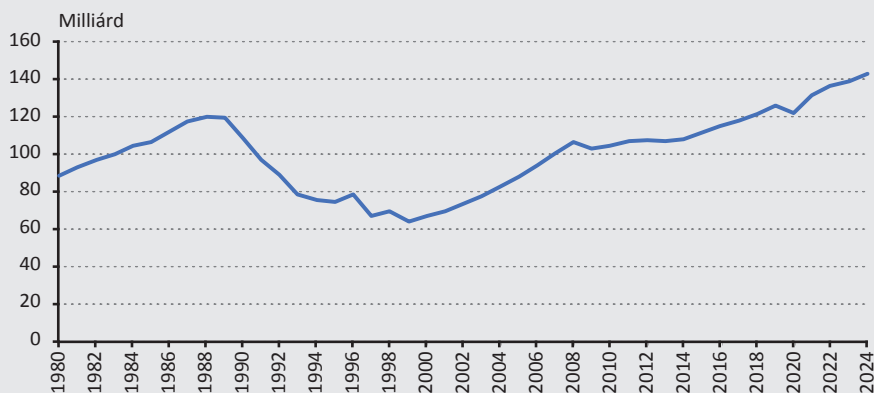
1. ábra
Infláció, átlagos fogyasztói árak (1982–2024)



Megjegyzés: A logaritmus skála az infláció szintek közötti hatalmas különbségek szemléltetésére szolgál. A negatív inflációval (deflációval) jellemzett időszakok – különösen a 2014 és 2016 közötti évek – a logaritmus skála matematikai korlátai miatt nem kerültek ábrázolásra.

Forrás: IMF Világgazdasági Kilitások (WEO) adatbázis

2. ábra
Reál-GDP hazai fizetőeszközben (1980–2024)



Forrás: IMF Világgazdasági Kilitások (WEO) adatbázis

A fiskális egyensúly mindvégig kedvező maradt, és a jövedelempolitikák gondoskodtak arról, hogy a közszféra bérdinamikája elmaradjon a gazdaság más területein tapasztalttól. Az államadósság a GDP 1998-as közel 70 százalékáról 2007-re 20 százalék alá csökkent.⁸

1. táblázat											
Bulgária – Makrogazdasági fejlemények (1997–2007)											
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
GDP ¹	-14,1	3,8	-8,4	4,6	3,8	5,9	5,2	6,5	7,1	6,8	6,7
Egy főre jutó GDP ²	12 743	13 319	12 259	12 692	13 608	14 491	15 336	16 420	17 675	18 974	20 340
Fogyasztóiár-index (CPI) ³	1 061,2	18,7	2,6	10,3	7,4	5,8	2,3	6,1	6,0	7,4	7,6
Költségvetési egyenleg ⁴	n.a.	1,1	0,2	-0,6	-0,6	-0,6	0,0	1,6	2,2	3,2	3,1
Bruttó államadósság ⁴	67,3	78,7	73,3	67,1	53,4	45,4	37,8	28,5	22,6	17,6	14,7
Folyó fizetési mérleg ⁴	13,5	1,1	-2,9	-3,1	-3,6	-0,6	-3,4	-4,3	-9,4	-15,3	-23,9

Megjegyzés: ¹ százalékos változás; ² nemzetközi dollárban, vásárlóerő-paritáson (PPP); ³ százalékos változás, időszaki átlag; ⁴ a GDP százalékában. A nemzetközi összehasonlításhoz kellően hosszú és konzisztens idősorok biztosítása érdekében a vásárlóerő-paritás (PPP) adatai az IMF-től származnak.

Forrás: IMF Világgazdasági Kilátások (WEO) adatbázis

A mélyreható strukturális változások az agrárfoglalkoztatástól való jelentős elmozduláshoz, valamint a bankok és a vállalatok eltérő tulajdonosi szerkezetének kialakulásához vezettek. 2007-re a gazdaság 75 százaléka magántulajdonban volt, beleértve a bankszektor 100 százalékát is. A tőkepiacok fejlődésnek indultak. Bulgária egy főre jutó GDP-je PPP-n, amely a válság előtt a főbb EU-tagállamok szintjének mindössze 30 százalékát tette ki, 2007-re elérte a 40 százalékot.

3.1. Megvalósult EU-tagság, de elhúzóó erőfeszítések az euro bevezetése érdekében

Bulgária 2007-ben csatlakozott az Európai Unióhoz Romániával együtt, egy egyedi tagsági eljárás keretében. A két ország egy korábbi, közép- és kelet-európai országokból álló csoportot követett, amely 2004-ben nyert tagságot. A korábbi belépőknél mélyebben gyökerező strukturális kihívások, valamint – ami különösen fontos – az eltérő globális gazdasági környezet a korábbi belépőkhöz képest határozottan eltérő tagsági pályához vezettek. Megállapítást nyert, hogy Bulgária és Románia még nem konvergált teljes mértékben valamennyi kulcsfontosságú uniós standardhoz, amelyeket korábban a csatlakozás időpontjáig teljesíteni kellett. Mindazonáltal a tagság elérésének fontosságát elismerve az EU azt az álláspontot képviselte, hogy a még

⁸ Wolf et al. (2008) a valutatanácsi rendszerek teljesítményét tárgyalja más árfolyamrendszerekkel összehasonlítva. Egy nagy mintán végzett elemzésük eredményei szerint a valutatanácsi rendszerrel működő országok átlagosan alacsonyabb inflációt és jobb fiskális eredményeket érnek el, ugyanakkor alacsonyabb növekedést is mutatnak. Hangsúlyozzák, hogy a stabilizáció elérését követően egy valutatanácsi rendszer számára az jelentené a kihívást, hogy hiteles kilépési mechanizmust találjon.

szükséges mélyreható strukturális és intézményi változtatások a tagság elnyerését követően is megvalósíthatók.

A szükséges lendület biztosítása érdekében az EU mindkét ország esetében ország-specifikus együttműködési és ellenőrzési mechanizmusokat (CVM⁹) vezetett be; Bulgária esetében ez egy sor igazságügyi reformra, valamint a korrupció és a szervezett bűnözés elleni küzdelem terén tett jelentős erőfeszítésekre épült. Az előrehaladást rendszeres jelentéstétel, teljesítményjelzők és az Európai Bizottság éves értékelései révén követték nyomon. A CVM keretében tett kötelezettségvállalások tizenhat éven át irányt mutattak mind a tagsági folyamatban, mind Bulgária útjának kulcslépéseiben; a kitűzött célok teljesítését követően a CVM-folyamatot 2023 szeptemberében hivatalosan lezárták.¹⁰

2. táblázat

Bulgária – Főbb makrogazdasági mutatók (2006–2025)

	2006	2007	2008	2009	2010–2015	2016–2020	2021	2022	2023	2024	2025 ⁴
GDP ¹	6,8	6,7	6,1	-3,3	1,4	1,8	7,8	4,0	1,9	2,8	2,5
CPI infláció ²	6,1	11,6	7,2	1,6	0,9	1,3	6,6	14,3	5,0	2,1	3,1
Importvolumen ¹	15,9	22,6	4,9	-21,5	4,8	3,7	9,0	13,6	-4,3	2,0	4,4
Exportvolumen ¹	7,7	19,6	2,5	-11,7	7,5	2,1	8,2	8,3	3,4	-0,2	0,7
Folyó fizetési mérleg	-15,3	-23,9	-22,1	-8,3	0,2	1,8	-1,1	-2,6	0,9	0,2	-1,5
Költségvetési egyenleg	3,1	2,2	1,0	-0,5	-2,2	0,1	-3,5	-1,4	-3,2	-3,2	-3,1
Bruttó államadósság	22,6	17,6	14,7	14,5	19,0	22,2	22,4	21,5	21,9	23,4	28,0
Kiegészítő adatok:											
Egy főre jutó GDP ³	13,2	14,6	15,8	15,4	17,8	23,3	29,7	35,1	37,0	39,4	41,9
Egy főre jutó GDP az EU átlagában ³	32,8	34,7	35,6	34,2	37,6	45,1	52,6	58,2	60,3	62,3	64,5
<i>Megjegyzés: ¹ százalékos változás; ² százalékos változás, időszak vége. A konvergenciakritériumok értékeléséhez az EKB és az EU az európai HICP-t használja, amely összetételbeli különbségek miatt némileg eltérhet a CPI-től; ³ Ezekben, nemzetközi dollárban, vásárlóerőparitáson (PPP-n); ⁴ Becslés.</i>											
<i>Forrás: IMF Világgazdasági Kilátások (WEO) adatbázis</i>											

Az EU-hoz való csatlakozást követően Bulgária kormánya erőteljes érdeklődést mutatott az euroövezethez való mielőbbi csatlakozás iránt.¹¹ Ennek érdekében az első lépés az ERM II mechanizmushoz való csatlakozás lett volna, amely legalább kétéves időszakot ír elő. Az ERM II az EU azon keretrendszere, amely az árfolyam-stabilitás előmozdítását és az euro bevezetésére való felkészülés keretében a reálkonvergencia értékelését szolgálja. Az ERM II-be való belépéshez egy uniós ország pénzügyminisztere és jegybankelnöke közösen nyújt be kérelmet. Az ERM II-ből az

⁹ Cooperation and Verification Mechanism

¹⁰ A Bulgáriára vonatkozó CVM-folyamat részleteit lásd a 2. Függelékben.

¹¹ A gazdasági elemzések is alátámasztották a korai csatlakozás célját (Yorgova 2011).

euroövezetbe való továbblépés akkor lehetséges, ha az árfolyam-stabilitás megvalósult, és a maastrichti konvergenciakritériumok teljesülnek. A folyamathoz szükséges, hogy mind az EKB, mind az Európai Bizottság pozitív konvergenciajelentést adjon ki, továbbá a meglévő euroövezeti tagállamoknak az EKB-val együtt jóvá kell hagyniuk az adott ország euroövezethez való csatlakozását. Az ERM II-ben legalább két évet szükséges eltölteni, melyet gyakran informálisan „az euro várótermének” neveznek (3. Függelék).

Arra hivatkozva, hogy az euro bevezetését célul kitűző más közép- és kelet-európai csatlakozó országok viszonylag rövid idővel az EU-tagság elnyerése után beléptek az ERM II-be (3. táblázat), Bulgária pénzügyminisztere reményét fejezte ki, hogy 2009-re az ország csatlakozhat az ERM II-höz.¹²

3. táblázat		
Az EU-hoz csatlakozó országok és az ERM II-ben eltöltött idő		
Ország	Az EU-tagság időpontja	Az ERM II-be való belépés időpontja
Az euróhoz való csatlakozás iránt erős szándékot kifejező csatlakozó országok		
Észtország	2004	2004
Lettország	2004	2005
Litvánia	2004	2004
Szlovákia	2004	2005
Szlovénia	2004	2004
Bulgária	2007	2020
Horvátország	2013	2020
Az ERM II-be még nem jelentkezett csatlakozó országok¹		
Csehország	2004	n.a.
Magyarország	2004	n.a.
Lengyelország	2004	n.a.
Románia	2007	n.a.
<i>Megjegyzés: ¹ A csatlakozó országokon kívül Svédország az egyetlen további tagállam, amely még nem csatlakozott az ERM II-höz.</i>		

Az euro felé vezető első lépésként az ERM II-be való belépés gyorsaságával kapcsolatos korai bolgár optimizmus idő előttinek bizonyult. A 2007 körül szélesedő makrogazdasági egyensúlytalanságok – az EU-átlagot jelentősen meghaladó infláció és a jelentős folyó fizetési mérleg hiányok (lásd 2. táblázat) – miatt a csatlakozás időpontjában az ERM II-be való belépésre irányuló formális kérelem nem tűnt megvalósíthatónak. Amikor a belföldi helyzet stabilizálódott, a globális gazdaság vált akadályá. Az euroövezet válságba kerülésével az európai intézményekben a bővítéssel kapcsolatos hangulat egyértelműen a rendkívüli óvatosság irányába tolódott el.

¹² A közép-, kelet- és délkelet-európai (CESEE) országok akkori monetáris integrációjáról lásd: (Backe 2009).

A bolgár gazdaságot súlyosan érintette a globális pénzügyi válság, ugyanakkor a hatóságok kezdetben továbbra is érdekeltek maradtak az ERM II-höz való gyors csatlakozásban. Az EU részéről érkező jelzések azonban nem voltak támogatóak. Ennek megfelelően a bolgár pénzügyminiszter egy 2009-es találkozót követően felülvizsgálta korábbi, optimistább bejelentéseit, és kijelentette, hogy a folyamat a vártnál hosszabb időt fog igénybe venni.¹³

Ezután a Borisov miniszterelnök vezette kormány csak 2015-ben tért vissza egy aktívabb állásponthez az euro bevezetésével kapcsolatban. A folyamat felgyorsítása érdekében a kormányzat létrehozott egy koordinációs tanácsot¹⁴ – amelyet a pénzügyminiszter vezetett, és amelynek tagja volt a BNB is – egy nemzeti ütemterv kidolgozására. A magas szintű bizottság munkáját egy technikai szakértői csoport támogatta, amely az ERM II által megkövetelt szükséges jogi és intézményi változtatások kidolgozásán dolgozott.

Bár az EU és az EKB hivatalosan támogató álláspontot képviselt, a globális pénzügyi válságot követően óvatosabbá váltak, és az aggodalmak nyomán minden döntéstől kellő megalapozottságot vártak el. A bolgár kormány és az illetékes európai partnerek azt vitatták meg, miként lehet a legjobban kezelni a még fennálló intézményi és strukturális aggályokat úgy, hogy a közeljövőben lehetővé teszik a részvételt az ERM II-ben. Elkötelezettségének bizonyítására Bulgária 2018 közepén előzetes kötelezettségvállalásokat tett, amelyeket az ERM II-be való belépés előtt kellett teljesítenie.¹⁵ A monetáris területekre vonatkozó, ERM II előtti kötelezettségvállalások (amelyeket az EKB értékelt) magukban foglalták a bankfelügyelet megerősítését, a makroprudenciális eszköztár fejlesztését, valamint az uniós pénzmosás elleni irányelvek nemzeti jogba történő átültetését. A kötelezettségvállalások második csoportját az Európai Bizottság értékelt, és azok magukban foglalták a nem banki pénzügyi szektor felügyeletének javítását, a fizetéseképtelenségi keretrendszer módosítását, valamint a pénzmosás elleni keretrendszer és az állami tulajdonú vállalatok irányításának megerősítését.

¹³ <https://www.novinite.com/articles/107615/Bulgaria+Finance+Minister+Takes+ERM+2+Application+to+Brussels+Next+Week>.

¹⁴ Koordinációs Tanács: A Bolgár Köztársaság euroövezeti csatlakozásának előkészítéséért felelős Koordinációs Tanács: a legfőbb kormányzati szerv, amely Bulgária 2026. január 1-jei eurobevezetésének gyakorlati és operatív feladatait irányítja. A tanácsot a bolgár kormány hozta létre (eredetileg 2015-ben, majd 2021-ben és 2025-ben frissítették hatásköreit), hogy összehangolja az állami intézmények, a jegybank és a magánszektor feladatait, munkáját.

¹⁵ Horvátország ugyanebben az időszakban ment végig ugyanezen a folyamaton, és egy nagyon hasonló előzetes kötelezettségvállalási csomagban állapodott meg. Az uniós intézmények az előzetes kötelezettségvállalások szükségességét azzal indokolták, hogy e két ország ERM II-be való belépése az első ilyen lépés lett volna a globális pénzügyi válság óta, amely általános szigorítást eredményezett a szabályozási és prudenciális követelmények terén.

2020. április 30-án Bulgária hivatalosan benyújtotta azokat a dokumentumokat, amelyek az ERM II előcsatlakozási kötelezettségvállalások sikeres teljesítését igazolták. Ennek eredményeként az EU jóváhagyta Bulgária csatlakozását, és az ország 2020. július 10-én belépett az ERM II-be. Egy 2020. júniusi EKB-döntés értelmében Bulgária a szoros együttműködésről szóló megállapodás keretében az európai bankunió tagjává is vált, amely 2020. október 1-jén lépett hatályba (Dorrucci et al. 2020).

Bulgária a valutatanácsi rendszer változatlan fenntartása mellett lépett be az ERM II-be. Általánosságban az ERM II alatti árfolyam-mechanizmus lehetővé teszi, hogy a tagország árfolyama a középárfolyam körül ± 15 százalékos sávon belül ingadozzon. A korábbi valutatanácsi rendszerrel működő országokhoz (Észtország, Litvánia és Lettország) hasonlóan Bulgáriától sem várták el monetáris rezsimjének megváltoztatását, hanem ehelyett megtarthatta valutatanácsi rendszerét.¹⁶ A hiperinfláció még mindig élénken élő emléke és a valutatanács ezzel összefüggő népszerűsége miatt az ERM II kapcsán nem folyt komoly vita az árfolyamrendszer megváltoztatásáról. Az euróval szembeni 1,95583 leva középárfolyam zéró ingadozási sávval változatlanul érvényben maradt, és a BNB továbbra is elkötelezett volt tartalékainak teljes körű fedezete mellett (Koordinációs Tanács 2022).

3.2. Az euroövezeti kritériumok teljesítése

Az ERM II-ben való rövid tartózkodással kapcsolatos korai remények azonban nem váltak valóra. Mivel a rendszerbe a Covid19-világjárvány lelegején lépett be, az infláció bizonyult az egyik fő aggodalomra okot adó tényezőnek.¹⁷ Az EKB és az Európai Bizottság 2022. évi féléves konvergenciajelentései – amelyeket 2022 júniusában, a minimálisan előírt kétéves ERM II-időszak letelte előtt alig egy hónappal adtak ki – arra a következtetésre jutottak, hogy Bulgária nem áll készen az euro bevezetésére (Európai Bizottság 2022; EKB 2022). Részben a Covid19 következményeként a költségvetési hiány meghaladta a 3 százalékos referenciaértéket (ahogyan ez az eurót már használó tagállamok esetében is így volt). Az infláció a referenciaérték felett alakult, a külső sokkok tovább erősítették, és volatilis maradt, ami korlátozta a felkészültséget.¹⁸ Ezenfelül a jogszabályi környezetet – különösen a jegybanki függetlenség, a monetáris finanszírozás tilalma, valamint az EKB/KBER-be való integráció tekintetében – tovább kellett igazítani az uniós jogi követelményekhez.

¹⁶ A balti valutatanácsi rendszerek esetében arról döntöttek, hogy a csatlakozásra jelentkező ország az ERM II alatt fenntarthatja valutatanácsi rendszerét, és nem volt követelmény az árfolyam sávon belüli lebegtetése. A kérdés Bulgária kapcsán ismét felmerült, mielőtt az Európai Bizottság és az EKB megerősítette volna korábbi álláspontját. Azon csatlakozásra jelentkező országok esetében, amelyek valutája az ERM II során a standard, 15 százalékos sávban mozog, az EKB-tól és a nemzeti jegybanktól elvárt, hogy beavatkozzanak, ha az árfolyam eléri a sáv szélét; valutatanácsi rendszer esetén azonban – amikor az ország ennél jóval szűkebb (azaz gyakorlatilag nulla) sávot alkalmaz – az EKB-nak nincs kötelezettsége e sáv védelmében történő beavatkozásra.

¹⁷ A Bulgáriára és Horvátországra vonatkozó, a kritériumok teljesítésével kapcsolatos gazdasági elemzésért lásd: Walko (2022).

¹⁸ Az eurót nem használó valamennyi uniós tagállamot lefedő konvergenciajelentéseket félévente készítik el. Az országok azonban szabadon kérhetnek e cikluson kívül is rendkívüli konvergenciaértékeléseket.

Mindeközben Bulgária teljesítette a többi maastrichti kritériumot, így az árfolyam fenntarthatóságára, az államháztartásra és a kamatlábakra vonatkozó követelményeket is.

A 2024. évi rendes jelentés (*Európai Bizottság 2024; EKB 2024*) jelentős előrelépést állapított meg, azonban az infláció továbbra is a referenciaérték felett maradt, és az euro 2025. januári bevezetésére vonatkozó korábbi várakozások nem bizonyultak megvalósíthatónak. A jelentés ugyanakkor azt is megállapította, hogy a bolgár jogszabályok immár az euro bevezetésére vonatkozó uniós követelményekkel összeegyeztethetőnek minősülnek, az értelmezések függvényében és folyamatos éberség mellett.

2025 februárjában Bulgária frissített konvergenciaértékelést kért az Európai Bizottságtól és az EKB-től. A kérelmet az Eurostat inflációs adatainak közzététele követte, amelyek szerint az ország teljesítette az árstabilitási kritériumot, és ezzel megszűnt az euroövezethez való csatlakozás utolsó akadálya. 2025. június 4-én az Európai Bizottság és az EKB 2025. évi konvergenciajelentései arra a következtetésre jutottak, hogy Bulgária teljesítette az euro bevezetéséhez szükséges gazdasági és jogi kritériumokat (*Európai Bizottság 2025; EKB 2025*). A pozitív értékelés elindította az összes szükséges jogi és intézményi lépést, amelyek július elejére be is fejeződtek (*3. Függelék*).

4. táblázat

Bulgária megfelelése a konvergenciakritériumoknak (végső értékelés)

Konvergencia-kritérium	Főbb mutató	Referenciaérték	Bulgária (2025-ös értékelés)	Állapot
Árstabilitás	12-hónapos átlagos HICP-infláció	Legjobban teljesítők alapján	Teljesítette a stabilitási kritériumot	Teljesített
Költségvetési hiány	Nettó hitelnyújtás/hitelfelvétel	≤ A GDP 3 százaléka	Referenciaérték alatt	Teljesített
Államadósság	Bruttó adósság	≤ A GDP 60 százaléka	23,1 százalék ¹	Teljesített
Árfolyam	Részvétel az ERM II-ben	≥ 2 év	Tag 2020 júliusa óta	Teljesített
Hosszú lejáratú kamatláb	10-éves államkötvényhozam	Legjobban teljesítők alapján	Referencia-tartományon belül	Teljesített
Jogi konvergencia	Központi banki jogszabályok	Teljes kompatibilitás	Követelményeknek megfelelt 2025 júniusára	Teljesített

Megjegyzés: ¹ 2024-es becslült érték

Forrás: Az Európai Bizottság (2025) és EKB (2025) konvergenciajelentések alapján szerkesztve

4. Euroövezeti tagság

4.1. Az euro bevezetésének előnyei

Valutatanácsi rendszerével Bulgária már eddig is realizálta a közös valuta egyes előnyeit a fő európai partnerekkel folytatott kapcsolataiban. Az euro azonban számos további előnnyel jár majd, többek között az alábbiakkal (*Enoch – Gulde 2025*):

- *Újbóli részvétel a monetáris politikai döntésekben:* Az euroövezet tagjaként Bulgária először vehet részt a monetáris politikai döntések meghozatalában. 1997 óta Bulgáriát e döntések közvetetten érintették, ugyanakkor nem volt lehetősége részt venni a monetáris politikai döntéshozatalban.
- *Az árfolyam- és országkockázat csökkentése:* Az euro mint tartalékvaluta tovább fogja csökkenteni a devizakockázatot. Miközben Bulgária valutatanácsi rendszere stabil és jogilag megalapozott volt, más országok kiléptek a valutatanácsi rendszerekből, így bizonyos mértékű árfolyamkockázat továbbra is fennmaradt. Az euro közelgő bevezetéséről szóló pozitív híreket követően több hitelminősítő intézet is felminősítette Bulgáriát (*Fitch Ratings 2025; Morningstar DBRS 2025; S&P Global Ratings – Fitch Ratings 2025; Scope Ratings GmbH 2025*), megjegyezve, hogy az ország pénzének tartalékvalutává válásával az árfolyam- és országkockázat csökkent. Az euro bevezetése egyben a jogi és intézményi keretrendszer nemzetközi elfogadottságát is jelzi, és az alacsonyabb országkockázat révén támogatja a kereskedelmet és a beruházásokat.
- *A banki/pénzügyi stabilitás támogatása:* A valutatanácsi rendszer alatt a BNB nem rendelkezett korlátlan „végső menedékhitelezői” funkcióval, ami – rendkívüli nyomás idején – likviditási válsághoz vezethetett volna. Az euroövezethez való csatlakozást követően a bolgár bankok hozzáférhetnek az EKB eszközeihez, ami válsághelyzetben jóval biztonságosabbá teszi likviditásellátásukat.
- *Részvétel a fejlett pénz- és tőkepiacokon:* Az euro bevezetésével a bolgár gazdasági szereplők közvetlenül hozzáférhetnek a fejlett euroövezeti pénzügyi piacokhoz. Az euroövezeti tagok zökkenőmentesebb, ellenállóbb és alacsonyabb költségű hozzáféréssel rendelkeznek az euro-tőkepiacokhoz, különösen a volatilitás időszakában, míg a nem euroövezeti országok e piacokat csak euróban denominált kibocsátásokon keresztül érhetik el, és jellemzően magasabb felárak mellett kereskednek.
- *A kereskedelem és az utazás megkönnyítése:* A rögzített árfolyam ellenére minden külföldi tranzakció devizaváltást igényelt, a tranzakció értékének 1–3 százaléka közötti költséggel. Az euro bevezetése megszünteti ezeket a költségeket az euroövezet többi részével lebonyolított valamennyi tranzakcióban, amely Bulgária legfontosabb kereskedelmi partnere. A levához képest fejlettebb europiacok a nem euróban denominált devizákkal folytatott tranzakciók költségeit is csökkenteni fogják.

4.2. Várható költségek: átmeneti és strukturális hatások

Bulgária valutatanácsi berendezkedésére tekintettel az euro bevezetésével járó gazdasági költségek korlátozottak. Általánosságban egy regionális valuta bevezetése egy ország önálló monetáris politikai döntéshozatali képességének megszűnését jelenti. Bulgária azonban a valutatanácsi rendszer bevezetésével már korábban lemondott az aktív monetáris politika alkalmazásának lehetőségéről, és azóta sem folytatott aktív monetáris politikát. Az euro bevezetését követően a monetáris politika továbbra is külső szinten formálódik, ugyanakkor – a valutatanácsi rendszerrel szemben – Bulgária az EKB Tanácsának tagjává válik, és bizonyos mértékű befolyással rendelkezik a regionális szakpolitikai döntéshozatalban.

Az euro bevezetésének további, kézzelfoghatóbb költségei a vállalkozások és az állam számára szükséges működési változtatásokhoz kapcsolódnak. A vállalkozások számára ez magában foglalja a számviteli rendszerek átalakításának szükségességét, a szerződésekben és a kiskereskedelmi ármeghatározásokban alkalmazott pénznem megváltoztatását, valamint a munkavállalók képzésének biztosítását. Az állam számára ez azt jelenti, hogy az új valutát valamennyi jogszabályban és rendeletben érvényesíteni kell. Az inflációra gyakorolt hatást jelentős költségként szokták említeni, azonban más országokban ez a hatás csekélynek és átmenetinek bizonyult.¹⁹

5. Összegzés és következtetések

Bulgáriát különösen súlyosan érintette a piacgazdasági átmenet kezdeti szakasza, nehézipari öröksége és az egyértelmű politikai elköteleződés hiánya miatt. 1996-ra úgy tűnt, hogy a gazdasági átmenet hagyományos megközelítése kudarcot vallott: az infláció beágyazódott, az államadósság emelkedett, a kormány pedig hitelét veszítette. Az év vége felé bekövetkezett hiperinfláció sürgőssé tette a stratégia radikális megváltoztatását.

A valutatanácsi rendszer megfelelt az adott pillanat követelményeinek. A diszkrécionális politikák mozgástere súlyosan korlátozott volt. A monetáris expanziót az ország devizatartalékainak és aranykészleteinek nagysága korlátozta, a fiskális politikát pedig e korlátokkal összhangban kellett tartani. A valutatanácsi rendszer jogszabályi elfogadása hitelességet adott a konstrukciónak, így az inflációs várakozások meredeken visszaestek, és az infláció, valamint a kamatlábak gyorsan csökkentek. A gazdasági lassulás időszakát követően a növekedés ismét megindult. Ugyanakkor a rendszerbe bizonyos fokú rugalmasság is beépült, így volt némi

¹⁹ Ezt a jelenséget széles körben tanulmányozták. Németország esetében a kutatások azt találták, hogy a német márkáról az euróra történő átállás egyszerű jelleggel mintegy 0,05–0,23 százalékponttal emelte az aggregált inflációs rátát, főként a kerekítések („menüköltségek”) és az olyan szolgáltatások, mint a vendéglátás és az éttermi szolgáltatások árazási stratégiái miatt. Hasonló eredmények születtek más országok esetében is: minden esetben azt találták, hogy az egyénekre és csoportokra gyakorolt hatás a fogyasztói kosaruktól függően eltért, és a legtöbb országban az infláció észlelt mértéke meghaladta a tényleges áremelkedést (lásd *Mastruboni 2004; Sturm et al. 2009; és Petrylé – Bunevičiūtė 2023*).

lehetőség a gazdasági sokkok kezelésére; emellett a valutatanácsi rendszer beépítése a bolgár jegybankba – ami különösen lényeges – hozzájárult ahhoz, hogy az intézmény a gazdaság stabilizálódásával visszanyerje hitelességét.

Az ezt követő évek gazdasági nyomása következtében Bulgária több kormányváltást is megélt. Mindazonáltal a hiperinfláció által okozott szenvedések emléke azt eredményezte, hogy a valutatanácsi rendszer soha nem került komoly veszélybe. A gazdaságot ebben az időszakban kihívás elé állította a népesség 20 százalékának kivándorlása, döntően a piacképes, fiatalabb korosztály köréből; másfelől ugyanakkor profitált a külföldről érkező hazautalásokból, amelyek 1996-ban még nulláról 2003-ra – az új gazdasági berendezkedés iránti bizalom megerősödésével párhuzamosan – a GDP mintegy 8 százalékára emelkedtek, majd ezt követően körülbelül 3 százalékra csökkentek, és azon a szinten stabilizálódtak.

Bulgária csak fokozatosan tudta leküzdeni számos strukturális kihívását, így nem volt még felkészülve arra, hogy sok más átmeneti gazdasággal egy időben lépjen be az Európai Unióba. Ugyanakkor 2007-ben, további reformokat követően és a csatlakozás utáni monitoring folyamat elfogadásával Bulgária (Romániával együtt) elnyerte az EU-tagságot.

A bolgár kormányok ezt követően abban reménykedtek, hogy hamarosan csatlakozhatnak az ERM II-höz, az euroövezeti tagság előszobájához, ahogyan azt más átmeneti gazdaságok is megtették. A következő időszakot azonban külső negatív események sorozata jellemezte – a globális pénzügyi válság, az euroválság és a Covid19 –, amelyek letérítették a bolgár gazdaságot a pályájáról, és óvatosságra intették az Európai Uniót az euroövezet bővítésével kapcsolatban. Ebben az időszakban a valutatanácsi rendszer pusztán gazdasági indokoltsága talán kevésbé volt egyértelmű – Románia 2007 és 2020 között az időszak jelentős részében gyorsabban növekedett, mint Bulgária –, ugyanakkor a valutatanácsi rendszer hitelessége továbbra is a gazdasági stabilitás egyik pillére maradt, és az euro bevezetése jelentette volna az egyetlen megvalósítható kilépési utat a rendszerből, amely biztosítja e hitelesség fennmaradását. 2026. január 1-jével ez megvalósult, és Bulgária az euroövezet 21. tagjává vált.

Így a valutatanácsi rendszer 1997-ben kulcsfontosságú szerepet töltött be egy olyan időszakban, amikor az alternatív stratégiák kipróbálása már megtörtént, és azok sikertelennek bizonyultak. A valutatanácsi rendszer bevezetése előtti hiperinfláció emléke fontos tényező volt a valutatanácsi rendszer iránti támogatás fenntartásában a következő évtizedek során. A valutatanácsi rendszer nem hagyományos kialakításába beépített korlátozott rugalmasság, valamint a valutatanácsi rendszer BNB-n belüli beágyazása tovább erősítette a konstrukciót. Végül az euroövezetbe való belépés kilátása végpontot jelölt ki a valutatanácsi rendszer működtetésében, valamint az országnak a rendszerből való végső kilépéséhez. Az euroövezeti tagságból fakadó előnyök várhatóan még tovább erősítik Bulgária gazdasági előrehaladását.

Felhasznált irodalom

- Backe, P. (2009): *The monetary integration of CESEE EU member states: Achievements and prospects*. Focus on European Economic Integration, 2009(5): 73–81. https://econpapers.repec.org/scripts/redir.pf?u=https%3A%2F%2Fwww.oenb.at%2Fdam%2Fjcr%3A84baa968-30b7-4e06-af71-89fece02422e%2Ffee_i_2009_si_10_backe_tcm16-143559.pdf;h=repec:onb:oenbfi:y:2009:i:5:b:10
- Bechev, D. (2010): *Bulgaria's Path to EU Membership – and beyond*. In: Katsikas, S. (ed.): *Bulgaria and Europe: Shifting Identities*. Anthem Press, pp. 113–128. <https://doi.org/10.7135/UPO9781843318286.008>
- Dorrucci, E. – Fidora, M. – Gartner, C. – Zumer, T. (2020): *The European exchange rate mechanism (ERM II) as a preparatory phase on the path towards euro adoption: The cases of Bulgaria and Croatia*. ECB Economic Bulletin, 8/2020. https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/articles/2021/html/ecb.ebart202008_01~035eb0fb07.en.html
- EKB (2022): *Convergence Report 2022*. Európai Központi Bank. <https://www.ecb.europa.eu/press/other-publications/convergence/html/ecb.cr202206~e0fe4e1874.en.html>
- EKB (2024): *Convergence Report 2024*. Európai Központi Bank. <https://www.ecb.europa.eu/press/other-publications/convergence/html/ecb.cr202406~475c2172bc.en.html>
- EKB (2025): *Convergence Report 2025: Bulgaria*. Európai Központi Bank. <https://www.ecb.europa.eu/press/other-publications/convergence/html/ecb.cr202506~8941e288b6.en.html>
- Enoch, C. (2021): *Europe beyond the euro. Building protection for Europe's economies in the time of risks*. Palgrave Macmillan. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-77115-7>
- Enoch, C. – Gulde, A.-M. (1997): *Making a Currency Board operational*. IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, PPAA/97/10. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/ppaa/ppaa9710.pdf>
- Enoch, C. – Gulde, A.-M. (2025): *From hyperinflation to the euro*. Finance & Development, 62(4). International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/publications/fandd/issues/series/analytical-series/from-hyperinflation-to-the-euro-enoch>
- Enoch, C. – Gulde, A.-M. – Hardy, D.C.L. (2002): *Banking crises and bank resolution: Experiences in some transition economies*. IMF Working Paper No. 02/56, International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781451847710.001>
- Európai Bizottság (2018): *Convergence criteria for joining the euro area*. Directorate-General for Economic and Financial Affairs. https://economy-finance.ec.europa.eu/euro/enlargement-euro-area/convergence-criteria-joining_en

- Európai Bizottság (2022): *Convergence report 2022*. Institutional Paper 179. <https://doi.org/10.2765/804537>
- Európai Bizottság (2024): *Convergence report 2024*. Institutional Paper 294. <https://doi.org/10.2765/77665>
- Európai Bizottság (2025): *Convergence report 2025 on Bulgaria*. Institutional Paper 320. Directorate-General for Economic and Financial Affairs, European Commission. <https://doi.org/10.2765/0736961>
- Fitch Ratings (2025): *Fitch Upgrades Bulgaria to 'BBB+'; Outlook Stable*. <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-upgrades-bulgaria-to-bbb-outlook-stable-10-07-2025>
- Ghosh, A.R. – Gulde, A.-M. – Wolf, H.C. (1998): *Currency Boards: The Ultimate Fix?*. IMF Working Paper, WP/98/8. <https://doi.org/10.5089/9781451927955.001>
- Gulde, A.-M. (1999): *The Role of the Currency Board in Bulgaria's Stabilization*. IMF Finance and Development, September, 36(3). <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1999/09/gulde.htm>
- IMF (1996): *Bulgaria: Recent economic developments* (IMF Staff Country Report No. 96/13). <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/002/1996/013/article-A001-en.xml>
- IMF (2007): *Bulgaria: Selected issues*. IMF Staff Country Report No. 2007(390). <https://doi.org/10.5089/9781451804584.002>
- IMF (2009): *Bulgaria: 2008 Article IV Consultation – Staff Report. Staff Statement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Bulgaria*. IMF Staff Country Report No. 2009(96). <https://doi.org/10.5089/9781451804591.002>
- IMF (2017): *Bulgaria: Financial Sector Assessment Program: Technical Note on Financial Safety Net and Crisis Management*. IMF Staff Country Report No. 2017(202). <https://doi.org/10.5089/9781484308493.002>
- IMF – World Bank (2003): *Bulgaria: Financial Sector Assessment Program: Review, issues and lessons going forward*. International Monetary Fund and World Bank, February 24. <https://www.imf.org/external/np/fsap/2003/review.pdf>
- Kojshev, N. (1996): *Bankrott des Staates zu Erwarten?*. Bulgarisches Wirtschaftsblatt, May, Number 5(46): 1.
- Koordinációs Tanács (2022): *A Bolgár Köztársaság euroövezeti csatlakozásának előkészítéséért felelős Koordinációs Tanácsa: National euro changeover plan of Bulgaria (updated for euro introduction on January 1, 2025)*. <https://evroto.bg/upload/532/National%20Plan.pdf>

- Mastrobuoni, G. (2004): *The effects of the euro-conversion on prices and price perceptions*. CEPS Working Paper No. 101. <https://gceps.princeton.edu/wp-content/uploads/2017/01/101mastrobuoni.pdf>
- Morningstar DBRS (2025): *Morningstar DBRS confirms Republic of Bulgaria at BBB (high) stable trend*. Morningstar DBRS, 28 August. <https://dbrs.morningstar.com/research/461759>
- Petrylè, V. – Bunevičiūtė, K. (2023): *Gainers and Losers of Euro Adoption: The Case of the Baltic States*. Proceedings of the 13th International Scientific Conference Business and Management 2023. <https://doi.org/10.3846/bm.2023.1010>
- S&P Global Ratings – Fitch Ratings (2025): *S&P Global and Fitch upgrade Bulgaria's credit rating to 'BBB+' following eurozone accession approval*. The Sofia Globe, July 10. <https://sofiaglobe.com/2025/07/11/sp-global-fitch-raise-bulgarias-credit-rating-to-bbb-on-euro-adoption-approval/>
- Scope Ratings GmbH (2025): *Republic of Bulgaria issuer rating report: Upgrade to A- stable following euro area entry*. Scope Ratings GmbH, 18 September. <https://scooperatings.com/ratings-and-research/rating/EN/179051>
- Sturm, J.-E. – Fritsche, U. – Graff, M. – Lamla, M. – Lein, S. – Nitsch, V. et al. (2009): *The euro and prices: Changeover-related inflation and price convergence in the euro area*. Economic Paper No. 381, European Economy. https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication15287_en.pdf
- Sugarev, E. (1996): *White Paper on the Financial Bankruptcy of Bulgaria*. Parliamentary Anti-Corruption Committee.
- Wahl, T. (2023): *Commission Formally Closes Cooperation and Verification Mechanism for Bulgaria and Romania*. <https://eucrim.eu/news/commission-formally-closes-cooperation-and-verification-mechanism-for-bulgaria-and-romania/>
- Wolf, H.C. – Ghosh, A.R. – Berger, H. – Gulde, A.-M. (2008): *Currency Boards in Retrospect and Prospect*. CESifo Book Series, MIT Press. <https://doi.org/10.7551/mitpress/9780262232654.001.0001>
- Yorgova, N. (2011): *The Eurozone and Bulgaria: Interrelations and future perspectives*. Economic Policy Analyses, Friedrich Ebert Stiftung. <https://library.fes.de/pdf-files/bueros/sofia/08494.pdf>
- Walko, Z. (2022): *Ready for the Euro? The Case of Croatia and Bulgaria*. Österreichische Nationalbank, Occasional Paper number 3. https://www.oenb.at/dam/jcr:3323a25c-3eff-48a0-ab3e-da88150fe744/occasional_paper_no-3_ready-for-the-euro.pdf

Függelékek

1. Függelék: A valutatanácsi rendszer néhány példája

A valutatanácsi rendszerek hosszú múltra tekintenek vissza mint gyarmati monetáris berendezkedések, és a XX. század végén újra népszerűvé váltak. Gyarmati eszközként egyszerre törekedtek a pénzkibocsátás korlátozására, valamint arra, hogy elkerüljék a pénz szállításának szükségességét az anyaország és a gyarmat között. Újabb kori alkalmazásuk során vagy az infláció gyors csökkentését és stabilizálását segítő eszközként, vagy az új valuták hitelességének és elfogadottságának megerősítését támogató eszközként szolgáltak. Az alábbi táblázat a történelmi és a jelenlegi valutatanácsi rendszereket sorolja fel.

Ország/terület	Kezdő év/Záró év	Megjegyzések
Mauritius	1849-től a XX. század közepéig	Első valutatanácsi rendszer (brit gyarmat).
Falkland-szigetek	1899-től napjainkig	Brit tengerentúli terület; a valutatanácsi rendszer továbbra is működik.
Gibraltár	1914-től napjainkig	Brit tengerentúli terület; a valutatanácsi rendszer továbbra is működik.
Nyugat-afrikai gyarmatok	1912–1964	A tanácsi rendszer több gyarmaton is alkalmazásra került.
Kelet-afrikai gyarmatok	1919–1869	A tanácsi rendszer több gyarmaton is alkalmazásra került.
Szent Ilona-sziget	1904-től napjainkig	Brit tengerentúli terület; a valutatanácsi rendszer továbbra is működik.
Ceylon/Srí Lanka	1884–1950	Először az indiai rúpiához volt kötve, majd később a saját valutájához.
Hong Kong	1935-től napjainkig	1983 óta az amerikai dollárhoz kötve.
Argentína	1991–2002	Az amerikai dollárhoz kötve, de nem szigorúan ortodox módon.
Észtország	1992–2011	A német márkához, majd az euróhoz kötve; az euro bevezetésével megszűnt.
Litvánia	1994–2015	A német márkához, majd az euróhoz kötve; az euro bevezetésével megszűnt.
Lettország	1994–2014	A különleges lehvási jogokhoz (SDR) kötve; valutatanácsi rendszerhez hasonlóan működött, de nem volt jogszabályban rögzítve.
Bulgária	1997–2025	Eurobevezetés 2026. január 1-jén.
Bosznia-Hercegovina	1997/1998-tól napjainkig	Korábban a német márkához, jelenleg az euróhoz kötve. A daytoni megállapodás alapján előírva.
Dzsibuti	1949-től napjainkig	Az amerikai dollárhoz kötve, jelenleg is fennáll.
Kajmán-szigetek	1972-től napjainkig	Az amerikai dollárhoz kötve, jelenleg is fennáll.
Bermuda	1972-től napjainkig	Az amerikai dollárhoz kötve, jelenleg is fennáll.
Makaó	1980-tól napjainkig	Az amerikai dollárhoz kötve, jelenleg is fennáll.

Forrás: Wolf et al. (2008) és a szerzők frissítései

2. Függelék: EU-tagság és a jogi és intézményi fejlődés nyomon követése Bulgáriában

A korábbi csatlakozási esetekben az uniós standardokhoz való konvergenciát a csatlakozás időpontjára kellett elérni. A mélyebben gyökerező problémákra, valamint az esetlegesen hosszabb reformfolyamatra vonatkozó várakozásokra tekintettel az EU Bulgária és Románia esetében azt az álláspontot képviselte, hogy egyes kulcsfontosságú változtatások – szoros nyomon követés mellett – már a tagság keretében is megvalósulhatnak.

A szükséges változások elérése érdekében az EU Bulgária és Románia számára egy egyedi együttműködési és ellenőrzési mechanizmust (CVM) hozott létre, mint különleges, a csatlakozás utáni nyomonkövetési eszközt az igazságügyi reform, a korrupció elleni küzdelem, valamint (kifejezetten Bulgária esetében) a szervezett bűnözés elleni fellépés terén elért előrehaladás nyomon követésére. Ez rendszeres jelentéstételt, országspecifikus teljesítményjelzőket és az Európai Bizottság éves értékelését foglalta magában. A folyamatot a viszonyítási pontok (benchmarks) teljesítését követően 2023 szeptemberében hivatalosan lezárták.

A CVM tartalma

- A mechanizmus Bulgária előrehaladását hat kulcsfontosságú viszonyítási pont mentén értékelte, különös tekintettel a bírói függetlenségre, a magas szintű korrupció elleni küzdelemre és a szervezett bűnözés elleni büntetőeljárások javítására.
- A CVM-folyamat során rendszeres (jellemzően éves) nyilvános jelentések készültek, részletes előrehaladási értékelésekkel és ajánlásokkal.
- E jelentések a bolgár hatóságokkal, a civil társadalommal, valamint az EU Tanácsával és az Európai Parlamenttel folytatott konzultációkat is magukban foglalták.

A CVM folyamata

- Bulgária ütemezett felülvizsgálatokon és a Bizottság országlátogatásain esett át, amelyek eredményeként rendszeres, online is elérhető nyilvános jelentések készültek.
- A Bizottság csak azt követően döntött a megszüntetéséről, hogy valamennyi viszonyítási pont teljesült, és a hatályon kívül helyezést megelőzően hivatalosan értesítette az EU Tanácsát és az Európai Parlamentet, hogy megtegyék észrevételeiket.
- 2023 szeptembere óta Bulgária a jogállamiság uniós standard ciklusának hatálya alá tartozik, amelyben az éves jelentéstétel és az ajánlások minden tagállamra alkalmazandók.²⁰

²⁰ Forrás: <https://www.pubaffairsbruxelles.eu/eu-institution-news/college-meeting-cooperation-and-verification-mechanism-cvm-reports-for-bulgaria-and-romania/> (letöltés ideje: 2025. szeptember 19.) és *Wahl (2023)*

3. Függelék: Az Európai Unió Árfolyam-mechanizmusába (ERM II) történő belépés jogi és eljárási folyamata

Az ERM II az Európai Unió által létrehozott keretrendszer, amely az euro és az eurót még nem használó uniós országok valutái közötti árfolyamok kezelésére szolgál, azzal a céllal, hogy elősegítse a konvergenciát és az árfolyam-stabilitást az euro bevezetésére való felkészülés részeként. Az ERM II-ben való legalább kétéves részvétel előfeltétele az euro bevezetésének. Az EKB és az Európai Bizottság nyomon követi a megfelelést, és legalább két évente „konvergenciajelentéseket” tesz közzé az euroövezeti tagságra való felkészültség értékelésére.

A konkrét feltételek és az eljárás a következők:

- *Az EU-tagság* formális előfeltétele az ERM II-höz való csatlakozásnak, azonban a csatlakozás időkeretét nem határozták meg. Ha egy tagország csatlakozni kíván az ERM II-höz, az ország pénzügyminisztere és jegybankelnöke közösen nyújtják be a kérelmet az Eurocsoportnak és az EKB-nak.
- *Központi árfolyam-megállapodás:* Az ERM II lehetővé teszi, hogy egy nem euro-övezeti uniós tagállam valutája az euróval szemben a megállapított sávon belül ingadozzon, jellemzően az EKB és az adott nemzeti jegybank által összehangolt középárfolyam körül ± 15 százalékos sávban. Az euróhoz kötött valutatanácsi rendszert alkalmazó országok fenntarthatják rendszerüket (gyakorlatilag 0 százalékos sáv mellett).
- *Konvergenciavállalás („maastrichti kritériumok”):* Az ERM II-ből az euro bevezetéséhez való továbblépéshez egy országnak meg kell felelnie a maastrichti kritériumoknak:
 - *Árstabilitás:* Az infláció mértéke legfeljebb 1,5 százalékponttal haladhatja meg a három legjobban teljesítő uniós tagállam átlagát.
 - *Stabil államháztartás:* Az államháztartási hiány nem haladhatja meg a GDP 3 százalékát, az államadósság pedig nem lépheti túl a GDP 60 százalékát, illetve megfelelő ütemben csökkennie kell e szint felé.
 - *Árfolyam-stabilitás:* Részvétel az Árfolyam-mechanizmus II-ben (ERM II) legalább két egymást követő éven keresztül, súlyos feszültségek vagy az euróval szembeni leértékelés nélkül.
 - *Hosszú távú kamatlábak:* A nominális hosszú távú kamatlábak legfeljebb 2 százalékponttal haladhatják meg az árstabilitás tekintetében legjobban teljesítő három tagállam kamatlábát.
- *Az euroövezeti partnerek jóváhagyása:* Miután az EKB és az Európai Bizottság támogató konvergenciajelentéseket bocsát ki, az euroövezet jelenlegi pénzügyminisztereinek és az EKB-nak együttesen jóvá kell hagyniuk az adott ország csatlakozását.²¹

²¹ Forrás: Európai Bizottság (2018)