



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**Currency board e adozione dell'euro in Bulgaria:
un'analisi macroeconomica comparata**

**Currency Board and Euro Adoption in Bulgaria: A
Comparative Macroeconomic Analysis**

Relatore: Alberto Russo

Rapporto Finale di: Michele Valentini

Anno Accademico 2025/2026

INDICE

INTRODUZIONE

CAPITOLO 1 – QUADRO TEORICO

- 1.1 Regimi di cambio: fisso, flessibile, crawling, currency board.
- 1.2 Aree valutarie ottimali e criteri di ingresso in un'unione monetaria
- 1.3 Costi e benefici della perdita di sovranità monetaria
- 1.4 Analisi comparata: Bulgaria, Paesi baltici, Slovenia e Croazia

CAPITOLO 2 – LA BULGARIA E IL PERCORSO VERSO L'EURO

- 2.1 Il currency board in Bulgaria: origini e caratteristiche
- 2.2 Evoluzione del currency board: resilienza e integrazione europea (1998-2019)
- 2.3 Preparativi finali: ERM II, Convergence Report e approvazione (2020-2025)
- 2.4 La transizione operativa all'euro (2025-2026)

CAPITOLO 3 – ANALISI MACROECONOMICA DEL CASO BULGARO

- 3.1 Dati e fonti per l'analisi empirica
- 3.2 Inflazione e convergenza dei prezzi verso l'area euro
- 3.3 Commercio estero, competitività e partite correnti
- 3.4 Crescita economica, occupazione e tassi di interesse
- 3.5 Finanza pubblica e sostenibilità del debito

CONCLUSIONI

Riferimenti bibliografici

INTRODUZIONE

Negli ultimi decenni l'Unione economica e monetaria europea ha rappresentato uno dei processi di integrazione più profondi a livello mondiale, ponendo al centro il tema della stabilità del tasso di cambio e della condivisione della politica monetaria tra economie nazionali diverse tra loro.

Per le small open economy europee, cioè paesi relativamente piccoli e molto aperti al commercio e ai movimenti di capitali, senza la capacità di influenzare prezzi e tassi d'interesse internazionali, come la Bulgaria, l'adesione all'euro offre potenziali benefici, tra cui la riduzione del rischio di cambio e una maggiore integrazione finanziaria, ma comporta anche costi, soprattutto la perdita di autonomia nella gestione del cambio e dei tassi di interesse.

Dunque, il caso bulgaro costituisce un laboratorio particolarmente interessante per analizzare come la scelta di un regime di cambio rigido e, successivamente, l'ingresso nell'area euro si riflettano sull'evoluzione delle principali variabili macroeconomiche.

La Bulgaria ha introdotto nel 1997 un currency board che ha ancorato in modo credibile il lev prima al marco tedesco e poi all'euro, al tasso fisso di $1 \text{ EUR} = 1,95583 \text{ BGN}$, con l'obiettivo di arrestare l'iperinflazione e ristabilire la fiducia nella moneta nazionale.

Dopo oltre vent'anni di regime di cambio rigidamente fissato, il 10 luglio 2020 il Paese è entrato nel Meccanismo di cambio europeo e nell'unione bancaria, confermando unilateralmente il mantenimento del currency board come impegno di politica economica. Rispetto ad altri nuovi Stati membri, che hanno adottato l'euro in tempi più ravvicinati all'ingresso nell'UE, la Bulgaria presenta dunque un percorso più lungo e graduale, che solleva interrogativi sulle ragioni del ritardo, sui tentativi precedenti e

sugli effetti macroeconomici di una prolungata permanenza in un regime di cambio estremamente rigido.

In questo quadro, la tesi si propone di esaminare come il regime di cambio e le sue variazioni, in particolare la stabilità del cambio legata al currency board e il successivo passaggio all'euro, abbiano influenzato l'economia bulgara in termini di inflazione, tassi di interesse, crescita e commercio estero. L'analisi si concentrerà sul funzionamento del meccanismo di cambio e sulle implicazioni macroeconomiche date dalla perdita della sovranità monetaria a favore della politica monetaria comune europea, valutando in che misura l'ingresso nell'euro abbia contribuito a rafforzare – o eventualmente a limitare – la stabilità macroeconomica complessiva del Paese.

Dal punto di vista metodologico, il lavoro sarà articolato in una prima parte teorica, dedicata ai principali concetti relativi ai regimi di cambio, alle aree valutarie ottimali e ai costi e benefici dell'adesione a un'unione monetaria, e in una seconda parte empirica, basata sull'analisi di dati macroeconomici della Bulgaria e sul confronto con altre small open economy dell'area euro, entrate in momenti diversi nel processo di integrazione.

La scelta di approfondire il caso bulgaro nasce sia dall'interesse personale per la macroeconomia, sia dall'esperienza diretta maturata attraverso un tirocinio nel Paese, svolto nell'ambito del programma EU4EU. Questa esperienza ha permesso di osservare sul campo il passaggio dal lev all'euro, percepito nella vita quotidiana attraverso l'aumento del livello dei prezzi in alcuni comparti e, al tempo stesso, la permanenza di differenze di costo rispetto all'Italia in vari ambiti. La tesi è strutturata in tre capitoli: dopo l'introduzione, il primo capitolo presenta il quadro teorico di riferimento; il secondo ricostruisce il percorso della Bulgaria verso l'euro e il terzo sviluppa l'analisi empirica sul caso bulgaro.

CAPITOLO 1 – QUADRO TEORICO

1.1 Regimi di cambio: fisso, flessibile, crawling, currency board.

I regimi di cambio costituiscono uno degli elementi fondamentali della politica economica di un paese, definendo le regole che determinano il valore della propria valuta rispetto a quelle estere. Essi influenzano direttamente la competitività delle esportazioni, la stabilità dei prezzi, i costi del debito pubblico e la fiducia degli investitori internazionali, rappresentando quindi un compromesso tra la necessità di prevedibilità nei rapporti economici e la capacità di reazione agli shock esterni. Nel tasso di cambio fisso, la banca centrale stabilisce un valore esatto (es. "1 lev = 1,95 euro") e lo difende intervenendo sul mercato. Per esempio, se sul mercato 1 lev vale momentaneamente 1,90 euro, la banca centrale compra lev (pagando con euro dalle riserve), così, aumenta la domanda di lev e il suo valore risale a 1,95 euro. Se invece, 1 lev dovesse valere 2,00 euro, la banca centrale venderebbe lev (comprando euro) facendo aumentare l'offerta di lev, e scendere il suo valore a 1,95 euro. Questo è il meccanismo di base di domanda/offerta: più compri una moneta, più vale.

Più ne vendi, meno vale. La banca centrale usa le riserve per controllare domanda e offerta e mantenere il tasso fisso. È una scelta comoda per paesi piccoli e aperti al commercio, perché elimina sorprese: un imprenditore sa oggi quanto incasserà domani dall'export in un altro paese, senza svegliarsi con una svalutazione che azzeri i margini. Se, però, c'è una crisi globale, e le riserve finiscono (come successe in Argentina nel 2001), si incorre in una crisi speculativa.

Al polo opposto c'è il cambio flessibile, dove il mercato fa da padrone assoluto. Dove il tasso si muove su e giù, spinto da domanda e offerta. In questo caso, se tutti domandano per una valuta, si apprezza; se la vendono, si svaluta. La banca centrale può influenzare

domanda e offerta alzando o abbassando i suoi tassi interni, che attirano o spaventano capitali. Dunque, il regime di cambio flessibile favorisce i paesi di grandi dimensioni, che possono influenzare i mercati e godono di maggiore stabilità, mentre espone i paesi piccoli a elevata volatilità e instabilità dei capitali.

Poi c'è il crawling peg, un modello ibrido dove si fissa un tasso base, che si sposta lentamente per inseguire l'inflazione o squilibri cronici, con bande di tolleranza ($\pm 5\%$) per non spaventare i mercati.

Infine, un caso particolare di regime di cambio è rappresentato dal currency board, un meccanismo estremamente rigido di ancoraggio valutario che limita in modo significativo la discrezionalità della politica monetaria. Tale sistema viene generalmente adottato in contesti di forte instabilità macroeconomica, con l'obiettivo di ristabilire rapidamente la fiducia degli operatori economici e garantire la stabilità dei prezzi.

In termini generali, il funzionamento di un currency board si fonda su una regola fondamentale: la banca centrale può emettere moneta nazionale solo se dispone di riserve in valuta estera pienamente equivalenti. Ciò significa che ogni unità di moneta nazionale è pienamente coperta da riserve in valuta estera, garantendo la possibilità di conversione immediata e limitando fortemente il rischio di inflazione.

A differenza di un regime di cambio fisso tradizionale, il currency board riduce quasi del tutto la discrezionalità della banca centrale, imponendo una disciplina monetaria particolarmente rigida. L'adozione di tale sistema produce, in genere, un forte effetto di credibilità: l'impossibilità di finanziare il disavanzo pubblico stampando moneta aiuta a mantenere bassa l'inflazione e a rendere più stabile il sistema finanziario. In molti casi, ciò si traduce in una rapida riduzione dell'inflazione e in un miglioramento delle

condizioni complessive del sistema bancario, che viene indotto a operare secondo criteri di maggiore prudenza ed efficienza.

L'esperienza della Bulgaria rappresenta un esempio significativo di applicazione di questo regime. Introdotta alla fine degli anni Novanta in risposta a una fase di grave instabilità monetaria e finanziaria, il currency board ha consentito di ristabilire in tempi relativamente brevi condizioni di stabilità macroeconomica, favorendo il contenimento dell'inflazione e il rafforzamento del sistema bancario. Nel lungo periodo, tale assetto ha inoltre contribuito a consolidare la credibilità delle istituzioni economiche e a garantire una gestione prudente delle finanze pubbliche, dimostrando una notevole capacità di resistenza anche in presenza di shock esterni di rilievo.

In sintesi, il currency board può essere interpretato come uno strumento di stabilizzazione estrema, capace di offrire elevati livelli di credibilità e disciplina monetaria, ma al costo di una sostanziale rinuncia all'autonomia della politica monetaria nazionale.

1.2 Aree valutarie ottimali e criteri di ingresso in un'unione monetaria

L'ingresso in un'unione monetaria non può essere interpretato come un semplice cambio di banconote o come una scelta simbolica di appartenenza politica. Al contrario, esso rappresenta il punto di arrivo di un processo economico e istituzionale complesso, nel quale un paese rinuncia alla propria moneta nazionale e accetta di condividere con altri Stati una politica monetaria comune.

Si tratta senza dubbio di una decisione che può produrre vantaggi significativi, ma richiede anche che l'economia del paese candidato sia sufficientemente allineata a quelle dei membri già partecipanti.

Proprio per questa ragione, il dibattito economico sull'unione monetaria è stato a lungo accompagnato dalla teoria delle aree valutarie ottimali, secondo cui l'adozione di una moneta comune è tanto più conveniente quanto più i paesi coinvolti presentano caratteristiche strutturali compatibili: forti scambi commerciali, shock economici simili, buona mobilità di capitali e lavoro e istituzioni capaci di affrontare le crisi senza svalutazioni. In termini generali, se le economie sono abbastanza convergenti, la perdita della sovranità monetaria nazionale diventa più sostenibile, perché i benefici della stabilità e dell'integrazione superano i costi derivanti dalla rinuncia al cambio e ai tassi di interesse autonomi.

Nel caso della Bulgaria, questo ragionamento assume particolare rilievo, dal momento che il paese arrivava all'adozione dell'euro dopo una lunga esperienza di ancoraggio rigido della propria valuta attraverso il currency board, dunque, una parte della flessibilità monetaria era già stata sacrificata molto prima dell'ingresso ufficiale nell'area dell'euro. Tuttavia, la teoria economica da sola non basta: nell'Unione europea, l'accesso all'euro è subordinato al rispetto di una serie di condizioni precise, note come criteri di convergenza, definiti nel Trattato sull'Unione europea.

Questi criteri servono a verificare che il paese candidato sia in grado di entrare nell'unione monetaria senza generare squilibri eccessivi né per sé né per gli altri Stati membri. In sostanza, essi rappresentano una forma di garanzia reciproca: il paese che entra dimostra di possedere una base macroeconomica sufficientemente solida, mentre l'unione monetaria tutela la propria stabilità complessiva evitando ingressi prematuri o politicamente motivati ma economicamente fragili.

Il primo criterio riguarda la stabilità dei prezzi, cioè il controllo dell'inflazione: un paese che desidera adottare l'euro deve mostrare che l'aumento dei prezzi è rimasto sotto

controllo in modo credibile e duraturo. Più precisamente, il tasso medio di inflazione osservato nell'anno precedente all'entrata in eurozona non deve superare di oltre 1,5 punti percentuali quello registrato dai tre Stati membri che hanno ottenuto i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi.

Questo vincolo non è un dettaglio tecnico, ma una condizione sostanziale: entrare in un'unione monetaria con un'inflazione troppo elevata significherebbe introdurre tensioni interne, perdita di competitività e rischi di divergenza rispetto agli altri membri.

Nel caso bulgaro, il soddisfacimento di questo criterio ha avuto anche un forte valore simbolico, perché ha mostrato il definitivo superamento del passato di instabilità monetaria che aveva reso necessario il currency board alla fine degli anni Novanta.

Il secondo criterio concerne la finanza pubblica, quindi la capacità dello Stato di mantenere conti ordinati e sostenibili. Qui i due indicatori principali sono il disavanzo pubblico e il debito pubblico. Il disavanzo, cioè la differenza negativa tra entrate e uscite dello Stato, non deve superare il 3% del PIL, salvo eccezioni limitate e ben motivate. Il debito pubblico, invece, non deve superare il 60% del PIL, oppure deve comunque mostrare una chiara tendenza alla riduzione verso quella soglia. L'obiettivo di questo criterio è evidente: un paese con finanze pubbliche fragili potrebbe mettere sotto pressione l'intera unione monetaria, soprattutto in un contesto in cui la moneta è comune ma la politica di bilancio resta ancora prevalentemente nazionale. La disciplina fiscale diventa dunque una condizione essenziale per l'appartenenza all'eurozona, perché rafforza la fiducia dei mercati, limita il rischio di crisi del debito e riduce la necessità di interventi correttivi straordinari.

Il terzo criterio riguarda la stabilità del tasso di cambio. Prima di adottare l'euro, un paese deve partecipare per almeno due anni agli Accordi europei di cambio (come AEC

II) e dimostrare che la propria valuta è rimasta relativamente stabile rispetto all'euro, senza tensioni gravi né svalutazioni unilaterali. Questo requisito è particolarmente importante, perché consente di osservare se lo Stato candidato è in grado di mantenere la stabilità valutaria in modo credibile anche prima dell'ingresso definitivo nell'euro. Per la Bulgaria questo passaggio è stato meno traumatico rispetto ad altri paesi, proprio perché il lev era già ancorato rigidamente all'euro attraverso il currency board.

Il quarto criterio prende in esame i tassi di interesse a lungo termine, cioè il costo che lo Stato sostiene quando si finanzia emettendo titoli di lungo periodo. Anche in questo caso il principio è semplice: se i mercati considerano un paese affidabile, il rendimento richiesto sui suoi titoli sarà contenuto; se invece ne percepiscono fragilità o instabilità, i tassi richiesti saranno più elevati. Per poter entrare nell'euro, i tassi di interesse a lungo termine non devono superare di oltre il 2% quelli dei tre Stati membri con i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi. Questo parametro completa gli altri criteri, perché misura la fiducia che esso riesce a trasmettere all'esterno. Da questo punto di vista, la Bulgaria ha beneficiato della credibilità costruita negli anni grazie alla disciplina monetaria e al progressivo allineamento agli standard europei.

Accanto ai quattro criteri economici principali, esistono poi ulteriori requisiti istituzionali e giuridici per esempio: le leggi nazionali devono essere compatibili con i Trattati dell'Unione europea e con lo Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della BCE; inoltre, le istituzioni del paese devono essere abbastanza solide da garantire il corretto funzionamento delle nuove regole monetarie. Questo aspetto è molto importante, poiché non basta che i numeri siano formalmente in ordine, ma occorre anche che il quadro normativo e amministrativo sia coerente con gli obblighi derivanti dall'adozione dell'euro.

Per quanto riguarda la decisione finale sull'ingresso di un nuovo paese nell'eurozona, non è subordinata a una singola istituzione, ma è il risultato di una procedura articolata: infatti, la Commissione europea e la Banca centrale europea elaborano ciascuna una relazione nella quale valutano se lo Stato membro soddisfa i requisiti richiesti.

Su questa base, il Consiglio dell'Unione europea, previa consultazione del Parlamento europeo, autorizza l'adozione dell'euro. Si tratta quindi di un processo tecnico-politico: tecnico, perché fondato su indicatori misurabili; politico, perché inserito in una più ampia valutazione di integrazione e affidabilità del paese candidato.

Nel caso della Bulgaria, questo percorso si è concluso positivamente l'8 luglio 2025, quando il Consiglio dell'Unione europea ha approvato l'adesione della Bulgaria all'area dell'euro, dopo una valutazione positiva sul rispetto dei criteri di convergenza, portando all'adozione dell'euro il 1° gennaio 2026.

L'esperienza bulgara mostra come l'esistenza del currency board ha certamente facilitato questo processo, perché ha abituato l'economia a convivere con un cambio rigido e con una politica monetaria già fortemente limitata. Tuttavia, l'ingresso nell'euro ha richiesto anche qualcosa di più: il consolidamento della stabilità dei prezzi, la sostenibilità delle finanze pubbliche, la credibilità del tasso di cambio, la fiducia dei mercati e la compatibilità istituzionale con il quadro europeo.

È proprio nell'intreccio di questi elementi che si comprende il significato economico e politico dell'adesione all'unione monetaria.

1.3 Costi e benefici della perdita di sovranità monetaria

Quando un paese come la Bulgaria adotta l'euro, rinuncia alla sua politica monetaria nazionale, affidandola alla Banca Centrale Europea (BCE). Questo significa dire addio

al controllo autonomo sui tassi di interesse e al cambio nazionale, passando a decisioni comuni per tutta l'eurozona.

Partendo dai benefici, che sono soprattutto pratici e quotidiani, il fatto della moneta unica fa sì che il mercato diventi più trasparente, e i prezzi si confrontino più facilmente tra paesi, spingendo le imprese inefficienti, a migliorare, o a lasciare spazio a quelle più innovative e organizzate.

Le risorse, come denaro, capitali e lavoro, si spostano verso ciò che funziona meglio, aumentando l'efficienza complessiva dell'economia. Nel caso della Bulgaria, piccole imprese esportatrici verso Germania o Italia non devono più pagare commissioni per convertire lev in euro, risparmiando circa lo 0,4% del PIL annuo (stima Commissione CEE 1990).

Inoltre, sparisce la variabilità del cambio, rimuovendo la necessità di ricorrere a contratti di copertura finanziaria a termine (forward), strumenti onerosi che gli esportatori bulgari dovevano acquistare per proteggersi dalle fluttuazioni avverse del lev rispetto all'euro.

Questa certezza valutaria favorisce un aumento degli scambi commerciali e degli investimenti diretti esteri (FDI) dovuta alla riduzione quasi totale del premio per il rischio richiesto dai creditori. Il currency board, introdotto nel 1997, aveva già avviato questa dinamica – riducendo i tassi di interesse dal 100% a circa il 2%, ma l'adozione della moneta unica completa il processo, eliminando definitivamente le barriere residue alla piena integrazione finanziaria europea.

Un altro vantaggio sostanziale è la trasparenza dei prezzi: ad oggi, un consumatore bulgaro può confrontare il prezzo di un frigorifero di Sofia con uno di Vienna, favorendo la concorrenza, che provoca un abbassamento dei prezzi e il contenimento

dell'inflazione (modello OCA Mundell). Questi effetti microeconomici amplificano i benefici del Mercato Unico del 1992, eliminando ostacoli transfrontalieri. A livello macroeconomico, l'ingresso nell'eurozona impone il rispetto dei criteri di Maastricht: inflazione bassa e finanze pubbliche sane, rafforzato dal Patto di Stabilità che richiede un bilancio medio in pareggio.

Per la Bulgaria ciò ha significato inflazione stabile all'1-2%, tassi di interesse ridotti e crescita sostenibile. Tuttavia, la stabilità richiede alternative alla svalutazione: per gli shock simmetrici, come la crisi energetica europea, sono affrontati dalla politica comune BCE; per quelli asimmetrici, come per esempio il crollo del turismo bulgaro per guerra in Ucraina, impongono aggiustamenti interni come la riduzione dei salari o dei tagli spesa, che sono più lenti e socialmente gravosi. In questi casi, è la credibilità istituzionale che gioca un ruolo decisivo, infatti è grazie ai governi affidabili che si riducono i costi della disinflazione: il currency board bulgaro "bruciò" l'iperinflazione del 1996-97, ricostruendo fiducia nei mercati.

L'euro favorisce anche la convergenza regionale: regioni arretrate come quella rurale bulgara, con un PIL pro capite intorno al 60% della media UE, attraggono investimenti labour-intensive grazie a salari contenuti, riducendo i divari Nord-Sud europei – purché supportati da fondi strutturali efficaci. Tra i benefici esterni, l'euro genera signoraggio, ovvero il reddito derivante dall'emissione di moneta e, nel caso dell'euro, è gestito dall'Eurosistema e distribuito tra le banche centrali nazionali. Quest'ultimo rafforza il potere negoziale globale, evitando crisi valutarie nazionali come quelle del 2008 e 2021. Per quanto riguarda i costi, questi sono reali, ma mitigati. La perdita di sovranità monetaria esclude tassi bassi per stimoli o svalutazioni espansive; anche se, una

svalutazione temporanea dà sì un incremento iniziale agli export, ma genera

un'inflazione importata che erode i guadagni se i salari sono rigidi.

D'altra parte, l'euro forza riforme strutturali, con costi brevi, ma benefici duraturi. Sul piano sociale, sono emerse tensioni, come le proteste del dicembre 2025, che portarono alla caduta del governo Zhelyazkov (opposizione degli oligarchi Peevski/Radev), con timori di aumento dei prezzi oltre il 18%. Allo stesso tempo fu bloccato un referendum antieuro, nonostante il 46% scettico sui costi per la vita quotidiana contro il 53% favorevole alla stabilità. In sintesi, per la Bulgaria i benefici (risparmi) superano i costi, con il currency board come ponte perfetto verso l'euro.

La Bulgaria può essere confrontata con altre piccole economie dell'Europa centro-orientale che hanno ancorato la loro moneta all'euro per ridurre la vulnerabilità esterna.

Dalla letteratura emergono tre principali modelli di convergenza verso l'euro: il currency board, la transizione graduale e l'integrazione tardiva. Rispetto ai paesi vicini, la Bulgaria parte da una posizione più fragile, con livelli più bassi di PIL pro capite, produttività e reddito, e il suo percorso di convergenza rimane più lento.

Il currency board bulgaro non è solo una scelta tecnica, ma una risposta ai problemi di credibilità macroeconomica. Ha garantito stabilità dei prezzi e delle aspettative, ma questa stabilità nominale non basta da sola a colmare i ritardi strutturali del paese.

L'esperienza di Estonia, Lituania e Slovenia mostra che la riuscita della convergenza dipende anche dalla disciplina di bilancio e dalle riforme strutturali. In particolare, la Slovenia ha raggiunto l'euro grazie a un processo ordinato di riforme, mentre la Croazia, simile alla Bulgaria per struttura economica, si è distinta per una maggiore integrazione commerciale e finanziaria con l'area euro.

In sintesi, il successo nell'adozione dell'euro non dipende solo dalla stabilità nominale, ma soprattutto dalla combinazione con disciplina fiscale e riforme strutturali.

1.4 Analisi comparata: Bulgaria, Paesi baltici, Slovenia e Croazia

Per comprendere la traiettoria della Bulgaria verso l'euro, è importante confrontare il suo percorso con quello di altre piccole economie europee che hanno adottato strategie differenti per ridurre la vulnerabilità esterna e prepararsi all'ingresso nell'unione monetaria. I casi di Estonia, Lituania, Slovenia e Croazia offrono spunti fondamentali per analizzare il legame tra regime monetario, credibilità istituzionale e convergenza reale.

Estonia, Lituania e Bulgaria hanno istituito un currency board per rafforzare la stabilità economica e la fiducia dei mercati, ma con risultati e punti di partenza diversi.

L'Estonia, che ha adottato il currency board già nel 1992, ha mantenuto una disciplina fiscale rigorosa e riserve valutarie solide, garantendo così il massimo grado di credibilità tra i tre paesi. La Lituania si è affidata inizialmente a un currency board più ibrido e ancorato al dollaro, con credibilità inferiore. La Bulgaria, invece, ha introdotto il currency board in un contesto di crisi iperinflazionistica nel 1997, principalmente come soluzione d'emergenza per ristabilire la fiducia. In tutti e tre i casi, il currency board ha ridotto l'inflazione e stabilizzato l'economia, ma ha anche significato la rinuncia all'uso del tasso di cambio come strumento di aggiustamento, costringendo i paesi ad assorbire gli shock economici attraverso il mercato del lavoro, spesso con conseguenze importanti sulla mobilità e sull'emigrazione della forza lavoro qualificata.

In particolare, in Bulgaria questa dinamica ha favorito l'emigrazione di molti giovani e lavoratori specializzati, rendendo più difficile la convergenza reale con il resto

dell'Unione Europea. Nonostante il successo nella stabilità nominale, il paese rimane, infatti, fanalino di coda dell'UE per PIL pro capite, produttività e reddito.

La Slovenia rappresenta un caso differente. Non ha mai adottato un currency board, preferendo un percorso graduale e ordinato di transizione, mantenendo la propria autonomia di politica monetaria fino all'ingresso nell'ERM II, e adottando l'euro nel 2007. Questo percorso è stato sostenuto da stabilità macroeconomica, riforme progressive, consenso politico e sociale e obiettivi temporali chiari. Tuttavia, la gradualità delle riforme, se da una parte ha evitato crisi improvvise, dall'altra ha rallentato la ristrutturazione dei settori più esposti alla competizione e la crescita della competitività, rischiando di rendere la convergenza reale più lenta e meno solida rispetto a quella nominale.

Anche la Croazia offre spunti di confronto rilevanti. Come la Bulgaria, è una piccola economia molto aperta e con una quota altissima di commercio e finanza legata all'area euro e margini ridotti di politica monetaria autonoma. Tuttavia, la Croazia ha impiegato molto più tempo per completare il percorso all'euro, soprattutto a causa di un elevato debito pubblico e difficoltà nel rispettare i criteri fiscali richiesti. Si evidenzia come, in presenza di una forte integrazione con l'area euro e ridotte possibilità di politiche autonome, i vantaggi dell'adozione della moneta unica risultino superiori ai costi, fungendo anche da incentivo alle riforme interne.

Dall'analisi comparata emerge una lezione chiara: la convergenza nominale – cioè il rispetto dei criteri formali di Maastricht – è una condizione necessaria ma non sufficiente per una piena e sostenibile integrazione monetaria. I paesi che hanno saputo accompagnare la stabilità nominale con riforme strutturali, crescita di produttività e rafforzamento istituzionale sono riusciti a integrare l'eurozona in modo più efficace. Nel

caso bulgaro, il currency board ha permesso di raggiungere la stabilità monetaria e la disciplina fiscale, ma rimangono aperte le sfide della convergenza reale: la distanza in termini di PIL pro capite, produttività e qualità delle istituzioni è ancora significativa rispetto agli altri paesi dell'Europa centro-orientale.

In definitiva, si può considerare il currency board bulgaro come un efficace strumento di stabilizzazione e preparazione tecnica all'euro, ma non risolutivo per i limiti strutturali del paese.

CAPITOLO 2 - LA BULGARIA E IL PERCORSO VERSO L'EURO

2.1 La crisi del 1996-1997 e l'istituzione del currency board

La storia recente della Bulgaria monetaria e finanziaria non può essere compresa senza partire dalla crisi del 1996-1997, uno dei momenti più drammatici dell'intera transizione post-comunista nell'Europa centro-orientale. Nel corso del primo decennio dopo la fine del sistema socialista, l'economia bulgara attraversò una fase di profonda fragilità istituzionale, accentuata da squilibri macroeconomici, debolezza del sistema bancario, caduta della fiducia nella moneta nazionale e incapacità dello Stato di garantire una cornice coerente di stabilità. Infatti, viene definita come una vera e propria crisi finanziario-valutaria, che portò a una forte svalutazione della moneta e al fallimento di numerose banche; lo stesso filone interpretativo rileva come, nel febbraio 1997, l'inflazione avesse raggiunto il 240 % e quasi un terzo degli istituti di credito fosse entrato in crisi.

All'interno di questo quadro, il problema non fu soltanto monetario in senso stretto. Un contributo accademico dedicato alla crisi osserva infatti che le cause non andrebbero ricondotte unicamente a un eccesso di liquidità o a un'errata gestione del tasso di cambio, bensì alla combinazione tra regolazione bancaria inadeguata e fragilità finanziaria. In sostanza, il collasso bulgaro derivò dal prodotto di una debolezza strutturale che investiva insieme il settore pubblico, il credito e il sistema di intermediazione finanziaria.

Il governo guidato da Georgi Videnov aggravò ulteriormente la situazione. Le fonti accademiche consultate evidenziano come le politiche statali attuate dallo Stato hanno sostenuto banche deboli con prestiti clientelari, prosciugando le riserve e destabilizzando il sistema finanziario. In questa fase la Bulgaria sperimentò la rottura di

uno dei presupposti fondamentali della stabilità monetaria: la fiducia nella capacità della banca centrale di difendere la valuta e quella del sistema bancario di funzionare come canale di intermediazione efficiente.

Il punto di svolta arrivò nella primavera del 1997, in seguito alla crisi politica e alle elezioni anticipate. Le fonti indicano che il currency board fu introdotto nel luglio 1997 come misura d'emergenza, con il sostegno di un accordo con il Fondo Monetario Internazionale. La scelta non rappresentò un semplice cambiamento, ma una trasformazione istituzionale radicale, poiché il Paese abbandonò un sistema di gestione discrezionale della moneta, adottando una regola monetaria estremamente rigida.

Come detto nel primo capitolo, il currency board si fondava su alcuni elementi essenziali: la base monetaria doveva essere integralmente coperta da riserve in valuta estera, il tasso di cambio veniva fissato per legge e la banca centrale perdeva la possibilità di condurre una politica monetaria autonoma, con una necessaria gestione molto restrittiva della liquidità bancaria.

Questa rigidità non va letta come un dettaglio tecnico, ma come il cuore della logica del regime. Nel caso bulgaro, il currency board servì a imporre una disciplina esterna in un contesto in cui la politica monetaria interna aveva perso credibilità. Il tasso di cambio fu ancorato al marco tedesco e poi all'euro, fino a consolidarsi nel rapporto irrevocabile di 1 euro per 1,95583 leva bulgari.

La disciplina monetaria così introdotta non poteva risolvere da sola tutte le problematiche ereditate dalla crisi, ma aveva il merito di interrompere la spirale di sfiducia, svalutazione e inflazione che stava distruggendo il sistema economico.

Gli effetti iniziali furono rapidi: l'iperinflazione fu domata in tempi relativamente brevi e il regime favorì la chiusura o il riassorbimento delle banche più deboli, mentre gli

istituti più solidi riuscirono a consolidarsi. Tuttavia, il currency board non è assolutamente una soluzione priva di costi; infatti, esso eliminò la possibilità per lo Stato di utilizzare la leva monetaria e, proprio per questo, trasformò la stabilizzazione in un vincolo di lungo periodo, costringendo il Paese a fondare la crescita sulla disciplina fiscale, sulla credibilità istituzionale e sull'attrazione di capitali esteri.

2.2 Evoluzione del currency board: resilienza e integrazione europea (1998-2019)

Dopo la fase emergenziale, il currency board non si limitò a sopravvivere, ma divenne uno dei tratti costitutivi dell'assetto macroeconomico bulgaro. La sua persistenza nel tempo è uno degli elementi più rilevanti della vicenda, perché mostra come un regime adottato per fronteggiare una crisi acuta si sia progressivamente trasformato in un pilastro della stabilità del Paese. Le fonti accademiche consultate lo descrivono come un sistema che ha eliminato la possibilità di finanziare disavanzi pubblici tramite emissione monetaria e ha imposto un quadro di disciplina che ha favorito la discesa dell'inflazione e la stabilizzazione dei tassi di interesse.

Nel corso degli anni Duemila, la Bulgaria registrò una performance macroeconomica più ordinata rispetto alla fase di crisi, pur restando un'economia fragile sotto il profilo della convergenza reale. La crescita fu sostenuta da una maggiore apertura ai mercati europei, da una graduale normalizzazione del sistema finanziario e da flussi di investimento estero diretto. In una prospettiva di lungo periodo, tuttavia, tale stabilizzazione si accompagnò a una convergenza solo parziale in termini di reddito, produttività e livelli di benessere. Infatti, anche dopo l'ingresso nell'Unione europea, la Bulgaria continuava a presentare ritardi significativi rispetto agli altri Paesi dell'Europa centro-orientale in termini di PIL pro capite, produttività del lavoro e livelli dei prezzi.

Il regime non va interpretato come un meccanismo che produce automaticamente sviluppo, ma come un dispositivo istituzionale che crea condizioni di stabilità nominale entro cui possono eventualmente maturare crescita, investimenti e convergenza. In altre parole, il currency board ha risolto un problema di credibilità monetaria, ma non ha eliminato in modo automatico i limiti strutturali dell'economia bulgara. La differenza tra stabilità nominale e convergenza reale rimane uno dei nodi interpretativi più importanti dell'intera esperienza bulgara.

Sul piano europeo, il percorso di integrazione rafforzò progressivamente il legame tra currency board e futura adesione all'euro. La progressiva convergenza con le regole dell'Unione e l'allineamento alle architetture di vigilanza bancaria europea consolidarono la compatibilità tra l'assetto monetario bulgaro e l'area euro. La BCE segnala che la Bulgaria partecipa all'ERM II e all'unione bancaria dal 10 luglio 2020 e che, nel periodo di riferimento, il lev non mostrò deviazioni dal tasso centrale di 1,95583 per euro. Questo elemento è molto significativo, perché conferma che il currency board aveva già reso il tasso di cambio coerente con la futura moneta unica. La tenuta del regime fu visibile anche durante gli shock esterni. Le fonti indicano che la Bulgaria attraversò la crisi finanziaria globale del 2008 e la pandemia di COVID-19 senza un collasso dell'architettura monetaria. Il Paese subì contrazioni del prodotto interno lordo, ma non una rottura del quadro di riferimento del currency board. Questo dato conferma che il regime aveva acquisito una funzione di ancoraggio non solo formale, ma anche politica e simbolica: esso costituiva ormai una garanzia di continuità, ed era percepito come una condizione di base per mantenere la fiducia degli investitori e dei partner europei.

2.3 Preparativi finali: ERM II, Convergence Report e approvazione (2020-2025)

Il passaggio alla fase conclusiva dell'adozione dell'euro si aprì con l'ingresso della Bulgaria nell'ERM II nel 2020. L'ERM II (Exchange Rate Mechanism II) è un sistema che collega la valuta di un paese all'euro, mantenendone il tasso di cambio stabile entro determinati limiti per almeno due anni, come fase preparatoria prima dell'adozione della moneta unica. La BCE, nel proprio report di convergenza del giugno 2025, afferma che la Bulgaria aveva compiuto "good progress" verso la convergenza economica con l'area euro e che la valutazione positiva apriva la strada all'introduzione dell'euro dal 1° gennaio 2026. Il documento precisa, inoltre, che il Paese rientrava nei valori di riferimento per i principali criteri di convergenza, in particolare per la stabilità dei prezzi, la finanza pubblica e i tassi di interesse a lungo termine.

Nel dettaglio, il report segnala che l'inflazione HICP (Harmonised Index of Consumer Prices), indicatore utilizzato a livello europeo per misurare l'aumento medio dei prezzi dei beni e servizi consumati dalle famiglie, risultava prossima ma inferiore al valore di riferimento, e che il debito pubblico restava ben al di sotto del limite del 60% del PIL.

Anche il criterio del tasso di cambio era soddisfatto, grazie alla partecipazione dell'intero periodo di riferimento all'ERM II senza tensioni rispetto alla parità centrale. Questi dati mostrano che la Bulgaria non entrava nell'euro come un Paese da ricondurre improvvisamente alla disciplina monetaria europea, al contrario, arrivava all'adozione dell'euro dopo quasi tre decenni di ancoraggio quasi totale a un regime già fortemente compatibile con la moneta unica.

La decisione politica dell'Unione europea ha dunque rappresentato la formalizzazione di un processo molto lungo, dove il currency board aveva già predisposto l'economia bulgara a funzionare con un tasso di cambio rigidamente fisso, riserve elevate e

limitatissimi margini di finanziamento monetario del settore pubblico. Di conseguenza, l'entrata nell'euro non ha significato un cambiamento improvviso dell'ordine monetario interno, ma piuttosto il passaggio da un ancoraggio nazionale a un ancoraggio europeo pieno e irrevocabile.

2.4 La transizione operativa all'euro (2025-2026)

La transizione concreta verso l'euro è stata organizzata con una serie di misure operative destinate a ridurre i costi di adattamento, limitare le confusioni nei pagamenti e attenuare il rischio di percezioni inflazionistiche. Secondo la BCE, le autorità bulgare hanno imposto l'esposizione dei prezzi in doppia valuta per un anno, da agosto 2025 ad agosto 2026, proprio per rendere più trasparente il passaggio tra lev ed euro e per consentire ai consumatori di confrontare con maggiore facilità i valori monetari prima e dopo la conversione. La questione della percezione dei prezzi è stata centrale. Nei processi di cambio valuta, l'opinione pubblica teme spesso che l'introduzione della nuova moneta provochi rincari diffusi, soprattutto nei beni e servizi di uso quotidiano. La BCE, in un blog pubblicato nell'aprile 2026, osserva tuttavia che nella fase iniziale del passaggio l'impatto sull'inflazione è stato limitato e in larga misura temporaneo, con gli effetti più visibili concentrati nei servizi. Il testo aggiunge che non emergono segnali di aumenti sistematici e persistenti dei prezzi e che la fiducia dei cittadini nella nuova moneta è migliorata dopo il cambio. Il problema principale non è quasi mai la conversione contabile in sé, ma la combinazione tra aspettative, arrotondamenti, comunicazione pubblica e reazioni dei settori più esposti alla domanda quotidiana. Nel caso bulgaro, il monitoraggio istituzionale ha avuto il ruolo di contenere questi effetti e di impedire che l'operazione fosse percepita come una perdita di controllo sui prezzi. In

tale senso, la transizione non ha solo una dimensione tecnica, ma anche politica, perché mostra la capacità dello Stato di governare il passaggio monetario senza perdere credibilità agli occhi della popolazione.

La conclusione più rilevante che si può trarre, in una prospettiva storica, è che la Bulgaria è arrivata all'euro attraverso un percorso di lunga preparazione istituzionale. Il currency board, nato come risposta di emergenza alla crisi del 1996-1997, ha svolto nel tempo una doppia funzione: prima di stabilizzazione, poi di preadesione. Ha salvato la moneta nazionale dal collasso e, al tempo stesso, ha creato le condizioni per rendere quasi naturale il passaggio alla moneta unica europea. In questo senso, la vicenda bulgara mostra con particolare chiarezza come un regime monetario rigidissimo possa trasformarsi da strumento di crisi a strumento di integrazione europea.

CAPITOLO 3 – ANALISI MACROECONOMICA DEL CASO BULGARO

3.1 Dati e fonti per l'analisi empirica

L'analisi empirica del caso bulgaro si fonda su un insieme di serie macroeconomiche selezionate per osservare, in modo coerente, l'evoluzione dell'economia del Paese lungo il percorso di avvicinamento all'euro. Le variabili considerate sono quelle più adatte a cogliere sia la convergenza nominale sia la convergenza reale, cioè i due versanti principali attraverso cui leggere il processo di integrazione monetaria.

Sul piano nominale, l'indicatore centrale è l'HICP, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo, che costituisce lo strumento adottato nell'Unione europea per misurare l'inflazione con criteri omogenei tra i diversi Paesi. A questo si affiancano i tassi di interesse a lungo termine e gli indicatori di finanza pubblica, in particolare deficit e debito pubblico, perché consentono di valutare la credibilità macroeconomica del Paese e la sua capacità di rispettare i vincoli richiesti dal percorso di integrazione monetaria.

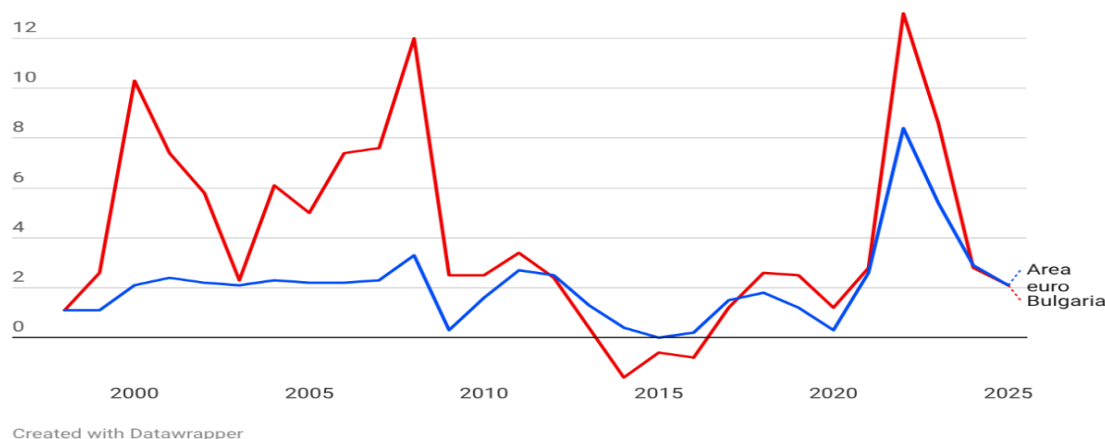
Sul piano reale, l'analisi prende in esame il PIL reale, il tasso di disoccupazione, il saldo delle partite correnti e la composizione geografica delle esportazioni, così da verificare se la stabilizzazione monetaria abbia accompagnato un effettivo processo di catching-up oppure se abbia prodotto soltanto ordine nominale senza un corrispondente rafforzamento strutturale. In altre parole, l'obiettivo è capire se la Bulgaria si sia avvicinata all'area euro solo sul piano della stabilità dei prezzi e dei conti pubblici, oppure anche sul piano della capacità produttiva, dell'occupazione e dell'integrazione commerciale. Il periodo osservato copre gli anni della crisi del 1996-1997 e si estende fino alla fase più recente di avvicinamento all'euro. Quando possibile, si utilizzano dati annuali, utili a cogliere le dinamiche di medio periodo; per inflazione e tassi di interesse

si ricorre anche a frequenze mensili, così da rappresentare con maggiore precisione i cambiamenti di breve periodo e le eventuali accelerazioni o correzioni di breve durata. Le fonti impiegate sono principalmente istituzionali: BCE e Banca nazionale bulgara per currency board, cambio e quadro monetario; Eurostat per HICP, PIL, occupazione e commercio estero; Commissione europea per i Convergence Reports e per i documenti di sorveglianza macroeconomica; World Bank per le serie di lungo periodo su reddito e sviluppo. Il principale limite riguarda la disomogeneità di alcune serie nei primi anni successivi alla crisi, quando la qualità e la continuità dei dati non sono sempre perfette. Tuttavia, nel complesso, il set informativo consente di valutare in modo sufficientemente solido se la stabilità monetaria abbia favorito una convergenza reale o se abbia lasciato irrisolti alcuni ritardi strutturali.

3.2 Inflazione e convergenza dei prezzi verso l'area euro

L'inflazione è il primo indicatore da osservare quando si studia la convergenza della Bulgaria verso l'euro. La stabilità dei prezzi è infatti una condizione essenziale dell'unione monetaria e, nel caso bulgaro, rappresenta anche uno degli effetti più evidenti del currency board introdotto dopo la crisi del 1996-1997. Da quel momento, la dinamica dei prezzi ha smesso di essere il segnale di un'economia instabile ed è diventata uno dei principali indicatori da monitorare per verificare la solidità del nuovo assetto macroeconomico. In questo primo grafico, l'analisi dell'HICP non si limita a verificare se i prezzi siano scesi, ma mira a valutare se il loro andamento sia stato

coerente con quello dell'area euro nel lungo periodo.



Il grafico sull'HICP mostra un passaggio netto da una fase iniziale di forte volatilità a una fase successiva di maggiore stabilizzazione. Nei primi anni del periodo osservato l'inflazione bulgara risulta decisamente più alta e più erratica rispetto a quella dell'area euro; in seguito, la distanza tende a ridursi e, in diversi momenti, il profilo dei prezzi bulgari si avvicina a quello europeo. Questo non significa che le differenze scompaiano, ma che il regime di cambio rigido ha effettivamente contribuito a contenere l'instabilità rispetto alla fase precedente. La lettura del grafico, quindi, non va limitata alla semplice constatazione di un calo dell'inflazione, ma deve cogliere il significato più ampio di questo passaggio: la stabilizzazione dei prezzi è il segnale che la credibilità del nuovo regime monetario si è rafforzata nel tempo.

Un passaggio più analitico è necessario soprattutto per gli ultimi anni. Lo shock inflazionistico del 2022 colpisce tutta l'Europa, ma in Bulgaria l'aumento appare più intenso, segnalando che la convergenza nominale non elimina del tutto la sensibilità del Paese agli shock esterni.

In altre parole, il currency board ha rafforzato la disciplina dei prezzi, ma non ha cancellato le vulnerabilità strutturali legate alla dipendenza dall'estero e alla minore

capacità di assorbire gli shock rispetto all'eurozona. Per valutare meglio la portata della convergenza dei prezzi, è utile confrontare l'HICP con altri indicatori dell'economia reale, in particolare crescita del PIL reale, salari reali e produttività. Questo confronto permette di capire se la moderazione dell'inflazione sia stata accompagnata da una dinamica coerente dell'attività economica oppure se derivi semplicemente da una compressione della domanda. In assenza di questo passaggio, il dato sui prezzi rischierebbe di essere letto in modo isolato, senza cogliere il rapporto con il resto dell'economia.

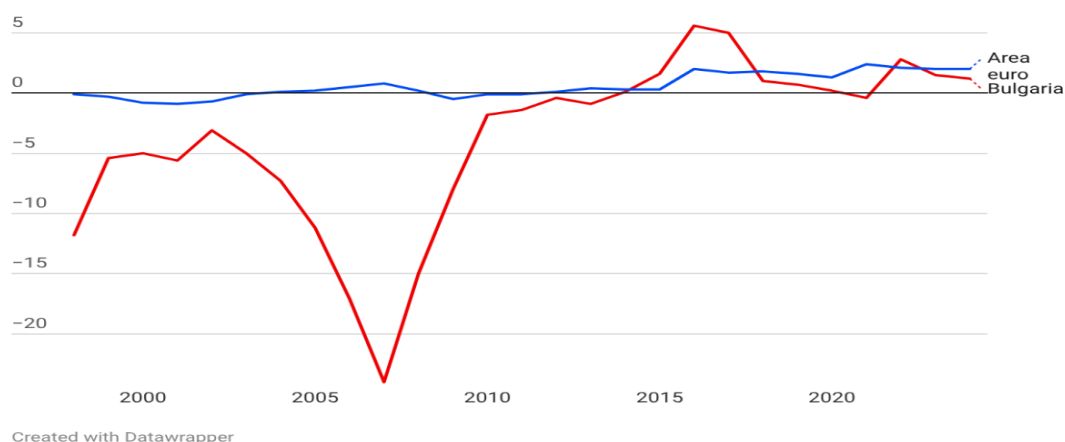
indicatore	Bulgaria	Eurozona	Differenza
Inflazione HICP	2.1%	1.9%	+0.2 pp
Crescita PIL reale	3.2%	1.8%	+1.4 pp
Salari reali annui	+2.8%	+1.2%	+1.6 pp
Produttività oraria	+3.5%	+1.5%	+2.0 pp

La tabella mostra che la Bulgaria non solo ha contenuto l'inflazione rispetto agli anni più turbolenti, ma ha anche mantenuto una crescita del PIL reale e dei salari reali superiore a quella dell'area euro in diversi momenti del periodo osservato. Tuttavia, sarebbe eccessivo parlare di un vero "sorpasso" dell'eurozona nella convergenza reale. Più correttamente, i dati indicano un processo di recupero, con una fase di catching-up sostenuto rispetto a livelli iniziali molto più bassi. La crescita più rapida della Bulgaria riflette in parte il normale effetto di base tipico delle economie che partono da un

reddito pro capite inferiore; per questo il dato va letto come convergenza parziale e non come superamento strutturale dell'eurozona. È proprio questo il punto che va mantenuto con cautela: la Bulgaria cresce più rapidamente, ma cresce anche da una base molto più bassa.

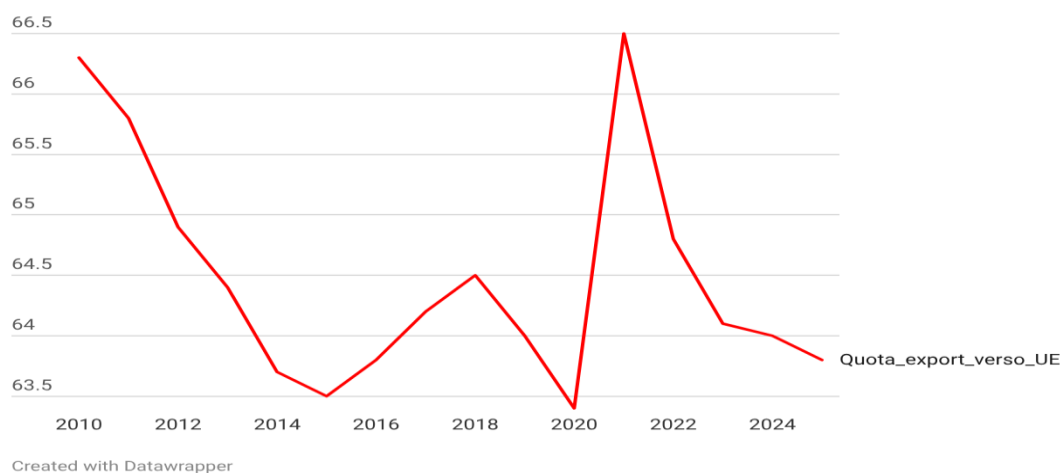
3.3 Commercio estero, competitività e partite correnti

Per una small open economy come la Bulgaria, il commercio estero è una parte centrale dell'analisi macroeconomica. Per questo motivo, osservare l'andamento delle esportazioni, delle importazioni e delle partite correnti aiuta a capire se la stabilità del cambio ha favorito l'integrazione con i mercati europei. La logica di fondo è semplice. Un tasso di cambio stabile riduce l'incertezza, rende più facili i calcoli per le imprese e abbassa i costi legati alla copertura dal rischio di cambio. L'analisi della bilancia commerciale e delle partite correnti è quindi utile per capire se la Bulgaria abbia sfruttato il regime di cambio rigido come base per rafforzare la propria presenza nei mercati esteri, oppure se il vantaggio si sia fermato alla sola stabilità nominale. Le partite correnti sono un indicatore particolarmente utile perché mostrano il rapporto complessivo tra ciò che il Paese vende e ciò che acquista dall'estero.



I valori rappresentano il saldo delle partite correnti in rapporto al PIL, espresso in percentuale. Un valore di -5 significa un disavanzo pari al 5% del PIL, -10 del 10%, e così via. In altre parole, più il numero è negativo, più l'economia sta registrando un deficit esterno elevato.

Il grafico mostra in modo molto chiaro la fragilità esterna della Bulgaria nei primi anni del periodo osservato e la successiva correzione graduale verso valori più vicini a quelli dell'area euro. Questo andamento suggerisce che la stabilità monetaria e il currency board abbiano contribuito a ridurre gli squilibri esterni, ma anche che il processo di convergenza non sia stato lineare, perché restano visibili fasi di forte tensione e di rientro successivo. Per comprendere meglio l'evoluzione dell'equilibrio esterno della Bulgaria, è utile affiancare al saldo delle partite correnti un indicatore più specifico della sua integrazione commerciale con l'Unione europea, ovvero la quota delle esportazioni dirette verso il mercato europeo. In questo modo, il dato sul saldo viene completato da un'informazione sulla struttura geografica degli scambi, permettendo di capire non solo se la posizione esterna del Paese sia migliorata, ma anche attraverso quali relazioni commerciali tale miglioramento si sia consolidato.



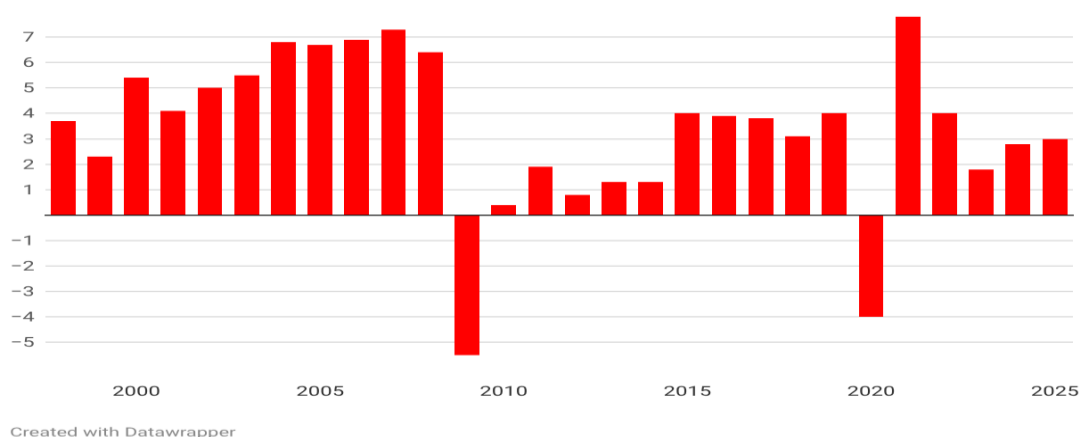
Questi valori indicano la percentuale della quota delle esportazioni bulgare dirette verso

l'Unione europea sul totale delle esportazioni. Per esempio, un valore di 65 significa che circa il 65% delle esportazioni complessive della Bulgaria è destinato al mercato UE. Si tratta quindi di una misura relativa che mostra il peso dell'UE nel commercio estero bulgaro. I dati considerati indicano una presenza costante e molto elevata dell'UE come principale area di sbocco per le merci bulgare, un picco nel 2021 e una lieve flessione negli anni successivi. La lettura del grafico è quindi abbastanza chiara: la Bulgaria mantiene nel tempo un legame commerciale forte e strutturale con l'Unione europea, segnalando che la sua integrazione economica con il mercato europeo resta uno dei pilastri della sua apertura esterna. Nel complesso, l'insieme di questi indicatori mostra che il percorso della Bulgaria verso l'euro non può essere letto soltanto come un processo di stabilizzazione monetaria, ma anche come un graduale rafforzamento dei legami commerciali con il mercato europeo.

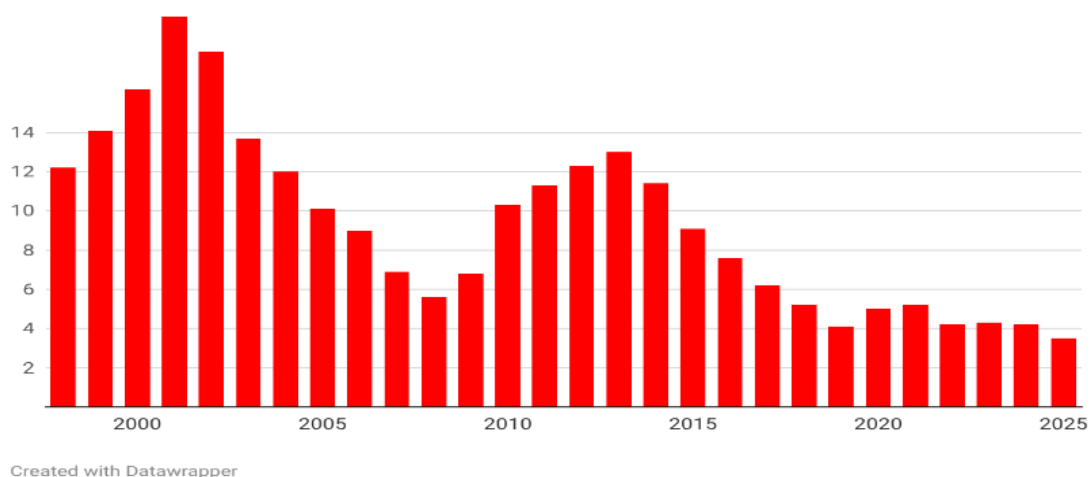
3.4 Crescita economica, occupazione e tassi di interesse

L'analisi della convergenza deve includere anche l'economia reale, perché la stabilità monetaria ha senso solo se si traduce in crescita, occupazione e miglioramento delle condizioni finanziarie.

L'andamento del PIL reale mostra se l'economia è cresciuta in modo stabile nel tempo.



Il grafico sulla crescita del PIL reale mostra una fase di espansione significativa tra la fine degli anni Novanta e il 2008, seguita dal brusco rallentamento del 2009 in corrispondenza della crisi finanziaria globale. Dopo una ripresa successiva, il 2020 registra una nuova contrazione legata alla pandemia, cui segue un rimbalzo nel 2021 e una fase più normale negli anni successivi. Il quadro complessivo è quello di una crescita rilevante nel lungo periodo, ma ancora esposta a shock esterni di ampia portata. In altri termini, la Bulgaria ha mostrato capacità di crescita, ma non una traiettoria pienamente lineare o immune da forti oscillazioni. Questa lettura è utile anche per evitare un'interpretazione troppo semplicistica: la convergenza reale non coincide con una crescita continua e uniforme, ma con una progressiva capacità di recupero, pur in presenza di fasi di rallentamento. Un altro indicatore importante è il mercato del lavoro.

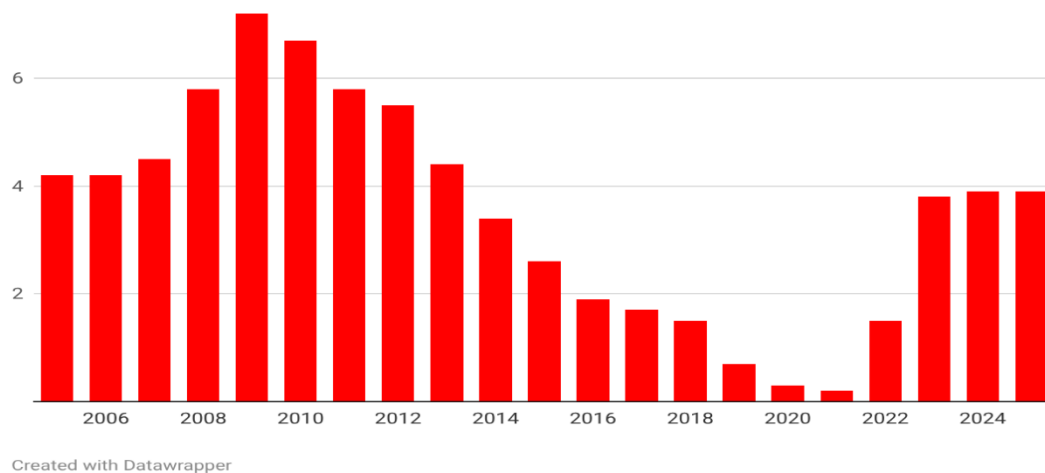


Il mercato del lavoro offre un'indicazione complementare. La disoccupazione parte da livelli elevati, si riduce progressivamente nel tempo, risale in corrispondenza della crisi del 2008-2013 e poi torna a calare fino a valori molto più contenuti negli anni recenti, intorno al 3-4%.

Questo andamento è coerente con un'economia che ha progressivamente assorbito forza lavoro e rafforzato la propria capacità di creare occupazione. Anche in questo caso, però, il dato va letto con cautela: il miglioramento del mercato del lavoro non implica automaticamente la convergenza completa, ma segnala piuttosto un avvicinamento graduale agli standard europei.

Il dato sulla disoccupazione, quindi, va interpretato come un segnale di miglioramento strutturale, non come prova conclusiva di un allineamento pieno.

Allo stesso tempo, i tassi di interesse a lungo termine sono un altro indicatore decisivo.

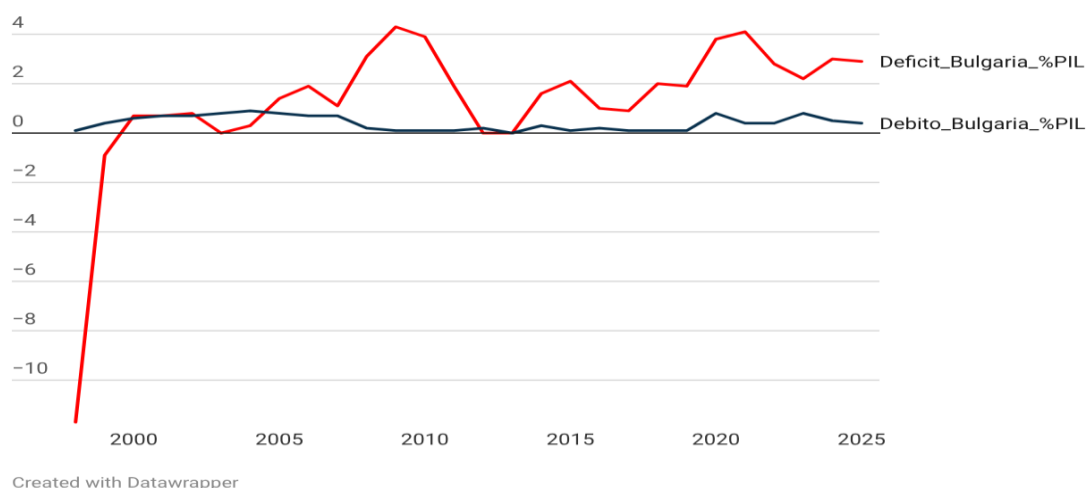


I tassi di interesse a lungo termine confermano questa lettura. Dopo una fase iniziale relativamente elevata e un picco in coincidenza con gli anni di maggiore incertezza, i rendimenti si riducono in modo progressivo, segnalando un rafforzamento della credibilità finanziaria della Bulgaria.

La discesa dei tassi riflette una maggiore fiducia dei mercati nella stabilità del Paese e nella sostenibilità del suo quadro macroeconomico. Anche qui, tuttavia, la lettura deve restare prudente: la successiva risalita degli ultimi anni ricorda che i mercati restano sensibili ai mutamenti del contesto europeo e internazionale. In sostanza, il miglioramento è reale, ma resta condizionato dal contesto esterno.

3.5 Finanza pubblica e sostenibilità del debito

L'ultimo elemento da considerare è la finanza pubblica. Poiché la Bulgaria dispone di margini limitati per finanziare i propri squilibri, il controllo della finanza pubblica assume un ruolo centrale. Deficit e debito diventano quindi due indicatori fondamentali per valutare la solidità del quadro macroeconomico. Il deficit indica la differenza tra entrate e spese pubbliche in un dato anno: quando le spese superano le entrate, lo Stato registra un disavanzo; quando invece le entrate sono maggiori delle spese, si parla di avanzo. Il debito pubblico, invece, misura il totale dei disavanzi accumulati nel tempo, cioè l'insieme delle passività che lo Stato ha contratto per finanziare gli squilibri di bilancio del passato. La loro evoluzione consente di capire se la politica fiscale sia stata orientata verso il contenimento oppure verso un progressivo deterioramento dei conti. Nel caso della Bulgaria, questo aspetto è stato particolarmente importante sia per rispettare i criteri di convergenza europei, sia per preservare la credibilità costruita nel periodo del currency board.



Il grafico che mette a confronto deficit e debito in rapporto al PIL va letto con attenzione. Il deficit mostra le oscillazioni annuali del bilancio pubblico, mentre il debito misura l'effetto cumulato degli squilibri passati. Ne emerge un quadro in cui il

deficit presenta fasi di forte peggioramento in corrispondenza delle crisi, ma il debito resta complessivamente su livelli contenuti e meno volatili. Questo è un punto importante: la Bulgaria, pur attraversando momenti di disavanzo, non ha accumulato un debito elevato come è avvenuto in altri Paesi europei. La distanza rispetto a economie più indebitate rafforza l'idea di una gestione prudente dei conti pubblici, coerente con la logica del currency board.

Sarebbe quindi opportuno evitare una formulazione troppo generica o troppo ottimistica. Più che parlare di finanza pubblica semplicemente “solida”, conviene sottolineare che il Paese ha mantenuto una posizione relativamente prudente, soprattutto sul versante del debito, pur restando esposto a tensioni cicliche sul lato del deficit. In altre parole, i conti pubblici mostrano una disciplina di fondo compatibile con l'architettura del currency board, ma non una perfetta assenza di squilibri. Anche qui il linguaggio va mantenuto misurato: il miglioramento c'è, ma non autorizza a trasformarlo in un giudizio assoluto.

In sintesi, l'analisi dei dati indica che il percorso della Bulgaria verso l'euro è stato segnato da una progressiva stabilizzazione macroeconomica, favorita dal currency board e accompagnata da miglioramenti visibili sul piano dei prezzi, della credibilità finanziaria, dell'occupazione e dell'integrazione commerciale. Allo stesso tempo, il processo non va presentato come un passaggio lineare né come una convergenza già pienamente compiuta. Più correttamente, i dati parlano di un catching-up significativo, ma parziale, ancora soggetto a shock esterni e a differenze strutturali rispetto all'eurozona.

CONCLUSIONI

La vicenda della Bulgaria mostra con particolare chiarezza come la scelta del regime di cambio non sia un elemento tecnico secondario, ma una decisione capace di incidere profondamente sull'assetto macroeconomico di un paese, sulla credibilità delle sue istituzioni e sulle prospettive di integrazione europea. Il punto di partenza di questa tesi era interrogarsi su come una small open economy, caratterizzata da forte esposizione ai mercati internazionali e da limitati margini di autonomia monetaria, possa affrontare nel tempo il problema della stabilità del cambio e della convergenza verso un'unione monetaria. Il caso bulgaro ha consentito di osservare in modo particolarmente netto questo processo, perché il Paese è passato da una fase di grave instabilità finanziaria, alla costruzione di un ancoraggio rigido attraverso il currency board, fino ad arrivare, dopo un percorso lungo e graduale, all'adozione dell'euro. In questo senso, la Bulgaria rappresenta un laboratorio utile per comprendere sia i vantaggi sia i limiti della rinuncia alla sovranità monetaria. Il primo elemento che emerge dall'analisi è il ruolo decisivo svolto dal currency board come strumento di stabilizzazione. La crisi del 1996-1997 aveva mostrato in modo drammatico l'insostenibilità di un sistema monetario privo di credibilità: inflazione elevatissima, svalutazione della moneta e fragilità bancaria, che avevano reso necessario un intervento radicale. In tale contesto, il currency board non fu soltanto una risposta emergenziale, ma una vera e propria svolta istituzionale, poiché ancorò la moneta nazionale a una valuta forte, e poi all'euro, imponendo dall'esterno una disciplina che la politica economica interna non era più in grado di garantire autonomamente. La Bulgaria accettò così un vincolo molto rigido, rinunciando quasi del tutto alla discrezionalità monetaria in cambio di un bene considerato prioritario: la stabilità.

Con il passare del tempo, questo assetto ha mostrato una notevole resilienza, riuscendo a sopravvivere a shock esterni, crisi finanziarie internazionali e fasi di rallentamento economico senza collassare. Il currency board, nato come risposta a una crisi profonda, si è quindi trasformato progressivamente in un pilastro della credibilità macroeconomica bulgara. Su questa base si comprende meglio anche la traiettoria che ha portato il paese all'euro. L'adesione all'unione monetaria non rappresenta, nel caso bulgaro, una rottura improvvisa con il passato, ma piuttosto il compimento di un percorso già avviato da molti anni. Il lev era infatti da tempo ancorato in modo credibile all'euro, e la politica monetaria bulgara risultava già fortemente limitata. Da questo punto di vista, l'introduzione della moneta unica ha avuto il significato di una consacrazione istituzionale di un equilibrio già consolidato, più che di un cambiamento improvviso degli assetti macroeconomici. L'euro ha dunque completato il processo di integrazione, eliminando l'ultimo margine di incertezza valutaria e rafforzando ulteriormente il legame della Bulgaria con l'architettura economica europea.

L'analisi empirica sviluppata nella tesi conferma in larga misura questa interpretazione. Il dato più evidente riguarda l'inflazione: rispetto alla fase caotica degli anni Novanta, la Bulgaria ha conosciuto una progressiva stabilizzazione dei prezzi, con un avvicinamento agli andamenti dell'area euro e con una capacità crescente di mantenere sotto controllo le dinamiche inflazionistiche. Anche i tassi di interesse a lungo termine hanno mostrato una tendenza alla riduzione, segnalando una maggiore fiducia da parte dei mercati e una percezione più solida della sostenibilità macroeconomica del paese. La combinazione di stabilità nominale, disciplina fiscale e maggiore apertura commerciale ha quindi prodotto effetti reali importanti, contribuendo a rafforzare la posizione internazionale della Bulgaria.

Tuttavia, i risultati emersi dall'analisi suggeriscono anche una lettura più prudente. La stabilità monetaria non coincide automaticamente con la piena convergenza reale, e il caso bulgaro lo dimostra con chiarezza. Se da un lato il Paese ha compiuto progressi visibili in termini di inflazione, credibilità finanziaria e integrazione commerciale, dall'altro persistono ritardi significativi sul piano della produttività, del reddito pro capite e della qualità complessiva delle istituzioni. In altri termini, il currency board e poi l'euro hanno rafforzato la stabilità nominale, ma non hanno da soli risolto i problemi strutturali dell'economia bulgara. Questo è probabilmente il nodo più importante che emerge dall'intero lavoro: una moneta forte può creare condizioni favorevoli alla crescita e alla fiducia, ma non può sostituire riforme profonde in materia di produttività, innovazione, capitale umano e funzionamento del mercato del lavoro.

Il confronto con le altre small open economy rafforza ulteriormente questa conclusione. Estonia, Lituania, Slovenia e Croazia mostrano percorsi diversi, ma tutti confermano che la convergenza monetaria è efficace solo quando si accompagna a un più ampio processo di riforma economica e istituzionale. Dove la stabilità nominale è stata sostenuta da un consolidamento della politica fiscale, da un rafforzamento dell'apparato istituzionale e da una migliore capacità di assorbire gli shock, l'ingresso nell'euro è risultato più solido. Dove invece la convergenza è rimasta soprattutto formale, il processo ha richiesto più tempo e ha prodotto benefici meno immediati. La Bulgaria si colloca precisamente in questo spazio intermedio: ha saputo costruire una credibilità monetaria forte, ma continua a scontare un divario reale rispetto ai paesi più avanzati dell'Unione. Il suo percorso verso l'euro è quindi convincente sul piano della stabilizzazione, ma non può essere interpretato come una conclusione definitiva del processo di sviluppo.

In definitiva, il caso bulgaro dimostra che un regime di cambio rigido e l'ingresso nell'eurozona aiutano a ridurre l'inflazione, ricostruire la fiducia dei mercati e integrarsi meglio con l'economia europea, ma la perdita della sovranità monetaria fa sì che il Paese non possa più usare il tasso di cambio o i tassi di interesse come strumenti autonomi per reagire velocemente alle crisi economiche che colpiscono il Paese nello specifico. Per una piccola economia aperta, questa rinuncia può essere accettabile, e in certi momenti persino vantaggiosa, se il beneficio principale è la stabilità. Il passaggio all'euro, nel caso della Bulgaria, va quindi letto come una scelta coerente e razionale all'interno di un percorso già impostato dal currency board, ma anche come una tappa che lascia aperta una domanda più ampia: la stabilità monetaria è sufficiente a garantire una crescita economica duratura e un vero miglioramento delle condizioni di vita dei cittadini, o senza riforme strutturali rimane solo ordine nei prezzi senza una convergenza reale? È proprio questa la lezione più importante che emerge dalla tesi. La Bulgaria ha mostrato che una crisi profonda può essere superata attraverso un ancoraggio rigido e credibile, e che tale ancoraggio può preparare il terreno per un'integrazione monetaria piena nell'eurozona. Tuttavia, ha mostrato anche che la moneta unica non è un punto di arrivo definitivo, bensì un contesto entro cui la qualità delle politiche economiche, delle istituzioni e delle strategie di sviluppo diventa ancora più decisiva. In questo senso, il passaggio dal lev all'euro non va interpretato come la fine del problema, ma come l'inizio di una fase nuova, nella quale la stabilità conquistata dovrà essere trasformata in crescita più equilibrata, maggiore produttività e riduzione dei divari interni. La Bulgaria entra nell'euro con una credibilità molto più solida rispetto al passato; la vera sfida, da questo momento in poi, sarà fare in modo che questa credibilità si traduca in sviluppo strutturale e convergenza reale duratura.

BIBLIOGRAFIA

- Banca d'Italia. (s.d.). *Criteri di convergenza per l'adozione dell'euro*. <https://www.bancaditalia.it/chi-siamo/eurosistema/unione-economica-e-monetaria/index.html>
- Banca d'Italia. (2025). *La Bulgaria nell'area dell'euro*. <https://economiepertutti.bancaditalia.it/notizie-e-rubriche/notizie/la-bulgaria-nell-area-dell-euro>
- Banca d'Italia. (2025). *Dal 1° gennaio 2026 la Bulgaria entrerà nell'area dell'euro*. <https://www.bancaditalia.it/media/notizia/dal-1-gennaio-2026-la-bulgaria-entrata-nell-area-dell-euro/>
- Banca Centrale Europea. (s.d.). *Convergence criteria*. <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/convergence-criteria.it.html>
- Banca Centrale Europea. (2024). *Convergence report, June 2024*.
- Banca Centrale Europea. (2025, 4 giugno). *Bulgaria to adopt the euro on 1 January 2026* [Press release]. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2025/html/ecb.pr250604~26651b6294.en.html>
- Banca Centrale Europea. (2026, 9 aprile). *Euro adoption and price increases in Bulgaria* [ECB Blog]. <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2026/html/ecb.blog20260409~cc951a0d29.en.html>
- De Grauwe, P. (2018). *Economics of Monetary Union* (12th ed.). Oxford University Press.
- Eurostat. (s.d.). *Database*. <https://ec.europa.eu/eurostat>
- World Bank. (s.d.). *World Development Indicators*. <https://data.worldbank.org/>