

ИПС@10

Успехи и трудности след десетте години Икономически и паричен съюз

ЕВРОПЕЙСКА ИКОНОМИКА 2 | 2008



Европейска комисия

Генерална дирекция „Икономически и финансови въпроси“

ИПС@10: успехи и трудности след десетте
години Икономически и паричен съюз

Публикувано за първи път на английски език:
EMU@10: successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union,
от Генерална дирекция „Икономически и финансови въпроси“ към Европейската комисия
на официалната интернет страница „Европа“ на Европейския съюз
© *European Communities, 2008*

Превод на български език: © Българска народна банка, 2008
Отговорността за превода е изцяло на Българската народна банка.

ПРЕДГОВОР



Цяло десетилетие след като лидерите на Европа взеха решението за въвеждане на еврото ние с основание се гордеем с нашата единна валута. Икономическият и паричен съюз (ИПС) и еврото представляват огромен успех. За своите държави-членки ИПС осигури макроикономическа стабилност, нарастване на презграничната търговия, финансова интеграция и инвестиции. За ЕС като цяло еврото е основа за по-нататъшна икономическа интеграция и убедителен символ на нашето все по-голямо политическо единство. В световен мащаб еврото е новият основен стълб на международната парична система и опора на стабилността на световната икономика. С разширяване на еврозоната през следващите години предимствата от въвеждането му ще се усещат все по-силно и от новите държави – членки на ЕС, които се присъединиха през 2004 г. и 2007 г.

Все още обаче предстои сериозна работа. През следващото десетилетие ние трябва да укрепим постигнатото през последните десет години, да преодолеем слабостите и да се подготвим за бъдещите трудности. Глобализацията, застаряването на населението и промените в климата налагат икономиката да бъде по-адаптивна и динамична. През XXI век гражданите на Европа изискват конкурентоспособността и гъвкавостта на икономиката да са съпроводени с повече възможности и по-голяма социална солидарност.

Убеден съм, че съществуват възможности за укрепване рамката на ИПС и за извличане на още по-големи ползи от еврото. Стабилна макроикономическа политика и целенасочен дневен ред на структурни реформи са ключът към постигане на набелязаните цели за икономически растеж и социална справедливост. За страните от еврозоната провеждането на подходяща национална икономическа политика е въпрос от общо значение. Ние обаче не можем да разчитаме единствено на дисциплиниращото въздействие на пазара. Необходимо е да задълбочим и разширим макроикономическото наблюдение в рамките на ИПС и да стимулираме структурните реформи, като ги включим в процеса на съгласуване на политиката. Трябва да се превърнем в световен политически фактор, чието значение съответства на теглото на нашата икономика и на еврото като международна валута. Това ще стане възможно единствено с добре разработена международна стратегия и със заявяване на висок глас на световната сцена на нашите позиции. Изисква се политическа воля и решимост за осъществяване на този широкообхватен дневен ред. Нещо повече, с ратифицирането на новия Лисабонски договор ще се увеличат възможностите за по-добра координация и наблюдение на провежданата от нас икономическа политика.

Въз основа на представения в Съобщението на Комисията дневен ред за провеждане на политиката и включения в настоящия доклад обстоен анализ през втората половина на 2008 г. възнамерявам да предизвикам дискусия относно бъдещето на ИПС и да стимулирам постигането на консенсус по съставните елементи на дневния ред. Изводите от тази дискусия ще залегнат в основата на нови оперативни предложения, с които Комисията ще излезе и въз основа на които ще се разработи дългосрочна пътна карта на провежданата политика, гарантираща процъфтяването на ИПС през следващото десетилетие и по-нататък.



Хоакин Алмуња

Европейски комисар по икономическите и паричните въпроси

ИЗПОЛЗВАНИ АБРЕВИАТУРИ И СИМВОЛИ

Държави-членки

BE	Белгия
BG	България
CZ	Чешката република
DK	Дания
DE	Германия
EE	Естония
EL	Гърция
ES	Испания
FR	Франция
IE	Ирландия
IT	Италия
CY	Кипър
LV	Латвия
LT	Литва
LU	Люксембург
HU	Унгария
MT	Малта
NL	Нидерландия
AT	Австрия
PL	Полша
PT	Португалия
RO	Румъния
SI	Словения
SK	Словакия
FI	Финландия
SE	Швеция
UK	Обединеното кралство

E3-15	Европейски съюз, държавите-членки, приели единната валута (BE, DE, EL, ES, FR, IE, IT, CY, LU, MT, NL, AT, PT, FI, SI)
EC-10	Държавите – членки на Европейския съюз, присъединили се към него на 1 май 2004 г. (CZ, EE, CY, LT, LV, HU, MT, PL, SI, SK)
EC-15	Европейски съюз, 15-те държави-членки преди 1 май 2004 г. (BE, DK, DE, EL, ES, FR, IE, IT, LU, NL, AT, PT, FI, SE и UK)
EC-15ex5	EC-15 без EL, IE, LU, PT и SE
EC-25	Европейски съюз, 25 държави-членки преди 1 януари 2007 г.
EC-27	Европейски съюз, 27 държави-членки

Валуты

EUR	евро
BGN	нов български лев
CZK	чешка крона

DKK	датска крона
EEK	естонска крона
GBP	британска лира
HUF	унгарски форинт
JPY	японска йена
LTL	литовски литаз
LVL	латвийски лат
PLN	нова полска злота
RON	нова румънска лея
SEK	шведска крона
SKK	словашка крона
USD	щатски долар

Други абривиатури

БВП	брутен вътрешен продукт
ВМ II	Механизъм на обменните курсове, т.нар. Валутен механизъм II
ДДС	данък върху добавената стойност
Евростат	Статистическа служба на Европейската комисия
ЕЗ (ЕА)	еврозона
ЕКОФИН	Европейски съвет на министрите на икономиката и финансите
ЕСЦБ	Европейска система на централните банки
ЕЦБ	Европейска централна банка
ИКТ	информационни и комуникационни технологии
ИПС	Икономически и паричен съюз
НЕОК	номинален ефективен обменен курс
НИУЗРБ	непораждащо инфлационно увеличение на заплатите равнище на безработица
ОВЗ	оптимална валутна зона
ОНИП	Общи насоки на икономическата политика
ППД	процедура при прекомерен дефицит
ПСР	Пакт за стабилност и растеж
ПЧИ	преки чуждестранни инвестиции
РЕОК	реален ефективен обменен курс
СФП	съвкупна факторна производителност
ХИПЦ	хармонизиран индекс на потребителските цени

БЛАГОДАРНОСТИ

ИПС@10: успехи и трудности след десетте години Икономически и паричен съюз включва Съобщение на Комисията, прието на 7 май 2008 г. по инициатива на комисаря Алмуния, и аналитичен доклад, чието издаване е в компетенциите на Службите на Комисията.

Аналитичният доклад е изготвен по поръчение на Клаус Реглинг, генерален директор по икономическите и финансовите въпроси, и на Марко Бути, заместник-генерален директор по икономическите и финансовите въпроси. Докладът представлява част от проекта *ИПС@10*, разработен с вътрешно и външно участие и публикуван едновременно и в поредицата *European Economy – Economic Papers*. Проектът бе ръководен от Група за координация, включваща Джон Бериган, Марко Бути, Сервас Дероз, Йост Кулман, Жоао Ногейра, Ищван П. Секели, Елиодоро Темпрано Аройо и Пол ван ден Норд.

Под общата редакция на Пол ван ден Норд, старши икономически съветник в Дирекцията за икономически проучвания и изследвания.

Редактори: Алесандро Турини, Елиодоро Темпрано Аройо, Михаел Тил, Джон Бериган и Йост Кулман.

Докладът е изготвен със съществения принос на: Адриан Диеркс, Алесандро Турини, Алфонсо Арпайя, Андреа Хахтер, Антоан Деруен, Бьорн Дьоринг, Вернер Рьогер, Гаetan Никодем, Георге Турнемире, Дайсуке Каракама, Дарио Патерностер, Деклан Костело, Дермът Хъдсън, Джоан Бенц, Джон Бериган, Джузепе Кароне, Джулия Линдвай, Елиодоро Темпрано Аройо, Ерик Рухер, Ерикос Велисаратос, Естер Перес Руис, Жил Мур, Жоао Ногейра Мартинс, Зденек Кех, Ищван П. Секели, Йоаким Вадефьорд, Йост Кулман, Карл Пикелман, Карлос Мартинес Монгай, Каролина Лайб, Карстен Бржески, Кирен Макмороу, Клерет ван дер Ланс, Кристиан Гае, Кристин Герстбергер, Кристиан Юст, Ларс Йонунг, Лаура Гонсалес, Луис Анхел Маца Ласиера, Лусио Винас де Суза, Лучо Пенч, Макс Уотсън, Мануел Паласуелос Мартинес, Марга Петерс, Мари Доне, Маркин Цогала, Мартин Але, Мартин Ларч, Масимо Суарди, Мери Маккарти, Михаел Тил, Михайл-Георг Маковей, Мойсес Орейяна Пеня, Морено Бертолди, Николаос Сдракас, Николас Бейнема, Нуньо Соса, Нурия Диез Гардия, Оливия Галгау, Оливър Дийкман, Паул Кутос, Пер Екефелт, Райнер Викерн, Роберта Фриц, Роланд Айзенберг, Свен Лангедик, Томас Гибаш, Улрике Мандл, Фабиен Илкович, Хавиер Янис Игал, Ширпа Тула, Щефан Апел, Щефан Линден, Щефан Пфлюгер и Ян Инт Велт.

За доклада допринесоха и обширните коментари от страна на групата сътрудници, която го рецензира, водена от Ищван П. Секели, директор на Дирекцията за икономически проучвания и изследвания, със съдействието на Роланд Алберс, Щефан Апел, Джоан Барас, Тасос Белесиотис, Хайнц Янсен, Ларс Йонунг, Нуньо Соса и Лусио Винас де Соуса. Ползотворни бяха и препоръките на Елизабета Капанели, Франческо Контесо, Витор Гаспар и Габриеле Гуидиче.

Отговорността за художественото оформление на доклада е в способните ръце на Георги Алексакис, Грета Хаемс, Вирджиния Джованели, Анита Иван и Адам Ковалски.

Отзиви за доклада ще се приемат с благодарност и следва да се изпращат по електронната поща (*e-mail: paul.vandennoord@ec.europa.eu*) или на пощенски адрес:

*Paul van den Noord
European Commission
Directorate-General for Economic and Financial Affairs
Directorate for Economic Studies and Research
Office BU-1 05-198
B-1049 Brussels*

СЪДЪРЖАНИЕ

Съобщение на Комисията	1
Част I: Оценка на първите десет години	17
Резюме на основните констатации	19
1. Въведение	28
2. Макроикономическо представяне	31
2.1. Въведение	31
2.2. Инфлация	31
2.3. Икономически растеж, заетост и производителност	35
2.4. Устойчивост на шокове	42
2.5. Курсът на еврото	45
3. Синхронност на бизнес циклите	50
3.1. Въведение	50
3.2. Измерване синхронността на бизнес циклите	50
3.3. Неотдавнашна динамика на корелацията на циклите и особености на бизнес цикъла	53
3.4. Стимулира ли единната валута процеса на синхронизиране в еврозоната	56
3.5. Заключителни бележки	58
4. Опитът на приспособяването	60
4.1. Въведение	60
4.2. Характерни тенденции	61
4.3. Основни механизми на функциониране	63
4.4. Измерване на канала на конкурентоспособността	64
4.5. Измерване на канала на реалните лихвени проценти	70
4.6. Заключителни бележки	71
5. Макроикономическата политика и съгласуваността ѝ с фискалната политика	73
5.1. Въведение	73
5.2. Прилагане на паричната политика	74
5.3. Прилагане на фискалната политика	79
5.4. Съвкупността от макроикономически политики	86
6. Реформи на социалноосигурителните системи, пазара на труда и продуктовете пазари	89
6.1. Въведение	89
6.2. Реформа на пазара на труда	89
6.3. Реформа, свързана със застаряването на населението	93
6.4. Реформа на продуктовия пазар	96
6.5. Детерминанти на структурните реформи в ИПС	101
7. Интеграция на финансовите пазари	107
7.1. Въведение	107
7.2. Някои уговорки във връзка с измерителите	107
7.3. Влияние на ИПС върху финансовите пазари	107
7.4. Влияние на ИПС върху инфраструктурата на финансовите пазари	110
7.5. Влияние на ИПС върху банковия сектор	112

7.6.	Насърчаване на по-нататъшната финансова интеграция в ИПС	114
8.	Процесът на догонване в рамките на еврозоната	120
8.1.	Въведение	120
8.2.	Факти, характерни за процеса на сближаване	120
8.3.	Отчетни данни за растежа	122
8.4.	Шокът, свързан с рисковата премия	123
8.5.	Ролята на публичните финанси	125
8.6.	Испания и Португалия в близък план	126
8.7.	Заклучителни бележки	130
9.	Тенденции в международната роля на еврото	132
9.1.	Въведение	132
9.2.	Тенденции в международното използване на еврото според неговите функции	132
9.3.	Регионални модели	140
9.4.	Заклучителни бележки	148
10.	Еволюцията на стопанското управление	149
10.1.	Въведение	149
10.2.	Фискално управление	149
10.3.	Управление на структурната политика	154
10.4.	Международно управление	158
10.5.	Високо качество на статистиката за ИПС	163

Част II: Цели и предизвикателства 167

	Резюме на основните констатации	169
1.	Въведение	176
2.	Променящият се световен ландшафт	178
2.1.	Въведение	178
2.2.	Дългосрочни глобални тенденции	178
2.3.	Икономически последици	180
2.4.	Политика към държавите с възникващи пазари	185
3.	Насърчаване на растежа и заетостта	187
3.1.	Въведение	187
3.2.	Дългосрочни прогнози	187
3.3.	Нарастване на заетостта	188
3.4.	Повишаване прираста на производителността на труда	192
3.5.	Заклучителни бележки	197
4.	Осигуряване на ефективно приспособяване и стабилизация	199
4.1.	Въведение	199
4.2.	Променяща се типология на шоковете	199
4.3.	Ролята на продуктовете и трудовите пазари	201
4.4.	Ролята на финансовите пазари	208
4.5.	Ролята на фискалната политика	216
5.	Качество и устойчивост на публичните финанси	217
5.1.	Въведение	217
5.2.	Фискална устойчивост	217

5.3.	Качество на публичните финанси	220
5.4.	Обща оценка	225
6.	Разширяване на еврозоната	226
6.1.	Въведение	226
6.2.	Пътят към въвеждането на еврото	226
6.3.	Напредък на реалната конвергенция	227
6.4.	Ползи от въвеждането на еврото	232
6.5.	Трудности по време на прехода	234
6.6.	Последици от разширяването на еврозоната	239
6.7.	Заключителни бележки	241
7.	Управление на нарастващата международна роля на еврозоната	243
7.1.	Въведение	243
7.2.	Международен потенциал на еврото	243
7.3.	Предимства и недостатъци на международната валута	246
7.4.	Еврозоната и глобалната стабилност	251
7.5.	Заклучителни бележки	258
8.	Използване на политическото взаимодействие и на изгодите от координацията	260
8.1.	Въведение	260
8.2.	Политически компромиси и взаимодействия	261
8.3.	Въпроси, свързани с координацията на политиката	264
8.4.	Заклучителни бележки	270

Част III:	Икономическа политика и управление на еврозоната	273
	Резюме на основните констатации	275
1.	Въведение	281
2.	Вътрешна програма	283
2.1.	Предпоставки	283
2.2.	Задълбочаване на бюджетния надзор	284
2.3.	Разширяване на макроикономическия надзор	289
2.4.	Интегриране на структурните реформи в координационната рамка на ИПС	297
	Приложение 1. Наблюдение на конкурентоспособността в еврозоната	311
3.	Увеличаване световната роля на еврозоната	314
3.1.	Въведение	314
3.2.	Нови общи предизвикателства и отговорности	314
3.3.	Защо трябва да се консолидира външното представителство	316
3.4.	Заздравяване на двустранния диалог със стратегическите партньори	318
3.5.	Заклучителни бележки	319
4.	По-ефективно управление	
4.1.	Въведение	320
4.2.	Подобряване на икономическото управление на ИПС	321

4.3.	По-добра координация и диалог за по-добро управление и по-голяма легитимност	325
4.4.	Промени в бъдещата система за икономическо управление на еврозоната	327
	Използвана литература	330

ТАБЛИЦИ

I.2.1:	Динамика на инфлацията в еврозоната	33
I.2.2:	Динамика на инфлацията по десетилетия: Обединено кралство, Швеция и САЩ	34
I.2.3:	Два показателя за силата на икономическите спадове	43
I.2.4:	Колебливост на тримесечния номинален ефективен обменен курс спрямо валутите на 24 индустриални държави	48
I.3.1:	Средни стойности на корелация на бизнес циклите в еврозоната при оживление и рецесия	55
I.3.2:	Средна корелация на циклите в еврозоната при последователни цикли	56
I.3.3:	Корелация на циклите в еврозоната и на държави извън нея	58
I.5.1:	Последваща оценка на характера на фискалната политика, 1999–2008 г.	85
I.5.2:	Последваща оценка на характера на фискалната политика, 1989–1998 г.	85
I.5.3:	Предварителна оценка на характера на фискалната политика, 1999–2008 г.	85
I.6.1:	Данни за реформите	102
I.6.2:	Препоръки и оценки за изпълнението в Общите насоки на икономическата политика 2000–2005 г.	103
I.6.3:	Фактори, определящи оценките за структурните реформи, базирани на Общите насоки на икономическата политика	104
I.6.4:	Фактори, определящи оценките за структурната реформа, основаващи се на алтернативни източници	106
I.8.1:	Потенциален растеж и неговите компоненти	123
I.8.2:	Пояснение на съотношението инвестиционен/основен капитал	123
I.8.3:	Фискална консолидация и размер на публичния сектор	125
I.8.4:	Данъчни мерки, публични инвестиции и структурни фондове	126
I.8.5:	Публичен дълг и тежест на публичния дълг	126
I.9.1:	Функции на международните валути	133
I.9.2:	Валутна структура на оборота на валутните пазари	134
I.9.3:	Дял от фактурирането/разплащането в международната търговия	135
I.9.4:	Държави и територии с валутни режими, обвързани с еврото (към 1 януари 2007 г.)	137
I.9.5:	Насоченост на търговията в основните региони на Латинска Америка през 2006 г. (дял от общата търговия)	147
I.10.1:	Групи в МВФ (към 13 февруари 2008 г.)	160
II.3.1:	Дългосрочни темпове на потенциален растеж и техните компоненти	189
II.3.2:	Разлагане на приноса на различни показатели за степента на участие	190

II.4.1:	Средна продължителност на периода, в който цените/заплатите остават фиксирани (по тримесечия)	201
II.4.2:	Честота на изменението на потребителските цени по вид на продукта	203
II.4.3:	Конкуренетоспособност, приспособяване и институции на трудовите и продуктовете пазари	204
II.4.4:	Финансова интеграция и разпределяне на риска. Преглед на нови данни	207
II.5.1:	Показатели за отклонение на устойчивостта	219
II.5.2:	Класификация на общия риск	219
II.5.3:	Влияние на фискалните правила върху първичното циклично изгладено бюджетно салдо (ЕС-25, 1990–2005 г.)	223
II.5.4:	Разлика между наблюдаваното и планираното повишаване на реалните първични разходи, обяснени за страните от ЕС-15 през 1990–2006 г.	224
II.6.1:	Източници на различията в БВП на глава от населението спрямо държавите от ЕС-15 през 2006 г.	229
II.7.1:	Основни характеристики на големите икономики, 2006 г.	243
II.7.2:	Инфлация, фискално салдо и салдо по текущата сметка	244
II.7.3:	Избрани показатели за размера на капиталовите пазари, 2006 г.	244
II.7.4:	Тримесечна колебливост на лихвените проценти	254
II.7.5:	Колебливост на макроикономическите променливи	254
II.7.6:	Връзка между дългосрочния лихвен процент и лихвения процент на еврозоната, 1999–2007 г.	257

ГРАФИКИ

I.2.1:	Инфлация: равнище и колебливост	32
I.2.2:	Колебливост на растежа на БВП	32
I.2.3:	Принос за общата ХИПЦ-инфлация в еврозоната	34
I.2.4:	Колебания при нарастването на заплатите	35
I.2.5:	Колебания в динамиката на цените на вноса	35
I.2.6:	Прираст на производството	36
I.2.7:	Прираст на производството на глава от населението	36
I.2.8:	Прираст на заетостта	38
I.2.9:	Нарастване на производителността на труда	39
I.2.10:	Реална търговия със стоки	40
I.2.11:	Тенденции в отклонението на еврозоната от потенциала при цикличен подем	42
I.2.12:	Тенденции в отклонението от потенциала след върха на цикъла от 2000 г. в еврозоната и САЩ (% от тренда)	43
I.2.13:	Вътрешно търсене в еврозоната след цикличен връх	43
I.2.14:	Инвестиции в еврозоната след цикличен връх	44
I.2.15:	Потребление в еврозоната след цикличен връх	44
I.2.16:	Реален располагаем доход на домакинствата след цикличен връх	44
I.2.17:	Реални краткосрочни лихвени проценти в еврозоната по време на големи спадове	44

I.2.18:	Дискреционна фискална политика по време на големи спадове, евро	44
I.2.19:	Валутен курс евро/щ.д. и ефективен обменен курс към валутите на 41 държави	47
I.2.20:	Краткосрочен лихвен диференциал в еврозоната и САЩ и годишно процентно изменение на валутния курс евро/щ.д.	47
I.2.21:	Дневна колебливост на обменния курс спрямо щатския долар	48
I.3.1:	Стандартно отклонение на спада на производството в еврозоната	52
I.3.2:	Средни стойности на корелация на циклите в еврозоната, ПП	54
I.3.3:	Етапи на бизнес циклите в еврозоната	54
I.3.4:	Средни стойности на корелация на цикъла в еврозоната и фази на рецесията (данни за ПП)	55
I.3.5:	Средни стойности на корелация на цикъла в еврозоната и фази на рецесия (данни за БВП)	55
I.3.6:	Корелация на циклите в последователни периоди	57
I.4.1:	Кумулативни данни за растежа на реалния БВП на глава от населението спрямо агрегираните данни, 1999–2007 г.	61
I.4.2:	Кумулативни данни за инфлацията на потребителските цени спрямо агрегираните данни, 1999–2007 г.	61
I.4.3:	Кумулативно изменение на относителните разходи за труд на единица продукция, 1999–2007 г.	62
I.4.4:	Позиция по текущата сметка, 1997 г.	62
I.4.5:	Реални лихвени проценти, 2006 г.	62
I.4.6:	Жилищни инвестиции като дял от БВП, 2005 г.	63
I.4.7:	Кумулативно изменение на реалните цени на жилищата, 1999–2006 г.	63
I.4.8:	Реален ефективен обменен курс на база разходите за труд на единица продукция	65
I.4.9:	Реален ефективен обменен курс на база дефлатора на БВП	65
I.4.10:	Реален ефективен обменен курс на база разходите за труд на единица продукция	65
I.4.11:	Реален ефективен обменен курс на база дефлатора на БВП	65
I.4.12:	Реални ефективни обменни курсове и принос на търговията за растежа	67
I.4.13:	Детерминанти на конкурентоспособността на разходите, 1999–2006 г.	67
I.5.1:	Инфлация в еврозоната	75
I.5.2:	Официални и краткосрочни лихвени проценти	76
I.5.3:	Нарастване на парите и кредита	77
I.5.4:	Индекс на паричната конюнктура	77
I.5.5:	Краткосрочен лихвен процент в еврозоната (действителен и очакван) според стандартното правило на Тейлър	78
I.5.6:	Краткосрочен лихвен процент в еврозоната (действителен и очакван) според абсолютното правило на Тейлър	78
I.5.7:	Динамика на фискалната позиция	79
I.5.8:	Динамика на брутният държавен дълг	80
I.5.9:	Изменение на съотношението приходи/БВП	80
I.5.10:	Изменение на съотношението разходи/БВП	80
I.5.11:	Изменение на съотношението първични разходи/БВП	80
I.5.12:	Оценка на отклонението от потенциала в еврозоната	82

1.5.13:	Оценка на отклонението от потенциала в САЩ	82
1.5.14:	Взаимодействие между фискалната и паричната политика в еврозоната	86
1.5.15:	Взаимодействие между фискалната и паричната политика в САЩ	87
1.6.1:	Равнище на безработицата и НИУЗРБ	92
1.6.2:	Равнище на заетост по страни	92
1.6.3:	НИУЗРБ по страни	92
1.6.4:	Реформа на пазара на труда и промяна в равнището на заетост	93
1.6.5:	Реформа на пазара на труда и промяна в НИУЗРБ	93
1.6.6:	Показатели на степента на регулиране на продуктовите пазари	97
1.7.1:	Еволюция на 3-месечните междубанкови лихвени проценти	108
1.7.2:	Еволюция на доходността на 10-годишните държавни облигации	109
1.7.3:	Брутни емисии деноминирани в евро облигации след 1999 г.	109
1.7.4:	Интензивност на разпространението на шокове на капиталовите пазари в еврозоната и САЩ	110
1.7.5:	Брой платежни системи в еврозоната	111
1.7.6:	Пазарен дял на световните фондови борси през 2006 г.	111
1.7.7:	Обединяване на посттърговски инфраструктури в еврозоната	112
1.7.8:	Концентрация в банковия сектор на еврозоната	113
1.7.9:	Стойност на сделките по сливане и придобиване, извършени от банки от ЕС	113
1.7.10:	Среден дял на чуждестранните резиденти (в общите активи на местни банки)	114
1.7.11:	Непогасени жилищни ипотечни кредити през 2005 г.	117
1.7.12:	Спред между държавните облигации на еврозоната и германските държавни облигации	118
1.8.1:	БВП на глава от населението през 1999 г.	120
1.8.2:	Динамика на сближаването, 1999–2008 г.	121
1.8.3:	Темп на потенциален растеж: „догонващи“ държави спрямо другите от еврозоната	122
1.8.4:	Капиталови издръжки	124
1.8.5:	Прогнози за бюджетното салдо на Испания	129
1.8.6:	Прогнози за бюджетното салдо на Португалия	129
1.9.1:	Международни дългови ценни книжа: тясна дефиниция	133
1.9.2:	Международни дългови ценни книжа: широка дефиниция	133
1.9.3:	Валута в обращение, евро и щ.д., % от БВП	136
1.9.4:	Валуты в обращение, евро и щ.д., равнища	136
1.9.5:	Дялове на валутите в световните валутни резерви	139
1.9.6:	Търговско фактуриране в евро (% от всичко, 2005 г.)	141
1.9.7:	Еврото като местна банкова валута в Западните Балкани (% от всички, 2006 г.)	142
1.9.8:	Резерви на централната банка на Русия	143
1.9.9:	Дял на ЕС в търговията на Подсахарска Африка със стоки (1995–2005 г.)	144
1.9.10:	Разбивка по валуты на международните бонове и облигации (дял от всички, %)	145
1.9.11:	Фактуриране на вноса в някои азиатски държави	145

I.9.12:	Износ на Япония за ЕС	146
I.10.1:	Разминаване с фискалните цели	151
I.10.2:	Обществени нагласи за нуждата от реформи	157
II.2.1:	Общи презгранични активи и пасиви като дял от БВП	179
II.2.2:	Разходи, свързани със застаряването на населението в еврозоната	183
II.2.3:	Дял на групата с най-високи доходи (0.1% от населението) от дохода по държави	183
II.2.4:	Лихвени проценти и икономически цикъл	184
II.3.1:	Степен на участие по възрастов профил	190
II.3.2:	Разлика в степента на участие на мъжете в активна възраст	190
II.3.3:	Структурна безработица в еврозоната	191
II.3.4:	Крива на Бевъридж за еврозоната	191
II.3.5:	Разбивка по 28 промишлени отрасли на общия принос на СФП за растежа на добавената стойност	192
II.4.1:	Прираст на реалната работна заплата и производителността на труда преди създаването на ИПС	205
II.4.2:	Прираст на реалната работна заплата и производителността на труда след създаването на ИПС	205
II.5.1:	Динамика на дълга в еврозоната, 2005–2050 г.	219
II.5.2:	Класификация на общия риск и отклонение от устойчивата фискална позиция	219
II.5.3:	Размер на сектор ДУ и растеж на реалния БВП в еврозоната	221
II.5.4:	Стимулиращи растежа публични разходи	222
II.5.5:	Индекс на фискалните правила в еврозоната	223
II.6.1:	БВП на глава от населението преди и след присъединяването към ЕС	227
II.6.2:	НДЧ – БВП на глава от населението и ценови равнища	228
II.6.3:	Сравнителни ценови равнища на деветте НДЧ за 2005 г.	229
II.6.4:	Административно определяни цени в деветте НДЧ	230
II.6.5:	Търговска интеграция с ЕС и еврозоната	230
II.6.6:	Отраслова разбивка на икономическата активност, 2005 г.	231
II.6.7:	Чуждестранно участие в банковия сектор на НДЧ	231
II.6.8:	Публични финанси през 2004–2006 г.	233
II.6.9:	НДЧ – нарастване на вътрешното кредитиране, 2004–2006 г.	235
II.6.10:	НДЧ – дял на валутните заеми във вътрешното кредитиране, 2004–2006 г.	235
II.7.1:	Салдо по текущата сметка	244
II.7.2:	Нетна позиция на международните инвестиции	244
II.7.3:	Позиция по платежния баланс на САЩ	249
II.7.4:	Разбивка на изменението на колебливостта на световното производство по региони	256
II.8.1:	Коефициенти на Джини за доходите	262
II.8.2:	Коефициенти на Джини за пазарния и за разполагаемия доход	263
III.2.1:	Политически задачи в различните области на структурните реформи	305
III.2.2:	Определяне на правилната последователност на реформите	310

КАРЕТА

I.2.1:	Обществените нагласи, свързани с инфлацията в еврозоната	37
I.2.2:	Влияние на единната валута върху производителността на труда	41
I.2.3:	Как структурната нееластичност влияе върху приспособяването към шокове	46
I.3.1:	Теорията за оптималната валутна зона и значението ѝ за синхронизирането на бизнес циклите	51
I.4.1:	Стандартни канали за корекции и странични ефекти в държавите от еврозоната	66
I.4.2:	Конкуренцията като механизъм за приспособяване на икономиката на еврозоната	68
I.4.3:	Диференциал на реалните лихвени проценти – съпоставка със САЩ	72
I.5.1:	Оценяване на икономическия цикъл по държави	81
I.5.2:	Състояние на бюджетната позиция по държави	83
I.9.1:	Държавни инвестиционни фондове	138
I.10.1:	Прилагането на ПСР	151
I.10.2:	Реформата на ПСР от 2005 г.	153
I.10.3:	Еволюция на Общите насоки на икономическата политика	156
II.3.1:	Въздействие на пенсионната реформа върху степента на участие на работещите над 55-годишна възраст	189
II.3.2:	Интеграция на финансовите пазари и разпределяне на капитала	194
II.4.1:	Асиметрични последици от общи външни шокове. Моделни симулации	200
II.4.2:	Номинална нееластичност и приспособяване към шокове	202
II.4.3:	Крива на Филипс за държавите от еврозоната	206
II.4.4:	Каква е политическата цена на структурните реформи	213
II.4.5:	Разходни принципи за обуздаване на фискалната процикличност в добри времена	215
II.6.1:	Адаптиране към шокове от страна на кредитирането и производителността в новите държави-членки	238
II.7.1:	Диверсификация, постигната от инвеститорите чрез преориентиране към валути, различни от долара – преглед на публикациите	247
II.7.2:	Регионални стабилизационни въздействия на ИПС – Западните Балкани и държавите от зоната на CFA-франка	251
II.8.1:	Вторични ефекти при паричен съюз с номинални нееластичности	269

СЪОБЩЕНИЕ НА КОМИСИЯТА
ДО ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ, СЪВЕТА,
ЕВРОПЕЙСКИЯ ИКОНОМИЧЕСКИ И СОЦИАЛЕН КОМИТЕТ,
КОМИТЕТА НА РЕГИОНИТЕ И ЕВРОПЕЙСКАТА ЦЕНТРАЛНА
БАНКА

ИПС@10: успехи и трудности след десетте
години Икономически и паричен съюз

ИПС@10: успехи и трудности след десетте години Икономически и паричен съюз

ИСТОРИЧЕСКА КРАЧКА

На 2 май 1998 г. европейските ръководители приеха историческото решение за въвеждането на единната валута – еврото. Преходът към последния етап на Икономическия и паричен съюз (ИПС) на 1 януари 1999 г. бележи прелом в европейската интеграция. Макар и икономически по същество, той изпраща мощен политически сигнал на гражданите на Европа и останалия свят, че Европа може да взема далновидни решения за осигуряване на общо бъдеще на просперитет за континент, който твърде често е преживявал войни и икономическа и политическа нестабилност. Създаването на ИПС – най-значимата след Бретън Удс парична реформа, бе решителна, безпрецедентна в новата стопанска история на Европа крачка, която промени глобалната икономическа среда.

За десетгодишното си съществуване еврото има огромен успех. Единната валута стана символ на Европа и според гражданите на еврозоната е сред най-забележителните резултати от европейската интеграция наред с постиженията, свързани със свободното придвижване в рамките на ЕС и с мира в Европа. Всеки втори гражданин на еврозоната заявява, че за него ЕС означава единна валута. ИПС съхрани макроикономическата стабилност и стимулира презграничната търговия, финансовата интеграция и инвестициите. Броят на страните, приели еврото, се увеличи от 11 на 15 в началото на 2008 г. и се предвижда да продължи да нараства. ИПС е постижение със стратегическо значение за ЕС и за света като цяло, в който Европа се превърна в опора на макроикономическата стабилност, особено при наблюдаваните в момента финансови сътресения.

Независимо от безспорния успех на еврото някои от първоначалните очаквания не се сбъднаха. Производството и по-специално темповете на нарастване на производителността на труда са по-ниски от тези в останалите развити икономики и опасенията, свързани с прозрачността на доходите и разпределението на богатството, се засилват. Нещо повече, редица сериозни трудности, които при създаването на ИПС все още не са съществували или са проявявали само начални признаци, сега оказват по-силен натиск. Процесът на глобализация напредва с бързи темпове, а природните ресурси рязко намаляват. Промените в климата и отражението от застаряването на населението ще окажат допълнителен натиск върху потенциала за растеж на нашите икономики. Освен това нарастването на диспропорциите в световен мащаб оказва натиск върху курса на еврото и функционирането на нашите финансови системи. Прогресивното разширяване на еврозоната ще допринесе за засилване динамичността на икономиката, но в същото време ще се увеличават и различията в ИПС, което поставя по-сериозни изисквания по отношение на потенциала му за приспособяване.

В настоящото съобщение и съпътстващия доклад се анализира **опитът от първото десетилетие на ИПС, определят се целите и предизвикателствата пред еврозоната** и се предлага дневен ред на политика, гарантираща по-нататъшния успех на ИПС.

УСПЕХИТЕ ОТ ПЪРВИТЕ ДЕСЕТ ГОДИНИ

Приемането на еврото представлява **радикална промяна в макроикономическата среда** не само на участващите държави-членки, но и извън тях. Единната парична политика наред с националната, но съгласувана фискална политика се отразява благоприятно върху макроикономическата стабилност. Промените във валутните курсове, които периодично оказваха натиск върху европейските икономики, вече са проблем от миналото. Европейската централна банка (ЕЦБ), на която е възложено провеждането на паричната политика в еврозоната, бързо спечели доверие. Бюджетната дисциплина, подкрепяна от Пакта за стабилност и растеж (ПСР), се подобри значително. Икономическата и финансовата интеграция в икономиката на еврозоната се осъществява с по-бързи темпове, отколкото в останалите страни от ЕС и устойчивостта ѝ към външни шокове се засилва. Постигнатият общ напредък в много сфери е представен в резюмето по-долу.

Паричната политика стабилизира дългосрочните инфлационни очаквания на равнища, близки до дефиницията на ЕЦБ за ценова стабилност. През първите десет години на ИПС инфлацията е средно 2% спрямо 3% през 90-те и 8–10% през 70-те и 80-те години. След приемането на еврото номиналните лихвени проценти намаляват средно до около 5% спрямо 9% през 90-те и 12% през 80-те години. В реално изражение лихвените проценти в ИПС спадат до равнище, което не е наблюдавано през последните няколко десетилетия дори и в страни, отличаващи се с най-висока степен на стабилност преди приемането на еврото. В последно време инфлацията несъмнено нараства главно поради рязкото поскъпване на петрола и основните стоки, а сътресенията на финансовите пазари доведоха до затягане на условията за кредитиране на домакинствата и предприятията. Понижаване на инфлацията и по-нормални условия за кредитиране се очакват след отслабване на външния натиск дори и тенденцията към повишаване на цените на петрола и основните стоки да се запази предвид силното търсене от страна на бързоразвиващите се икономики в страните с възникващи пазари.

Бюджетната политика подкрепя макроикономическата стабилност в ИПС. Впечатляващ е напредъкът във фискалната консолидация през последните няколко години, а натрупаният дефицит е едва 0.6% от БВП през 2007 г. спрямо 4% средно през 80-те и 90-те години. Реформата на Пакта за стабилност и растеж през 2005 г. не само допринесе за затягане на дисциплината, но и стимулира по-устойчивото коригиране на прекомерния дефицит, обезсърчавайки прибавянето към еднократни мерки. Макар и ненапълно преустановена, проциклична фискална политика се провежда все по-рядко. В резултат на това и благодарение на непредвидените данъчни приходи през последните няколко години през 2007 г. дефицитът на нито една държава от еврозоната не надхвърля 3%, а общият дефицит на еврозоната (0.6% от БВП през 2007 г.) отбелязва най-ниското си равнище през последните десетилетия. Нещо повече, десет от петнадесетте страни от еврозоната отчитат през 2007 г. бюджетен излишък или стойности, много близки до балансирана бюджетна позиция.

ИПС стимулира икономическата и пазарната интеграция. Премахването на валутния риск и по-ниските презгранични трансакционни разходи подпомагат развитието на единния пазар и интегрирането на продуктовите пазари. Вътрешните за еврозоната търговски потоци представляват 1/3 от БВП на еврозоната спрямо 1/4 преди 10 години, а според оценките около половината от наблюдавания прираст се дължи на премахването на валутнокурсните колебания. Нещо повече, преките чуждестранни инвестиции в рамките на еврозоната възлизат на 1/3 от БВП спрямо 1/5 в началото. В този случай оценките показват, че до 2/3 от нарастването се дължи пряко на създаването на единната валута. В резултат на тези процеси е реализирана основната част от икономите от мащаба, те стимулират конкуренцията и оказват сериозно влияние върху ефективността на производството. По подобен начин намаляването на рисковата премия, включена в стойността на капитала, стимулира капиталоеобразуването, което достига почти 22% от БВП – равнище ненаблю-

давано от началото на 90-те години. Като цяло чрез тези различни според оценките канали единната валута оказва стимулиращ ефект за повишаване на почасовата производителност на труда с цели 5% след приемането на еврото.

Евротом изигра ролята на **мошен катализатор за интегриране на финансовите пазари**. Между-банковите парични пазари в еврозоната са напълно интегрирани и презграничните междубанкови трансакции отбелязват устойчиво нарастване от 1999 г. насам. Презграничната консолидация на банките се ускорява, като над 25% от активите на ЕС, притежавани от 16-те най-големи банкови групи, са извън държавите, в които те са регистрирани. Появява се значителен пазар на еврооблигации, емитирани от частния сектор, като годишният размер на емисиите от над 1 трилион евро значително надхвърля емитираните от публичния сектор облигации в размер на около 800 млрд. евро. Капиталовите пазари също се интегрират по-бързо от всякога, а делът на притежавания в други страни от еврозоната капитал нараства от 20% на 40%. Напредък се наблюдава в развитието на инфраструктурата на финансовите пазари и международните финансови услуги на едро, като Единната зона за плащания в евро е създадена да премахне различията между националните и международните плащания. Наред с това е постигната и определена степен на нормативно и надзорно сближаване посредством прилагането на Плана за действие при финансовите услуги и функционирането на Комитетите Ламфалуси.

ИПС допринесе за **укрепване устойчивостта на еврозоната спрямо неблагоприятни външни влияния**. През първите десет години еврозоната бе изложена на поредица от външни шокове, свързани с глобалния бизнес цикъл, като най-сериозните от тях бяха спукването на „дотком балона“ и последващият го спад в икономиката на САЩ в началото на новия век. Независимо от това свързаното с тези сътресения забавяне на икономиката на еврозоната в началото на това десетилетие е значително по-слабо в сравнение с наблюдаваните преди приемането на единната валута. Сега еврото отново се оказва защитено от най-силните глобални финансови трусове, наблюдавани в наши дни. Стабилизирането на инфлационните очаквания, извършените съгласно Лисабонската стратегия за растеж и заетост реформи, както и по-строгата бюджетна дисциплина след обновяването на Пакта за стабилност и растеж допринесоха за засилване устойчивостта към неблагоприятни външни влияния.

ИПС осигурява **значителни предимства за държавите – членки на Съюза, ангажирани в процеса на догонване**. Макроикономическата стабилност и ниските лихвени проценти наред с подкрепата на провежданата политика на взаимопомощ и Структурните и Кохезионния фонд допринесоха за създаването на условия за ускорено догонване; положителният ефект от провежданата стабилна икономическа политика се засилва допълнително от развитието и интегрирането на националните финансови пазари с другите пазари в еврозоната. Следователно не е изненадващ интересът за участие в ИПС на приетите в ЕС през 2004 г. държави-членки; три от тях вече успешно се присъединиха към еврозоната, а Словакия е готова да се присъедини през 2009 г.

Евротом се утвърди като **втора международна валута в света**. Деноминирани в евро международни дългови ценни книжа през 2004 г. надхвърлят тези в щатски долари, докато процентният дял на отпуснатите от банките от еврозоната деноминирани в евро банкови кредити за кредитоискатели извън еврозоната възлиза на 36% спрямо 45% в щатски долари. Евротом е втората най-активно търгувана валута на международните валутни пазари и се използва в над 1/3 от всички валутни трансакции. Официалното му използване нараства, като делът на отчетените в евро резерви се увеличава от 18% през 1999 г. до над 25% през 2007 г. По подобен начин се засилва ролята на еврото и като валута, използвана в търговията или при разплащанията, и възлиза на 50% от външната търговия на еврозоната. Евротом придобива много важно значение и за редица трети страни, най-вече за държавите – кандидатки за приемане в еврозоната, и за съседните на ЕС страни, около 60% от търговията на които е в евро.

Евروزоната се превърна в **поле на стабилност за Европа и за световната икономика**. Благодарение на укрепването на международните позиции на еврото и абсолютния размер на икономиката на еврозоната влиянието на провежданата в рамките на ИПС икономическа политика върху световната икономика силно нараства. С балансираната си външна позиция, надеждна макроикономическа рамка и стабилна финансова система еврозоната допринася за устойчивото развитие на световната икономика дори и в наблюдавания през последните месеци период на силни сътресения.

В еврозоната е разработена **стабилна структура за стопанско управление**. Докато основните отговорности, свързани с икономическата политика, остават на национално равнище, в рамките на държавите-членки от ИПС е постигнато общо виждане, че за ефективното функциониране на ИПС са необходими стабилни публични финанси и гъвкави и интегрирани продукти, трудови и финансови пазари. С реформата на Пакта за стабилност и растеж през 2005 г. нараства ролята на националните правителства в рамката на бюджетното управление. В Насоки № 6 на актуализираната Лисабонска стратегия за растеж и заетост – основен инструмент за координиране на икономическата политика на ЕС, изчерпателно се обяснява, че държавите-членки следва да „допринасят за динамичното и гладко функциониране на ИПС“. **Еврогрупата служи като главен форум на финансовите министри** от еврозоната, на който се поставят въпросите относно единната валута, излизащи извън рамките на предвидения в Договора надзор, и задачите, свързани с координацията. Тъй като неформалният ѝ характер насърчава откритите и честни дебати, Еврогрупата е подходящ форум за постигане на общо разбиране и изработване на ясни позиции по макроикономически въпроси, свързани с еврозоната. С времето тя придоби собствен образ и значимост, особено след назначаването през януари 2005 г. на първия ѝ президент. В международен аспект предприетите от еврозоната колективни действия водят до засилване на външното ѝ влияние, за което свидетелства ангажираността на „тройката на Еврогрупата“ (състояща се от председателя ѝ, президента на ЕЦБ и комисаря по икономическите и паричните въпроси) в двустранния диалог с Китай и други държави и във водените от МВФ през изминалата година многостранни консултации относно глобалните икономически диспропорции.

Кулминацията на всички тези положителни тенденции е създаването на **рекордните 16 милиона работни места в еврозоната през първото десетилетие на ИПС**. Заетостта се повиши с почти 15% след въвеждането на единната валута, а безработицата спадна до около 7% от работната сила, отбелязвайки най-ниското си равнище за повече от 15 години. По-важно е да се отбележи, че увеличението на работните места изпревари това в други развити икономики, в т. ч. и в САЩ. Наблюдаваното подобрене се дължи както на реформите на пазара на труда и на системите за социално осигуряване, осъществени съгласно Лисабонската стратегия за растеж и заетост и рамката за координация и надзор на ИПС, така и на по-бавното нарастване на заплатите, характерно за повечето икономики от еврозоната. Това ясно показва, че работната сила в Европа е в състояние да отговори на новите предизвикателства и да осъществи необходимите промени, които в крайна сметка ще доведат до създаване на повече работни места и до по-висок икономически растеж.

НОВИТЕ ГЛОБАЛНИ ТЕНДЕНЦИИ ЗАСИЛВАТ НЕРЕШЕНИТЕ ПРОБЛЕМИ НА ИПС

Цялостната картина от първото десетилетие на ИПС е много благоприятна. Не всички очаквания обаче се осъществиха.

Потенциалният растеж продължава да е твърде нисък и възлиза на около 2% годишно. Въпреки нарастването на заетостта и независимо от положителното влияние на единната валута, прирастът на производителността на труда се забавя от 1.5% през 90-те години на около 1% през настоящото десетилетие. В резултат на това доходът на глава от населението в еврозоната представлява 70% от този в САЩ. Тъй като повечето от по-малките икономики в еврозоната отчитат

изключително добри резултати, потенциалният растеж в някои от най-големите държави-членки би трябвало да е значително по-висок.

Освен това **между държавите продължават да съществуват значителни различия** по отношение на инфлацията и разходите за труд на единица продукция. Съществуването на трайни различия между държавите-членки от еврозоната се дължи отчасти на неадекватността на цените и заплатите в страните, в които не беше извършено плавно приспособяване по продукти, отрасли и региони. Това доведе до значителна загуба на конкурентоспособност и големи външни диспропорции, за които в ИПС е необходим продължителен период на приспособяване. По същество това по-продължително приспособяване е резултат от недостатъчно амбициозни структурни реформи в сравнение с тези при приемането на еврото. Както в ЕС като цяло, продуктовете пазари и в еврозоната са все още само частично интегрирани и презграничното предоставяне на услуги остава слабо развито.

Като международна валута еврото е основен актив за всички държави от еврозоната и за ЕС като цяло. Липсата на **ясна международна стратегия** и значително право на глас на международните форуми обаче струва скъпо на еврозоната в един все по-глобализиращ се свят. Започва да се проявява отражението от световните икономически диспропорции, натрупани след средата на 90-те години, като колебанията на валутните курсове рязко нарастват, а натискът върху механизмите за поддържане на финансова стабилност става все по-силен. Бързо нарастващото търсене на ограничените енергийни и други природни ресурси от страна на нововъзникващите икономики надхвърля възможностите на предлагането, което води до скок в цените на петрола, хранителните продукти и други основни стоки. В тази нестабилна среда единната валута осигурява защита и предоставя на еврозоната уникална възможност да играе ключова роля на световната политическа сцена за елиминиране на съпътстващите рискове. Този потенциал обаче не се използва в достатъчна степен, тъй като еврозоната няма нито добра международна стратегия, нито ефективно международно представителство.

И накрая, **възприемането на еврото от обществеността не отразява напълно резултатите от успешното функциониране на ИПС**. Еврото често се използва като изкупителна жертва при лоши икономически резултати, които всъщност се дължат на неподходяща икономическа политика на национално равнище. Освен това гражданите на някои държави считат, че значителното повишаване на цените се дължи на еврото. Независимо че влиянието от преминаване към еврото върху общата инфлация е незначително, отделни спекулативни повишения на цените в определени отрасли на някои държави допринесоха за по-лошото възприемане на еврото от обществото и продължават да го правят. В същото време застоят в развитието на икономическата част от ИПС в сравнение с паричната също засилва опасенията, че еврозоната е неспособна да се справи с основните трудности, пред които е изправена, което допълнително влошава публичния ѝ образ. Явно предстои още доста работа. Освен осъществяване обаче на първоначалните очаквания, дневният ред, свързан с политиката на ИПС през следващото десетилетие, ще се определя от появата на нови глобални предизвикателства, които ще задълбочат отбелязаните по-горе слабости на ИПС.

- **Глобализацията напредва с бързи темпове**, като нововъзникващите икономики се конкурират с развитите в нискоквалифицираните промишлени дейности, а все по-често и в дейностите със значителна добавена стойност. Глобализацията предлага големи възможности за пазарна експанзия, водеща до по-ниски цени, по-голям избор за потребителите и по-големи приходи за производителите вследствие ефективност. Тя обаче оказва силен натиск и върху капацитета за приспособяване на държавите от еврозоната, тъй като по-нерентабилните производства ще трябва да бъдат заменени с нови, а изследванията, иновациите и човешкият капитал стават все по-съществени двигатели на икономическия растеж. Нещо повече, глобализацията принуждава еврозоната да играе все по-активна роля в глобалното икономическо и финансово управление.

- **Цените на енергията и хранителните продукти нарастват**, стимулирани от бързия растеж на световната икономика и променящите се модели на потребление във възникващите икономики. Климатичните промени също оказват по-силно влияние върху икономиката. Тези фактори могат да доведат до ограничаване на икономическия растеж и до непропорционално разпределение на дохода и богатството, като тези в най-затруднено положение може да се окажат най-силно засегнати. Фактор, който създава допълнителни усложнения, е че целите, свързани с ограничаване на климатичните промени и със задържане цените на хранителните продукти и енергоносителите, трудно могат да бъдат постигнати едновременно. Тези проблеми ще се отразят по различен начин върху държавите от еврозоната, което засилва необходимостта от плавно приспособяване към шоковете.
- Същевременно, както навсякъде, **населението на еврозоната бързо застарява**. В резултат на това делът на населението, разчитащо на пенсии, ще нараства, като едновременно намалява и потенциалът за икономически растеж. Съотношението между населението в трудоспособна възраст и по-възрастното население се предвижда да спадне наполовина през следващите четири десетилетия и при запазване на настоящата политика потенциалното производство на еврозоната ще спадне до малко над 1% годишно спрямо 2% понастоящем. Застаряването на населението също ще окаже относително силен натиск върху публичните разходи и ако пенсионните и здравните системи не бъдат реформирани, според оценки делът на публичните разходи в БВП през следващите четири десетилетия ще се увеличи с около 4 пр.п. Застаряващото население представлява сериозно предизвикателство пред способността на еврозоната да се приспособява и излага на риск устойчивостта на публичните финанси и цялата социална система.

При подобни дългосрочни тенденции, чиито последици се усещат все по-силно, всички развити икономики ще се сблъскат с трудности, свързани с растежа, макроикономическата стабилност, способността за приспособяване, устойчивостта на социалноосигурителните системи и разпределението на дохода и богатството. Ще се изправят и пред **проблеми по отношение на провежданата политика, особено държавите от еврозоната** предвид относително малкия ѝ потенциал за растеж, ниския капацитет за приспособяване, значителната публична задлъжнялост и силната зависимост между икономиките.

ДНЕВЕН РЕД НА ПОЛИТИКАТА НА ТРИТЕ СТЬЛБА ПРЕЗ ВТОРОТО ДЕСЕТИЛЕТИЕ

Опитът от първото десетилетие на ИПС, макар и като цяло много успешен, разкрива редица недостатъци, които следва да бъдат преодоляни. Необходимо е да се заздравят трудно извоюваната икономическа стабилност, като: а) се повишава потенциалният растеж и се съхранява и увеличава благосъстоянието на гражданите на еврозоната; б) се осигури капацитет за плавно приспособяване при разширяване на ИПС с цел приемане на нови държави-членки; в) се защитават успешно интересите на еврозоната в рамките на световната икономика.

Важно е да се подчертае, че тези мерки ще се прилагат в значително променена от времето на приемането на еврозола глобална среда, а в случай на неуспех в новите условия последиците ще бъдат далеч по-тежки.

За да отговори на тези предизвикателства, **Комисията предлага дневен ред за провеждане на политиката, включваща три стълба:**

- Дневният ред на вътрешната политика е насочен към задълбочаване на координацията и надзора върху бюджетната политика, разширяване на макроикономическото наблюдение в ИПС извън фискалната политика и по-пълно интегриране на структурната реформа при координиране на цялостната политика в рамките на ИПС.

- Целта на дневния ред за външната политика е да се засили ролята на еврозоната в глобалното икономическо управление.
- И двете програми изискват по-ефективна система на икономическо управление.

I. ДНЕВЕН РЕД НА ВЪНШНАТА ПОЛИТИКА – ПО-ДОБРА КООРДИНАЦИЯ И НАДЗОР

Задълбочаване и разширяване обхвата на надзора

Корективните мерки на Пакта за стабилност и растеж следва да продължат да се прилагат твърдо, **а надзорът в рамките на предпазния лост на ПСР е необходимо да се подобри**. С координирането на фискалната политика трябва да се регулира по-добре поведението по отношение на националните бюджети през целия икономически цикъл, т.е. както при благоприятна, така и при неблагоприятна икономическа конюнктура. Бюджетният надзор следва да се задълбочи, с цел да обхване две основни области:

а) **осигуряване на устойчив прираст на публичните финанси** в полза на бъдещите поколения. На национално равнище приемането на средносрочна национална бюджетна рамка може да помогне много за постигането на стабилни и устойчиви публични финанси. За да бъде ефективна, подобна рамка следва да обхваща добре разработени правила за разходите, които да позволят на автоматичните фискални стабилизатори да действат в рамките на ограниченията на ПСР, като в същото време адаптират структурата на публичните разходи към структурните и цикличните нужди на икономиката. На равнище еврозона специално внимание е необходимо да се обърне на мониторинга върху динамиката на публичния дълг, а средносрочните бюджетни цели да се укрепят, за да се покрийт очакваните задължения. Нещо повече, дългосрочните бюджетни прогнози, в които се отчита отражението от застаряването на населението върху публичните финанси, могат да помогнат при разработването на националните стратегии за устойчиво развитие и стимулирането на мерки за реформиране на пенсионната и здравната система, както и за увеличаване на заетостта;

б) **повишаване качеството на публичните финанси**. С други думи, осигуряване на по-ефективно използване на публичните средства чрез ориентиране на системите за публични разходи и данъчно облагане към стимулиращи растежа и засилващи конкурентоспособността дейности. Реформирането на програмите за социални разходи с цел осигуряване на по-добра защита на доходите и същевременно засилване мотивацията за работа (т.нар. гъвкав подход) също биха спомогнали значително за по-устойчивия растеж и по-доброто качество на публичните финанси, осигурявайки същевременно подкрепа за бюджета и макроикономическа стабилност.

Освен бюджетния надзор обаче е необходимо да се **разшири обхватът на надзора с цел коригиране на макроикономическите диспропорции**. Наблюдаваните в държавите-членки тенденции, като нарастване на дефицита по текущата сметка, запазване на трайна разлика между равнищата на инфлация или тенденциите към небалансиран растеж, е необходимо да се наблюдават, като се има предвид, че проявленията на косвените ефекти и нарастващата взаимозависимост между икономиките в еврозоната означават, че подобни тенденции са обезпокоителни не само по отношение на конкретна държава, но и за еврозоната като цяло. Равносметката от първите десет години на ИПС показва, че макар интегрираността на пазарите, особено във финансовите услуги, да е като цяло благоприятна за ИПС (тъй като това може да спомогне за абсорбиране на макроикономически шокове чрез осигуряване на възможности за разпределяне на риска и чрез стимулиране преразпределянето на ресурсите), тя може, ако не е подкрепена от подходяща политика, да доведе и до увеличаване на различията между участващите държави. Някои от тези различия са нормални и отразяват процеса на догонване или стандартни корекции, докато други може да имат и силно

неблагоприятно въздействие и да доведат до неефективно приспособяване. В последния случай засиленият надзор може да помогне на засегнатите страни да реагират по адекватен начин, преди тези различия да са станали трайни.

И накрая, едно по-широкообхватно **наблюдение на държавите – кандидатки за присъединяване към еврозоната**, подобно на предложеното за сегашните държави от еврозоната, ще бъде от решаващо значение за подготовката им да посрещнат трудностите, свързани с приемането на единната валута. При редица бъдещи държави – членки на еврозоната, се наблюдава голям приток на капитал (отразяващ очакванията за продължаващо бързо увеличение на доходите) и бързо развитие на финансовите им сектори, които могат да увеличат кредита (обикновено от ниска изходна база) и да доведат до външни диспропорции. Понастоящем наблюдението на държавите с перспектива да се присъединят към еврозоната се осъществява чрез оценката на Програмите за сближаване. Съществува обаче възможност за осигуряване на по-ефективни насоки по отношение на провежданата политика и за осъществяване на по-широкообхватно наблюдение на икономическото развитие, в частност на държавите, участващи в рамката на Валутния механизъм (ВМ) II, който е едновременно елемент от критериите за приемането на еврото и инструмент за насърчаване на устойчивото номинално и реално сближаване. Това не означава въвеждане на допълнителни ограничения по отношение на приемането в еврозоната.

Наблюдението следва да се осъществява въз основа на съществуващия инструментариум.

Ключовите инструменти за надзор върху фискалната политика и координиране на икономическата политика са ясно установени в Договора и ПСР. Изискването да се прилагат превантивните мерки от ПСР остава ключов инструмент за недопускане нарушаването на Договора. В ПСР се съдържа определение и оценка на средносрочните бюджетни стратегии, базирани на Становищата на Съвета относно националните програми за стабилност. Съгласно чл. 99 от Договора „държавите-членки провеждат икономическите си политики като въпрос от общо значение“ и „ги координират в рамките на Съвета“. Препоръките за еврозоната и конкретните препоръки за отделните държави на Лисабонския процес са ключови инструменти за насоки и надзор. Съществува обаче възможност за оптимизиране използването на инструментите. В анализа на първите 10 години се засилват аргументите в полза на одобреното от Съвета ЕКОФИН¹ укрепване на превантивния лост на ПСР с цел стимулиране постигането на устойчива бюджетна политика и решаването на по-широк кръг проблеми, които могат да се отразят върху макроикономическата стабилност на отделна държава и върху функционирането на ИПС като цяло. Тези инструменти, предвидени в Договора, се допълват от процеса на средносрочен бюджетен преглед, осъществяван от Еврогрупата през пролетта на всяка година. Досега този механизъм на партньорски проверки беше съсредоточен върху бюджетния надзор, а за повишаване ефективността на надзора, предвиден в Договора, е необходимо обхватът му да се разшири.

По-добро интегриране на структурната политика в процеса на координация

Еврозоната е **особено заинтересована от успеха на структурната реформа**. Ускоряването на реформите, което, разбира се, би било благоприятно за ЕС като цяло, е абсолютно задължително за еврозоната. Важно е, че по-адекватните пазарни реакции ще донесат двойна полза – като стимулират в дългосрочен план повишаването на жизнения стандарт и като осигурят условия за по-лесно приспособяване към шокове и за укрепване на макроикономическата стабилност. Емпиричните данни от нашия анализ показват, че структурните реформи в държавите, приели единната валута, имат по-високи „мултипликатори“ от останалите, което означава, че държавите, които извършват структурни реформи, ще извлекат повече ползи, докато изоставащите вероятно ще платят по-висока цена за забавянето им. Лисабонската стратегия за растеж и заетост, която има ос-

¹ COM (2007) 316.

новна роля за поставянето на структурните реформи в дневния ред на провежданата политика, осигурява основата за определяне сферите на неотложни действия съгласно Насоки № 6 относно еврозоната и специфичните за нея препоръки. При подход на сътрудничество между Комисията и държавите-членки Лисабонската стратегия формира базата за осъществяване на процеса на реформи както в еврозоната, така и в отделните държави.

Премахването на останалите пречки пред *интегрирането на продуктовите пазари* е от съществено значение за доброто функциониране на еврозоната. Независимо от стимулите, осигурени от ИПС и Програмата за единния пазар относно създаването на по-отворени и конкурентоспособни икономики, ниският прираст на производителността и ограниченията за излизане на пазара, особено в областта на услугите, все още затрудняват ефективното приспособяване към променящите се икономически условия в еврозоната и поддържат значителен натиска върху цените. Иновациите и разпространението на технологиите – важни фактори за ускоряване едновременно на конкуренцията и производителността, изостават в държавите-членки от еврозоната. За преодоляване на конкретните слабости е необходимо да се използва предложената в Прегледа на единния пазар система за мониторинг на пазара.

За да се подпомогне приспособяването в една глобализирана икономика и да се увеличат възможностите за растеж при застаряване на населението, е необходимо постигане на ***по-добре функциониращи пазари на труда*** в еврозоната. По-голямата гъвкавост на заплатите и диференциацията между отраслите, професиите и регионите, както и инвестициите в човешки капитал ще имат решаващо значение за засилване конкурентоспособността и гарантиране плавното реструктуриране на ресурсите при шокове. Множеството реформи за по-ефективно използване на работната сила, предприети в рамките на Лисабонската стратегия, дадоха резултат. Напредъкът в отделните държави обаче не е еднакъв и следователно този проблем трябва да остане във фокуса на стратегиите за реформи през следващото десетилетие. Промените в програмите за социални разходи и активната политика по отношение на трудовия пазар е необходимо да се насочат към осигуряване на по-добра защита на доходите наред с увеличаване на стимулите за работа.

Еврозоната може да извлече **сравнително големи ползи от насърчаването на *финансовата интеграция в ЕС***. Постигнат бе значителен напредък в интеграцията на финансовите пазари в ЕС, но са необходими допълнителни усилия за повишаване на ефективността и ликвидността на финансовите пазари в еврозоната. Икономическото приспособяване може да се улесни посредством разпределяне на риска и насърчаване на по-синхронизирано провеждане на единната парична политика в цялата еврозона. По-конкретно, необходими са повече усилия за стимулиране на презграничното предоставяне на финансови услуги на дребно, за повишаване ефективността на финансирането с копоративни и държавни облигации и за намаляване на регулаторните и свързаните с надзора разходи на финансовите посредници, функциониращи в среда с различни законодателства. Предвид споделяната отговорност на Евросистемата и участващите държави-членки за запазване на финансовата стабилност в еврозоната като цяло с напредването на финансовата интеграция нараства необходимостта от по-интензивно международно сътрудничество при споразуменията за предотвратяване, управление и разрешаване на кризи. В контекста на тези специфични за ефективността и стабилността съображения и предвид изводите от сегашните финансови сътресения еврозоната трябва да поеме водещата роля при осъществяване на програмата за финансова интеграция в ЕС и по укрепване на споразуменията за финансова стабилност на ЕС.

Следователно за цялостното използване на възможностите на ИПС е необходимо стимулите за провеждане на реформи в еврозоната да се увеличат. Интегрирането на структурната политика в процеса на координация в еврозоната ще е полезно в три насоки: а) наред със специфичните за отделните държави препоръки, предвидени в Интегрираните насоки на Лисабонската стратегия, препоръките за еврозоната са в основата на координирането на структурните реформи. Необходимо е да се организира по-разширен мониторинг на прилагането им; б) с реформата на ПСР през 2005 г. бе дадена възможност при оценката на напредъка по отношение на средносрочните бю-

джетни цели да се вземат предвид структурните реформи, които в краткосрочен план са с висока цена по отношение на бюджета, но имат благоприятен ефект върху растежа и фискалната устойчивост в дългосрочен план. За гарантиране на съответствие със заложените в ПСР ангажменти е необходимо да се създаде механизъм за партньорски проверки въз основа на аналитичната рамка, разработена съгласно Лисабонската стратегия, и предварителната информация, предоставена от държавите-членки; в) за постигане на по-добра последователност в реформите е необходимо като приоритна цел да се определи по-доброто функциониране на финансовите пазари. Това не само ще окаже благоприятно влияние върху растежа и приспособяването, но и ще помогне за увеличаване на стимулите за провеждане на други структурни реформи, като се поставя акцент върху дългосрочните ползи от тях и върху възможностите за насочване на капиталовите потоци към нови инвестиционни цели в резултат от извършените структурни реформи.

II. ДНЕВЕН РЕД НА ВЪНШНАТА ПОЛИТИКА – ЗАСИЛВАНЕ НА МЕЖДУНАРОДНАТА РОЛЯ НА ЕВРОЗОНАТА

Международният статут на еврото е свързан с **предимства, отговорности и рискове**. С увеличаване на ценообразуването и разплащанията в евро единната валута допринася за развитието на финансовия сектор в Европа, осигурява приходи от сеньораж в резултат от използване на еврото като резервна валута и намалява риска вследствие колебанията на валутните курсове. Самият мащаб на еврозоната обаче означава, че решенията, свързани с провежданата политика и икономическото развитие в рамките на ИПС, оказват влияние и извън него, не на последно място поради ролята на финансовите пазари като все по-съществен международен предавателен канал. Съществуват и рискове, че нарастващото международно значение на еврото предизвиква внезапни промени в портфейлите между основните международни валути и категории активи в еврозоната. В крайна сметка нарастващото значение на еврото като международна валута, съчетано със силната икономика на еврозоната, водят до промяна в правилата на играта за членовете на ИПС и техните международни партньори.

Следователно, необходимо е **да се разработи международна стратегия** за еврозоната, съответстваща на международния статут на нейната валута. След успешното първо десетилетие еврозоната, която за съседите си вече е източник на стабилност, сега е необходимо да разработи ясна и всеобхватна международна икономическа и финансова стратегия. Тя трябва да играе по-активна роля както в многонационалните форуми, така и при двустранния диалог със стратегически партньори. Необходимо е да се подобри координацията и да се изработят общи позиции, а в отделни случаи и общи условия за сферата на действие по всички тези въпроси. Необходимо е еврозоната да провежда единна валутна политика и да поема отговорностите си, свързани с финансовата стабилност и макроикономическия надзор. Рискът от увеличаване на глобалните диспропорции, които могат да засегнат конкурентоспособността на еврозоната и нейните членове, допълнително засилва тази необходимост.

Най-ефективният начин за еврозоната да придобие влияние, съответстващо на мащаба на икономиката ѝ, е чрез **изработване на общи позиции и консолидиране на представителството ѝ, в резултат на което да получи полагащото ѝ се място** в съответните международни финансови институции и форуми. Това е амбициозна цел и напредъкът по дневния ред на външната политика ще зависи най-вече от по-ефективна система за управление на еврозоната. Въпреки че ЕС и еврозоната често са смятани от другите държави за прекалено силно представени в международните организации (по отношение на места и право на глас), еврозоната все още не заема съответстващото на размера на икономиката ѝ място в международните форуми. Консолидирането на представителството на еврозоната ще укрепи правомощията ѝ при международни преговори и ще ограничи разходите за международна координация между еврозоната и основните ѝ партньори. Това ще доведе и до освобождаване на така необходимото за държавите с нововъзникващи пазари пространство за разширяване на участието им в международните финансови институции.

III. СТИМУЛИРАНЕ НА ЕФЕКТИВНОТО УПРАВЛЕНИЕ НА ИПС

Системата за **икономическо управление на ИПС** е **необходимо да се усъвършенства, така че да се справи с проблемите**, пред които е изправена. Като изключим това, разпределението на отговорностите между институциите като цяло е добро и инструментите, чрез които се осъществява икономическата политика в ИПС – надеждни. Независимо от това обаче е необходимо институциите и прилаганите практики да се приспособяват и променят, така че да отговорят адекватно на възникващите трудности, свързани с провежданата политика.

Силната ангажираност на всички държави – членки на ЕС, в Съвета ЕКОФИН е от ключово значение за гарантиране ефективното функциониране на ИПС. От създаването си Съветът ЕКОФИН е форум за вземане на решения, свързани с провежданата в ЕС икономическа политика и предвид все по-голямото припокриване на еврозоната с ЕС е необходимо той да продължи да бъде ядрото на системата за икономическо управление на ИПС, като интегрира по-пълно в работата си свързаните с ИПС проблеми. По-конкретно, Съветът ЕКОФИН може да насърчава по-силно интегриран подход в рамките на собствената си сфера на компетентност (т.е. в макроикономическата политика, финансовите пазари и данъчното облагане) с цел гарантиране на общ положителен ефект (взаимодействие). В това отношение сега действащият Договор предвижда големи възможности за по-всеобхватна координация и надзор в рамките на целия ЕС. Освен това след ратифициране на новия Лисабонски договор ролята на финансовите министри от еврозоната по въпроси, свързани с функционирането на ИПС, ще се засили, като всички дебати по тези въпроси ще се провеждат в рамките на Съвета ЕКОФИН.

Еврогрупата следва да продължи да служи като основа за задълбочаване и разширяване координацията на провежданата политика и осъществявания надзор в ИПС. По отношение на фискалния надзор предварителното съгласуване на бюджетната политика на отделните държави на база Средносрочния преглед на бюджета следва да определи фискалното им поведение през икономическия цикъл, което да бъде средство за преодоляване на всяка проява на процикличност. Предвид свързаните със застаряването на населението предизвикателства повишаването на ефективността на заложените в ПСР превантивни мерки, които стимулират постигането на амбициозните средносрочни цели, се превръща в задача от първостепенна важност. С цел избягване увеличаването на диспропорциите и прекомерните различия между държавите от еврозоната е необходимо в рамките на Еврогрупата да се обменят становища, да се разработват насоки за провежданата политика и да се наблюдава спазването на изискванията от страна на държавите-членки в сфери, които допринасят за засилване на способността за приспособяване и на макроикономическата стабилност. Партньорските проверки или многостранното обсъждане на наблюдавани конкретни процеси в една или повече държави трябва да се разширят, насърчавайки министрите на финансите да разглеждат свързаните с националната политика въпроси през призмата на еврозоната. Освен това е необходимо Еврогрупата да обърне по-голямо внимание на мониторинга на Лисабонските препоръки по отношение на еврозоната с цел укрепване на потенциала за икономически растеж и засилване на конкурентоспособността чрез структурни реформи.

Комисията трябва да играе съществена стимулираща роля за ефективното функциониране на ИПС. Тя има за задача да засили координацията между провежданата от отделните държави политика, като в предложенията си едновременно разглежда ИПС и като аспект на вътрешната политика. Необходимо е Комисията да засили фискалния и макроикономическия надзор и да продължи да насърчава икономическата и финансовата интеграция. Като орган, осъществяващ надзора, тя следва да разшири оценката за икономическото и финансовото развитие на еврозоната, като се съсредоточи най-вече върху разпространението на страничните ефекти от предприятиите по отношение на националната политика мерки извън границите на конкретната държава-членка. Необходимо е съвместно с държавите-членки да продължи работата по повишаване надеждността на цикличните и структурните бюджетни показатели. По отношение на дневния ред на международ-

ната политика Комисията следва да засили ролята си в международния диалог и форуми. Като цяло е необходимо да подкрепя усилията за подобряване функционирането на ИПС както във вътрешен, така и в международен план в изпълнение на предвидените в Договора отговорности на гарант за провеждането на стабилна икономическа политика. За тази цел Комисията следва да се стреми към по-ефективно използване на предвидените в Договора инструменти.

След ратифициране на новия Договор координацията и надзорът на провежданата от отделните държави-членки от еврозоната икономическа политика ще се засилят. В чл. 136 от Договора за функционирането на Европейския съюз се предвижда възможност за „приемане на мерки, отнасящи се до държавите – членки на еврозоната, с цел да се засилят координацията и наблюдението на тяхната бюджетна дисциплина, да се разработят отнасящи се за тях насоки на икономическа политика, като се внимава те да бъдат съвместими с насоките, приети за Съюза като цяло, и да се осигури съответното наблюдение“. Освен това в Договора се предвижда укрепване ролята на Комисията като независим „рефер“ в контекста на осъществяваното многостранно наблюдение, като в чл. 121 ѝ се предоставя възможност пряко да отправя предупреждения към държавите-членки, когато провежданата от тях икономическа политика не е в съответствие с общите насоки или излага на риск нормалното функциониране на ИПС.

Необходимо е системата за управление на ИПС да **гарантира, че процесът на разширяване на еврозоната ще продължи гладко.** През следващото десетилетие еврозоната трябва да се разшири, така че да обхване повечето сегашни държави – членки на ЕС, като осъществяването на този процес по подходящ начин ще запази ефективното функциониране на икономиката на еврозоната в бъдеще. По време на участието си във VM II държавите трябва да се възползват от условията на значителна макроикономическа стабилност с цел разработване и провеждане на ефективна макроикономическа и структурна политика. Както се посочва в Договора, Комисията трябва да предоставя редовни обективни оценки за устойчивия напредък в процеса на сближаване. Еврогрупата и Съветът ЕКОФИН на свой ред са натоварени с отговорността за изграждане на доверие, за наблюдение на икономическото развитие и за осигуряване на необходимите насоки, свързани с провеждането на политиката и съответните реформи за постигане на номинална и реална конвергенция на бъдещите държави от еврозоната.

Съществува необходимост и от **подобряване на диалога относно ИПС между институциите на ЕС и с обществеността като цяло.** Комисията трябва да развива диалога и консултациите си в частност с Европейския парламент, както и с други европейски и национални органи. Подобно на това, Еврогрупата следва да се стреми да осъществява диалог с ЕЦБ, Европейския парламент и социалните партньори от еврозоната. Всички тези институции, като се започне от Комисията, е необходимо да подобрят информираността на широката общественост по проблемите на ИПС. По-конкретно, необходимо е по-ясно да се обяснят значителните микро- и макроикономически предимства на еврото, като например ролята му на убежище по време на неотдавнашните финансови сътресения и значителния му благоприятен принос за икономическата политика на ИПС.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

ИПС е безспорен успех. За десетте години от създаването му той осигури макроикономическа стабилност, стимулира икономическата интеграция в Европа, включително и чрез последователно извършеното разширяване, укрепи устойчивостта ѝ към неблагоприятни шокове и стана регионална и глобална зона на стабилност. Сега повече от всякога единната валута и рамката за провеждане на политиката в подкрепа на еврото доказват, че са най-сериозното предимство. Съществува обаче потенциал за извличане на допълнителни ползи от ИПС. Това наред с проблемите на глобализацията, ограничените природни ресурси, промените в климата и застаряването на населението налагат подобряване на координацията в провежданата от отделните държави икономическа политика, по-

нататъшен напредък по отношение на структурните реформи, засилване ролята на еврозоната на световната сцена и силна ангажираност на държавите-членки за постигането на тези цели. Фактът, че последиците от глобалните тенденции вече се проявяват чрез високите цени на енергията, хранителните продукти и суровините, финансовите трусове и колебанията на валутните курсове, само подчертава необходимостта от навременни действия.

Изпълнението на дневния ред на вътрешната и външната политика и укрепването на управлението съгласно настоящия документ ще допринесат в голяма степен за справяне с трудностите пред еврозоната и глобалната икономика, което ще доведе до съществени положителни резултати за всички държави – членки на ЕС:

- **ИПС запазва решаващото си значение за интеграцията на ЕС.** Въпреки че целите и достиженията му са предимно икономически, ИПС никога не е бил само икономически проект. От създаването си той е замислен като решаваща крачка в процеса на интеграция на ЕС. Ролята му в това отношение се засили дори още повече след разширяването на ЕС от 15 на 27 държави-членки след 2004 г., като всички новоприсъединили се държави се подготвят за приемане на еврото. Перспективата за присъединяване към еврозоната е една от основните движещи сили за сближаване в стандарта на живот в страните от ЕС.
- **Гладкото функциониране на ИПС е главното предимство на ЕС,** включително и поради факта, че преобладаващото мнозинство от държавите – членки на ЕС, ако не всички, в крайна сметка ще станат членове на ИПС. Просперитетът в икономиката на еврозоната ще допринесе за богатството и икономическата мощ на целия ЕС, което ще засили обществената подкрепа за интеграцията на ЕС както в еврозоната, така и извън нея.
- **Стабилният ИПС ще укрепи лидерската позиция на ЕС в глобалната икономика.** Стабилното развитие на еврозоната е решаващо за засилването на международното влияние на ИПС както в макроикономическата сфера, така и в областта на глобалния финансов надзор и регулиране. Ако ИПС докаже, че е в състояние да засили външното влияние на еврозоната и да поеме отговорностите си в международен план, това ще има положително отражение върху други сфери на провежданата политика, в които ЕС се стреми да заеме световни лидерски позиции, като например устойчивото развитие, помощта за развитие, търговската политика, конкуренцията и човешките права.

За изпълнението на този дневен ред с широк обхват са необходими политическа воля и решимост. Успехът на ИПС показва, че политическата инициатива и амбиция могат да генерират значителни икономически, социални и политически предимства. За пълното им осъществяване обаче решаващо значение има непрекъснатата ангажираност на всяка една от държавите. Следователно Комисията ще насърчава широка дискусия по тези теми през втората половина на 2008 г. и постигане на консенсус на широка основа по основните аспекти на дневния ред с други институции на ЕС, както и със съответните органи и лица. Въз основа на проведената дискусия Комисията ще излезе с подходящи оперативни предложения.

Част I

Оценка на първите десет години

РЕЗЮМЕ НА ОСНОВНИТЕ КОНСТАТАЦИИ

Скок в бъдещето

На 1 януари 1999 г. единадесет държави – членки на ЕС – Австрия, Белгия, Германия, Ирландия, Испания, Италия, Люксембург, Португалия, Финландия, Франция и Холандия – приеха единната валута на Европейския съюз, еврото, в резултат от провеждането на най-радикалната парична реформа в света след Бретън Удс. С тази стъпка бе създадена втората най-голяма зона с единна валута в света (след САЩ), която понастоящем произвежда две трети от БВП на ЕС и една пета от световния БВП. Четири други държави – членки на ЕС, се присъединиха към еврозоната след нейното създаване: Гърция – през 2001 г., Словения – през 2007 г., и Кипър и Малта – през 2008 г. Еврозоната ще продължи да се разширява, тъй като повечето държави – членки на ЕС, които понастоящем са извън нея, се готвят за присъединяването си в някакъв бъдещ момент.²

Преходът към единна валута в Европа е важна крачка напред в процеса на европейското икономическо сътрудничество. Независимо че основите на единната валута са поставени през 70-те години на XX век, процесът се активизира в началото на 90-те години, когато вдигането на Желязната завеса и произтеклата от това политическа несигурност пораждат разбирането, че е необходимо поставянето на по-голяма обща цел пред Европа. Сред важните политически събития от началото на 90-те години на XX век е обединението на Германия, което има сериозни макроикономически последици и допринася за напрежението и сътресенията в европейския Механизъм на обменните курсове (Валутен механизъм). В края на краищата се стигна до Европейския паричен съюз, създаден с подписания през 1992 г. Договор от Маастрихт. Оттогава държавите – членки на Европейския съюз, желаещи да се присъединят към еврозоната с първата вълна, се включват в процеса на сближаване по отношение на ценова стабилност, устойчивост на валутните курсове, лихвени про-

центи, нетно ползване на кредити и държавна задлъжнялост при залегналите в Договора референтни стойности.³ В крайна сметка единадесетте държави, изброени по-горе, изпълниха условията за участие в първата вълна.

Първоначални очаквания, цели и трудности

Преди създаването му имаше оживен научен и политически дебат за приложимостта или целесъобразността на паричен съюз за Европа. Беше изказан широк спектър от становища по проблема: някои предричаха трудно начало или дори провал, докато други бяха настроени пооптимистично. Все пак голяма част от становищата бяха песимистични и това може би е повлияло неблагоприятно върху разбирането за дейността на еврозоната в първите години от съществуването ѝ. Оценките бяха повлияни и от световния икономически спад в началото на XXI век и от обезценяването на еврото спрямо щатския долар в периода 1999–2002 г., като и двата фактора приблизително съвпаднаха по време с подготовката и въвеждането на евромонетите и евробанкнотите през 2002 г. Това контрастира с оценката в част I от настоящия доклад, където е очертана една по-скоро благоприятна картина на първите десет години от приемането на еврото – дори ако се изтъкнат слабостите, недостатъците и несвършената работа.

Като изключим политическите подбуди за създаването на единна валута в Европа, от еврото се очакваше да послужи за няколко *икономически цели*, които могат да бъдат групирани в следните три насоки:

³ По-конкретно, за да отговори една държава на условията, тя трябва да покрие следните критерии: инфлацията трябва да е равна или по-ниска от средната за трите държави с най-ниски нива на инфлация плюс 1½ процентни пункта, дългосрочният лихвен процент трябва да е с по-малко от 2 процентни пункта над средния за тези три държави, бюджетният дефицит следва да бъде под 3% от БВП, публичният дълг – под или близо до 60% от БВП, а обменният курс трябва да е бил в диапазона на системата от обменни курсове на VM II за непрекъснат период от две години. Често терминът „номинална конвергенция“ се използва за обозначаване изпълнението на тези критерии (в противовес на „реалната конвергенция“, която обикновено се отнася за сближаването по отношение на БВП на глава от населението).

² Изброените по-долу страни са поели ангажимент да се присъединят към еврозоната след удовлетворяване на конвергентните критерии, предвидени в Договора: България, Естония, Латвия, Литва, Полша, Румъния, Словакия, Унгария, Чешката република и Швеция. Дания и Обединеното кралство са взели решение да не приемат единната валута.

- *Макроикономическа стабилност.* Както беше отбелязано, единната валута беше един вид реакция спрямо периода на финансова несигурност в началото на 90-те години на XX век. Инструментите на паричната и валутнокурсната политика загубиха голяма част от своята ефикасност, особено в по-малките държави. Непълното използване на ресурсите, произтичащо от този източник на колебливост, бе преценено като твърде скъпо струващо по отношение и на ефективността, и на капитала, поради което отпадането им бе ползотворно.
- *Растеж и заетост.* Смяташе се, че единната валута ще стане решителната крачка към окончателното формиране на единния пазар, създаден през 1992 г. Очакваше се намаляването на разходите за трансакции и на рисковите премии, свързани с единната валута, да стимулират вътрешните за еврозоната търговия и финанси. Тъй като валутният риск и разходите за валутни трансакции бяха помалки или вече не съществуваха, можеше да се постигне по-добро оползотворяване на ограничените ресурси, и, не на последно място, по-голямата прозрачност би насърчила конкуренцията.
- *Солидарност (кохезия) и сближаване (конвергенция).* Очакваше се стимулирането на интеграцията да засили реалното икономическо сближаване с най-развитите държави. Нещо повече, поради все по-голямото сходство на икономиките координирането на тяхната политика би било по-лесно, тъй като намалява значението на националните недостатъци.

Но дори и нейните най-яръсти защитници разглеждаха създаването и управлението на единната валута в Европа като *голямо предизвикателство*, най-вече поради следните две причини:

- *Първо*, европейският Икономически и паричен съюз (ИПС) е уникален поради факта, че съчетава единна валута с фискални политики, провеждани, макар и посредством обща рамка, на национално ниво от участващите държави-членки. Тази система се различава от федералните парични съюзи като

САЩ, където на федералното правителство е даден суверенитет да облага с данъци и да предоставя обществени блага за публично потребление. Федералният бюджет на САЩ играе ролята на мощен стабилизиращ фактор, позволявайки на финансовите потоци автоматично да се преливат от преуспяващите към западащите региони на страната, докато еврозоната не разполага с такъв механизъм за трансфер.

- *Второ*, алтернативните механизми за приспособяване в еврозоната се считаха за сравнително неразвити. Приемаше се, че такива фактори като ниската мобилност на работната сила във и извън еврозоната, слабата чувствителност на цените и заплатите към фазата на бизнес цикъла, както и ниската степен на интеграция на финансовите пазари – наред с отсъствието на презгранични финансови трансфери – биха породили риск от възникване на напрежение между страните-участнички, ако икономиките им не успеяха да вървят в синхрон. В такава среда загубата на възможност за извършване на корекции на валутния курс може да струва скъпо, а ефикасността на единната парична политика – която по своя характер може да бъде задействана само за нуждите на еврозоната като цяло – съмнителна.

Използването на фискални политики за стабилизиране на националните икономики се приемаше в известна степен за възможно, но опитът от предходни десетилетия предизвика засилващ се скептицизъм. Нещо повече, от самото начало бе признато, че държавите ще бъдат изкушени от „получаване даром“ при липсата на дисциплиниращото влияние на премиите за валутен риск, като увеличават бюджетните си дефицити и пренебрегват дългосрочното значение на фискалната устойчивост. Неблагоприятните въздействия на бюджетното разточителство биха могли да нанесат и по-големи вреди, тъй като съществува риск от разпространението им, допринасяйки по такъв начин за нестабилността в еврозоната и ограничавайки капиталобразуването в другите страни-участнички. Това също би затруднило новосъздадената Европейска централна банка (ЕЦБ) в работата ѝ по поддържането на ценова (и съответно макроикономическа) стабилност.

Таблица 1.1
Показатели за макроикономическото състояние

		Средни за периода					
		Евروزона		Дания, Швеция, Обединено кралство		САЩ	
		1989–1998	1999–2008	1989–1998	1999–2008	1989–1998	1999–2008
Реален БВП	процентен темп на изменение	2.2	2.1	2.0	2.7	3.0	2.6
Реален БВП на човек от населението	процентен темп на изменение	1.9	1.6	1.7	2.2	1.8	1.6
Реален БВП на човек от населението	Индекс, САЩ = 100	73	72	74	76	100	100
Заетост	процентен темп на изменение	0.6	1.3	0.1	0.9	1.5	1.0
Производителност на труда	процентен темп на изменение	1.6	0.8	1.9	1.8	1.5	1.6
Безработица	% от работната сила	9.3	8.3	7.9	5.2	5.8	5.0
Инфлация	%	3.3	2.2	3.4	1.7	3.3	2.8
Бюджетно салдо	% от БВП	-4.3	-1.7	-3.6	-0.9	-3.3	-2.5
Брутен държавен дълг	% от БВП	68.6	68.6	48.7	43.0	67.8	60.7
Дългосрочни лихвени проценти	%	8.1	4.4	8.6	4.9	7.1	4.8
Дългосрочни реални лихвени проценти	%	4.7	2.4	4.2	3.3	4.3	2.4

Източник: Европейска комисия, ОИСР.

Тези съображения доведоха до разработването на конвергентни критерии за инфлацията, стабилността на валутния курс, лихвените проценти, бюджетния дефицит и държавния дълг, които бяха записани в Договора от Маастрихт от 1992 г. и към които държавите трябва да се придържат, за да отговорят на изискванията за присъединяване към еврозоната (виж по-горе). Това доведе и до приемането през 1997 г. на Пакта за стабилност и растеж, който определя правила за бюджетната политика и санкции за тяхното нарушаване. По-конкретно, от държавите се изисква да се стремят към и да поддържат в средносрочен план балансирана бюджетна позиция или излишък, а спрямо тях ще бъдат приложени корективни мерки, ако бюджетният дефицит надхвърли 3% от БВП и/или ако държавният дълг е близо до 60% от БВП, освен ако не бъдат посочени „извънредни обстоятелства“. Страните-участнички представят Програма за стабилност, съдържаща данни за текущите и очакваните фискални резултати, върху която се базира оценката за изпълнение от страна на компетентните органи на ЕС – Европейската комисия и Европейския съвет.

Тази загриженост за слабата приспособимост на страните-участнички в еврозоната доведе и до нарастване ролята на Лисабонската стратегия на ЕС, която беше приета през 2000 г. с цел да организира структурната реформа на стоковия пазар, пазара на труда и финансовите пазари. Макар че стратегията е предназначена за засилване на растежа и увеличаване на заетостта в целия ЕС за продължителен период от време,

увеличават се доказателствата за това, че и структурните политики имат благоприятно опосредствано въздействие върху икономическата приспособимост на държавите в еврозоната. Ето защо структурната реформа в рамките на Лисабонската стратегия се превърна в средство за засилване приспособимостта на държавите-членки от еврозоната – както настоящи, така и бъдещи. Освен това се очаква интеграцията и развитието на финансовите пазари да създадат възможности за разпределяне на риска и изравняване на потреблението, като по такъв начин се улесни стабилизиращата роля на макроикономическите политики.

Обещаващо начало

На този фон в част I от настоящия доклад се прави преглед на финансовото състояние на еврозоната през първите десет години от съществуването ѝ. Икономиката премина през почти цял бизнес цикъл, тръгвайки от върха му при въвеждането на еврото през краха на дотком-компаниите, последван отначало бавно, а след това решително от оживление. Така по-лесно се избягва погрешното приписване на наблюдаваните икономически промени на постоянните тенденции в противовес на цикличните. Същевременно оценката се затруднява и от факта, че много от промените в структурата на управление и политическите насоки, предизвикани от единната валута, бяха вече в процес на подготовка, включително, и това е особено важно – изпълнението на конвергентните критерии от Маастрихт. Нещо повече, много страни-участнички ед-

нозначно не пожелаха да се присъединят към еврозоната в условията на „строго установени параметри“, опитвайки се да се преборят с минимални нарушения на икономическото равновесие.

Дори и при тези обстоятелства заключението от анализа е, че в много отношения еврозоната показва по-добри финансови резултати след въвеждането на единната валута, отколкото преди това, също така и в сравнение със сходни икономики, независимо че има разлика във финансовите резултати на различните държави. Например, макар че икономическият растеж е бил около 2% след въвеждането на единната валута, т.е. близо до предишното си ниво, прирастът на заетостта беше висок, подобри се изпълнението на бюджета, а реалните лихвени проценти и темповете на инфлация спаднаха (таблица I.1) Освен това еврото много бързо се утвърди на валутните пазари и на международните пазари на ценни книжа, като стана и важна резервна валута. В резултат от това еднополусната система, базирана на долара, световната икономика започна да се променя и във и извън еврозоната еврото само по себе си се превърна в ценно обществено благо. В разделите по-долу тези изводи се разглеждат по-подробно.

Макроикономическа стабилност, заетост и растеж

Динамиката на инфлацията в еврозоната сега е значително по-благоприятна в сравнение с предишни десетилетия и това е съпътствано и от по-устойчив растеж на БВП. В най-голяма степен дефлацията в еврозоната се проявява през 90-те години на XX век в резултат от усилията да се покрие инфлационният критерий от Маастрихт. Средният темп на инфлация през първите десет години от създаването на еврозоната е в общи линии равен на бенчмарка на ЕЦБ за ценова стабилност – малко под 2%. И макар инфлацията понастоящем да е много над това ниво вследствие посъщването на енергията и храните, различните оценки за дългосрочните инфлационни очаквания остават съвместими с целта да се запази ценовата стабилност, предполагайки, че тази цел е добре обоснована и надеждна. Дългосрочен спад в инфлацията се наблюдава също и в други развити страни и следователно еврозоната не е уникална в това отношение. Дори и при тези обстоятелства институционални-

те промени, които съпътстват създаването на единната валута – например основаването на независима централна банка с ясен мандат за установяване на ценова стабилност, – служат като средство за стабилизиране динамиката на цените в еврозоната.

Друго реално икономическо постижение за първите десет години от съществуването на еврозоната е *внушителният прираст на заетостта* – изразяващ се в създаването на 16 милиона работни места и равнище на безработица, спаднало рязко от 9% през 1999 г. до 7% през 2008 г. Това се случва независимо от нарастването броя на хората, които са близо до или над пенсионна възраст, което показва, че участието на пазара на труда се засилва. Нещо повече, на глава от населението растежът на заетостта значително е изпреварил този в други развити икономики, в голямата си част с по-благоприятна демографска структура, включително САЩ. Би било неуместно да се приписва това постижение единствено на икономическите условия, породени от единната валута, тъй като съществуват доказателства, че и реформите на пазара на труда са благоприятствали участието в него на „маргиналните“ работници (например с ниска квалификация или бедна трудова биография). Би било малко вероятно обаче повишаването на заетостта да е толкова внушително в условията на по-голяма колебливост на парите и финансова нестабилност, каквито преобладаваха при предишната система.

Обратната страна на това явление е значителният *спад в производителността на труда*, с прираст на продукцията на заето лице от 1½% в периода 1989–1998 г. до приблизително ¾% през 1999–2008 г. Това ярко контрастира с бързия темп на растеж на производителността, наблюдаван в САЩ за същия период. Това до голяма степен обяснява защо еврозоната очаква темпът ѝ на растеж да се установи на около 2% годишно – същия като през предходното десетилетие – независимо от много по-бързото нарастване на трудоемкостта. Въпреки това съществуват факти, че въвеждането на единната валута е благоприятствало производителността, тъй като е предложило на фирмите дори големи възможности за търговия и специализация. Без еврото производителността на труда в еврозоната би била дори по-ниска. Въпре-

ки това еврозоната продължава да изостава от жизненото равнище в САЩ, като доходът ѝ на човек от населението остава 70% от равнището му в САЩ от 70-те години на XX век досега. Очевидно, блазещо е да се допусне, че съвременното „чудо“ на заетостта само по себе си е предизвикало спад в прираста на производителността на труда. Наистина, възможен е известен компромис между повечето работни места и по-високата производителност на труда, ако увеличаването на заетостта доведе до по-малка капиталоемкост на един зает и до намане на повече нискоквалифицирани работници. Този комбиниран ефект обаче е малък и се неутрализира от влиянието на развитието и разпространението на новите технологии и най-добрите практики на труд. Редица страни от еврозоната все още не са извлекли напълно всички изгоди от революцията в информационните технологии и ускоряването на световното разделение на труда.

Исторически еврозоната се характеризира с по-бавно възстановяване след икономически спад в сравнение със САЩ, като непълното използване на ресурсите обикновено е по-продължително. Главният виновник за тази *липса на гъвкавост* е сравнително по-високата устойчивост на цените и заплатите в еврозоната, което пречатства бързото приспособяване на търсенето и предлагането към равновесни равнища. По този въпрос в еврозоната има подобрене през последния цикъл, тъй като икономическият спад в периода 2001–2003 г. беше по-слаб от подобни епизоди при предишни цикли. Това отчасти е отражение на тенденцията към по-изгладени бизнес цикли в глобален мащаб – т.нар. голямо спокойствие (*Great Moderation*), т.е. златен век за стопанството, характеризиращ се със стабилни темпове на растеж в развитите икономики, укротена инфлация и дори сравнително „меки“ кризи, – дължаща се вероятно на по-доброто макроикономическо управление, международното разпределяне на риска и изравняването на потреблението в индустриализираните страни. Несъмнено за това допринесе и насочената към стабилност рамка на макроикономическата политика, приета от еврозоната.

Нарастващо безпокойство предизвиква фактът, че обменният курс на еврото по отношение на ключовите валути се е покачил много над ба-

зисната си стойност. Макар това отчасти да отразява относителната мощ на икономиката на еврозоната и разширяването на лихвения диференциал, причина може да бъдат и глобалните диспропорции и по-конкретно значителният дефицит по текущата сметка на САЩ (виж част II от настоящия доклад). Като цяло обаче колебливостта на ефективните валутни курсове на държавите – членки на еврозоната, беше до известна степен притъпена от предишния опит.

Солидарност и сближаване

В по-голяма или по-малка степен синхронизацията на бизнес циклите на страните-участнички винаги се е разглеждала като предпоставка за извличането на ползи от паричния съюз. В противен случай универсалната парична политика би била по-малко ефективна, т.е. твърде благоприятна за гъвкавите икономики и твърде строга за останалите. В този доклад се разглеждат данните за еврозоната по този въпрос. В него се установява следното:

- През десетилетието, предшестващо въвеждането на единната валута, бизнес циклите на страните-участнички са станали по-синхронизирани – по всяка вероятност в резултат от създаването на Единния пазар през 1992 г. и на общите политически усилия при подготовката за въвеждането на еврото.
- Анализът показва още, че синхронността в еврозоната е особено силна, когато бизнес цикълът забавя ход, но остава слаба през периода на оживление. Това предполага, че единната парична политика може да бъде ефективна при потисната активност пред заплахата от прегряване на икономиката, но тя не е неизменно ефективна за насърчаване на държавите при излизане от икономическа криза.
- Интересно е, че не съществуват големи допълнителни изгоди от синхронизацията след въвеждането на единната валута. В противовес на това синхронността между еврозоната и останалия свят очевидно се засилва. Това предполага, че еврозоната като цяло се движи все повече в крак с оформящия се световен бизнес цикъл.

Независимо от по-голямата синхронност и честота на бизнес циклите, налице са данни за по-диференцирани реакции в *средносрочен план*. Две от трите най-големи държави в еврозоната (Германия и Италия) оповестиха значително по-слаб растеж от средния. За Германия това отразява факта, че тя все още се отърсва от последиците от обединението и свързаното с него посъщване на нейната валута. Вялото представяне на Италия се дължи на загубата на конкурентоспособност, свързана със слабото нарастване на производителността на труда, и на производствената структура, изложена на силната конкуренция от страни с ниско заплащане на труда. Обратно, в периферията на еврозоната започна силен растеж преди въвеждането на еврото, който се дължи на рязкото спадане на реалните лихвени проценти и на успешната структурна реформа и свързания с нея силен потенциал за растеж.

Освен това до приемането им в еврозоната няколко страни-участници не бяха достигнали напълно средния за ЕС стандарт на живот, което е предпоставка за доброто функциониране на паричния съюз. Резултатите на три от четирите „кохезионни страни“ (Испания, Ирландия и Гърция) оттогава като цяло са задоволителни, а на четвъртата (Португалия) – разочароващи. В условията на разцвет на инвестициите, стимулиран от притока на привлечения от сравнително високата норма на възвръщаемост капитал, при единна валута и интегриране на действащите като катализатор финансови пазари силните участници преуспяват. В основата на по-слабите резултати на Португалия е лошото финансово управление, в резултат на което се увеличава данъчното бреме, а публичните разходи не способстват за растежа, т.е. избягват производително за обществото капиталобразуване.

Различията в растежа и инфлацията сред страните от еврозоната обаче са хронични и са свързани със силна динамика на реалните ефективни обменни курсове в еврозоната, които в някои случаи надхвърлят дългосрочните си равновесни стойности. Това се прояви в различията в позициите по текущата сметка на платежния баланс по държави. Някои, но не всички, елементи на тези различия в инфлацията, растежа и външната позиция могат да се припишат на структурното сближаване в стандарта на живот

(реално сближаване). Въпреки това не всички инфлационни различия са вредни; някои са просто признак, че регулирането на конкурентоспособността е успешен инструмент за корекции в еврозоната при отказа от обменни курсове. По-добре функциониращите трудов и стоков пазар помагат за укрепването на този канал, докато интеграцията и тенденциите на финансовите пазари съдействат за изглаждане на различията, като прехвърлят влиянието си върху по-широки групи потребители и инвеститори.

Макроикономическа политика

Както беше отбелязано, приемането на единната валута предполагаше радикална промяна в рамката на макроикономическата политика. Паричната политика беше централизирана, докато фискалната политика остана в сферата на компетенциите на страните-участници, макар и предмет на регулиране, надзор и координиране на ниво ЕС. Фискалните правила придадоха важна роля на автоматичните бюджетни стабилизатори, които се считат за много ефективни в еврозоната благодарение на обществените социалноосигурителни мрежи и прогресивното данъчно облагане. Същевременно средносрочната цел трябва да бъде „бюджетна позиция близка до баланс или с наличие на излишък“. Пактът за стабилност и растеж – спорното ядро на бюджетната рамка на ИПС, беше преработен през 2005 г., което утвърди неговата роля на „корективен лост“ след трудностите, изпитани при въвеждането му по време на икономическия спад в периода 2001–2003 г.

Опитът с тази политическа рамка беше положителен. Паричната политика беше до голяма степен успешна в поддържането на ценова стабилност и в предоставянето на стимули за активността в неблагоприятната фаза на цикъла, както и в отказа от този стимул във фазата на икономическо оживление – независимо че паричната активност като цяло беше по-слабо изразена в еврозоната, отколкото например в САЩ. Въпреки периодично повтарящите се трудности при въвеждането на фискални правила бюджетните дефицити намаляха значително в сравнение с предишни цикли – в по-голяма степен в еврозоната, отколкото в държавите – членки на ЕС извън еврозоната. Бюджетната политика продължи да бъде до известна степен процик-

лична в „добрите времена“, но в по-малка степен, отколкото преди. Механизмите, стоящи в основата на това поведение, са твърде сложни поради относително дългия застой преди икономически бум, а по-големите от предвиденото бюджетни приходи се считат за главен виновник. Отначало това доведе до неспазване на изискването за таван на дефицита 3% от БВП в някои страни в условията на икономически спад и трудности при прилагането на Пакта за стабилност и растеж. След преработването му през 2005 г. обаче държавите-членки си възвърнаха правото да определят фискални правила и оттогава прилагането му значително се подобри.

При дебатите отначалото бе изтъкнат рискът от небалансиран комплекс от политически мерки, тъй като фискалните политики на страните-участнички са насочени срещу, а не в подкрепа на паричната политика. Теоретично редуването на небалансирани комплекси от политически мерки, което само по себе си е нежелателно, поражда и риск от възникване на колебания в международната стойност на валутата – с големи скокове на валутния курс по време на подем, ако затягането на паричната политика не бъде подкрепено от бюджетни ограничения. Според анализа в настоящия доклад тези страхове се оказват до голяма степен неоснователни, тъй като фискалната и паричната политика взаимно се подпомагат, като изключим краткотрайния отход от процикличната фискална политика по време на бума на информационните и комуникационните технологии (ИКТ).

Структурна политика и финансова интеграция

Очаква се единната валута да подтикне правилствата да предприемат структурна реформа, тъй като на това се гледа като на единствения начин за повишаване приспособимостта на пазарна основа, за да се компенсира отказът от валутния инструмент за корекции в еврозоната, така че да може да се приложи т.нар. хипотеза ТИНА („алтернатива не съществува“). Налице са обаче и твърдения, че липсата на валутен риск би отслабила стимулите за структурна реформа. Фактите не са много убедителни, но, като се вземе предвид всичко, става ясно, че единната валута има слабо влияние върху хода на структурната реформа, което обезсилва хипотезата

ТИНА. Динамиката на международната интеграция в областта на услугите е по-приглушена от очакваното, което е изключително проблематично. Устойчивостта на цените се запазва предимно в тази област. Изглежда, че политическите стимули за неотклонно провеждане на реформите в ИПС са относително слаби. Това се признава от европейските органи като Еврогрупата и Европейската комисия, което доведе до засилен надзор на националните структурни политики в еврозоната в рамките на Лисабонската стратегия за растеж и заетост, която беше преработена през 2005 г.

Междувременно има сериозни доказателства, че въвеждането на единната валута е насърчило интеграцията на финансовите пазари в еврозоната. Това подкрепя регулативната роля на финансовия сектор по няколко начина: като насърчава преливането на презграничен капитал към сферата на най-ефективното му приложение; като намалява риска от локален кредитен срив; и като стимулира диверсифицирането на риска и свързаното с това циклично изглаждане. Финансовата интеграция обаче все още не е приключила. Макар че след и отчасти благодарение въвеждането на еврото бе постигнат значителен напредък, остават още няколко фрагментирани пазара, а скоростта на интеграцията е различна в отделните страни. Оставащата фрагментарност представлява пропуснати ползи за икономиката на еврозоната, която се нуждае от висока степен на финансова интеграция не само за да повиши производствения си потенциал, но и за да подобри своята приспособимост към характерни за съответната държава шокове.

Международната роля на еврото

От самото начало преобладаваше мнението, че еврото ще бъде прието добре в международен план, но няма да може да конкурира доминиращата позиция на щатския долар. На практика еврото бързо се превърна във втората най-важна международна валута наред с щатския долар и продължава да укрепва тази своя позиция. Еврото стана важна валута-убежище на международните пазари на дългови инструменти и неговата роля като валута на фактуриране и резервна валута също нараства. То играе важна роля и като валутна котва или базова (референтна) валута при валутните режими на близо 40 държа-

ви. Дори и при това положение щатският долар остава основната световна валута в много региони, а международната роля на еврото е концентрирана предимно в райони близо до еврозоната. Това предполага, че съществува голям простор за разширяване ролята на еврото като световна валута.

Независимо от нарастващата световна роля на еврото опитите да се подобри международното представителство на еврозоната по финансови и парични въпроси не доведоха до значим резултат. Общо казано, представителството на еврозоната на международните финансови форуми – например в Бретънудските институции – остава фрагментарно, намалявайки по този начин реалното влияние на еврозоната независимо от големия брой гласове, с които държавите от ЕС (и еврозоната) разполагат в тях. Двустранните срещи се провеждат със стратегически партньори, но това включва ЕС като цяло, а не еврозоната като самостоятелен правен субект, с едно изключение – разговорите с Китай (на които президентите на ЕЦБ и Еврогрупата участват заедно с комисаря по икономическите и паричните въпроси).

Управленски въпроси

Структурата на управление на ИПС помогна за установяването на макроикономическа стабилност в много направления: ниска и стабилна инфлация, по-голяма гъвкавост при неблагоприятни обрати, големи приходи от ефективност, свързани със засилването на интеграцията на финансовите и стоковите пазари и по-добро състояние на бюджета. Тя е основана на силната традиция на „субсидиарност“, според която политическите отговорности се оставят на държавите-членки винаги когато е възможно. Това видимо насърчи постигането на взаимно разбирателство между органите, формиращи европейската политика, относно значението на стабилните публични финанси и гъвкавия стоков, капиталов и трудов пазар за гладкото функциониране на ИПС. Дори и при това положение споразуменията за управление на ИПС страдат от недостиг на политическа и национална загриженост поради това, че някои държави-членки не желаят да превърнат взаимното разбирателство относно политическите трудности в разработването на политически мерки у дома. През

2005 г. бяха предприети решителни стъпки за подобряване на ситуацията: преработване на Пакта за стабилност и растеж, осъвременяване на Лисабонската стратегия за растеж и заетост, избиране за срок от две години на председател на Еврогрупата – неофициален форум на министрите на финансите на държавите от еврозоната, който традиционно предшества срещите на Съвета на министрите на икономиката и финансите (ЕКОФИН).

Оказващата възпиращо въздействие структура на финансово управление, залегнала в Пакта за стабилност и растеж, в началото се оказа не толкова ефективна, колкото се очакваше. В основата са бюджетните диспропорции, които все още се натрупват през „добрите времена“. Имаше доста големи отклонения от договорените насоки за приспособяване на бюджетните позиции, а опитите да се спази референтната стойност 3% от БВП за бюджетните дефицити в някои случаи доведе до прекомерна ангажираност с козметични подобрения. През март 2005 г. преработката на Пакта за стабилност и растеж беше приета от Съвета ЕКОФИН. Що се отнася до „предпазния лост“ на Пакта, той бе фокусиран върху структурните салда и възможността за приемане на средносрочни бюджетни цели, които са по-добре пригодени към специфичните за всяка страна условия, заедно с известна гъвкавост в скоростта, с която тази цел трябва да бъде постигната, в зависимост от усилията на страната за провеждане на структурна (в частност пенсионна) реформа. По отношение на „корективния лост“ икономическите обстоятелства, които биха могли да доведат до отмяна на процедура при прекомерен дефицит, бяха отново изтъквани и пояснени. Прилагането на корективните мерки сега върви по-гладко, независимо от това, че свързан с тях по-нататъшен успех би бил желателен; за тази цел са направени предложения в част III от настоящия доклад.

Структурната реформа остана прерогатив на държавите-членки, но необходимостта от засилени структурни реформи в еврозоната беше широко приета от самото начало. Например чл. 99 от Договора изисква от държавите-членки да провеждат икономическите си политики като „въпрос от общо значение и ги координират в рамките на Съвета“. Значението

на структурната реформа за функционирането на еврозоната доведе до включването на препоръки по отношение на еврозоната в Общите насоки на икономическата политика (ОНИП), на които Договорът е определил централна роля при координирането на икономическата политика. И, което е още по-важно, ОНИП помагат приоритетите на еврозоната – в частност необходимостта от гъвкаво и ефективно приспособяване на цените и заплатите при отказа от вътрешни обменни курсове – да се субективират в приоритетите на реформата в държавите-членки.

Друга важна област от управлението на ИПС засяга провеждането на валутната политика. Официални или неофициални договорености относно обменни курсове с партньори извън еврозоната изискват решение на Съвета.

Евросистемата (системата на националните централни банки в еврозоната и ЕЦБ), държи валутните резерви на еврозоната и единствена носи отговорност за валутните интервенции. На практика провеждането на валутната политика не се е сблъсквало със сериозни проблеми.

Становищата на министрите от Еврогрупата обаче не винаги съвпадат и това понякога води до противоречия в публичните им изявления. Решението от 2005 г. за избирането за срок от две години на председател на Еврогрупата и разширяването на неговото участие в срещите на Г-7 наред с използването на пълномощията му по този въпрос доведоха до подобряване на ситуацията в това отношение.

И накрая, правилното функциониране на ИПС изисква всеобхватна информационна система, която да осигурява статистически данни, на базата на които да се извършва надзор и координация и да се вземат политически решения. План за работа на статистическата служба на ИПС беше одобрен от Съвета ЕКОФИН през септември 2000 г., който установи статистическите области, чието развитие е належащо. Това даде тласък на разработването на статистика с голяма честота, въпреки че може да бъде направено повече за повишаване на своевременността и обхвата на ИПС-статистиката.

1. ВЪВЕДЕНИЕ

Икономическият и паричен съюз, може би най-значимото нововъведение в тази област след Бретън Удс, беше неотклонен стремеж на Европейския съюз, тъй като обещавахе стабилност и подходяща макроикономическа рамка, която би благоприятствала растежа и заетостта. Когато с подписването на Римския договор от 1957 г. беше създаден ЕС, държавите-членки се съсредоточиха върху създаването на „общ пазар“ за търговия и Договорът не съдържаха разпоредби за единна валута, макар че в него се упоменавахе необходимостта от икономическа интеграция. С времето стана ясно, че за развитието и процъфтяването на международния пазар, както и за по-добрите резултати на европейската икономика е необходимо по-близко икономическо и парично сътрудничество.

Основите на ИПС бяха поставени през 1970 г. с публикуването на Доклада Вернер (*Werner, 1970*), в който бе изложен процесът на създаване на ИПС в рамките на десет години. Нова вълна на валутна нестабилност на международните пазари обаче сложи край на всички надежди за успех. В резултат на това през 1979 г. бе създадена Европейската парична система (ЕПС), която ограничи колебанията на обменните курсове в ЕС и координира паричната политика на държавите-членки. Тази система работи успешно в продължение на повече от десет години, но проектът за единна валута не можа да бъде завършен през 70-те години на XX век и се възроди в края на 80-те години.

През юни 1988 г. Европейският съвет създаде комитет, председателстван от тогавашния председател на Европейската комисия Жак Делор, за проучване на възможностите за икономически и паричен съюз. Докладът на комитета, представен през 1989 г., предлага въвеждането на икономически и паричен съюз в три последователни етапа (*Delors, 1989*). През 1991 г. държавите-членки ратифицират Договора за Европейския съюз (Договора от Маастрихт), съдържащ тези три етапа, вземайки решение през XX век Европа да има единна валута. И накрая след десетилетие подготовка решенията за преминаване към заключителния етап на ИПС бяха взети през май 1998 г., и на 1 януари 1999 г. еврото стана официална валута на 11 държави: Австрия, Белгия, Германия, Ирландия, Испания, Ита-

лия, Люксембург, Нидерландия, Португалия, Финландия и Франция. Впоследствие еврото беше прието от Гърция, Словения, Малта и Кипър.

Десет години след вземането на решенията, които доведоха до въвеждането на единната валута, изглежда, е назрял моментът за първата изчерпателна оценка на функционирането ѝ досега. Тази оценка е улеснена в голяма степен от факта, че еврозоната фактически е преминала през един пълен бизнес цикъл, тръгвайки от най-високата точка на цикъла през 1999–2000 г., последвана от икономическия спад в периода 2001–2003 г., и първоначално колебливо, а след това през 2004–2008 г. – устойчиво оживление. Вероятно приближава нова повратна точка, тъй като рецесията в САЩ може да доведе до по-слаба активност в световен мащаб, а оттам – и в еврозоната.

Всяка оценка трябва да отчита един контролен показател, в сравнение с който да се оценява състоянието. В настоящия доклад е направен опит да се измерят резултатите на еврозоната по отношение на комбинация от следните три контролни показателя, в зависимост от достъпността на информацията:

- *Предидни бизнес цикли*, като последният преди въвеждането на единната валута приблизително съвпада с десетгодишния период 1989–1998 г. Например, ако през 1999–2008 г. инфлацията е средно по-ниска от тази в периода 1989–1998 г., това показва, че нейната динамика отбелязва структурно подобрене.
- *Контролни групи икономики*, намиращи се на съпоставим етап на развитие както в ЕС (Обединеното кралство, Швеция и Дания), така и извън него (САЩ). По подобен начин отрицателен инфлационен диференциал в периода 1999–2008 г. между еврозоната и нейните конкуренти показва по-добро състояние на инфлацията.
- *Контрафакти*, т.е. реконструкция на възможното развитие на икономиките, които сега съставляват еврозоната, при липсата на единна валута. Целта е не контрафактът сам

по себе си, а по-скоро оценка на последствията при наличието на този контрафакт, базирана на моделиране или иконометрични техники.

Целесъобразно е да се направят две други методологични забележки. *Първо*, независимо че икономическият растеж за цялата 2008 г. на този етап е неизвестен, наличните прогнози трябва да са близки до действителните резултати. Ето защо всички числа за 2008 г. се базират на оценки, изчислени въз основа на последните прогнози на Европейската комисия. *Второ*, агрегати на еврозоната, отчетени за периода преди въвеждането на единната валута, очевидно представляват последващи конструкции, използвани само с илюстративна цел. *Трето*, както беше отбелязано, членуването в еврозоната с времето се разширява, така че, за да се получи съпоставим набор от данни, трябва да се вземат решения за включване на по-голямата част, но не всички от днешните страни, участващи в еврозоната. Ако не е посочено друго, агрегатите на еврозоната винаги се отнасят за единадесетте страни, присъединили се към еврозоната с първата вълна, плюс Гърция.

И накрая, полезно е в този момент да се обърне внимание на факта, че повечето от предварителните оценки за ИПС преди неговото стартиране бяха твърде скептични (*Buti & Sapir* 1998 и 2002). Първоначално бяха изказани известни опасения, включително следните:

- Съществува риск еврозоната да не стане „оптимална валутна зона“. Счита се, че различията в еврозоната ще доведат до циклична дивергенция. С отказа от валутнокурсския механизъм приспособяването към специфичните за отделните държави смущения ще бъде под оптималното.
- Бюджетната политика, която остава в ръцете на държавите-членки, рискува да стане проциклична поради тавана на бюджетния дефицит в размер на 3% от БВП, наложен от фискалните правила на ЕС. Това би влошило слабата приспособимост на национално ниво и на агрегирано равнище би създавало недостатъчно оптимална комбинация между парична и фискална политика.

- Реалните лихвени проценти ще покажат тенденция към процикличност на ниво държава, като се понижават с увеличението на инфлацията при цикличен подем и обратно, което отново ще задълбочи разрива в приспособяването (критически анализ на *Walters*).

Неотдавна в броя от 2006 г. на *Преглед на икономиката на ЕС (European Commission, 2006a)* уместността на тези предварителни опасения – които, така, както са представени тук, далеч не са изчерпателни – беше детайлно изследвана с разгръщането на ИПС.

В прегледа се прави заключение, че макар и определено да съществуват проблеми с приспособяването, тяхното въздействие е било смекчено от противоположни тенденции, подкрепяни от единната валута и паричната политика, включително чрез по-голямата синхронност на бизнес циклите между отделните страни, стабилизирането на инфлационните очаквания (и усещаните реални лихвени проценти), по-устойчивата като цяло макроикономическа среда, както и интеграцията на финансовите пазари и свързаните с това възможности за разпределяне на риска и изглаждане на потреблението. Дори и да не стартира като оптимална валутна зона, еврозоната видимо се разви в тази насока.

Като изключим проблемите с приспособяването, създаването на еврото оказва влияние върху много повече икономически характеристики, отколкото е формирало, включително: стимулите за провеждане на структурни реформи и насърчаването на потенциалния икономически растеж, взаимодействието с Лисабонската стратегия на ЕС за растеж и заетост, структурното сближаване в равнището на доходите на глава от населението, проблемите в сферата на стопанското управление и координирането на попадащата в много юрисдикции управленска рамка, както и ролята на еврото в световната финансова система. Това е намерило израз в структурата на част I от настоящия доклад, която започва с дискусия по общото макроикономическо състояние на еврозоната от нейното създаване (глава I.2). Следва проучване на степента на синхронизация на бизнес циклите на страните-участнички и развитието ѝ във времето (глава I.3), допълнено с анализ на опита от приспособяването

собяването на икономиките (глава I.4). Разглеждат се също въпросите, свързани с комплекса от политически мерки (глава I.5) и развитието на структурната политика (глава I.6), интеграцията на финансовите пазари (глава I.7) и структурното догонване от страна на изоставащите държави (глава I.8). Заключителните глави се спират на засилващата се световна роля на еврото (глава I.9) и усъвършенстването на структурата на управление на ИПС (глава I.10).

2. МАКРОИКОНОМИЧЕСКО ПРЕДСТАВЯНЕ

2.1. ВЪВЕДЕНИЕ

Със създаването на единната валута през 1999 г. се установява нискоинфлационна среда в условията на финансова стабилност, което води до намаляване на трансакционните разходи в презграничната търговия. Очакваше се това да действа като лост на единния пазар за реализиране на икономии от мащаба и стимулиране на конкуренцията.

Това, което бе по-слабо оценено в самото начало, е, че отпадането на валутния риск и свързаното с него намаляване на макроикономическите колебания биха могли да окажат допълнително влияние върху растежа, което се изразява в намаляване на капиталовите разходи наред с по-ниските трансакционни разходи в търговията. Нещо повече, първоначално не беше ясно, че създаването на единна валута, която действа като катализатор за интегрирането и развитието на финансовите пазари, ще създаде възможности за разпределяне на риска и балансиране на потреблението при появата на смущения в икономиката. Въпреки това подобни сили оказват влияние, за което свидетелства анализът в следващите глави. Наред с по-ниските и по-стабилни равнища на инфлацията те допринасят за укрепване устойчивостта на икономиката на еврозоната.

При тези условия в настоящата глава ще поставим началото на дискусия, свързана с динамиката на инфлацията в еврозоната спрямо тази преди въвеждането на еврото и инфлацията в другите развити икономики. В следващия раздел се разглеждат икономическият растеж и заетостта в еврозоната, както и основните им детерминанти, включително и самото въвеждане на единната валута. По-нататък се прави оценка на цикличната променливост на икономическата активност в еврозоната и устойчивостта ѝ на неблагоприятни колебания (шокове). В последния раздел се разглежда динамиката на валутния курс на еврото, съпоставен с националните валути, заменени от еврото.

2.2. ИНФЛАЦИЯ

От всички участващи в еврозоната държави се изисква да изпълнят маастрихтските критерии. Един от тези критерии е свързан с динамиката

на инфлацията в тях. Не е изненадващо, че поддържането на ценова стабилност е в основата на рамката на макроикономическата политика, като за постигането на тази цел е отговорна Европейската централна банка.

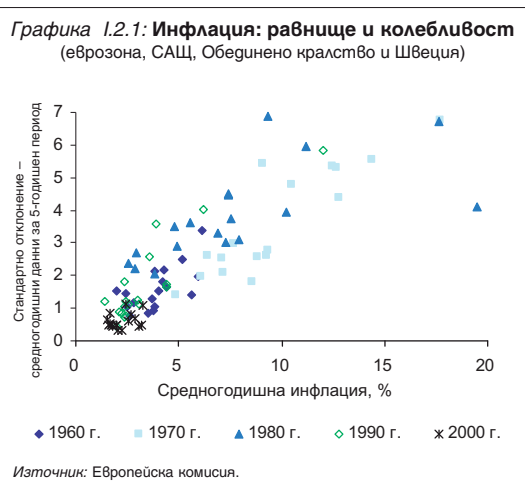
На пръв поглед динамиката на инфлацията в еврозоната свидетелства по убедителен начин за ефективността на институционалното устройство, що се отнася до постигането на една от главните ѝ цели.

2.2.1. Предимствата на ниската инфлация

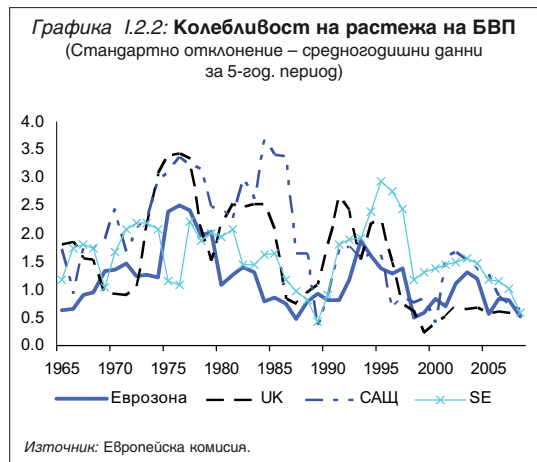
Високата инфлация има потенциално висока цена, а намаляването ѝ – положителен ефект. Това е така, защото високата инфлация е свързана с по-силни колебания (виж графика I.2.1, която показва силно положителната корелация между равнището на инфлация и стандартното ѝ отклонение). Три са основните източници на разходи при колебания в инфлацията:

- Несигурността, свързана с равнището на инфлация, води до повишаване на рисковата премия, заложен в дългосрочните лихвени проценти. С това се увеличава реалната стойност на капитала и се намалява балансираността на основния капитал. По-ниско равнище на капитала означава по-малък обем производство за единица вложен труд и следователно по-ниска производителност. По този начин колебанията в инфлацията могат да окажат негативно влияние върху перспективите за икономически растеж.
- При по-висока степен на неопределеност на инфлацията се затруднява ориентирането по отношение измененията в относителните и абсолютните цени. По-силната колебливост на ценовите равнища от своя страна притъпява ценовите сигнали за потребители и производители, което застрашава ефективното разпределение на ресурсите.
- Колебливостта на инфлацията води до колебания в производството и заетостта. Периодичните спадове в производството и ниското равнище на използване на ресурсите са скъпоструващи, не на последно място поради възможно преливане на ресурса към потребление (т.нар. ефект на отлагането).

Колебанията в инфлацията рязко намаляват след сътресенията, наблюдавани през 70-те, 80-те и в началото на 90-те години, като това е съпроводено и с успокояване на колебанията в растежа на БВП. Графика I.2.2 например показва обичайната динамика на намаляване на стандартното отклонение в растежа на БВП в еврозоната, САЩ и Обединеното кралство.⁴ Периодът на слаби колебания в растежа през 60-те години е последван от десетилетие, което се отличава със значително засилване на колебанията в прираста на производството, като наблюдаваното в еврозоната отклонение е почти три пъти по-голямо от стандартното, а в САЩ и Обединеното кралство – два пъти. Независимо че през 80-те години тенденцията се пречупва, през първата половина на 90-те години колебанията отново се засилват. След това те се успокояват и през изминалото десетилетие продължават да намаляват.



⁴ В тримесечния Доклад № 1 на Европейската комисия за еврозоната е представена оценка, свързана с намаляването на колебанията в прираста на производството в еврозоната (*European Commission 2008a*).



Продължава да нараства обемът на научната литература, посветена на изследването на причините за наблюдаваното значително намаляване на колебанията в икономическия растеж, особено в САЩ, което често се определя като „голямото спокойствие“ (*Bernanke, 2004*). Въпреки че все още не е постигнато единно мнение относно по-дълбоките причини на това явление, ясно е, че съществува силна положителна корелация между траекторията на колебания на инфлацията и тази на растежа през последните 50 години. Това показва, че отказът от неподходящи дискреционни решения по отношение на определени икономически събития и ориентирането към политика, съдържаща ясно определена инфлационна цел, вероятно в по-голяма степен допринася за намаляване на колебанията както в инфлацията, така и в растежа (*Blanchard & Simon, 2001*). Очевидно съществуват и други фактори, които са повлияли за ограничаване на колебанията в инфлацията и растежа – по-ниската енергоемкост на производството, по-високата степен на разпределение на риска чрез финансовите пазари и по-слабите смущения в икономиката.

2.2.2. Инфлацията досега

Общият характер на динамиката на инфлацията през първите десет години от съществуването на еврозоната и в предходните десетилетия е показан в таблица I.2.1. Както е видно от първата колона, в еврозоната се наблюдава постепенно подобрение по отношение равнището на инфлация през последните четири десетилетия. В сравнение с 60-те години през 70-те равнището на инфлацията нараства почти двойно в резултат

тат на двата шока, свързани с цените на петрола и реакциите на тези шокове. След това обаче средната инфлация намалява от над 9% през 70-те години до 2% през първите десет години след въвеждането на единната валута, като отбелязва едно от най-ниските равнища от началото на следвоенния период.

Таблица I.2.1:

Динамика на инфлацията в еврозоната

	Средна инфлация	Стандартно отклонение на инфлацията	Максимум на инфлацията	Дата на максимума
След 1960 г.	3.7	0.9	5.1	1963
След 1970 г.	9.3	2.8	13.6	1974
След 1980 г.	7.5	3.8	12.8	1981
След 1990 г.	2.8	1.2	5.0	1990
След 2000 г.*	2.0	0.3	2.4	2001

* Съответства на периода от началото на третия етап на ИПС, като стойностите за последните 2 години са прогнозни.

Източник: Европейска комисия.

Най-често дефлация се наблюдава през 90-те години, когато средната инфлация намалява с около 4½ процентни пункта. Това се дължи главно на съгласуваните усилия на държавите-членки от еврозоната за изпълнение на маастрихтските критерии, които се оказаха сериозен стимул за значителния напредък при постигане на ниско и стабилно равнище на инфлация. Решаваща роля в направените по това време усилия изиграва по-ефективно формулираната парична политика, с която се предоставя независимост на националните централни банки.

Средната инфлация през първите десет години от съществуването на единната валута като цяло съвпада с референтните стойности на ЕЦБ за ценова стабилност (под 2%). Тази цел е постигната независимо от серията инфлационни шокове, които преживява икономиката на еврозоната. През първите две години това са скокът в цените на петрола, обезценяването на еврото и значителното повишаване на косвените данъци и административно определяните цени в някои от държавите-членки от еврозоната, свързани с усилията за фискална консолидация. По-късно геополитическото напрежение и опасенията, свързани с доставките, предизвикват по-нататъшно рязко увеличение на цените на енергоносителите, които са определящи за краткосрочната динамика на инфлацията (графика I.2.3).

Намаляването на колебанията в инфлацията е дори по-важно от постигнатото намаляване на равнището ѝ. Прилагането на стандартното от-

клонение за измерване колебливостта на инфлацията показва, че за периода след въвеждането на еврото тя е по-стабилна спрямо други съпоставими по продължителност периоди в следвоенната история. Както е показано в таблица I.2.1, стандартното отклонение на инфлацията достига върховата си стойност от близо 4 пр.п. през 80-те години. През периода на подготовка за въвеждане на еврото то намалява до една четвърт от горната стойност, като тази тенденция се запазва и по-нататък.

Прави впечатление и фактът, че равнищата на инфлацията в отделните участващи страни силно се сближават през периода на подготовка за въвеждане на еврото. В повечето държави от еврозоната инфлацията достига най-високото си равнище през 70-те години, а най-чувствителното си намаление – предимно през 90-те години, с изключение на Германия, Австрия и Нидерландия, където това се случва още през 80-те. Първоначалната дисперсия на темпа на инфлация е много голяма. В Германия и Австрия инфлацията никога не надхвърля 10%, в Белгия, Франция, Люксембург, Нидерландия и Финландия рядко се наблюдава темп в диапазона 10–20%, а в Ирландия, Гърция, Испания, Италия и Португалия инфлацията е устойчиво над 20%. Очевидно оттогава насам най-силно изразена е дефлацията при страните от последната група – понижението е средно три пъти по-голямо от това в останалите страни. Следователно сближаването в равнищата на колебание на инфлацията в страните от еврозоната е също силно изразено.

2.2.3. Международна съпоставка

Както е показано в таблица I.2.2, в САЩ и страните извън еврозоната като цяло се наблюдава динамика, подобна на описаната за еврозоната и затова тя не е нетипична. Институционалните промени, необходими за осигуряване среда на ниско и стабилно равнище на инфлация като гарантиране независимостта на централната банка (като ѝ се поставя изрична и ясно формулирана задача за осигуряване на ценова стабилност) и единодушно признаване от страна на експертите, разработващи политиката, и на обществеността като цяло, че ценовата стабилност е основна цел на паричната политика, се извършват и в останалите страни.

Таблица 1.2.2:
Динамика на инфлацията по десетилетия:
Обединено кралство, Швеция и САЩ

	Средна инфлация	Стандартно отклонение на инфлацията	Максимум на инфлацията	Дата на максимума
Обединено кралство				
След 1960 г.	3.8	1.0	5.4	1969
След 1970 г.	12.5	5.3	24.2	1975
След 1980 г.	7.4	4.5	18.0	1980
След 1990 г.	3.9	2.6	9.5	1990
След 2000 г.*	2.7	0.5	2.4	2007
Швеция				
След 1960 г.	3.7	1.3	6.3	1966
След 1970 г.	8.6	1.8	11.4	1977
След 1980 г.	7.9	3.1	13.6	1980
След 1990 г.	3.5	3.6	10.5	1990
След 2000 г.*	1.4	0.7	2.7	2001
САЩ				
След 1960 г.	2.4	1.5	5.4	1969
След 1970 г.	7.1	2.5	11.3	1979
След 1980 г.	5.5	3.6	13.5	1980
След 1990 г.	3.1	1.1	5.4	1990
След 2000 г.*	2.6	0.6	3.4	2000

* Съответства на периода след началото на третия етап на ИПС, като стойностите за последните 2 години са прогнозни.
Източник: Европейска комисия.

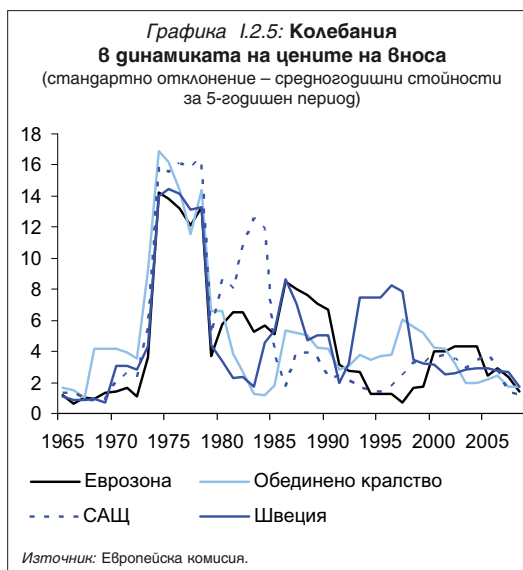
През последните две десетилетия съзнателно и системно се преминава към политика, ориентирана към осигуряване на стабилност. Това е свързано с по-ясното осъзнаване значението на очакванията и на доверието в провежданата парична политика. Чрез поемане на твърд ангажимент за постигане на ниско равнище на инф-

лация паричната политика засилва убедеността на обществото, че действията на паричните власти ще бъдат насочени към предотвратяване на инфлацията. При наличие на ангажимент за постигане на ценова стабилност инфлационните очаквания няма да се променят в случай на опасност от ценови шок.

Това се отразява не само върху динамиката на цените, но и на заплатите, които реагират на подобрената рамка на макроикономическата политика, както и съответно на промените в очакванията. Както е показано в графика 1.2.4, колебанията при нарастването на заплатите в еврозоната през 70-те години се увеличават трикратно, а в Обединеното кралство – осем пъти, докато в САЩ засилването на колебанията е плавно, като най-високата стойност е достигната през първата половина на 80-те години, когато се наблюдава почти двойно по-голямо стандартно отклонение в сравнение с това през 60-те години. През 80-те и 90-те години колебанията при нарастването на заплатите възстановяват стандартните си отклонения от 1 и 2 пр.п., като в началото на новото хилядолетие се наблюдава тенденция към по-нататъшното им намаляване.

Графика 1.2.3: Принос за общата ХИПЦ-инфлация в еврозоната





Трябва да признаем, че благоприятната динамика на инфлацията в еврозоната в голяма степен се дължи на по-добрата външна инфлационна среда в резултат от тенденциите в цените на вноса. Графика 1.2.5 показва, че колебанията в цените на вноса в индустриалните страни отслабват значително през последните три десетилетия. Колебанията на инфлацията в цените на вноса са много слаби през 60-те години – най-често под 2 пр.п., и отразяват преобладаващите по това време режими на фиксиран валутен курс.

С разпадането на Бретън Удс и шоковете, свързани с цените на петрола през 70-те години, инфлацията се повишава, достигайки двуцифрено стандартно отклонение. През следващото десетилетие колебанията на инфлацията в цените на вноса възстановяват едноцифреното си стандартно отклонение, но се запазват значително по-големи от наблюдаваните през 60-те години. Тенденцията видимо се променя през 90-те и през първите няколко години на новото хилядолетие, когато колебанията на инфлацията в цените на вноса достигат равнища, ненаблюдавани от 60-те години насам. Това показва, че намаляването на колебливостта на цените в световен мащаб също допринася за понижаването на инфлационните колебания.

Освен това в научната литература са изнесени множество данни и факти, които свидетелстват за това, че в развитите страни ефектът от прехвърляне на по-високите цени на вноса върху вътрешната инфлация може да се ограничи в резултат на по-широкото използване на стратегии за пазарно ценообразуване (виж *Taylor, 2000; McCarthy, 2000; и Faruquee, 2006*). Това от своя страна рефлектира обратно върху глобалната инфлация, което създава един пълен кръг на ниска и стабилна инфлация в световен мащаб.

Междувременно стремежът към по-ниска глобална инфлация има своята цена и е свързан с резки промени в относителните цени, които много често не се възприемат добре. По-конкретно, относителните цени на често използваните местни услуги като цяло нарастват, докато цените на по-скъпите дълготрайни потребителски стоки и услуги, които се използват по-рядко и се търгуват на международния пазар, рязко спадат. Това помага да си обясним твърде негативното възприемане на еврото от обществеността в много от участващите страни, тъй като въвеждането му почти съвпада с периода на промени в относителните цени (каре 1.2.1).

2.3. ИКОНОМИЧЕСКИ РАСТЕЖ, ЗАЕТОСТ И ПРОИЗВОДИТЕЛНОСТ

Инфлацията е един от многото фактори, които оказват влияние върху общия икономически растеж. Те включват структурната политика (която се разглежда в следващите глави) наред с

трайните тенденции като икономическа интеграция и застаряване на населението. Влияние върху растежа оказва и самата единна валута (освен отражението от по-слабите колебания в инфлацията) чрез засилването на конкуренцията и икономииите от мащаба, свързани с пазарната интеграция. Независимо от благоприятните ефекти учудващо е, че значителната разлика в стандарта на живот между еврозоната и САЩ – най-развитата икономика в света, се запазва и е около 30% независимо от благоприятното нарастване броя на хората в активна възраст, които участват на трудовия пазар. Този раздел съдържа някои обяснения по тези въпроси.

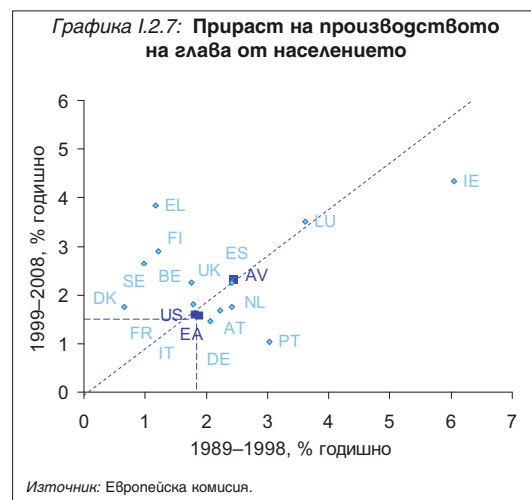
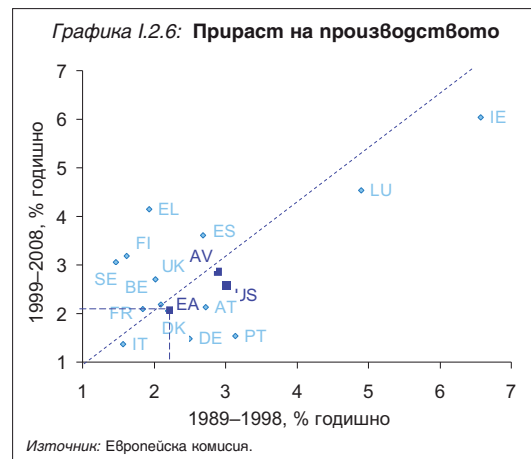
2.3.1. Равносметката дотук

Графики I.2.6 и I.2.7 показват средногодишния (на глава от населението) темп на икономически растеж в еврозоната и в отделните участващи страни наред с включените с цел съпоставка в групата икономики през периодите 1989–1998 г. и 1999–2008 г. Страните, разположени над 45-градусовата права, се характеризират с ускоряване на растежа и, обратно – тези под 45° – с намаляване. За еврозоната както претеглената средна (EA), така и аритметичната средна (AV) създават впечатление за влияние, свързано с размера на страната. Например, ако при по-малките страни се наблюдава по-бърз растеж, отколкото при големите, аритметичната средна надхвърля претеглената средна, и обратно.⁵ От тези графики могат да се извлекат редица характерни факти.

Първо, наблюдаваният растеж в еврозоната е малко над 2% годишно и през двата периода. Средноаритметичният растеж обаче е почти 3% и през двата периода, т.е. близко до регистрирания в САЩ, което означава, че по-малките страни отчитат по-бързи темпове на растеж, отколкото по-големите.

Второ, в две от трите най-големи страни отбелязаният растеж е значително по-нисък след въвеждането на еврото, отколкото преди това. За отбелязване е, че в Германия икономическият растеж се забавя от 2½ – 3% през десетилетието преди създаването на единната валута до едва 1½%, докато в Италия той остава непроме-

нен и е около 1½%. По този въпрос съществуват различни обяснения. В Германия забавянето се свързва с преодоляването на последиците от обединението и със съществуващото реално посъпване на германската марка в началото на 90-те години. Очевидно приспособяването не е завършено, когато Германия се присъединява към еврозоната, което води до продължителен период на по-бавно нарастване на заплатите и слабо вътрешно търсене. В Италия слабият растеж се дължи на непрекъснатата загуба на конкурентоспособност, свързана със слабото повишаване на производителността, което не съответства на забавянето в темпа на прираст на заплатите. Освен това индустриалната структура на Италия е по-силно изложена на конкуренцията на възникващите икономики с по-ниско равнище на заплатите. В резултат на това тя бързо губи от международния си пазарен дял.



⁵ За подобен подход виж *Pisani-Ferry et al.* (2008).

Карта 1.2.1: Обществените нагласи, свързани с инфлацията в еврозоната

С въвеждането на евробанкнотите и евромонетите през януари 2002 г. еврото се превърна в един от най-осезаемите символи на европейската интеграция за гражданите на Европа. След въвеждането им Европейската комисия редовно провежда анкети с цел наблюдение върху нагласите на гражданите по отношение на еврото (Евробарометър). Резултатите от тези анкети показват, че като цяло хората подкрепят единната валута и много бързо се приспособяват към нея. Те са показателни и за това, че гражданите са наясно с предимствата от въвеждането на еврото, най-малкото в макроикономически аспект (съкращаване на трансакционните разходи, облекчаване на условията за пътуване и засилване прозрачността на цените). От друга страна, обществеността остава по-скептична относно положителното му отражение върху икономическия растеж и заетостта, както и върху стабилността на публичните финанси.

Евробарометърът показва, че гражданите смятат еврото за по-полезно за Европа като цяло, отколкото конкретно за тяхната страна. Около две трети от гражданите намират еврото за „нещо добро за Европа“; но по-малко от половината смятат, че е „нещо добро за тяхната страна“. На въпроса за ползата от еврото конкретно за тяхната страна най-много са положителните отговори в Ирландия, Люксембург, Белгия, Словения, а най-малко в Гърция, Германия, Италия и Португалия. По отношение на социално-икономическите групи по-позитивно като цяло са настроени мъжете в сравнение с жените, по-младите, отколкото по-възрастните, по-образованите и тези с по-високи доходи в сравнение с хората с по-ниска образователна степен или с по-ниски доходи (Jonung & Conflitti, 2008).

Последните изследвания, проведени от Комисията, показват, че освен обсъжданите по-горе социално-икономически фактори обществената подкрепа за еврото зависи пряко от инфлацията. По-конкретно, нагласите, свързани с цените, се оказват важна детерминанта по отношение възприемането на единната валута от населението. Въпреки че като цяло не се наблюдават сериозни ценови скокове, свързани с въвеждането на евробанкнотите и евромонетите, много граждани са на друго мнение. Усещаната инфлация, измерена въз основа на извършваните от Европейс-

ката комисия проучвания на потребителите, се увеличава значително с преминаването към еврото през 2002 г. (виж графиката по-долу).



Установени са редица фактори, чрез които биха могли да се обяснят различията в нагласите в отделните страни от еврозоната. Те са свързани с нарастването на относителните цени, по-високите цени на често употребяваните стоки (хранителни продукти, енергия; виж графиката), рязкото увеличение на цените на жилищата в редица страни, бавното нарастване на разполагаемия доход и различни психологически фактори. Разлика в нагласите се наблюдава и поради доста слабата осведоменост за действителния темп на инфлацията. По последни резултати на моментния евробарометър (*Flash Eurobarometer*) две трети от анкетиранияте в еврозоната или имат твърде високи оценки за инфлацията, или не знаят нищо за нея. Тези различия продължават да бъдат проблем при интерпретирането на резултатите, въпреки че се очаква с времето да намалее.

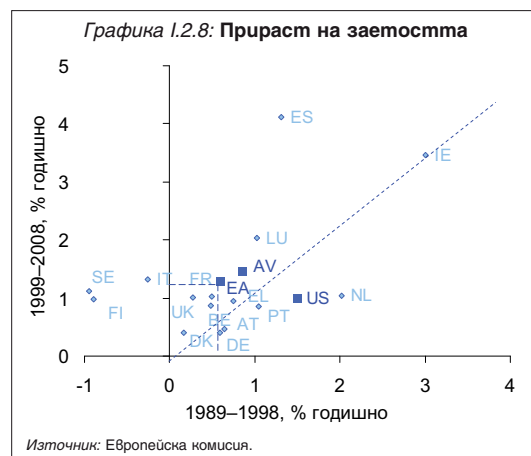


Трето, сравнително бързият растеж в Испания – четвъртата по големина икономика в еврозоната, се дължи на бума в строителството на жилища в резултат от понижаването на лихвените проценти, по-слабите ограничения за кредитиране на домакинствата и значителните входящи миграционни потоци. По този начин растежът е предимно за сметка на сектора на нетъргуемите стоки, а дефицитът по текущата сметка прогресивно се увеличава (виж глава I.3 и I.7) – тенденция, която може да се пречупи на определен етап, тъй като се наблюдава процес на бързо охлаждане на икономиката.

Четвърто, в групата на по-малките страни също се наблюдават сериозни различия. В Гърция и Финландия е регистрирано рязко ускоряване на икономическия растеж, а в Ирландия – бърз икономически растеж и през двата периода независимо от лекото забавяне. Всички тези страни след въвеждане на еврото изпреварват темповете на икономически растеж в САЩ, Обединеното кралство и Швеция. Сред по-малките страни по-слаби резултати отчита Португалия, тъй като тя трябваше да преодолее заложените макроикономически диспропорции по време на наблюденията през 90-те години подем, когато дефицитът по текущата сметка, задлъжнялостта на домакинствата и бюджетният дефицит чувствително нарастват (виж глава I.8).

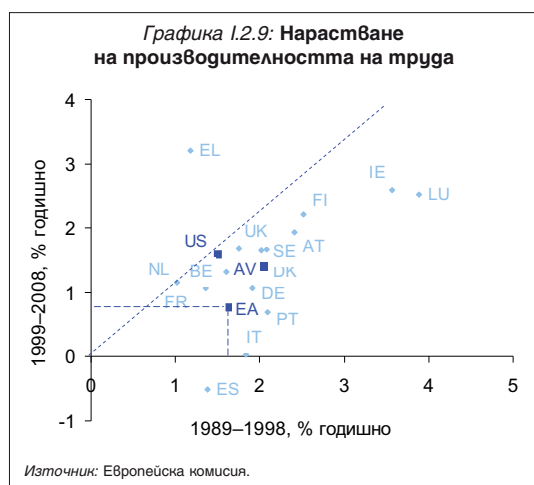
С изключение на Испания общата картина като цяло е подобна на получаваната на глава от населението (виж графика I.2.7). По първия показател Испания отчита добри резултати и през двата периода, но при БВП на глава от населението не се наблюдава ускоряване, тъй като основният двигател на растежа е бързото нарастване на населението (най-вече за сметка на имиграцията), а не на производителността.

Разбивката на растежа на БВП по изменението на заетостта и производителността на труда ни дава представа за приблизителните причини за подобно развитие. Графика I.2.8 показва като цяло значителен темп на нарастване на заетостта в еврозоната след въвеждането на единната валута. В страните извън еврозоната, в т.ч. в САЩ, той е малко по-нисък, като се ускорява от 1/2% до около 1 1/4% годишно. Навсякъде се наблюдава ускоряване на прираста на заетостта, като изключение прави само Нидерландия.



Ускоряването на прираста на заетостта в Испания е особено впечатляващо, тъй като делът му представлява почти половината от нарастването на заетостта в еврозоната. Увеличаването на работните места се дължи главно на нарастването броя на работещите жени, както и на намаляването темпа на структурната безработица – от над 9% през 1998 г. до 7% понастоящем (виж глава I.6). В едно от последните направени изследвания (Mourre, 2006) се установява структурна промяна на общата заетост в еврозоната в края на 90-те години, която се обяснява с пониските данъчни ставки, с либерализиране на законодателството за защита на заетостта и с промените в производствената структура към потрудоемки услуги. За това вероятно допринеся и по-бавното увеличаване на заплатите през 90-те години (като реакция на търговската интеграция в резултат от инициативата и усилията на вътрешния пазар да изпълни маастрихтските конвергентни критерии).

От друга страна, средното за еврозоната нарастване на производителността на труда се забавя от 1 1/2% до 3/4% (графика I.2.9). Това е трудно съпоставимо с наблюденията в САЩ прираст на производителността от 1 3/4% и през двата периода. Забавянето се дължи най-вече на отчетените слаби резултати в Италия, където от 1999 г. не се наблюдава прираст, и в Испания, където производството на един зает отбелязва спад след въвеждането на еврото. Слабо нарастване на производителността на труда се забелязва и в Португалия.



По-дълбоките причини за забавянето на производителността на труда са предмет на широко изследване (последното е публикувано в *EU Economy 2007 Review, European Commission, 2007a*). В основата на неговите заключения е, че забавянето на производителността (спрямо отчетените резултати в САЩ) е главно резултат от по-бавното развитие на отделни отрасли. Подробният анализ по сектори показва, че разликата се дължи най-вече на отрасъл информационни и комуникационни технологии (ИКТ), търговия на едро и дребно, недвижими имоти и други бизнес и финансови услуги. Ниското равнище на разходите за ИКТ и развойна дейност в частния сектор в сравнение с това в САЩ се дължи най-вече на по-малкия обхват на високотехнологичните отрасли в Европа. Оказва се, че граничният режим се отразява върху бизнес и финансовите услуги, а ниската производителност в свързаните с търговията на едро и дребно отрасли в Европа може отчасти да се обясни със слабото използване на икономии от мащаба.

Въпреки изкушението да допуснем, че ускоряването на заетостта е причина за забавянето на производителността, фактите сочат друго. Избор между по-високо равнище на заетост и по-голяма производителност може да възникне при определени условия, особено ако по-бързото нарастване на заетостта води до по-малка капиталоемкост на един зает и са наети по-голям брой нискоквалифицирани работници. Този комбиниран ефект обаче е незначителен и закрънява под влияние на квалификацията и развитието, както и на разпространяването на новите технологии и най-добрите трудови практики.

2.3.2. Влияние на еврото

Въпреки наблюдаваното слабо нарастване на производителността в еврозоната отпадането на неопределеността, свързана с валутния курс, се очаква да има стимулиращ ефект върху производителността чрез редица канали. Отвореността за търговия и инвестиции позволява на конкретна държава да се специализира в по-ефективни производствени процеси и по този начин да увеличи равнището на производителността си на единица произведена продукция. Нарастване на производителността е възможно и в резултат от засилване на конкуренцията поради премахване на ограниченията пред търговията и инвестициите. Важна роля в това отношение като цяло играе Програмата за единния пазар, но участието в еврозоната може да даде допълнителен тласък.

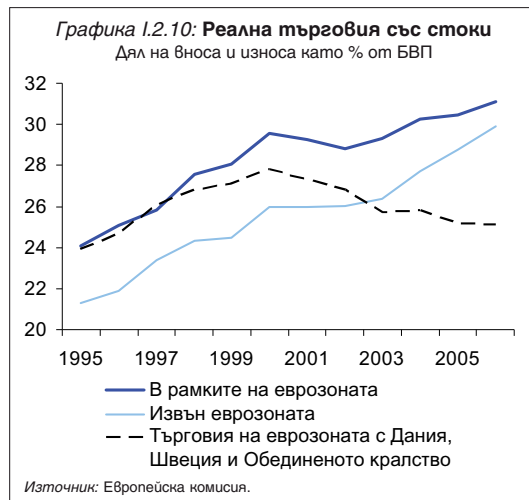
Отражението на единната валута върху търговията се очаква да се прояви посредством следните три канала:

- отпадане на трансакционните разходи, свързани с използването на много валути, като разходи за обмяна, банкови такси и вътрешнофирмени ресурси за управление на валутните наличности.
- отпадане на свързаните с валутен риск валутнокурсони колебания. Въпреки че фирмите се осигуряват срещу валутен риск, хеджирането на риска струва скъпо и никога не е абсолютно (*Döharing, 2008*). Това принуждава предприятията с по-ниска производителност, предимно малките, да останат само на местния пазар.
- прозрачността на цените, които биха увеличили стоковия арбитраж между държавите, засилва конкуренцията, а тя от своя страна увеличава търговските потоци.

При подготовката за въвеждане на единната валута търговските потоци на държавите от еврозоната – както в нейните рамки, така и с останалите страни – бързо нарастват (графика 1.2.10). Търговията извън еврозоната се увеличава с малко по-бързи темпове от тези в еврозоната и трудно може да се оцени отражението от въвеждането на еврото. Съпоставянето на търговията в рамките на еврозоната и тази извън нея след-

ва да се интерпретира внимателно. Икономиките с възникващи пазари като Китай, Индия или Бразилия бързо се интегрират в световната икономика, което е съпроводено и с бързо разрастване на търговията помежду им, както и с други държави. Освен това трайното намаляване на разходите за транспорт и комуникации създава условия за развитие на нови форми на търговия и управление на производството. То стимулира раздробяването на производствения процес и превръщането му в международно производство, както и „офшорните“ производствени етапи с цел по-добро използване на конкурентните предимства на отделните страни. Така нареченото „фрагментиране“ (*unbundling*) на производствения процес (*Baldwin, 2006a*) стимулира разрастването на търговията между развитите икономики и възникващите пазари и ограничава относителния дял на вътрешните за еврозоната търговски потоци в общия обем на нейната търговия. Разширяването на ЕС създава подобни възможности за фирмите от еврозоната по отношение на новите държави-членки.

Положителното отражение от въвеждането на еврото върху търговията се вижда по-ясно, ако анализът се ограничи със страните от ЕС (графика I.2.10). От края на 90-те години търговията в рамките на еврозоната се разраства значително по-бързо, отколкото тази между нея и другите държави от ЕС. С малки изключения (например *Berger & Nitsch, 2005*) това се потвърждава в повечето иконометрични изследвания и като цяло нарастването се отдава на въвеждането на еврото. Според обзора на последните публикации след въвеждането на еврото търговията между страните от еврозоната отбелязва прираст с 5–15% и вероятно ще продължи да нараства (*Baldwin, 2006b, 2008*). Важното е, че засилването на търговските потоци между държавите от еврозоната не е за сметка на търговията със страните извън нея, което е признак за реален растеж. В действителност по-доброто разпределение на производството между страните от еврозоната прави стоките им по-конкурентни, което води до увеличаване на търговията извън нея (*Flam & Nordstrom, 2003; Yi, 2003, и Baldwin, Skudelny & Taglioni, 2005*).



Предполага се, че отражението на паричния съюз върху преките чуждестранни инвестиции (ПЧИ) не е еднозначно. Съществуват сложни взаимодействия между ПЧИ и търговията. Ако международните трансакционни разходи намаляват, то тогава изграждането на производствени предприятия в определени страни не е наложително и може да се окаже по-малко рентабилно, ограничавайки „хоризонталните“ ПЧИ. Това по условие е свързано с увеличаване на търговията с крайни продукти. От друга страна, ако трансакционните разходи намаляват, по-рентабилно става да се фрагментира производственият процес, като по този начин се увеличават „вертикалните“ ПЧИ. В резултат на това се засилва и търговията с междинни стоки, главно на вътрешноотрасловоо или вътрешнофирмено равнище. В крайна сметка, положително или отрицателно ще се отрази единната валута върху ПЧИ, е чисто емпиричен въпрос.

Според повечето изследвания еврото има положителен ефект върху ПЧИ в рамките на еврозоната, който варира между 14% и 36% (*Petroulas, 2006; Sousa & Lochard, 2006*). Други изследвания показват пренасочване на ПЧИ от страни от ЕС извън еврозоната към последната (*Taylor, 2007*). Според изследванията еврото се отразява положително върху потоците от ПЧИ между еврозоната и останалия свят както по отношение на ПЧИ към еврозоната, така и на инвестициите на фирми от еврозоната в чужбина (*Petroulas, 2006; Foad, 2006*).

Каре 1.2.2: Влияние на единната валута върху производителността на труда

Възможността да търгуват помежду си позволява на държавите да се специализират в такъв вид производство, което по-добре съответства на конкурентните им предимства. Това води до повишаване на производителността на труда. Освен това засилената конкуренция, стимулирана от премахването на търговските бариери, може да повиши допълнително производителността чрез по-бързото разпространяване на технологиите. Ето защо членството в ЕС и Програмата за единния пазар могат да бъдат мощни двигатели на икономическия растеж. Иконометричните модели на Националния институт за икономически изследвания (*National Institute for Economic Research – NIESR*) проверяват хипотезата за положителното влияние на членството в ИПС върху производителността на труда много над гореспоменатите фактори вследствие по-голямата прозрачност на цените, по-малките разходи за трансакции и по-ниския обменен курс, както и свързаните с това по-незначителни рискове (*Barrell et al., 2008*). Проверката се прави чрез двустепенен подход.

На първо място се оценява панелен модел за корекция на грешките въз основа на извадка, състояща се от седем държави – членки на ИПС (Белгия, Финландия, Франция, Германия, Италия, Нидерландия и Австрия), три членки на ЕС извън ИПС (Обединеното кралство, Швеция и Дания) и САЩ. Зависимата променлива е производството за един отработен час съобразно професионалната квалификация, т.е. компонент на производителността на труда, който може да се обясни с други фактори освен качеството на човешкия капитал. Обемът на научноизследователската и развойна дейност и преките чуждестранни инвестиции е включен като независима променлива в уравнението наред с капиталовите издръжки и измерителя на риска (колебливостта на прираста на производството). Включени са фиктивни променливи, обозначаващи участието в общия европейски пазар (или в случая на САЩ – Северноамериканската зона за свободна търговия НАФТА), присъединяването към ЕС и приемането на единната валута. Включена е и приблизителна стойност, обозначаваща отвореност на търговията. Използва се база данни *EUKLEMS*.

Основното заключение от направената оценка е, че резултатите от въздействието на ИПС са положителни и значителни в петте държави, които съставляват ядрото на съюза – Германия, Франция, Италия, Нидерландия и Белгия.

Изводът за огромното влияние на единната валута в тези пет държави (съставляващи 80% от еврозоната), който е резултат на внимателно изключване и щателна проверка, е достатъчно основателен. Той показва, че най-интегрираната част от еврозоната извлича най-много ползи от въвеждането на еврото от гледна точка на производителността. Освен това намалените капиталови издръжки и колебливостта на производството оказват голямо положително въздействие върху производителността във всички държави. Резултатите от въздействието на единния пазар са значителни и положителни в Белгия, Германия, Нидерландия, Франция, Италия и Дания. Използваните за обозначаване на присъединяването към ЕС фиктивни променливи регистрират значително влияние върху производителността в Швеция и Австрия. Въздействието върху научноизследователската и развойна дейност е различно в отделните държави, докато при преките чуждестранни инвестиции влиянието е значително само във Франция и Белгия.

На второ място се проверява дали има допълнителен косвен ефект от приемането на единната валута върху производителността чрез намалената колебливост на производството, подхранваща свързаните с капитала рискови премии. Проверката се прави чрез уравнение за колебливостта на производството, в което се включва фиктивна променлива за единната валута наред с контролни стойности за колебливостта и равнището на инфлацията, присъединяването към ЕС и единния пазар. Оказва се, че въздействието на единната валута върху колебливостта е твърде отрицателно в повечето държави, като най-силно това е изразено в по-малките държави. Това потвърждава извода, че е възможно еврото да има косвен ефект върху равнището на производителността чрез канала на колебливостта освен този на специализацията и конкуренцията. Що се отнася до контролните стойности, може да се каже, че въздействието на инфлацията и на колебливостта ѝ е положително и съществено във всички държави, докато фиктивната променлива, обозначаваща присъединяването към ЕС, има значителна отрицателна стойност във Финландия и Австрия.

Прякото и косвеното въздействие на единната валута върху производителността (измерени чрез колебливостта) се оценяват съответно на 3% и 2% в дългосрочен план.

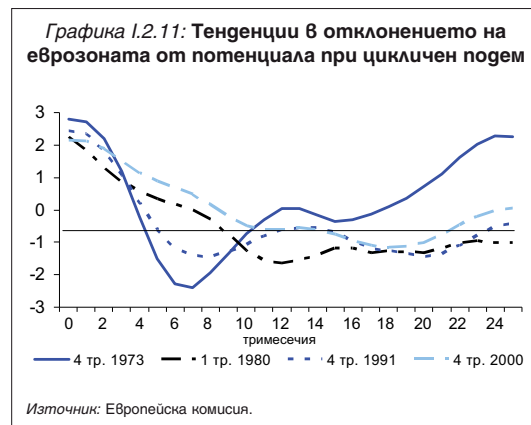
Нещо повече, тенденцията към намаляване дела на вътрешните за еврозоната сливания и придобивания в общия брой сливания и придобивания на фирми от еврозоната е преустановена след въвеждане на еврото (*European Commission 2007b*), което показва, че еврото е изиграло положителна роля за тези дейности.

В изследване, извършено от *NIESR* (виж каре I.2.2) при подготовката на този доклад, се съдържат данни за чувствителното влияние на еврото за повишаване производителността на труда чрез каналите на търговията и ПЧИ в допълнение към това от Програмата за единния пазар. В изследването се разграничават два типа влияния в резултат на въвеждането на единната валута: а) чрез икономическа интеграция и свързаните с нея икономии от мащаба и конкурентен натиск, и б) чрез ограничаване на колебанията в производството и произтичащото от това намаляване на заложените в капиталовите разходи рискови премии. Влиянието на първия канал се оказва най-силно в трите най-големи държави (Германия, Франция и Италия), както и в Нидерландия и Белгия. Това изглежда малко изненадващо предвид сравнително слабото нарастване на производителността, особено в Италия. Контролният анализ на резултатите относно влиянието на развойната дейност и човешкия капитал върху повишаването на производителността показва, че те неутрализират положителния ефект от ИПС дори в по-голяма степен. Вторият канал се оказва подходящ за всички страни от еврозоната.

Априори е възможно единната валута да е оказала влияние и върху заетостта. Основните канали може да са свързани с отражението от посилната конкуренция на продуктите пазари върху договарянето на заплатите. В изследването обаче няма данни по този въпрос, но затова пък се съдържат доказателства за отслабващото влияние от интегрирането на търговията върху формирането на заплатите, което се дължи по-скоро на единния пазар, отколкото на единната валута.

2.4. УСТОЙЧИВОСТ НА ШОКОВЕ

Наблюдателите изразяват опасение, че еврозоната може да загуби от „устойчивостта“ си. Това понятие има две измерения: степента, в която икономиката може да притъпява първоначалното влияние на шока, и скоростта, с която тя възобновява развитието си след него. Наблюдавайки при ИПС пълен икономически цикъл (който достига върха си през 1999–2000 г., преминава през спад в 2001–2003 г., за да стигне през 2004–2008 г. до оживление), този проблем следва да се разгледа по-подробно.



Икономиката на еврозоната преживява четири сериозни спада през изминалите четири десетилетия. Те се появяват след периоди на циклически подем съответно през 1973 г. (IV тримесечие), 1980 г. (I тримесечие), 1991 г. (IV тримесечие) и 2000 г. (IV тримесечие). В графика I.2.11 се съпоставя динамиката на отклонението от производствения потенциал в продължение на 24 тримесечия след период на циклически подем.⁶ С изключение на наблюдаваната в средата на 70-те години рецесия спадовете имат много сходни характеристики. Всички се отличават с продължителен период на отклонение от потенциала, „мнимо разсъмване“ и забавяне на оживлението, и като цяло – продължителни периоди на производство под потенциала.

⁶ Съпоставянето на икономическите цикли в еврозоната изобщо следва да се извършва внимателно във времето, тъй като тя съществува като икономическа единица само през последния икономически цикъл.

Независимо че последните два цикъла в много отношения са сходни с предшестващите два, спадът в началото на новото хилядолетие е относително слаб, като дъното не е толкова „дълбоко“ и отрицателното отклонение се абсорбира по-бързо (таблица I.2.3). Следователно натрупаното отклонение от потенциала при спада от началото на новото хилядолетие е под 3% от БВП спрямо 6–7½% по време на предходните два икономически цикъла. Това би могло да означава, че негативните шокове, засегнали икономиката на еврозоната в началото на новото хилядолетие, са по-леки в сравнение с предходните или че устойчивостта на икономиката е укрепнала.

Таблица I.2.3:

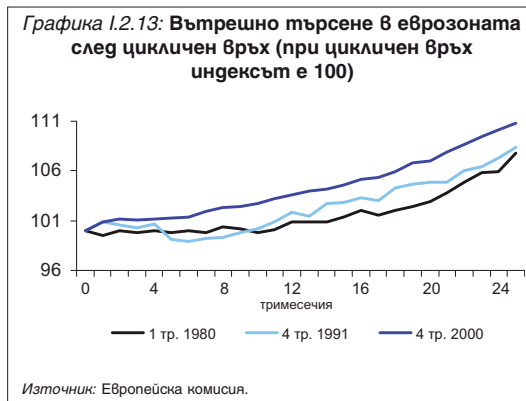
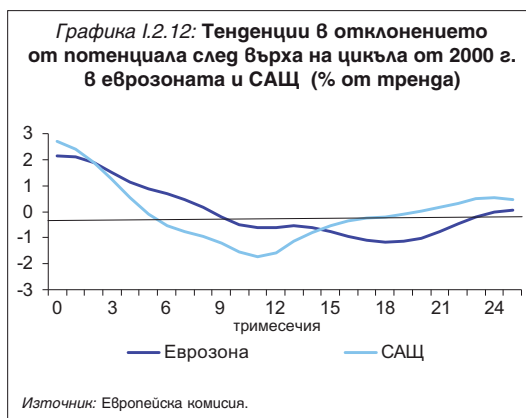
Два показателя за силата на икономическите спагове¹

	След 1980 г.	След 1990 г.	След 2000 г.	Средно
Брой последователни тримесечия с отрицателно отклонение				
Еврозона	26	26	16	23
САЩ	11	27	15	18
Размер на последователните отрицателни отклонения от производствения потенциал (% от БВП)				
Еврозона	-7.6	-5.8	-2.7	-5.4
САЩ	-8.5	-7.1	-3.0	-6.2

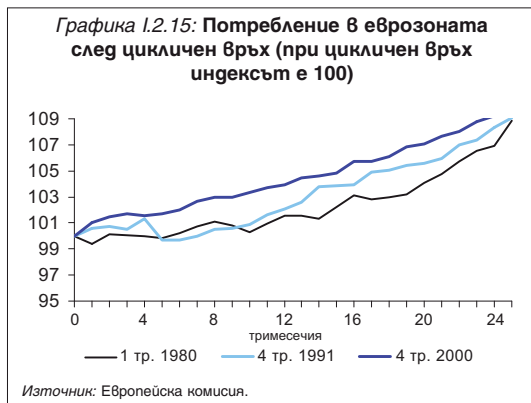
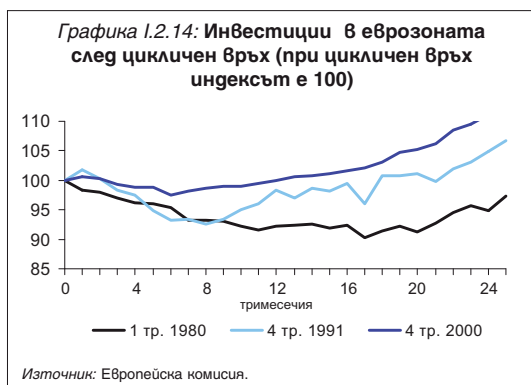
¹ Кризите след подем съответно през 1980 г. (I трим.), 1991 г. (IV трим.) и 2000 г. (VI трим.).

Източник: Европейска комисия.

Графика I.2.12 показва, че отклонението от производствения потенциал намалява по-рязко и значително по-бързо в САЩ, отколкото в еврозоната. Освен това дъното в САЩ е достигнато по-рано и е последвано от по-силно оживление, като в икономическия цикъл не се наблюдава „мнимо разсъмване“, което е характерно за еврозоната. Това означава, че независимо от това, че икономиката на САЩ се възползва от предимствата на по-бързото и по-голямо оживление в сравнение с тази на еврозоната, цикличното дъно при спад е „по-дълбоко“. При съпоставяне на предходните икономически цикли с настоящия в таблица I.2.3 е показано сближаване на стойностите на натрупаните производствени загуби, както и на броя последователни тримесечия с отрицателни отклонения от потенциала в двете икономики.

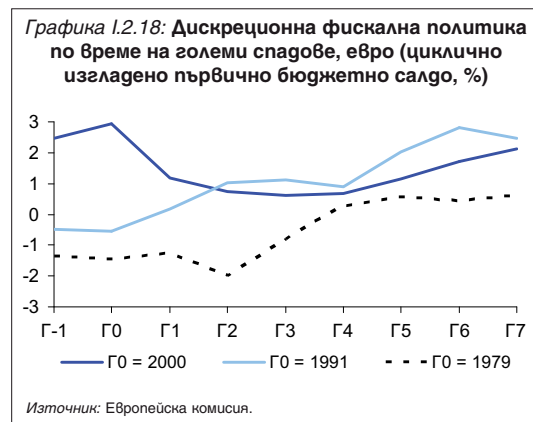
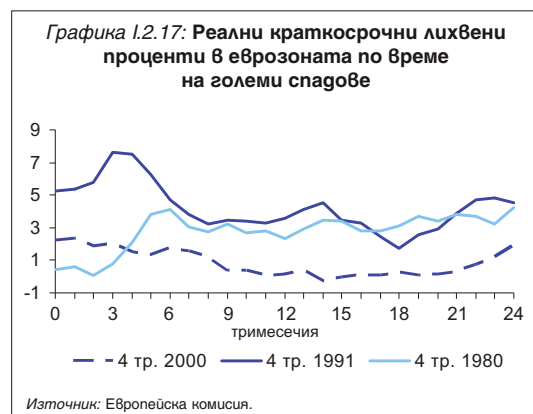


Отличителна характеристика на последния спад в еврозоната е, че вътрешното търсене е по-слабо засегнато (графика I.2.13). Видимо по-устойчивото вътрешно търсене може да е резултат главно от динамиката на инвестициите, които са по-малко засегнати във фазата на свиване, отколкото в съответните фази на предходните цикли, а и възстановяването е по-бързо (графика I.2.14). И поведението на потреблението е по-различно при последния икономически цикъл в еврозоната. Нарастването на разходите на домакинствата през първите стадии на спада е по-голямо спрямо съответните стадии на предходните икономически цикли. Точно обратно е обаче при икономическия подем – шест години след достигане на цикличния връх средната стойност на потреблението е сходна с тези при първите три цикъла (графика I.2.15). Това е учудващо предвид сравнително голямото нарастване на заетостта през последния икономически цикъл (виж по-горе) и свързаното с него увеличаване на располагаемия доход (графика I.2.16). Положителните тенденции при располагаемия доход обаче са неутрализирани от процикличното увеличаване равнището на спестявания на домакинствата.



Елемент, който спомага за намаляване на загубите в производството на еврозоната при последния икономически цикъл, е по-благоприятната макроикономическа политика. Успешното стабилизиране на инфлационните очаквания от страна на ЕЦБ създава възможност за провеждане на по-експанзионистична парична политика по време на спада, при който реалните краткосрочни лихвени проценти са с около 2–3 пр.п. по-ниски спрямо предходните рецесии (графика I.2.17).

Този стимул бе допълнително подкрепен от благоприятните условия на финансовите пазари, които отчасти се дължат на единната валута поради сравнително ниските дългосрочни лихвени проценти и липсата на колебания на номиналните валутни курсове в рамките на еврозоната. Подобна комбинация от фактори помага да си обясним относителната устойчивост на инвестициите.



Макар и в по-малка степен, фискалната политика на еврозоната при последния икономически спад също е по-благоприятна, отколкото при предходните. Много от участващите държави навлизат по-рано в рецесия с висок (в някои случаи двуцифрен) бюджетен дефицит като дял от БВП. Следователно, за да ограничат дефицита и лавинообразното нарастване на дълга при сътресенията на фондовите пазари, те са принудени да затегнат фискалната си политика. Графика I.2.18 показва, че дискреционният компонент на фискалната политика в еврозоната като цяло е процикличен при рецесиите в началото на

80-те и на 90-те години (за повече информация виж глава I.5 и анализа по страни). И обратно, фискалната политика при последния икономически спад има умерено антицикличен характер, независимо че според обяснението в глава I.5 е в голяма степен случайност и се смята, че разхлабването на фискалната политика е закъсняла реакция на предишно оживление и свързаните с него неочаквани данъчни приходи при изключително силно натоварен избран календар.

Обикновено се допуска, че нееластичността на работната сила и продуктите пазари намаляват първоначалното влияние на шока, но удължават последващата фаза на приспособяване. Например силната защита на заетостта може да забави реакцията ѝ спрямо шока, като по този начин смекчава отражението му върху потреблението, въпреки че това ще забави и необходимия процес на приспособяване (*Duval et al.* 2007). В този случай най-ниската точка на икономическия цикъл е по-слабо изразена, отколкото при по-гъвкавите икономики и периодът на отрицателно отклонение от потенциала ще е по-продължителен, а натрупаните загуби в производството – по-големи.

Тъй като тези заключения напълно съответстват на характерния за еврозоната цикъл, моделните симулации като цяло не намират сериозна подкрепа. Въпреки това обаче има едно важно изключение – реакцията на икономическата активност на (отрицателни) шокове, засягащи производителността (виж каре I.2.3). В този случай икономика с по-нееластични цени е по-малко устойчива – производството възстановява тренда си по-бавно и акумулираното отклонение в производството е по-голямо. Заетостта е сравнително устойчива, тъй като нарастването на реалната заплата се забавя, но отражението ѝ върху частното потребление е нулево в резултат на неутрализиране нарастването на спестяванията.

В заключение, привидната липса на устойчивост на еврозоната на шокове е необходимо да се разглежда ретроспективно. Наблюдава се продължително намаление на колебанията в икономическия растеж, което води до по-леки кризи в световен мащаб. Нещо повече, независимо че скоростта на възстановяване след големи икономически спадове в САЩ и еврозоната е раз-

лична, размерът на натрупаните загуби в резултат на отклонението от производствения потенциал е сходен. Междувременно устойчивостта на еврозоната укрепва, което вероятно е плод на по-ефективната рамка на макроикономическата политика след създаването на ИПС. Стабилизираните инфлационни очаквания, ниските реални лихвени проценти и стабилните номинални валутни курсове в рамките на еврозоната стимулират вътрешното търсене и най-вече инвестициите при последния икономически спад. Съществуват и данни, че при кризи фискалната политика става в по-малка степен проциклична. Пазарната нееластичност все още има силно влияние върху производствения потенциал на икономиката, но отражението върху устойчивостта ѝ, изглежда, зависи както от характера на шоковете, така и от типа нееластичност.

Например ценовата нееластичност може да доведе до намаляване на устойчивостта на икономиката при шокове в предлагането, но това не е задължително да се случи при друг тип нееластичност и други видове шокове.

С различията в ценовата нееластичност при разнопосочна динамика на производителността (по-ускорена в САЩ и по-слаба в еврозоната) може да се обясни защо в САЩ икономиката възстановява равнището до потенциалното по-бързо, отколкото еврозоната след икономическия спад в началото на новото хилядолетие.

2.5. КУРСЪТ НА ЕВРОТО

След въвеждане на еврото на 1 януари 1999 г. курсът му отбелязва рязко намаление спрямо останалите основни валути (графика I.2.19). Спрямо щатския долар еврото достига най-ниската си стойност от 0.85 щ.д. за евро през юни 2001 г. В средата на 2002 г. курсът на еврото започва да се възстановява и въпреки че поскъпването на единната валута временно се преустановява през 2005 г., тя бързо възстановява възходящия си тренд, като през март 2008 г. временно поскъпва до около 1.60 1 щ.д.

Първоначалното поевтиняване ускорява реакциите на експертите, отговорни за провеждане на валутната политика, като това се изразява в интервениране на валутния пазар. С тези интервенции отново успешно се включва двупосоч-

Капа 1.2.3: Как структурната нееластичност влияе върху приспособяването към шокове

В изследването на *Grenouilleau et al. (2007)* се използва подходът на динамичните стохастични модели на общо равновесие (*dynamic stochastic general equilibrium models – DSGE*) за еврозоната и САЩ, за да се анализира начинът, по който различията в нееластичността в еврозоната влияят върху приспособяването ѝ към шоковете. Това се прави чрез симулиране на реакцията на еврозоната спрямо шоковете и съпоставяне на симулациите с получените въз основа на модифициран модел симулации, при които структурните параметри се свързват последователно с (по-еластичните) стойности за САЩ. Този подход насочва вниманието ни към три основни типа нееластичност: а) различия в коригирането (приспособяването) на разходите за труд (свързани например със законодателството за защита на заетостта); б) различия в ответната реакция от страна на предлагането на труд (дължащи се например на различни пределни данъчни ставки върху труда); и в) различия в нееластичността на цените. За да се илюстрира ролята на трите типа нееластичност, симулациите се прилагат към характерни шокове за съвкупната факторна производителност (шок от страна на предлагането) и общото търсене (шок от страна на търсенето).

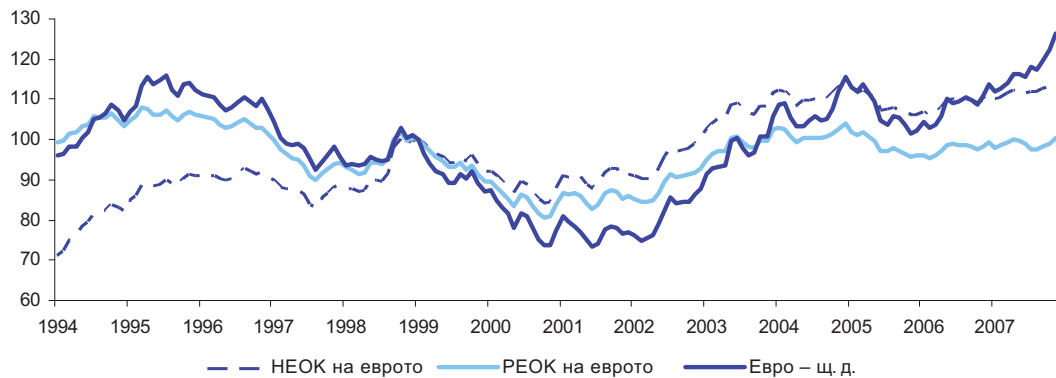
Симулациите показват, че различията в коригирането на разходите за труд влияят основно върху реакцията на заетостта и реалните заплати, докато въздействието им върху размера и скоростта на коригиране на БВП е малко. Например положителен шок от страна на производителността временно понижава заетостта. Тя допълнително спада, когато разходите за коригирането са по-малки. От друга страна, реалните заплати се покачват допълнително поради по-ниските разходи за коригиране. По тази причина чистият ефект върху разполагаемия доход и потреблението е сходен, като не се наблюдава съществена разлика в реакцията на БВП. Положителен шок за световната търговия ще влияе благоприятно върху заетостта. Това влияние ще се усилва при по-слабо коригиране на разходите за труд. Реалните заплати също се покачват при по-слабо коригиране на разходите за труд. Това води до малко по-бързо нарастване на вътрешното търсене при по-еластично търсене на труд и оттук до малко по-голям БВП.

Като цяло обаче различията в коригирането на разходите за труд водят единствено до неголеми промени във влиянието на шоковете от страна на световното търсене върху БВП.

Различията в ответната реакция от страна на предлагането на труд имат също слабо влияние върху размера и скоростта на коригиране на БВП. При икономика от типа на САЩ реалните заплати реагират по-слабо на шока от страна на производителността, защото предлагането на труд има по-слаби ограничителни функции. Освен това заетостта намалява допълнително при по-силна ответна реакция от страна на предлагането на труд, защото по-слабото нарастване на реалните заплати води до по-бавен прираст на потреблението. По-слабото нарастване на реалните заплати обаче стимулира инвестициите и компенсира недостига на потребление. Чистият ефект върху БВП е пренебрежимо малък. В случай на положителен шок от страна на общото търсене по-голямата еластичност на предлагането на труд води до това, че свързаната с растежа на заплатите инфлация реагира по-слабо на нарастването на заетостта. Въздействието на шока обаче е слабо и не се отразява върху реакцията на БВП.

За разлика от този тип нееластичност различията в нееластичността на цените са причина за значителните разлики в начина на коригиране на БВП в случай на шок от страна на производителността. Бързата реакция от страна на цените може да смекчи първоначалната отрицателна реакция на заетостта и по такъв начин да позволи на шока от страна на предлагането да разпростре в по-голяма степен влиянието си. Бързият спад на цените води до по-бързо нарастване на реалните заплати, което от своя страна стимулира прираста на общото търсене. При по-голяма нееластичност на цените коригирането на заетостта се забавя, тъй като на цените е необходимо повече време, за да достигнат новото си равновесно равнище, което води до спад в общото търсене през преходния период.

Графика I.2.19: Валутен курс евро/щ.д. и ефективен обменен курс към валутите на 41 държава (месечни данни; индекс, януари 1999 г.=100)



Източник: Европейска комисия.

ният риск в обменния курс на еврото (Begg et al. 2002) в съответствие с виждането, че при интервенции шансовете за успех са най-големи, в случай че: а) съществуват доказателства (споделяни от пазарните участници), че валутните курсове са определено небалансирани спрямо основните икономически показатели, б) са съпроводени с ясни послания, в) са предприети съгласувано, и г) са в съответствие с провежданата парична и фискална политика (Taylor 2004, Dominguez 2003, Sarno & Taylor 2001).

От ретроспективна гледна точка с помощта на лихвения диференциал много точно може да се обясни движението на курса щ.д./евро в определени периоди, но не е така с курса към останалите валути (Nautz & Ruth 2005, графика I.2.20). В периода на поевтиняване на еврото краткосрочните лихвени в САЩ са по-високи, отколкото в еврозоната. Реалният растеж на БВП и прогнозираният потенциал за растеж в САЩ също надхвърлят тези в еврозоната, което най-общо свидетелства за по-висока възвръщаемост на инвестициите. За това допринася и моделът „нова икономика“, при който се очаква, че чувствителното повишаване на производителността ще осигури устойчив и бърз прираст на производството при ниско равнище на инфлация (Corsetti & Pesenti 1999, Corsetti 2004, European Commis-

sion 2004). След като движението на лихвения диференциал се обърна в противоположна посока и моделът „нова икономика“ загуби от блясъка си при спукването на „дотком“ балона и засилване на опасенията, свързани с увеличаването на дефицита по текущата сметка в САЩ, курсът на еврото започна да се покачва. Към 2005 г. краткосрочните лихвени проценти в САЩ отново са по-високи от тези в еврозоната, а еврото отново поевтинява спрямо щатския долар.

Графика I.2.20: Краткосрочен лихвен диференциал в еврозоната и САЩ и годишно процентно изменение на валутния курс евро/щ.д.



Източник: Европейска комисия.

Таблица 1.2.4:
Колебливост на тримесечния номинален ефективен обменен курс спрямо валутите на 24 индустриални държави (стандартно отклонение, %)

Еврозона и държави-членки												
	EUR	BLF	DEM	GRD	ESP	FRF	IEP	ITL	NLG	ATS	PTE	FIM
1980–1989 г.	3.1	1.6	1.9	3.5	2.3	2.0	1.9	1.7	1.5	1.2	2.5	1.6
1990–1998 г.	2.5	1.3	1.6	1.7	2.1	1.3	2.0	3.2	1.2	1.0	1.4	3.0
1999–2007 г. (q2)	2.4	0.9	1.2	1.1	0.9	1.1	1.5	1.1	0.8	0.7	0.8	1.1
Извън еврозоната												
	GBP	USD	JPY	CHF	SEK	DKK	NOK	TRY	CAD	MEX	AUD	NZD
1980–1989 г.	3.8	3.5	4.2	2.8	2.6	2.0	1.6	6.7	1.6	9.9	5.0	4.2
1990–1998 г.	3.1	2.9	5.3	2.4	3.4	1.6	1.5	6.9	1.7	6.9	3.9	2.7
1999–2007 г. (q2)	1.5	2.2	3.4	1.4	1.8	1.0	2.2	8.8	2.6	2.9	2.9	3.7

Преди 1999 г. еврото представлява синтетична валута.
Източник: Европейска комисия.

От 2006 г. насам еврото поскъпва значително, докато лихвеният диференциал в полза на САЩ се свива. По това време обаче еврозоната най-накрая излиза от продължителния период на слаб икономически растеж, а опасенията, свързани с трайно нарастване на дефицита по текущата сметка на САЩ, се засилват. Съмненията относно устойчивостта на това неравновесие нарастват, а увеличаването му може да означава начало на навлизане на американската икономика в период на рецесия. С тези явления може да се обясни рязкото поскъпване на еврото през последните месеци наред с обратна динамика на лихвения диференциал в противоположна посока поради значително разхлабване на паричната политика в САЩ.



Иконометричният анализ показва, че поскъпването на еврото не е основният фактор за забавяне на оживлението. През периода 2001–2006 г. износът на еврозоната всяка година намалява средно с 0.8 пр.п. в резултат от поскъпване на еврото. За същия период силното търсене в световен мащаб допринася за увеличаване обема на годишния износ на еврозоната с 6 пр.п. (*European Commission 2007c*). И търговското салдо на еврозоната е леко положително през всички години след приемането на еврото през 1999 г. Очевидно по-нататъшното поскъпване на еврото успоредно с наблюдаваното забавяне на световната икономика би могло да засегне по-силно износа на еврозоната в краткосрочен план.

Периодично се появяват опасения, свързани с прекомерната колебливост на валутния курс на еврото, но те не се потвърждават от действителната му динамика. Амплитудата на тримесечните колебания на номиналния ефективен обменен курс (НЕОК) на участващите в еврозоната страни през 80-те и 90-те година отбелязва намаление, а след въвеждане на еврото продължава да се свива във всяка от страните (таблица 1.2.4)⁷. Намаление от същия мащаб се забелязва и при ефективните валутни курсове на страните от ЕС извън еврозоната. Дневните колебания на повечето валути към щатския долар съ-

⁷ Независимо че по дефиниция движението на двустранния валутен курс във всички държави-членки от еврозоната е еднакво след приемането на еврото, динамиката на техните ефективни валутни курсове може да се различава предвид географската ориентация на износа им, което налага изчисляването на ефективен валутен курс.

що отслабват (графика I.2.21). През 90-те години силни колебания на валутните курсове се наблюдават през 1992 г. (по времето на последния спад, регистриран в ЕПС), но след това колебанията в курсовете на всички валути, заменени от еврото, бързо отслабват и към 1997 г. достигат най-ниската си стойност за последните 20 години. Като цяло това равнище на дневни колебания на еврото се запазва от 1999 г. насам. Накратко, динамиката на обменния курс на еврото като цяло е в съответствие с основните икономически показатели, като лихвен процент и диференциал на икономическия растеж. Нещо повече, към настоящия момент колебанията на валутния курс не са нетипични и са относително слаби в ретроспективен план.

3. СИНХРОННОСТ НА БИЗНЕС ЦИКЛИТЕ

3.1. ВЪВЕДЕНИЕ

Провеждането на единна парична политика в рамките на ИПС изисква достатъчна степен на синхронност на бизнес цикъла в отделните икономики. След въвеждането на единната валута се обръща сериозно внимание на въздействието на еврото върху икономическите структури и резултатите от тяхната дейност. Въпросът е дали еврото е ускорило някои оздравителни процеси, довели с времето до сближаване на участващите държави.

От гледна точка на теорията на оптималните валутни зони (ОВЗ – виж каре I.3.1) въпросът е дали рейтингът по ОВЗ на държавите от еврозоната се е подобрил. *Frankel & Rose (1998)* дават начален тласък на задълбочени изследвания на т.нар. „ендогенност на оптималните валутни зони“, като насочват вниманието си върху последиците от задълбочената търговска интеграция след създаването на паричен съюз. Те представят емпирични доказателства в подкрепа на факта, че по-интензивната двустранна търговия е свързана с по-силно обвързани бизнес цикли чрез презграничното разпространяване на шоките от страна на търсенето. *Corsetti (2008)* показва, че сближаването в моделите на потребление (и разходи) намалява разходите за участие във валутната зона.

От друга страна, интеграцията в областта на търговията може да способства за развитието на междутрасловата търговска специализация и по-този начин да увеличи възможността за появата на специфични за страните отраслови шокове. Подобна теоретична двузначност се отнася за влиянието на финансовата интеграция върху синхронността на бизнес циклите. Въпреки че финансовата интеграция насърчава презграничната диверсификация на портфейлите и по този начин подпомага синхронизирането чрез потреблението на общото търсене в рамките на зоната, тя може да има и причинно-следствена връзка с промишлената специализация, като позволява на държавите да се специализират, без да са подложени на по-висока колебливост на доходите (*Kalemli-Ozcan et al. 2004*).

Engel и Rose (2002) установяват пряка причинно-следствена връзка между валутните съюзи и синхронността на бизнес цикъла в отделните държави, докато *Darvas, Rose & Szapàry (2005)*

заклучават, че държави със сходни бюджетни позиции като правило имат по-силно обвързани бизнес цикли. Ето защо сближаването на макроикономическата политика, произтичащо от маастрихтските критерии и Пакта за стабилност и растеж като координационна рамка на ИПС, би могло да доведе до намаляване на породените от политиката на асиметрични шокове, а оттам – и до по-голяма синхронност между държавите. Следователно могат да се намерят и други източници на ендогенност на ОВЗ освен търговията и финансовата интеграция.

Почти десет години след въвеждането на еврото можем да започнем критично да оценяваме влиянието на единната валута върху синхронността на бизнес циклите в еврозоната. Следва да се направят обаче няколко уговорки. Първо, въвеждането на еврото е сравнително скоросен процес на преминаване към нов режим, чиито последиствия все още не са намерили пълно проявление. Второ, много трудно е да се разграничи влиянието на еврото от други важни фактори, като Програмата за развитие на вътрешния пазар, революцията в областта на информационните технологии, либерализирането на международните капиталови пазари или всеобщата глобализация.

3.2. ИЗМЕРВАНЕ СИНХРОННОСТТА НА БИЗНЕС ЦИКЛИТЕ

В научната литература се предлагат различни методи за изследване на проблема за синхронността на бизнес циклите. В началото е важно да се намери начин за измерване на бизнес цикъла. Широко разпространено виждане се основава на допускането, че динамичните статистически редове с икономически данни могат да се разложат на сума от свързани с тенденциите, циклични и случайни компоненти. Като отклонение на изгладения динамичен ред от неговия тренд цикличният компонент тогава се отнася за „цикъла на растежа“.⁸ Друго виждане отхвърля разлагането на трендове и цикли и определя бизнес цикъла от гледище на повратната точка (точката на пречупване на тренда) на първона-

⁸ Не съществува обаче единно мнение по въпроса, как на базата на данните да се оцени трендът, така че по емпиричен начин да се получи множество от различни цикли на растежа.

Капе I.3.1: Теорията за оптималната валутна зона и значението ѝ за синхронизирането на бизнес циклите

Теорията за оптималната валутна зона (ОВЗ, *Mundell* 1961)* претегля ползите от приемането на единна валута спрямо цената на отказа от независима парична политика. Ползите от паричната интеграция се състоят на първо място в намалените разходи за трансакции и информация и засилената ценова прозрачност, която насърчава търговията и конкуренцията. Ползите (нарастването на ефективността) са по-високи, когато желаещите да се присъединят към валутния съюз държави са интегрирани във висока степен. От друга страна, колкото по-големи са разходите, толкова по-несиметрични са бизнес циклите на държавите и по-малко гъвкави са икономиките по отношение на приспособяването им към асиметричните шокове. Разходите са в същността си главно макроикономически и възникват, тъй като характерът на единната парична политика не може ефикасно да изгладя различията в позициите на отделните икономики спрямо фазата на цикъла. Държавите с висока степен на икономическа интеграция, синхронност на бизнес циклите или обща гъвкавост (по отношение на цени, заплати и факторна мобилност) считат за изгодно при равни други условия да използват една и съща валута. Позицията на групата от държави по отношение на тези три измерения определя техния рейтинг по ОВЗ.

Степента на икономическа интеграция и синхронност на циклите в паричния съюз се променя във времето. Докато за неоспорим се счита фактът, че икономическата интеграция като правило се засилва сред държавите, формиращи валутен съюз, съществуват разногласия по въпроса за влиянието ѝ върху синхронизирането на бизнес циклите. Докато ендегенната теория за ОВЗ на *Frankel* и *Rose* (1998) предвижда по-силна синхронизация благодарение на по-интензивната търговия, играеща ролята на канал за разпространение на общите шокове от страна на търсенето, алтернативното виждане на *Krugman* (1993) привежда доводи в полза на по-слаба синхронност вследствие по-високата специализация, допринасяща за асиметрични специфични за отрасъла шокове. Накрая, могат да действат и институционални сили, които засилват гъвкавостта на икономиките, участващи във валутния съюз. По-конкретно, съществуването на паричния съюз и неговата координационна рамка биха могли да насърчават съществуващите структурни реформи, включително тези на стоковия пазар и пазара на труда. Доколкото това спомага за по-бързото абсорбиране на шоковете, разпространяването им сред държавите може да става по-симетрично, което представлява друг потенциален източник на ендегенност на ОВЗ.

* За преразглеждане на дискусиата относно ОВЗ виж *Corsetti* (2008) и *Mongelli* (2008).

чалните динамични статистически редове. По такъв начин „класическият цикъл“ е двоичен динамичен ред, състоящ се от нули и единици и обозначаващ съответно състояния на спад и оживление.⁹ Направеният в тази глава анализ на синхронността на бизнес циклите в еврозоната ще се основава на циклите на растежа, като следва доминиращия в научната литература подход.¹⁰ Предимство на подхода на разлагане е фактът, че очакваният цикъл на растежа е кон-

¹⁰ Виж например изследванията на *Artis & Zhang* (1997, 1999), *Inklaar & De Haan* (2001), *Massmann & Mitchell* (2002, 2004), *Kaiser* (2005). В потвърждение на заключението на *Canova* (1998), че отличителните характеристики на бизнес цикъла зависят от начина на измерване, *Massmann & Mitchell* (2004) при изучаване и на двата измерителя – този на цикъла на растежа и на класическия цикъл, откриват, че циклите на държавите от еврозоната имат различни характеристики в зависимост от използвания за определянето им подход. Въпреки това тяхното по-нататъшно изследване на сближаването на бизнес циклите в еврозоната разкрива значителни сходства между алтернативните измерители на цикъла.

⁹ Емпирично този подход зависи и от някои избрани параметри, в частност правилото за цензуриране, което предвижда минимална продължителност на фазите на бизнес цикъла.

цептуално близък на отклонението от потенциала (*output gap*), измерващо процентното отклонение на съвкупното промишлено производство от потенциалното му равнище и играещо важна роля при наблюдението на парите и бюджета. Освен това този измерител на цикъла неизменно включва повече информация, отколкото двоичните динамични статистически редове на фазите на цикъла. По тази причина базираните на цикъла на растежа измерители на синхронността следва да обхващат и резултатите, получени въз основа на класическия цикъл.

Вторият въпрос е как да се измерва общото производство. Тук ще се използват както БВП, така и промишленото производство (ПП). Като се има предвид тясната взаимовръзка на ПП с БВП, неговата месечна цикличност и фактът, че промишленият отрасъл е причина за по-голямата част от цикличните промени, повечето изследвания използват цикличния компонент на ПП. От друга страна, активно търгуващият промишлен сектор, който в по-голяма степен е изложен на външни шокове, може да поражда тенденция към асинхронност между държавите за разлика от по-широкия доминиран от услугите БВП.

Третият въпрос е как да се измери степента на синхронност или сходната динамика между бизнес циклите. Предположенията на учените включват анализ на дисперсията между отделните бизнес цикли или корелацията им във времето. Други изследователи търсят доказателства за нарастване значението на общ фактор, задвижващ отделните бизнес цикли.



Анализът на дисперсията изисква да се вгледаме в динамиката на стандартната дисперсия на отклонението от потенциала в държавите от еврозоната. Колкото е по-малка стандартната дисперсия в дадена точка от времето, толкова по-близо се струпват отделните цикли. Имайки предвид важността на отклонението от потенциала за общата парична политика, неговото успоредно движение може да бъде много подходящ измерител за степента на сближаване на циклите в еврозоната. Важно е да се отбележи обаче, че този измерител зависи от скалата. За дадено равнище на сближаване на цикличните редове стандартното отклонение по държави ще нараства (намалява) пропорционално на нарастването (намаляването) на амплитудата на отделните цикли.¹¹ Както е показано в графика I.3.1, дисперсията на отклонението от потенциала в еврозоната намалява значително от началото на 90-те години и остава на исторически ниски равнища около 2002 г. Това наблюдение обаче отразява по-скоро общото намаляване на амплитудата на цикличните колебания в индустриализираните държави, отколкото продължаващото засилване на синхронността на бизнес циклите в еврозоната.¹² Коефициентът на корелация не зависи от скалата на разглежданите динамични редове и затова е по-подходящ за измерване действителната степен на сближаване по отношение на бизнес цикъла, т.е. дали циклите са с една и съща периодичност и фази независимо от възможните промени в амплитудата.¹³ Коефициентите на корелация на двойки променливи (бинарни коефициенти) могат да се изчислят за малко на брой подпериоди или за ред от последователни (плъзгащи се) периоди (прозорци) с фиксирана (определена) дъл-

¹¹ Това следва пряко от математическите свойства на стандартното отклонение като положителен корен квадратен от вариацията. Ако X е извадково наблюдение (отклонение от потенциала) във време t и a обозначава постоянен фактор за мащаба на нарастване на тяхната амплитуда, то $Var(aX) = a^2 Var(X)$ и следователно $stdev(aX) = a \cdot stdev(X)$.

¹² За последния анализ на намаляващата колебливост на прираста на производството в еврозоната виж *European Commission (2007d)*.

¹³ Това следва пряко от определението за коефициент на корелация. Ако $cor(x,y) = r$ и a е константа, увеличаваща амплитудата на динамичните редове, тогава $cor(ax, ay) = cov(ax, ay) / (Var(ax) Var(ay))^{1/2} = a^2 cov(x,y) / (a^2 Var(x) a^2 Var(y))^{1/2} = cov(x,y) / (Var(x) Var(y)) = r$.

жина. Последните предоставят възможност за непрекъснато наблюдение на тенденциите във времето. За да се обобщят всички възможни бинарни коефициенти на корелация за група държави, може да се изчисли средна величина. Нарастването на средната корелация може да се счита като свидетелство за засилване на синхронността.

Основаният на коефициентите на корелация подход е стандартен начин за изследване на проблема със синхронността на бизнес циклите в еврозоната и в други части на света. Този измерител обаче също има някои недостатъци. Получените резултати могат да бъдат твърде чувствителни към продължителността на избраните плъзгащи се периоди – виж например *European Commission (2006a)*. Докато по-дългите периоди изглеждат по-надеждни, тъй като се основават на повече данни, съществува опасност от изглаждане на важни средносрочни изменения в синхронността. Корелациите, основани на по-къси периоди, са по-чувствителни към кратки и средносрочните отклонения и тъй като могат да се изчисляват за период, който е по-близък до края на извадката от данни, позволяват да се направи анализ на последните тенденции. Ако обаче периодът е по-кратък от средната дължина на самия цикъл, леки промени във фазите на иначе идентични цикли могат да доведат до системни, но изкуствени спадове на измерителя в цикличната фаза на икономически подем.

Получилият популярност в последните години трети подход към изучаването на синхронността на бизнес циклите се основава на моделите на динамичните фактори. Общите тенденции и цикли в еврозоната се оценяват на базата на големите национални бази данни и се използват за оценка на общите тенденции заедно с тези на национално равнище. Резултатите от изследването на *Eickmeier (2005)* относно промените в значението на общите фактори в еврозоната при тълкуване на растежа на националния БВП от 1981 г. до 2003 г. са разнородни по държави. По отношение на растежа на общия БВП на еврозоната значението на общите фактори изглежда голямо, но твърде стабилно в целия модел. *Bruneau, De Bandt & Flageollet (2006)* разкриват, че оцененият общ цикличен компонент на еврозоната е свързан в по-голяма степен с циклите на растежа в Германия, Франция и Италия в периода 1992–2003 г., отколкото в периода

1980–1991 г. Те тълкуват това като доказателство за факта, че държавите са станали по-чувствителни към общите шокове за еврозоната в унисон с процеса на сближаване през 90-те години.

С цел по-внимателното проследяване на източниците на асинхронност между бизнес циклите на еврозоната могат да се използват структурни модели за разлагане по държави на хетерогенността на екзогенни източници на вариация, т.е. специфични за страните шокове, и хетерогенни реакции на общите шокове. Относителното значение на различните видове шокове може да се изследва, като се използват дисперсията на разлагането и анализът на реакцията спрямо импулса. Като използват различни стратегии за моделиране, *Giannone & Reichlin (2006)* и *Eickmeier (2006)* правят логичното заключение, че общите шокове имат най-голямо значение за тълкуване на колебанията в производството и цените на държавите от еврозоната, докато устойчивите специфични странови шокове са основният източник на запазващата се хетерогенност по страни. Несиметричното разпространяване на общите шокове по всяка вероятност играе по-маловажна роля.

По-нататък в тази глава вниманието ще бъде съсредоточено върху дескриптивния анализ на динамиката на взаимовръзката (корелацията) между циклите в еврозоната и между нея и други държави.

3.3. НЕОТДАВНАШНА ДИНАМИКА НА КОРЕЛАЦИЯТА НА ЦИКЛИТЕ И ОСОБЕНОСТИ НА БИЗНЕС ЦИКЪЛА

Графика I.3.2 показва динамиката на средната бинарна корелация на циклите на ПП в еврозоната, изчислена за плъзгащи се периоди от четири и шест години.¹⁴ Първоначалният четиригодишен период обхваща юли 1975 г. – юли 1979 г. (юли 1981 г. за шестгодишния период); последният период оценява синхронността на циклите в периода юли 2003 г. – юли 2007 г.

¹⁴ Наличните месечни данни за ПП са от юли 1975 г. до юли 2007 г. и се отнасят за 11 държави от еврозоната (с изключение на Люксембург и Словения). Използва се честотният вариант на филтъра на *Hodrick/Prescott*, за да се изведат свързаните с бизнес цикъла колебания от логаритмите на динамичните редове.

(юли 2001 г. – юли 2007 г. за шестгодишния период). За да се добие вярна представа за динамиката на синхронността вследствие конкретни събития, корелациите са центрирани в средната точка на тези интервали. Така последната средна точка за шестгодишния период характеризира синхронността в еврозоната около средата на 2004 г., докато за по-краткия период това е средата на 2005 г.

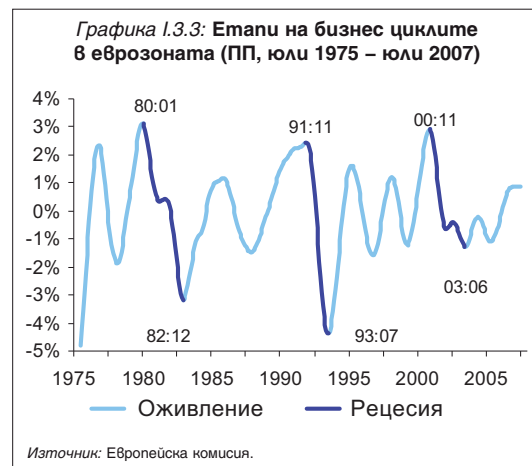


При разглеждане на графиката е интересно да се проследи връзката между динамиката на корелацията и политическата рамка и/или конкретни икономически събития. Периодът на намаляваща корелация в началото на 80-те години до 1986 г. може да се характеризира като период, в който Европейската парична система (ЕПС) е твърде нестабилна поради преизчисляването на редица централни валутни курсове. Същевременно намаляващата корелация на цикъла между отделните държави вероятно се дължи в по-голяма степен на несиметричното влияние на вторичния шок вследствие цената на петрола.

Чувствителното нарастване на средните стойности на корелацията на циклите в края на 80-те години се отчита за период, когато ЕПС е относително стабилна и надеждна и не се наблюдава преизчисляване на централните валутни курсове. По-чувствителният четиригодишен период обозначава временни фази на асинхронност след обединението на Германия през 1990 г. и по време на свързаните с Валутния механизъм сътресения от 1992–1993 г. Следващият голям спад на корелацията около 1997 г. съвпада с кризата на азиатските възникващи пазари и отразява разнопосочните последици, които кризата има в от-

делните държави от еврозоната.¹⁵ Последващият трети етап от ИПС се характеризира с твърде стабилно увеличаване на синхронността на бизнес циклите до 2003 г., когато се наблюдава внезапен спад на корелацията помежду им. Докато по-голямата корелация след края на 90-те години вероятно се дължи на влиянието на засилването на търговията и на финансовата интеграция вследствие Програмата за развитие на вътрешния пазар и ИПС, както и на по-доброто координиране на макроикономическата политика в еврозоната, няма очевидна причина за последващото отслабване на синхронността, наблюдавано към 2003 г. Машабът на тази асинхронност е значителен през четиригодишния период на корелация. След 2004 г. обаче графиката ясно показва възстановяване на синхронността в еврозоната.

За да се покаже връзката между динамиката на синхронността и характерните особености на бизнес цикъла, графика 1.3.3 илюстрира фазите на бизнес цикъла в еврозоната, определени чрез честотен филтър на Hodrick/Prescott.¹⁶

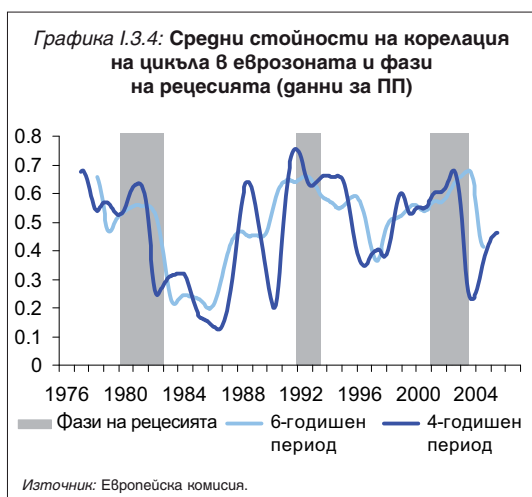


Става ясно, че докато рецесията на бизнес цикъла в еврозоната като правило е кратка и внезапна, фазите на оживление обикновено продължават по-дълго и еволюират в миницикъл. Като се има предвид различната скорост на приспособяване на отделните държави след рецесия, е трудно да се определи общият модел на по-голяма дис-

¹⁵ Освен това намаляването отразява началото на етап на сериозни различия между Гърция и останалата част на еврозоната; виж по-долу анализа на тенденциите в развитието на синхронността по страни.

¹⁶ За подробни разяснения виж Gayer (2007).

персия на цикъла по държави в период на оживление. *Duval & Elmeskov* (2006) например твърдят, че по-малките открити икономики са по-гъвкави и се възстановяват по-бързо от рецесията по пътя на естествено приспособяване чрез ендеогенни промени в конкурентоспособността и външната търговия. От друга страна, структурната нееластичност може да намали скоростта на приспособяване към шоковете. Освен това установено е, че малките държави осъществяват повече и по-бързи структурни реформи, докато по-бавните реформи в по-големите държави могат да затруднят механизмите на приспособяване.



На фона на тези факти графика 1.3.4 преразглежда изменението на корелацията от графика 1.3.2, като я съпоставя с тази във фаза на рецесия от графика 1.3.3. В действителност трите фази на рецесия се характеризират с по-висока степен на корелация между държавите и отгук с по-голяма синхронност на бизнес цикъла. След рецесия корелацията между страните като правило намалява.

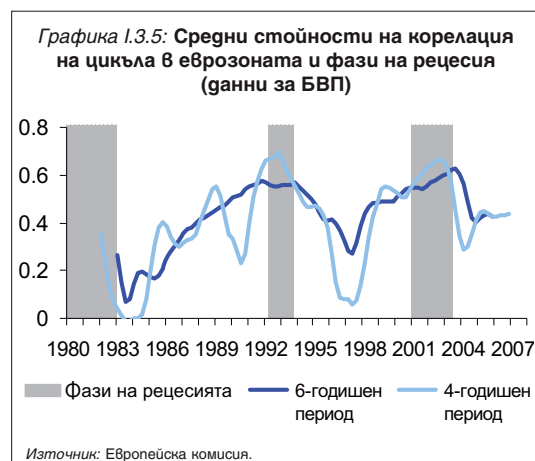
Таблица 1.3.1:
Средни стойности на корелация на бизнес циклите в еврозоната при оживление и рецесия

Средни стойности на корелация	Прозорци на корелация	
	6-годишен период	4-годишен период
По време на оживление	0.46	0.44
По време на рецесия	0.59	0.57
Общо	0.50	0.47

Таблица 1.3.1 дава оценка на обхвата на този модел, като показва средните равнища на корелация в еврозоната по време на оживление и рецесия. Става ясно, че средната стойност на корелация в еврозоната е средно с 13 пр.п. по-нис-

ка по време на оживление, отколкото при рецесия. В относително изражение това съответства на отслабване на синхронността на бизнес циклите в периоди на оживление с малко над 20% спрямо равнището през предходния период на рецесия.

Ето защо съществуват известни доказателства, макар и основани само на три цикъла в еврозоната, че наблюдаваното отслабване на синхронността на бизнес циклите след последния икономически подем в средата на 2003 г. може частично да бъде обяснено с периодично повтарящия се модел на временна асинхронност при цикличния спад в резултат от различната скорост, с която държавите се приспособяват към общите шокове.



В допълнение на основания на промишлеността анализ графика 1.3.5 показва средната стойност на корелацията на двойка странови показатели от тримесечните динамични редове на БВП.¹⁷ Чувствителното нарастване на средната стойност на корелацията се наблюдава от сре-

¹⁷ Тримесечните данни за БВП обхващат периода от първото тримесечие на 1980 г. до второто тримесечие на 2007 г. за осем държави от еврозоната – Белгия, Германия, Гърция, Италия, Испания, Нидерландия, Финландия и Франция. За Австрия, Ирландия и Португалия е направен частичен анализ, като са използвани по-кратки динамични редове. Всички тримесечни редове на БВП са допълнени с шест прогнози за второто тримесечие на 2007 г. – четвъртото тримесечие на 2008 г. от прогнозата на ЕК от пролетта на 2007 г. Средната точка за шестгодишния интервал характеризира синхронността в еврозоната около четвъртото тримесечие на 2005 г., а за по-краткия период това е четвъртото тримесечие на 2006 г.

дата на 80-те до началото на 90-те години, след което настъпва стабилизиране. По същия начин корелацията, изчислена за четиригодишния период, реагира по-бързо на краткосрочните отклонения (например обединението на Германия през 1990 г.). След отслабването ѝ към 1997 г. до 2003 г. синхронността отново се подобрява. В периода 2003–2004 г. свързаността на бизнес циклите твърде рязко намалява, но се възстановява и стабилизира на равнище около 50% след 2004–2005 г. Анализът на компонентите на БВП показва, че намаляването на корелацията на циклите между държавите е резултат от намаляващата корелация на частното потребление и инвестициите и от раздробяването на нетния износ, настъпило още около 2000–2001 г. Важно е да се отбележи, че частичното възстановяване синхронността на циклите при всички компоненти, включително износ и внос (но не и нетен износ), което започва около 2004 г., се възпроизвежда в съответните стойности на корелацията.

Ако се разгледат фазите на рецесия въз основа на повратните точки при цикличния компонент на БВП в еврозоната,¹⁸ от графика I.3.5 може да се изведе общ модел на намаляваща средна корелация в еврозоната непосредствено след като фазите на рецесия доближават края си, т. е. след като е преминала най-ниската точка. Ако този модел преобладава през текущия бизнес цикъл, то следва да се очаква засилване на корелацията в следващия етап на оживлението и последващия го спад.

Конкретният анализ по държави на динамиката на корелацията показва, че по-големите страни продължават да се развиват синхронно въпреки някои признаци на временна асинхронност при Франция и Испания. Разглеждайки всички държави, се вижда, че картината на относително широко разпространена, но временна асинхронност на цикличните сили в еврозоната се дължи главно на изключително специфични тенден-

¹⁸ Повратните точки на филтрираните по *Hodrick/Prescott* тримесечни динамични редове на БВП (най-високи стойности през първото тримесечие на 1980 г., първото тримесечие на 1992 г. и четвъртото тримесечие на 2000 г. и най-ниски през четвъртото тримесечие на 1982 г., третото тримесечие на 1993 г. и второто тримесечие на 2003 г.) напълно съответстват на изведените от съответните филтрирани месечни динамични статистически редове на ПП.

ции в развитието на някои периферни държави (Гърция, Финландия и Ирландия).

3.4. СТИМУЛИРА ЛИ ЕДИННАТА ВАЛУТА ПРОЦЕСА НА СИНХРОНИЗИРАНЕ В ЕВРОЗОНАТА

Въпросът, дали въвеждането на единната валута влияе върху синхронността на бизнес циклите в еврозоната, може да се разгледа от два различни ъгъла. Първо, може да се направи сравнение между синхронността в еврозоната преди и след въвеждането на еврото. Второ, равнището на синхронност в еврозоната може да се съпостави с това на по-големите държави извън нея.

Ето защо първият въпрос е дали синхронността на бизнес циклите в еврозоната е по-голяма в периода след 1 януари 1999 г. в сравнение със съответния референтен период. На база установените модели на повтарящо се периодично засилване и отслабване на синхронността в течение на бизнес цикъла може да се направи съпоставка между средната корелация в еврозоната през периода 1999–2008 г. и средната корелация през съответния десетгодишен период на предходния цикъл. Както се вижда от графика I.3.5, въвеждането на еврото през 1999 г. става приблизително четири и половина години преди последния цикличен спад от второто тримесечие на 2003 г., когато циклите започват да се редуват. Съответният референтен период около предходния спад в средата на 1993 г. трае от 1989 г. до 1998 г. и е в пълен синхрон с икономическата обосновка, представена в глава I.1 относно сравнението на първите десет години от ИПС с предхождащите ги десет години.

Таблица I.3.2:

Средна корелация на циклите в еврозоната при последователни цикли

БВП	-	1989–1998	1999–2008
	-	0.56	0.60
ПП	1978–1986	1989–1997	1999–2007
	0.48	0.59	0.61

Източник: Европейска комисия.

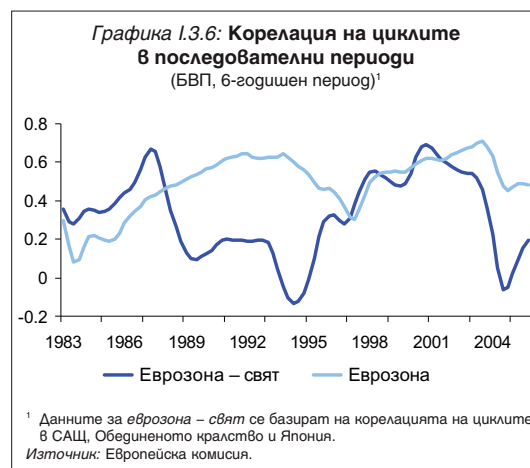
В таблица I.3.2 е направено сравнение между средните стойности на корелация в еврозоната, изчислени през двата десетгодишни периода. Средната корелация на циклите между държавите в еврозоната нараства от 0.56 през 1989–1998 г. до 0.60 през 1999–2008 г. на база

цикъла на БВП. Необходимо е обаче да направим уговорката, че последните шест координати от периода след въвеждането на еврото (трето тримесечие на 2007 г. – четвърто тримесечие на 2008 г.) все още се основават на прогнозни данни за БВП. Освен това Португалия и Ирландия следва да се изключат от изчисленията, тъй като не разполагаме с тримесечни данни за БВП на тези страни преди средата на 90-те години. По отношение на основаните на ПП странови цикли, които обхващат периода до юли 2007 г., не разполагаме с надеждни прогнозни данни за месеците до края на 2007 г. и за 2008 г. По тази причина сравнението се прави на базата на леко съкратени периоди, а именно януари 1999 г. – юли 2007 г. и януари 1989 г. – юли 1997 г. Имайки предвид обаче наличието на по-ранни данни за ПП, може да се върнем един цикъл назад и да изчислим средната корелация в еврозоната през по-ранния референтен период, започващ в средата на 1978 г. Той отново е четири и половина години преди цикълът да достигне най-ниската си точка през декември 1982 г. Както показва таблица I.3.2, корелацията между циклите на ПП в държавите от еврозоната нараства значително от първия период през 1978–1986 г. (0.48) до втория през 1989–1997 г. (0.59), като след въвеждането на еврото продължава леко да се увеличава до 0.61 през периода 1999–2007 г.

Дори и да приемем, че получените за корелацията резултати зависят преди всичко от избраните периоди, общата картина е твърде недвусмислена. В съответствие с предходните резултати за динамиката на корелацията синхронността между страните от еврозоната показва значително засилване от края на 80-те до края на 90-те години, което показва влиянието на Програмата за развитие на вътрешния пазар върху търговията и финансовата интеграция. От началото на третия етап на ИПС през 1999 г. синхронността между държавите продължава да нараства, макар и със значително по-бавни темпове. Видимото стабилизиране на високи равнища вероятно отразява обстоятелството, че стимулиращият ефект от вдигането на търговските бариери вече се проявява с пълна сила. Като цяло е трудно да се разграничи влиянието на еврото от базовото въздействие на интеграцията, свързано с Програмата за развитие на вътрешния пазар. Във всички случаи от

анализа не може да се направи изводът, че е възможно общата валута да е стимулирала продължителна асиметрия между държавите независимо дали чрез влиянието на специализацията, или чрез разнопосочните въздействия на общите парични импулси.

Сравнителният анализ на развитието на еврозоната с това извън нея показва, че специфичните за еврозоната и Европа тенденции следва да се обособят от тези в световен мащаб. През последното десетилетие в държавите от ОИСР се наблюдава чувствително сближаване на циклите благодарение на засилващата се търговска и финансова интеграция, както и на мощните общи шокове. По подобен начин *Artis* (2005) открива признаци на възникващ „световен бизнес цикъл“, като предполага, че при наличието на по-голям синхрон в бизнес циклите не е ясно дали това се дължи на специфични за региона сили, или на световни тенденции. По същия начин изводът за неотдавнашния спад на синхронността в еврозоната би могъл да отразява подобни тенденции в световен мащаб.



Графика I.3.6 илюстрира средните стойности на корелацията на цикъла между еврозоната, от една страна, и по-големите държави извън нея, от друга (еврозоната – свят), наред с корелацията на циклите в рамките на еврозоната (еврозоната). Големото разминаване между двете криви от края на 80-те до края на 90-те години показва специфичния процес на синхронизиране на циклите в еврозоната през този период. Както предполагат *Mélitz* (2004) и *Kalemli-Ozcan et al.* (2004), това нарастване на симетрията на бизнес циклите в еврозоната през 90-те години вероятно

отразява по-силната икономическа интеграция и координирането на политиката по време на подготовката за ИПС и през ранния етап на съществуването му.

Същевременно бързото сближаване след средата на 90-те години на бизнес циклите в световен мащаб и произтичащото от него високо равнище на синхронност за *еврозона – свят*, постигнато около 2000 г., показва, че синхронността в рамките на еврозоната вероятно е под благотворното влияние на глобалните тенденции към синхронност, стимулирани от мощните общи шокове, като например световния бум в информационните технологии от края на 90-те години и последващия крах на много интернет компании, както и терористичния акт от 11 септември. От 1997 г. до 2002 г. свързаността на бизнес циклите като средна величина е еднакво висока както между еврозоната и САЩ, Обединеното кралство и Япония, така и в рамките на еврозоната.

Последвалият спад в стойността на корелацията вътре в еврозоната и в *еврозона – свят* след 2003 г. показва, че временното разминаване на бизнес циклите в паричния съюз е съпроводено с паралелно, но много по-силно изразено разминаване между еврозоната като цяло и останалия свят. Средната стойност на корелация на *еврозоната – свят* временно спада под нулата и остава на ниско равнище до края на наблюдението. Видимият временен, но твърде силен спад в синхронността на бизнес циклите в еврозоната следва да се анализира донякъде и на фона на доста по-силно изразеното намаляване на синхронността между еврозоната и останалия свят. Очакваното относително сближаване на циклите в рамките на паричния съюз показва ясно изразено устойчиво сближаване на бизнес циклите в еврозоната.

Така емпиричните данни не подкрепят хипотезата, че по-големият синхрон в еврозоната е просто страничен продукт на глобализацията. Въпреки че синхронността на циклите в света рязко се засилва от средата на 90-те години, доближавайки се по-късно през десетилетието плътно до тази на еврозоната, опитът от последните години показва временния характер на тази тенденция. Нещо повече, в еврозоната бизнес циклите се сближават относително повече, отколкото в сравнение с глобалните.

Таблица 1.3.3:
Корелация на циклите в еврозоната и на държави извън нея

	еврозона – JP	еврозона – UK	еврозона – САЩ	средно еврозона
1989–1998	0.46	0.06	-0.18	0.11
1999–2008	0.56	0.65	0.35	0.52
				0.60

Забелжка: JP – Япония; UK – Обединено кралство.

Източник: Европейска комисия.

В таблица 1.3.3 се съпоставя равнището на корелация между циклите на еврозоната и тези на САЩ, Обединеното кралство и Япония през двата десетгодишни периода преди и след въвеждането на еврото. Както се очаква от представените в графика 1.3.6 стойности на корелацията при последователни интервали, еврозоната е значително по-тясно свързана със САЩ, Обединеното кралство и Япония след 1999 г., отколкото през предходния десетгодишен период. Като се има предвид твърде високото равнище на синхронност в рамките на еврозоната преди 1999 г. и относително слабото ѝ нарастване след тази година, разликата между синхронността в рамките на еврозоната и тази извън нея намалява осезаемо.

Голяма част от тази динамика обаче се дължи на значително по-тясното сближаване между еврозоната и Обединеното кралство, което подобрява свързаността с паричния съюз от практически нулева преди 1999 г. до 0.65 след това. От друга страна, синхронността на САЩ и Япония с еврозоната е все още доста по-слаба. Следователно резултатите от таблица 1.3.3 сочат за наличието по-скоро на „европеизация“, отколкото за глобализация на бизнес циклите след въвеждането на еврото. Това подкрепя виждането, че високото равнище на синхронност, достигнато в еврозоната, вероятно е свързано в голяма степен с Програмата за развитие на вътрешния пазар на ЕС, както и с конкретното влияние на еврото върху интеграцията на финансовите и стоковите пазари. Твърде вероятно е да се появят допълнителни стимули за синхронност в резултат от координирането на рамката на паричната политика и от въздействието ѝ върху структурните реформи.

3.5. ЗАКЛЮЧИТЕЛНИ БЕЛЕЖКИ

Вглеждайки се в опита, натрупан през десетте години от съществуването на ИПС, можем критично да оценим влиянието на общата валута върху синхронността на бизнес циклите. Дис-

персията на отклонението от потенциала в държавите-членки достига най-ниските си равнища след 2002 г. Тази констатация обаче отразява по-скоро общото намаление на амплитудата на цикличните колебания, отколкото продължаващо засилване на синхронността на бизнес циклите. Като се използват стойностите на корелация между държавите, средното равнище на синхронност на националните бизнес цикли в рамките на паричния съюз след 1999 г. може да се определи като високо, макар и не превишаващо съществено равнището за предходния десетгодишен период. Около 2003 г. равнището на синхронност между държавите отбелязва твърде рязък спад, последван от съживяване и частично възстановяване от 2004 г. насам. Влошаването на синхронността изглежда преходно явление, чиито корени се крият донякъде в периодично повтарящия се модел на влошаваща се синхронност на бизнес циклите в началната фаза на оживление.

Що се отнася до въпроса, дали въвеждането на еврото стимулира синхронността на циклите в паричния съюз, трудно е да се разграничат

свързаните с еврото специфични влияния от тенденциите в развитието на ЕС, от една страна, и от тези в световен мащаб, от друга. Доколкото анализът помага да се разграничи процесът на синхронизиране на бизнес циклите в еврозоната от този в света, проблемът за обособяването на факторите, влияещи върху синхронността в еврозоната, от тези в целия ЕС остава открит. Бизнес циклите в еврозоната са добре синхронизирани по времето, когато се въвежда еврото през 1999 г. както по отношение на предходни периоди, така и спрямо външни за еврозоната държави. Оттогава средната стойност на корелация на циклите между държавите-членки се движи леко нагоре. Като се има предвид взаимозависимостта на интеграцията в рамките на ЕС и (перспективата за) общата валута, е много трудно да се определи дали, до каква степен и откога наблюдаваната динамика на синхронността в еврозоната може да се обясни с действителното въвеждане на еврото. При тези обстоятелства анализът категорично отхвърля виждането, че единната валута може да доведе до засилване на асинхронността между участващите държави.

4. ОПИТЪТ НА ПРИСПОСОБЯВАНЕТО

4.1. ВЪВЕДЕНИЕ

Направените в предходната глава изводи сочат висока (тримесечна) честота на сближаване на бизнес циклите в държавите от еврозоната. Въпреки това през по-дълги периоди се наблюдават различия между отделните държави при показателите за растеж, инфлация и текуща сметка, като тази тенденция се оказва твърде устойчива. Проблемът е разгледан подробно в *Преглед на икономиката на ЕС* от 2006 г. (*European Commission, 2006a*).

Основните изводи от прегледа могат да се обобщят накратко по следния начин:

- Тъй като участващите държави не могат вече да извършват приспособяване, т.е. корекции в паричната политика с цел поддържане на неинфлационен растеж, тежестта на макроикономическите корекции се измества като правило към бюджетната политика. Ограниченията на дискреционната бюджетна политика като инструмент за стабилизация са добре известни, и по-специално тенденцията към засилването на цикличните колебания (процикличност) в резултат от твърде забавени реакции и/или свързани с политическия цикъл тенденции (виж глава I.5 от настоящия доклад). Освен това няколко държави се присъединиха към ИПС с бюджетен дефицит, близък до прага от 3%, което ограничава възможностите им за маневриране през периода до постигане на съответствие със средносрочните цели, залегнали в Пакта за стабилност и растеж.
- Ограниченията, наложени от рамката на макроикономическата политика на ИПС, както и премахването на вътрешните за еврозоната обменни курсове налагат необходимостта от прилагане на компенсаторни механизми за приспособяване. Гладкото протичане на процеса на корекции на икономиките на участващите държави зависи отгук нататък изцяло от коригирането на реалните обменни курсове в рамките на еврозоната и факторната (вкл. тази на труда) мобилност, които от своя страна зависят от провеждането на подходяща микроикономическа политика. Ако тя осигури необходимото равнище на гъвкавост, може да се

каже, че ИПС се намира в стабилно състояние, при положение че ограниченията за макроикономическата стабилизация на участващите държави също не поражда основания за безпокойство.

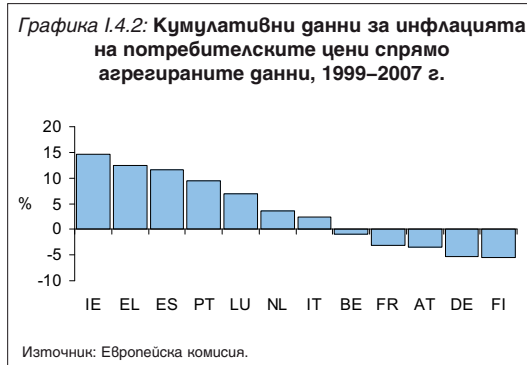
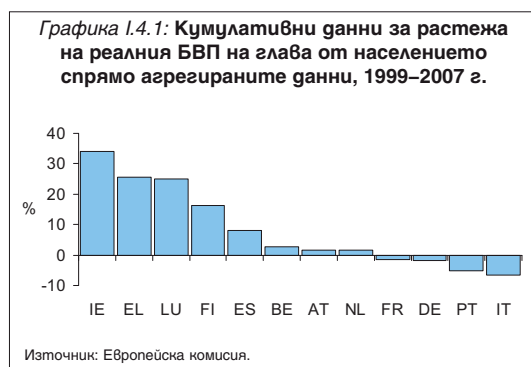
- През преходния период обаче остават рисковете от по-неефективно приспособяване към шоковете. Във връзка с това още в началото бе осъзнато, че в първите години на ИПС някои държави ще са уязвими на диспропорциите, не на последно място поради факта, че самото създаване на ИПС поражда необходимост от корекции, включително поради резкия спад на лихвените проценти в някои държави и приемането на обменни курсове на националните валути към еврото, които в някои случаи в средносрочен план бяха твърде високи или твърде ниски. В дългосрочна перспектива влиянието на тези диспропорции постепенно ще изчезне, когато реалните обменни курсове се доближат до новите си равновесни стойности. Съществува обаче опасение, че процикличната динамика на реалните лихвени проценти (понижаващи се, ако засилената активност напompва очакваната инфлация, и обратно) може да направи процеса на коригиране по-сложен дори ако в крайна сметка каналът на конкурентоспособността неизбежно надделее над канала на реалните лихвени проценти.
- Опитът от първите години на съществуването на ИПС показва, че това на практика са главните трудности. Различията в растежа и инфлацията между участващите държави са дълготрайни и изискват големи промени в реалните ефективни лихвени проценти в рамките на еврозоната, като в някои случаи те излизат извън дългосрочните си равновесни стойности. Например Германия разчита основно на външния сектор като движеща сила на растежа, подкрепен и от продължаваща дефлация и нарастване на конкурентоспособността на разходите. Коригирането там би отнело доста време, тъй като вътрешното търсене не успява добре да направлява растежа и се образува огромен излишък по текущата сметка. Обратно, в други държави вътрешното търсене е ключов фактор за растежа и е свързано с дефицит по текущата сметка на платежния баланс. В някаква сте-

пен различията в инфлацията, растежа и външната позиция може да се дължат на динамиката на структурното сближаване в жизнения стандарт („реално сближаване“), но определено не всички (виж глава I.8).

На този фон в настоящата глава се дава критична оценка на опита при коригирането на икономиките през първите (почти) десет години от съществуването на еврозоната, като периодът се удължава с около година и половина в сравнение с прегледа от 2006 г. В началото на тази глава е направен кратък преглед на характерните тенденции в развитието на икономиките, следван от анализ на основните механизми, стоящи в основата на тези тенденции. В последните два раздела най-общо са представени определящите фактори за главните предавателни канали – реалните обменни курсове и реалните лихвени проценти.

4.2. ХАРАКТЕРНИ ТЕНДЕНЦИИ

Графики I.4.2 до I.4.7 показват нарастването на цените и разходите за труд на единица продукция с натрупване (спрямо агрегираните данни), както и състоянието на текущата сметка, реалните лихвени проценти, жилищните инвестиции и реалните цени на жилищата в участващите държави. Въз основа на графиките могат да се изведат следните характерни тенденции:

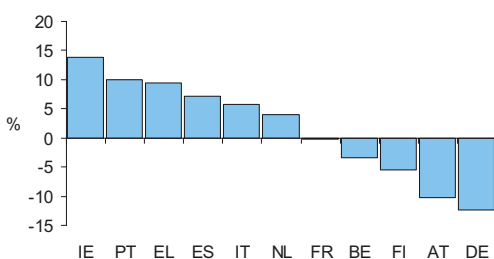


- В единия екстремум се намира Германия, най-голямата икономика в еврозоната, която се характеризира с рязко спадане на относителните разходи за труд на единица продукция и ценовото равнище, включително цените на жилищата. Това е последица от бързия подем след обединението на Германия в началото на 90-те години. Когато беше въведено еврото, германската икономика все още бе обхваната от рецесия след фазата на подем. Още не беше завършил процесът на преливане на ресурси от строителството обратно към търговския сектор, когато бяха фиксирани обменните курсове, и единственият начин да се постигне това бе чрез повишаване на конкурентоспособността и свързаната с това дефлация. По време на подема Германия натрупа дефицит по текущата сметка, който след това се превърна в огромен излишък.
- В другия екстремум три от четирите „кохезионни“ държави (Ирландия, Гърция и Испания, виж глава I.8) отчитат бърз растеж на производството (въпреки че в Испания той е по-нисък на глава от населението), докато инфлацията трайно надвишава средните за еврозоната стойности. В тези държави се наблюдава период на висок растеж преди въвеждането на еврото в резултат от резкия спад на реалните лихвени проценти и свързаното с него покачване на реалните цени на жилищата и оживлението в жилищното строителство, както и от по-голямото предлагане на работна ръка и мощния ефект на догонването (виж глава I.8). Не буди учудване фактът, че относителните разходи за труд на единица продукция отбелязват трайно нарастване наред с дефицитите по текущата сметка на платежните им баланси.

- При третата група държави се наблюдават по-високи темпове на инфлация в сравнение със средните, но икономическата им активност като средна величина е твърде ниска (Италия и Португалия са най-ярките примери). Това са държави, в които фискалната и структурната политика се управляват не толкова добре и които заедно с Испания отчитат слабо нарастване на производителността на труда и на общата факторна производителност (виж глава I.2). Това подкопава конкурентоспособността на разходите и външната им позиция. Докато в Испания този спад в конкурентоспособността може да се разглежда в известна степен като благоприятен фактор, това не е така например в Италия, където вътрешното търсене също остава слабо. Очевидно тук спадът в разходната конкурентоспособност действа по-скоро в посока нарастване на разходите, отколкото за насърчаване на търсенето.

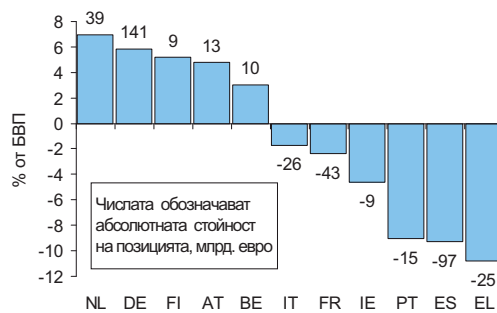
Накратко казано, в някои държави се проявяват тенденции към повишено търсене (Ирландия, Испания, Гърция) и по-високи от средните инфлация и разходи, други отчитат почти противоположни тенденции (Германия), а в трети се наблюдават едновременно сравнително високи и устойчиви стойности на инфлация, намаляване на конкурентоспособността и дефицит по текущата сметка наред със забавяне на растежа (Италия, Португалия). При други държави тенденциите са по-слабо проявени, като в някои случаи се наблюдава комбинация от посочените по-горе положителни и отрицателни характеристики. Цялостната картина обаче е сравнително ясно очертана.

Графика I.4.3: Кумулативно изменение на относителните разходи за труд на единица продукция, 1999–2007 г.



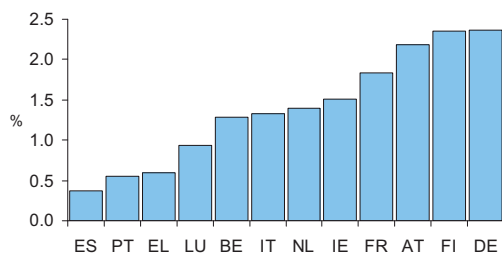
Източник: Европейска комисия.

Графика I.4.4: Позиция по текущата сметка, 1997 г.



Източник: Европейска комисия.

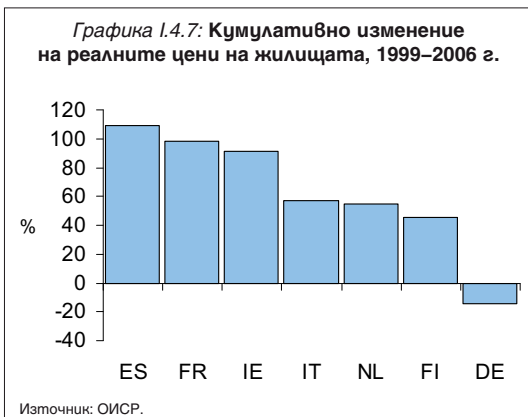
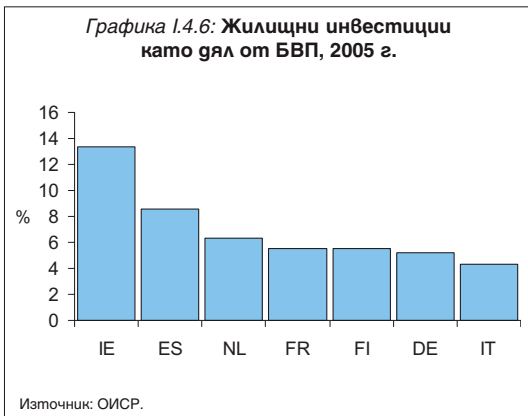
Графика I.4.5: Реални лихвени проценти, 2006 г.



Източник: Европейска комисия.

В преобладаваща част от държавите протичащият процес на корекции може да се характеризира като благоприятен, т.е. той тласка реалните обменни курсове към нови равновесни равнища. Все пак рискът от надхвърлянето им в някои държави буди нарастващо безпокойство. Възможно е огромният дефицит по текущата сметка в Испания да не се задържи продължително време. Съответстващият на дефицита показател е бързо нарастващата задлъжнялост на домакинствата поради продължаващия подем на жилищните инвестиции. Понастоящем той отслабва, тъй като бюджетите на домакинствата са свръхнатоварени, а в жилищното строителство се наблюдава свръхпредлагане. Ето защо предстои промяна, като ресурсите вероятно ще се прелеят от жилищното строителство обратно в експортните отрасли. Първите признаци на промяната вече се проявяват в Ирландия, но тук условията за корекции изглеждат по-благоприятни поради много по-високия темп на нарастване на производителността на труда и общата факторна производителност.

Обратно на това в Германия се наблюдава свръхизлишък по текущата сметка като отражение на трайните диспропорции между бурно развиващия се износ, отслабващия сектор на домакинствата и продължителния застои в строителството. Засега съществуват оскъдни данни, че вътрешното търсене дирижира растежа.



4.3. ОСНОВНИ МЕХАНИЗМИ НА ФУНКЦИОНИРАНЕ

Описаните в предходния раздел общи тенденции могат да бъдат проследени и в примерните модели от каре I.4.1. Симулациите показват, че в действителност повечето държави от еврозоната, изпитали някакъв дълготраен шок при подготовката за приемане на еврото, се нуждаят от пет до десет години за приспособяване на икономиките си. То всъщност е неизбежен процес, т.е. относителното ценово равнище ще достигне ново равновесие и различията в инфлацията и растежа (освен породените от различните първоначални условия и процеса на „реално сближаване“ с най-добре развиващите се икономики) между държавите в крайна сметка ще изчезнат. Този процес може да е по-краткотраен или по-продължителен

в зависимост от емпиричната чувствителност на икономиките. По-конкретно, ако реакцията на инфлацията спрямо оживлението в икономическата активност и/или структурата и равнището на производството – спрямо промените в конкурентоспособността (които в съвкупност формират т.нар. *канал на конкурентоспособността*), е слаба, корекцията ще бъде продължителен процес. Висока цена ще платят по-специално тези държави, чийто реален обменен курс е надценен, тъй като кумулативните им загуби на производство ще са огромни и могат допълнително да нараснат под неблагоприятното влияние на трайно висока инфлация, пренесена от други държави чрез затягане на паричната политика.

Освен това съществува потенциален източник на нестабилност в резултат от т.нар. *канал на реалните лихвени проценти*. Ако инфлационните очаквания не са твърдо стабилизиращи на равнища, осигуряващи ценова стабилност в еврозоната, и следователно реагират силно на специфично равнище на инфлацията, отчитано в миналото (устойчивост на инфлацията), усещанията за реалния лихвен процент ще отслабнат, ако държавата е в процес на коригиране в посока нагоре на ценовите си равнища (независимо дали след положителен шок от страна на търсенето, или отрицателен шок от страна на предлагането).¹⁹ В резултат на това вътрешното търсене, както и външните диспропорции ще се увеличат. Каналът на реалните лихвени проценти е донякъде неизбежен, но ако той има голямо значение и се задържи на високи равнища дълго време, съществува риск да се надхвърлят допустимите стойности поради взаимодействието му с пазарите на активи (особено жилищни). При паричен съюз най-напредналите в циклично отношение държави отчитат и като правило следва да отчитат темпове на инфлация над средните, и обратно. Различната циклична позиция обаче е само една от променливите, описващи инфлационния диференциал, който, както бе отбелязано в предходния раздел, не може винаги да бъде благоприятен фактор. Например буди безпокойство фактът, че няколко държави отчитат влошаване на разходната си конкурентоспособ-

¹⁹ Симулациите в модела, описан в каре I.4.1, показват, че действителната инфлация се основава само на малка степен на нагласите за реалния лихвен процент – т.е. домакинствата са ориентирани повече към бъдещето.

ност поради слаба производителност наред с коригиране на цените в посока нагоре. Това е особено вредно, ако източникът на инфлация е структурен, т.е. стимулиран от натиск за увеличаване на заплатите в публичния сектор, механизми за индексация или зле функциониращи пазари на труда или стокови пазари. Специфичен проблем, свързан със стимулираната от предлагането инфлация в някои държави, е, че тя се пренася върху лихвените проценти в цялата еврозона (виж каре I.4.1).

Емпиричните проучвания, направени в Прегледа на икономиката на ЕС за 2006 г., показват, че коригирането чрез канала на конкурентоспособността е достатъчно устойчив процес, който може да компенсира възможното дестабилизиращо влияние на процикличните реални лихвени проценти през по-дълъг период от време. Въпреки това в прегледа са очертани възможностите за по-добър баланс между двата канала, който ще направи процеса на коригиране по-гладък. Важно е да се отбележи, че комбинирането между неустойчив канал на конкурентоспособност и устойчив канал на реални лихвени проценти ще доведе до трайни различия в инфлацията и растежа наред с краткосрочна циклична нестабилност. В този контекст е полезно да се преразгледа в подробности цялостната устойчивост на тези канали и техните определящи фактори.

4.4. ИЗМЕРВАНЕ НА КАНАЛА НА КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТТА

Измерването на устойчивостта на канала на конкурентоспособността не е толкова лесно, колкото изглежда. Съществуват множество показатели, предоставящи различен вид информация за конкурентоспособността на международните цени и разходи:

- Най-простият показател е ефективният обменен курс, дефлиран с експортните цени.²⁰ Той пряко измерва международната относителна цена на износа на дадена държава в единната валута. Тъй като обаче цените на

международно търгуваните стоки се подчиняват на „закона за единната цена“ (т.е. за всяка търгувана стока има само една международна цена), този показател би могъл да е донякъде подвеждащ.

- Ефективният обменен курс, измерващ съпоставимите разходи за труд на единица продукция в единната валута, е подчинен в по-малка степен на въздействието на „закона за единната цена“ и неговото тълкуване е доста по-недвусмислено. Нарастването на ефективния обменен курс на базата на относителните разходи за труд на единица продукция означава намаляване дела на печалбата в цената на единица продукция в икономиката на една държава в сравнение с партньорите ѝ, и обратно, като делът ѝ не се увеличава непременно под влияние на конкурентоспособността, базирана на цените на износа.
- При третия подход се използва относителният дефлатор на БВП, за да се изчисли реалният ефективен обменен курс на държавата. Ако действа „закона за единната цена“, нарастването на съпоставимия дефлатор на БВП би означавало относително увеличаване цените на нетъргуваното производство. Следователно това показва привличане на ресурси от нетърговските отрасли, като по този начин спада потенциалът на държавата да намалява или обслужва външните си задължения.²¹

Графики I.4.8–I.4.11 показват динамиката на два по-широки измерителя на конкурентоспособността – реалният ефективен обменен курс, дефлиран с БВП, и разходите за труд на единица продукция – и е очертана тенденцията в развитието им, съответстваща в голяма степен на оценката, изведена в предходните раздели:

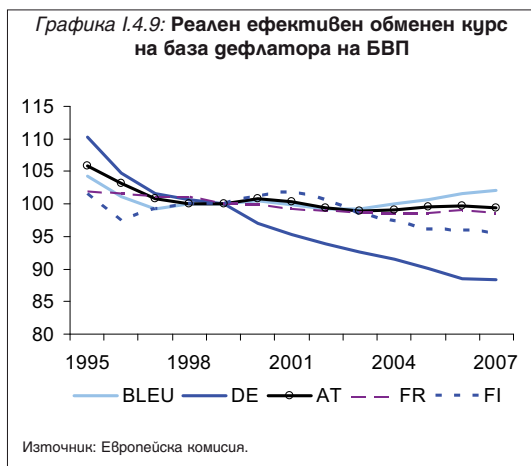
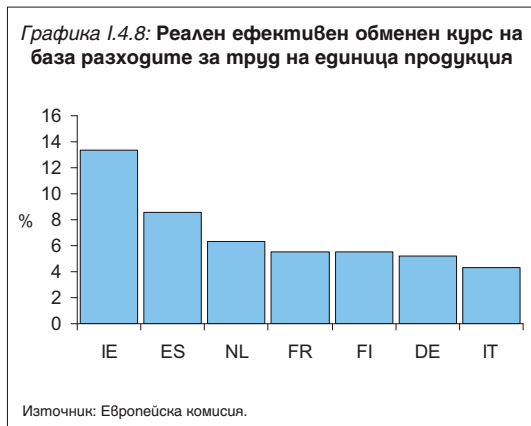
- Първата група държави от еврозоната, която включва Германия и в по-малка степен Финландия, отчитат след 1999 г. устойчиво подобряване на конкурентоспособността си спрямо останалите държави в еврозоната.

²⁰ Подробно описание на информационното съдържание на различните показатели, измерващи ценовата и разходната конкурентоспособност, можете да намерите в *European Commission*, 2006а, глава 6.

²¹ За да се направи обаче подходяща оценка, реалният ефективен обменен курс на базата на дефлатора на БВП следва да се коригира с различния темп на нарастване на производителността в сектора на търгуемите стоки и в сектора на нетъргуемите стоки.

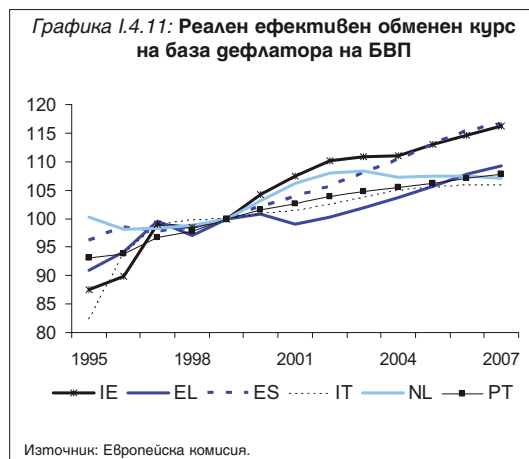
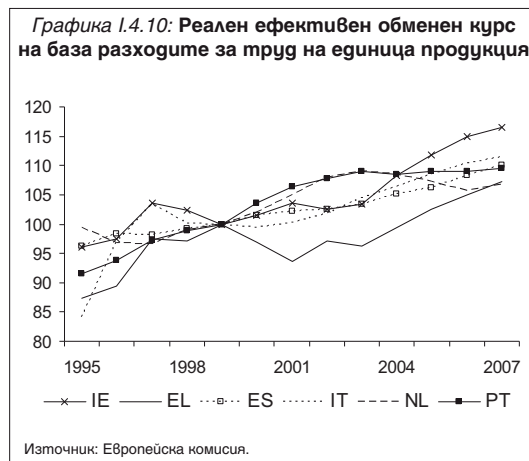
Тенденцията към реално обезценяване в Германия все още не е прекъсната. По отношение на Финландия единственият показател, който отбелязва значително подобряване, е БВП.

- Втората група държави – Австрия, Франция и Белгия, запазва конкурентните си позиции спрямо останалите държави в еврозоната по отношение на показателя БВП и с изключение на Франция – по отношение на разходите за труд на единица продукция. Последните регистрират умерен спад на разходната конкурентоспособност в експортните отрасли на Франция.



отбелязват подобрене едва в края на 2007 г. Испания и Ирландия отчитат най-голяма загуба на конкурентоспособност, въпреки че по отношение на Испания това важи само за базирания на БВП показател.

- Отбелязаните максимални стойности на спад в конкурентоспособността се равняват на около 15% (Испания, Ирландия), докато максималното нарастване (също с 15%) е отчетено за Германия. Това показва, че средно за година не са регистрирани резки покачвания или спадове, но тяхната устойчивост е впечатляваща.



- При трета група държави – Гърция, Ирландия, Италия, Португалия, Нидерландия и Испания – се наблюдава значително влошаване на конкурентната позицията спрямо останалите държави от еврозоната. С изключение на Нидерландия, където след 2003 г. ситуацията слабо се подобрява (или поне се стабилизира), всички държави от тази група

Съществен е въпросът, в каква степен тенденциите в конкурентоспособността се проявяват в международните пазарни дялове. Графика 1.4.12 показва, че като правило в държавите, чийто реален ефективен обменен курс поскъпва, се наблюдава и отрицателен принос на нетния износ за растежа, а обратната тенденция е регист-

Капе I.4.1: Стандартни канали за корекции и странични ефекти в държавите от еврозоната

В Прегледа на икономиката на ЕС за 2006 г. се правят редица симулации, за да се уловят „шоковете“, които съпровождат (и частично са предизвикани от) създаването на еврозоната:

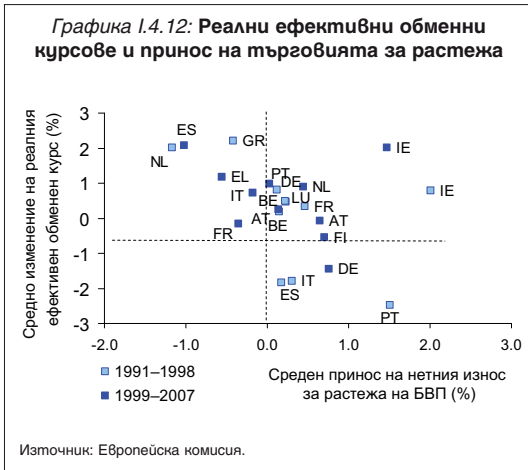
- Очаква се например премахването на премијата за обменния курс в Испания, Португалия и Ирландия, както и свързаният с него спад на лихвените проценти да предизвикат силен подем на жилищните инвестиции, които нарастват извънредно бързо, а впоследствие спадат успоредно с реалния растеж на БВП. Потреблението остава високо през целия период, което води до траен дефицит по текущата сметка.
- Разхлабването на кредитните ограничения за домакинствата увеличава търсенето на собствени жилища, което допълнително подхранва подема на жилищния пазар. В началото жилищните инвестиции са силно повлияни от изкуствено напмпаните цени на жилищата. Реалните лихвени проценти продължават да спадат, което благоприятства подема на жилищния пазар, достигаш прекалено високи равнища. Последвалото го свръхпредлагане отключва тенденция към намаляване на жилищните инвестиции.
- Няколко държави се присъединяват към еврозоната с надценен обменен курс, като Германия е най-яркият пример. Счита се, че свързаното с него устойчиво нарастване на търговията и реалните лихвени проценти има първоначално силен отрицателен ефект върху жилищните инвестиции и растежа на БВП и поражда дефлация. В началото текущата сметка регистрира дефицит, но впоследствие с възстановяването на конкурентоспособността тенденцията се пречупва. Икономическият растеж също се ускорява.
- Някои държави отчитат благоприятен шок от страна на съвкупната факторна производителност (СФП) в търговския сектор (Ирландия). Това първоначално ускорява инфлацията поради т.нар. *ефект на Balassa-Samuelson* – заплатите в търговския сектор нарастват и това впоследствие се разпростира върху заплатите и цените в нетърговския сектор. Реалните лихвени проценти спадат и търсенето на жилища рязко се увеличава. Текущата сметка е слабо засегната, тъй като засиленото търсене на нетърговски стоки води единствено до малки загуби при вноса.

- Обратно, някои държави изпитват неблагоприятен шок от страна на СФП в този сектор (Италия, Испания и Португалия). Това води до по-високи цени в сектора на нетъргуемите стоки, ниски реални лихвени проценти и силен подем на жилищния пазар, сходен с положителния шок от страна на СФП в търговския сектор. Разликата обаче е, че тук страда конкурентоспособността, растежът се забавя и дефицитът по текущата сметка набъбва.
- За някои държави е характерен имиграционен шок (Испания, Ирландия), който оказва мощно влияние върху търсенето на нетъргуеми стоки, жилищните инвестиции и свързаното с тях ускоряване на инфлацията в цените на жилищата. Дефицитът по текущата сметка се влошава.

Симулациите показват и странични ефекти върху икономиките на други участващи държави. Освен очакваните колебания в реалния обменен курс съществуват и отражения, предавани се посредством двата канала – на доходите и на лихвените проценти:

- Свързаният със съвкупната факторна производителност отрицателен шок за сектора на нетъргуемите стоки се характеризира със значителни странични ефекти поради реакцията на паричната политика. Централната банка е принудена да увеличи лихвените проценти, което ограничава общото търсене и инфлацията в другите държави от еврозоната.
- Свързаният със съвкупната факторна производителност положителен шок за сектора на търгуемите стоки води до по-слаби негативни странични въздействия, защото положителният ефект върху доходите (т.е. нарастването на търсенето на търгуеми стоки в държавата, изложена на шока) частично компенсира неблагоприятното влияние на високите лихвени проценти.
- Увеличеното търсене на жилища се характеризира със сравнително голямо странично негативно влияние, защото търсенето на търгуеми стоки преминава в търсене на нетъргуеми стоки в изпитващата шок държава. По тази причина търсенето на вносни стоки отслабва, което води до значителен страничен ефект върху лихвените проценти.

рирана в държави с обезценяващ се реален ефективен обменен курс.

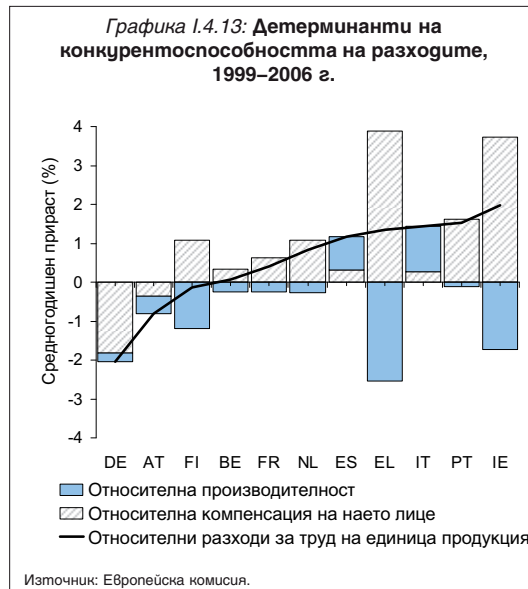


Както може да се очаква, първата група включва Испания, Гърция и Италия, докато в Португалия приносът на нетната търговия за растежа е практически нулев, тъй като вносът рязко спада наред със слабото вътрешно търсене. Ирландия успява да поддържа стимулиран от износа растеж въпреки отслабването на разходната конкурентоспособност вероятно благодарение на значителните конкурентни предимства на редица (главно свързани с високите технологии) отрасли. Отрицателната корелация между реалния обменен курс и нетната търговия също се отнася за десетилетието преди създаването на единната валута, а наклонът на кривата не се е променил съществено.

Свързан с предходния и дори по-важен е проблемът доколко чувствителни спрямо относителните циклични позиции на участващите държави са вътрешните за еврозоната реални ефективни обменни курсове и дали това се е променило с въвеждането на единната валута. Както бе изрично подчертано в предходния раздел, слабата реакция на реалните ефективни обменни курсове по отношение на съпоставимите условия на свръхпредлагане или свръхтърсене вероятно ще удължи процеса на приспособяване.

Представеното в каре I.4.2 иконометрично изследване се опитва да отговори на поставения въпрос и ни навежда на следните основни изводи:

- Първоначалната реакция от страна на реалните ефективни обменни курсове на диференциала в отклонението от потенциала се запазва като цяло непроменена (макар че леко се забавя) след въвеждането на единната валута. Въпреки това скоростта на приспособяване на реалните ефективни обменни курсове спрямо техните равновесни равнища намалява с неотменимото фиксиране на номиналните обменни курсове. Това означава, че появилите се в отговор на шоковете различия в инфлацията и производството са по-устойчиви, което явно е нормално явление, имайки предвид премахването на номиналните вътрешни обменни курсове.
- Обратно, от анализа на „чистия“ ценови ефект (абстрахирайки се от въздействието на номиналния ефективен обменен курс) се вижда, че влиянието на канала на конкурентоспособността става по-силно след въвеждането на единната валута. Въпреки че е окуражаваща, тази по-голяма чувствителност на цените все още не е достатъчна, за да компенсира напълно загубата на възможности за приспособяване чрез по-гъвкавите номинални обменни курсове.



Могат да се посочат най-малкото три основни причини за безпокойство:

Капе 1.4.2: Конкуренцията като механизъм за приспособяване на икономиката на еврозоната

Въз основа на по-ранни изследвания на *Honohan & Lane* (2003) са създадени иконометрични тестове, които установяват дали реакцията на реалните ефективни обменни курсове се променя след въвеждането на еврото.

Първата стъпка е построяването на регресии на лага (изоставането) на годишното изменение на реалния ефективен обменен курс (РЕОК – *REER*), на равнището му на изоставане и на изоставането на диференциала в отклонението от потенциала. Първите две независими променливи улавят инерцията и средния ефект на обратимост. Регресиите се основават на годишни данни и включват устойчиви странови ефекти. Проверката за различия в дохода на човек от населението (държавите с нисък доход следва да показват увеличение на РЕОК) изглежда незначима (виж таблицата по-долу).

Реални ефективни обменни курсове и циклична дивергенция (несъбпадение) – данни от панелни регресии

Зависима променлива: $\Delta \log$ РЕОК (-1)	1970–2006		1999–2006	
	GLS	GMM	GLS	GMM
Метод на оценка				
Независими променливи:	(1)	(2)	(3)	(4)
$\Delta \log$ РЕОК (-1)	0.205 (4.40)***	0.238 (6.72)***	-0.054 (0.61)	-0.162 (1.58)
log РЕОК (-1)	-0.122 (6.20)***	-0.162 (5.03)***	-0.049 (2.42)**	-0.037 (1.77)*
Относителен спад на производството(-1)	0.667 (6.11)***	0.714 (5.87)***	0.458 (5.91)***	0.556 (9.58)***
Наблюдения	385	374	99	99

Забележки: GLS – Метод на най-малките квадрати; GMM – Извадков модел на Гаус. Извадката включва 11 държави (първата вълна на присъединяването плюс Гърция, без Люксембург). Оценката по метода на най-малките квадрати включва устойчиви ефекти (които не са показани) и допуска хетероскедастичност (т.е. зависимост на дисперсията от други случайни величини) и автокорелирани стандартни грешки. РЕОК са изчислени с помощта на дефлатора на БВП. Относителното отклонение от потенциала се изчислява като разлика между националното и претегленото с БВП отклонение от потенциала на останалите държави. Извадковият модел на Гаус е оценен чрез похвата *Arellano – Bond*; относителното отклонение от потенциала се счита за предварително зададено. Абсолютната стойност на z-статистиката се отчита в скоби; * е 10% значимост; ** 5% значимост; *** 1% значимост.

Направени са отделни оценки за периодите 1970–2006 г. и 1999–2006 г. Реалният обменен курс реагира положително на различията между вътрешното отклонение от потенциала и това на

останалата част от еврозоната, което означава, че конкурентоспособността осигурява ефективен канал за приспособяване на икономиките.

Влиянието на отклонението от потенциала не е пренебрежимо – отклонение от потенциала, по-голямо (по-малко) с 1 пр.п. в сравнение с останалата част от еврозоната, означава, че РЕОК се увеличава (намалява) с около 0.5 пр.п. годишно. Реалният обменен курс е стабилен в дългосрочна перспектива поради отрицателния и значим коефициент на изоставане на РЕОК. След 1999 г. обаче скоростта на приспособяване намалява.

При втората стъпка се построяват регресии на относителния дефлатор на БВП (P) вместо на РЕОК, докато изменението на вътрешния за еврозоната номинален ефективен обменен курс (НЕОК – *NEER*) се включва като независима променлива (която след 1999 г. очевидно е нула). Целта е да се провери дали реакцията на относителния дефлатор на БВП е по-силна след въвеждането на еврото. Това, изглежда, се проявява в два случая (по-малка инерция и по-голяма средна обратимост), което показва, че относителните цени играят по-голяма роля за приспособяването. Реакцията на относителното отклонение от потенциала също е по-силна, но разликата не е статистически значима.

„Чиста“ конкурентоспособност на цените и циклична дивергенция – данни от панелни регресии

Зависима променлива: $\Delta \log$ P	1970–2006		1999–2006	
	GLS	GMM	GLS	GMM
Метод на оценка				
Независими променливи:	(1)	(2)	(3)	(4)
$\Delta \log$ P (-1)	0.626 (20.69)***	0.546 (8.62)***	0.11 (1.22)	0.182 (2.18)
log P (-1)	-0.017 (7.54)***	-0.019 (2.87)***	-0.063 (3.01)**	-0.1 (2.78)*
Относителен спад на производството(-1)	2.65 (5.53)***	0.222 (3.23)***	0.386 (4.92)***	0.358 (5.65)***
$\Delta \log$ НЕОК (-1)	-0.093 (4.57)***	-0.094 (2.75)***		
Наблюдения	385	374	99	88

Забележки: GLS – Метод на най-малките квадрати; GMM – Извадков модел на Гаус. Използвани са същите извадка, метод на оценка и променливи, както в предходната таблица, с изключение на log P, изчислен като log РЕОК – log НЕОК; * е 10% значимост; ** 5% значимост; *** 1% значимост.

- *Първо*, както бе отбелязано по-горе, в няколко държави, които отчитат трайно влошаване на конкурентоспособността си, се наблюдава и спад на съпоставимата им производителност на труда наред с нарастване на относителните заплати (графика I.4.13). Това са преди всичко Италия и Испания. Опитът им потвърждава факта, че неблагоприятните шокове от страна на предлагането, влияещи върху производителността, са основният двигател на негативните тенденции в развитието на конкурентоспособността в тези държави. Възможно е за тях да бъде платена висока цена, тъй като имат важно значение за структурната рентабилност и биха могли да потиснат потенциалния растеж през продължителни периоди. Както бе отбелязано, това предизвиква и пренасяне на неблагоприятно влияние върху икономическата активност в други държави от еврозоната посредством прилаганите в нея лихвени проценти.
- *Второ*, опитът през последното десетилетие показва, че реакцията от страна на реалния ефективен обменен курс спрямо различията в цикличните позиции на държавите е несиметрична и е по-силна при свръхтърсенето, отколкото при свръхпредлагането. Това също може да струва скъпо, защото, за да се постигне ценова стабилност в цялата еврозона, е необходимо по-съществено затягане на паричната политика и по-съществено общо забавяне в сравнение с това в отделните държави.
- *Трето*, въпреки че анализът на динамиката на конкурентоспособността логично насочва вниманието към търговията, може да се каже, че нетърговският сектор също би могъл да играе важна роля за канала на конкурентоспособността. Държава, в която се наблюдават прегряване на икономиката и външен дефицит, следва да прелее ресурси от нетърговския към търговския сектор, и обратно. Действието на този механизъм в еврозоната обаче е все още неясно поради нееластичността на цените на услугите.

Третият проблем е свързан с очакваното трайно поскъпване на услугите в сравнение със стоките, което се дължи на по-голямата интензивност на вложения в производството им труд (и съответно по-слабо нарастване на производителността) и ограничената международна конкуренция поради по-ниската степен на търговска реализуемост на много услуги. Освен това известно значение има и фактът, че в дългосрочен план търсенето се ориентира към потребление на услуги, което е свързано с реалното сближаване и промените в начина на живот (особено осезаеми при услугите за свободното време). Възможно е в някои държави принос да има и *ефектът на Баласа–Самюелсън*, тъй като цените на услугите се влияят от промените в административно определяните цени, които понякога са свързани с политиката (например реформи в здравеопазването).

Освен тези фактори обаче бързото и устойчиво нарастване на цените на услугите отразява и слабости във функционирането на пазара (предимно неефективно правно регулиране и липса на конкуренция), което изисква реакция от страна на политиците. В повечето участващи държави съществуват сектори в услугите, където създадената от регулаторната рамка среда не съдейства за ниска инфлация. Пример са професионалните услуги, при които бариерите на входа и ценовото регулиране оказват натиск за увеличаване на цените; търговията на едро и на дребно, където фактори от неикономическо естество, като работно време на магазините, градоустройствени ограничения и рестриктивно регулиране на труда, спъват прираста на производителността и конкуренцията; финансовите услуги на дребно, при които интеграцията в ЕС е по-малко напреднала в сравнение с финансовите услуги на едро и някои вътрешни пазари са недостатъчно конкурентни; и традиционно контролираните отрасли, в които възможностите за либерализиране все още не са докрай използвани, като железопътния транспорт и пощенските услуги.

Като обобщение може да се каже, че каналът на конкурентоспособността функционира добре в еврозоната, като тласка реалните ефективни обменни курсове към равновесните им равнища, макар че съществуват значителни възможности за по-оптималното му функциониране.

4.5. ИЗМЕРВАНЕ НА КАНАЛА НА РЕАЛНИТЕ ЛИХВЕНИ ПРОЦЕНТИ

В началото се появиха опасения, че каналът на реалните лихвени проценти може да действа като дестабилизиращ фактор. Те се основаваха на добре известния критичен анализ на *Walters*, който прогнозира, че държави със силна икономическа активност и по-високи от средните темпове на инфлация ще се възползват от допълнителния стимул на по-ниски от средните реални лихвени проценти, докато състоянието на по-слабите икономики с по-ниски от средните темпове на инфлация допълнително се влошава от по-високи от средните реални лихвени проценти. Това би означавало, че общата парична политика неминуемо ще води до икономически различия между държавите в еврозоната. Сега обаче е ясно, че тези доводи пренебрегват функционирането на канала на конкурентоспособността. Те игнорират също факта, че измерването на реалните лихвени проценти, и съответно – на канала на реалните лихвени проценти – не е толкова просто, колкото изглежда.

Измерването на реалните лихвени проценти повдига редица методологически въпроси. Един от важните е, че очакваният темп на инфлация, използван за дефлиране на номиналния лихвен процент, е труден за наблюдение. Двата основни подхода са: да се използват инфлационните премии, базирани на нормата на възвръщаемост на финансовите активи, като например индексирани облигации, или да се използват проучвания като тези на *Consensus Economics* (прилаганият тук метод). Той приема използването на т.нар. предполагаем реален лихвен процент. Алтернативата е да се използва наблюдаваната действителна инфлация, което води до изчисляване на фактическия реален лихвен процент. Разглеждането на двата вида реални лихвени проценти дава ценна информация за степента на стабилизиране на инфлационните очаквания. Установено е, че това е от решаващо значение за степента на процикличност на канала на реалните лихвени проценти (колкото към по-близко бъдеще са ориентирани инфлационните очаквания, толкова по-дестабилизиращ ще бъде каналът на реалните лихвени проценти).

Сближаването в областта на реалните лихвени проценти бе осъществено в по-голямата си част още при подготовката за приемането на единната валута, тъй като валутните премии за риск бяха премахнати, пазарите станаха по-интегрирани и ликвидни и в изпълнение на маастрихтските критерии бе постигнато сближаване в темпа на инфлацията. Фактическите реални лихвени проценти се понижиха от средно 6% в началото на 90-те години до под 3% през 1998 г. При предполагаемите лихвени проценти спадът е малко по-силно изразен – от 7% на 2½%, което показва известна инертност при инфлационните очаквания. Междувременно разликата между държавата с най-високи и най-ниски лихвени проценти намалява при двата вида реални лихвени проценти от около 10% през 1994 г. до 7½% през 1998 г., като стандартното отклонение се свива от 3% на 2%. Не буди учудване фактът, че най-рязко намаляват реалните лихвени проценти в държави, в които преди те са били високи, като начело в класацията са Португалия, Финландия, Испания, Ирландия и Италия.

По-нататъшно рязко спадане на реалните лихвени проценти се наблюдава след въвеждането на единната валута в Гърция, Ирландия и Испания. Най-общо могат да се обособят две групи държави, като Германия, Австрия, Франция и Белгия регистрират реални лихвени проценти над средните след 1999 г., а другите държави – предимно лихвени проценти под средните. Междувременно фактическите лихвени проценти показват по-голяма дисперсия в сравнение с предполагаемите, което показва, че дисперсията на очаквания темп на инфлация е по-слабо изразена, отколкото тази на наблюдаваната инфлация, въпреки че разликата е малка.

Като се има предвид голямото сближаване на номиналните лихвени проценти, може да се каже, че по-голямата част от дисперсията на реалните лихвени проценти отразява инфлационния диференциал. Той не е характерна черта само на еврозоната и се наблюдава и в други парични съюзи. В действителност твърде голямо е сходството с големите ареали в САЩ (виж каре I.4.3). Специфична за еврозоната обаче е твърде голямата устойчивост на този диференциал в отделните държави (*Altissimo et al.* 2006). Инер-

цията на инфлационния диференциал е вредна, тъй като засилва процикличността на канала на реалните лихвени проценти. Както бе отбелязано по-горе, нееластичните цени на услугите са една от главните причини за това.

Освен устойчивостта на диференциала на реалните лихвени проценти несиметричното предаване на сигналите на паричната политика може да бъде друг източник на различия чрез канала на реалните лихвени проценти. Научните разработки върху началните години на паричния съюз не откриват сериозни доводи в полза на асиметричността (Peersman 2004, Van Els et al. 2003). Обаче емпиричните изследвания за сближаването на пазарния лихвен процент и банковите лихвени проценти също сочат асиметричност – както от гледна точка на равновесния лихвен марж, така и по отношение скоростта на възвръщане на равновесието. Например според изчисленията на Angeloni & Ehrmann (2003) за периода 1999–2002 г. влиянието на лихвените проценти на паричния пазар върху банковите лихвени проценти по кредитите и депозитите (за един месец) варира между 0.387 в Германия и 0.621 във Франция. Основните причини за това са различията в правната и нормативната рамка (концентрация и мащаб) на пазарните структури (виж Sander & Kleimeier 2004, Maudes & Fernández de Guevara, 2004).

4.6. ЗАКЛЮЧИТЕЛНИ БЕЛЕЖКИ

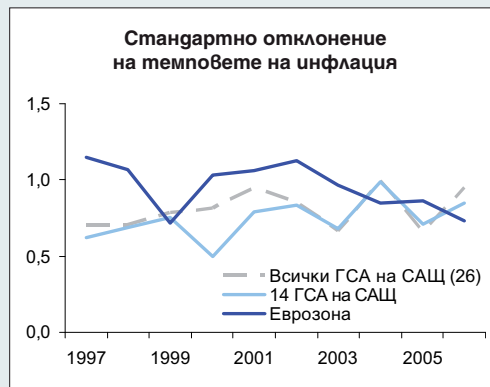
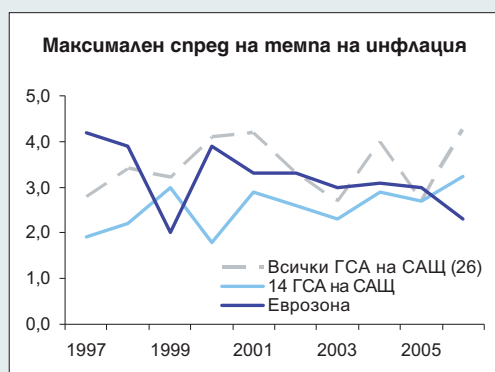
В обобщение може да се каже, че каналът на конкурентоспособността има твърде мощно влияние в еврозоната, макар че е възможно и препоръчително той да бъде допълнително разширяван в бъдеще. Междуременно има известни основания за опасения, че каналът на реалните лихвени проценти е твърде съществен в няколко държави и това може да породи краткосрочна макроикономическа нестабилност поради прекалено бързото нарастване на реалните обменни курсове. Очертаващите се в този контекст основни проблеми могат да се обобщят по следния начин:

- По-доброто функциониране на пазара на труда и стоковия пазар би спомогнало за стабилизирането на канала на конкурентоспособността. Това вероятно ще направи процеса на приспособяване на икономиките по-бърз и гладък и ще ограничи риска от възможно разрушително влияние на канала на реалните лихвени проценти като източник на краткосрочна макроикономическа нестабилност. Важно е да се отбележи, че това би донесло двойно по-голяма полза, тъй като ще спомогне за повишаване потенциала за икономически растеж.
- Интеграцията и развитието на финансовите пазари биха съдействали за гладкото протичане на процеса на корекции и допълнително биха намалили различията чрез разпространение влиянието на този процес върху повече групи от инвеститори и потребители. Този благоприятен ефект би поставил началото на процеса на положително влияние, което интегрираните финансови пазари ще окажат върху разпределянето на капитали и дългосрочния икономически растеж.
- Комбинацията обаче от интегрирани финансови пазари и устойчивост на инфлацията носи риск от запазване на различията между държавите. Устойчивостта на инфлацията засилва действието на канала на реалните лихвени проценти и след като се премахнат ограниченията за текущата сметка, той може да доведе до бързо увеличаване на активите, след което би следвало да настъпи успокояване. Това налага още по-остра необходимост от провеждане на реформи на стоковия и трудовия пазар на микроикономическо равнище.

Карта 1.4.3: Диференциал на реалните лихвени проценти – съпоставка със САЩ

Анализът на диференциала на реалните лихвени проценти в САЩ е затруднен от липсата на данни. Бюрото за икономически анализи (*Bureau of Economic Analysis – BEA*) на САЩ публикува данни за инфлацията на потребителските цени, отнасящи се за големите статистически ареали (ГСА), за разлика от данните за производството, които се отнасят за отделните щати. За три ГСА се публикуват месечни данни, а за единадесет – двумесечни данни (за седем през четните месеци, а за четири през нечетните месеци), докато данните за годишния ИПЦ за общо 26 статистически ареали се публикуват най-малко на пет години. По тази причина много изследвания правят своите заключения на базата само на 14 от 27-те ГСА (например *ECB*, 2003а). Други проучвания като това на *Arnold & Kool* (2004) използват дефлатори на брутното производство за съответния щат.

Повечето научни изследвания разкриват, че различията в темповете на инфлация в еврозоната в голяма степен са сходни на наблюдаваните в статистическите ареали на САЩ. Спредът между максималния и минималния темп на инфлация е твърде сходен, докато стандартното отклонение се запазва малко по-голямо в еврозоната, което в голяма степен се дължи на Ирландия.



Главното различие обаче между държавите от еврозоната и общините в САЩ е по-голямата *устойчивост* на инфлационния диференциал в еврозоната. Наблюденията подкрепят това виждане, тъй като в някои държави се забелязва значителен положителен инфлационен диференциал (например Ирландия, Гърция, Испания и Португалия), докато в други той е отрицателен (например Германия). В *ECB* (2003а) на базата на сравнение с извадка от 14 статистически ареали в САЩ се прави заключението, че там се наблюдава по-малка устойчивост на диференциала, макар че разликата не изглежда толкова значителна, ако се вземат предвид всички статистически ареали в САЩ. В този случай наблюдаваният диференциал от двете страни на Атлантическия океан е твърде сходен.

Arnold & Kool (2004) откриват доказателства, че промените в реалните лихвени проценти в резултат от различните темпове на инфлация в отделните щати оказват влияние и върху динамиката на икономическата им активност. Това влияние първоначално превъзхожда компенсаторното въздействие на ценовите изменения чрез канала на конкурентоспособността, на който бяха необходими три до четири години, за да извоюва надмощие над канала на реалните лихвени проценти. Други изследвания обаче показват, че разпределянето на риска има компенсиращ ефект, в значителна степен смекчавайки влиянието на специфичните за отделните държави шокове (например *Asdrubali, Sorensen & Yosha* 1996).

5. МАКРОИКОНОМИЧЕСКАТА ПОЛИТИКА И СЪГЛАСУВАНОСТТА ѝ С ФИСКАЛНАТА ПОЛИТИКА

5.1. ВЪВЕДЕНИЕ

Икономическият и паричен съюз възлага провеждането на паричната политика на една независима централна банка, но предоставя на участващите държави голям политически суверенитет в много други области. А именно, фискалната политика остава отговорност на националните власти, което позволява на участващите държави да преследват свои национални цели за стабилизиране на икономиката, макар и в определени граници. По-конкретно, участващите държави са поели ангажимент да провеждат фискалната си политика по начин, който отчита презграничното разпространяване на влияния и е в унисон с целите за осигуряване устойчивост на публичните финанси и поддържане на ценовата стабилност. Глава I.10 от настоящия доклад прави подробен преглед на опита при координирането на фискалната политика в рамките на ИПС.

Отначало възлагането на отговорностите за паричната политика предизвика дебат, като повечето наблюдатели изразиха скептицизъм. Едно от опасенията бе, че поради отказа от национална парична политика и с ограничена от правила и ангажименти фискална политика е възможно националната политика за стабилизиране да бъде задушена и икономическата активност да бъде оставена на благоволенieto и капризите на бизнес цикъла. Както може да се заключи от анализа в глави I.2 и I.3 от настоящия доклад, тези опасения понастоящем изглеждат неуместни до толкова, доколкото:

- Националните бизнес цикли стават все по-синхронизирани и следователно намалява необходимостта от национална политика за стабилизиране извън стабилизиращото влияние на единната парична политика. Освен това, както подробно ще бъде описано в част II от настоящия доклад, появяват се алтернативни механизми, осигуряващи защита срещу риска от периодично повтарящи се загуби на доход, дължащи се на циклични колебания в икономическата активност, като възможности за разпределяне на риска и изглаждане на потреблението, които интегрираните финансови пазари предлагат.
- Макроикономическите диспропорции, проявили се в еврозоната през първите десет го-

дини от съществуването ѝ, като например значителните несъответствия в позицията по текущата сметка, в реалните лихвени проценти и пазара на жилища, имат по-скоро структурни, отколкото свързани с цикъла корени. В частност високата степен на номинална нееластичност (устойчивост на инфлацията) наред с реалната нееластичност на пазара на труда и стоковия пазар вероятно допринасят за надценяването и подценяването на реалните ефективни обменни курсове. По-подходящо би било функциите по ограничаване на нееластичността да се предоставят на структурната политика, отколкото да се натоварва фискалната политика със задачата да се справи със симптомите на нееластичност.

Друго опасение, което често възниква в дискусиите, е свързано с неефективното координиране на макроикономическата политика на европейско равнище. Един от постоянно възникващите рискове се отнася до небалансираното координиране на политиката в резултат от опитите да се смекчат някои от симптомите на структурна нееластичност на стоковия и пазара на труда (т.е. забавяне на растежа) чрез активна роля на държавния бюджет в икономиката. Това би породило тенденция към системен общ дефицит и би предизвикало по-твърда парична политика в сравнение с други случаи – т.е. фискалната и паричната политика биха си противодействали, вместо взаимно да се подкрепят. Адекватните фискални правила ограничават донякъде този риск, но като се има предвид присъщата им несиметричност (т.е. таваните за дефицит и дълг), това все по-рядко се случва в икономически „добри времена“.

Анализът в тази глава открива реални доказателства за несиметричната реакция на фискалната политика в добри за икономиката времена – въпреки че това се отнася в по-малка степен за ИПС, отколкото за предходни периоди на икономическо оживление.²² Но механизми-

²² Това твърдение е в съзвучие с основополагащите разработки на *Gali & Perotti* (2003), като потвърждава и изводите, направени в изданието от 2006 г. *Public Finance Report, European Commission* (2006c), актуализирани от *Turrini* (2008). *Von Hagen & Wyplosz* (2008) също откриват доводи в полза на това, че фискалната политика проявява ясни признаци на по-слаба процикличност.

те, лежащи в основата на тази реакция, са твърде сложни. Създаващият затруднения фактор е, че фискалната политика „осъзнава“ с изключително голямо закъснение действителната циклическа позиция на икономиката. Например по време на дотком-кризата в първите години от съществуването на ИПС фискалната политика все още реагираше на опасенията от рецесия, възникнали непосредствено след Азиатската криза. Ето защо тя не успя адекватно да противодейства на последващото оживление и въпреки изключително благоприятните условия не успя да консолидира бюджета. При последвалия спад имаше разхлабване на фискалната политика във връзка с неочаквано големите печалби на интернет базираните компании и въпреки че от днешна гледна точка това изглежда като противодействаща на цикъла реакция спрямо намаляващата активност, всъщност тя бе в голяма степен несъзнателна. В крайна сметка фискалните позиции отбелязват влошаване, последвано от дълга и болезнена консолидация.

На този фон в настоящата глава се оценяват насоките в развитието на паричната и фискалната политика през първите десет години от съществуването на ИПС. Анализът ще се извърши както през призмата на тенденциите в „реално време“ – т.е. по данни към момента, – така и на база действителното развитие впоследствие, т.е. от днешна гледна точка. Последният раздел на тази глава съдържа оценка на съгласуваността между паричната и фискалната политика.

5.2. ПРИЛАГАНЕ НА ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА

5.2.1. Рамка на паричната политика

Европейската централна банка провежда независима парична политика. Тя определя основните лихвени проценти, преследвайки в средносрочен план ценова стабилност в еврозоната. ЕЦБ няма изрично формулирана цел за инфлацията, но тя предлага количествена дефиниция на ценовата стабилност – т.е. темпът на изменение на хармонизирания индекс на потребителските цени (ХИПЦ) да бъде (малко) под 2% годишно.²³

²³ Scheller (2006). Ограничението „малко под“ е въведено в прегледа на рамката на паричната политика за 2003 г. – виж по-долу.

Оформянето на рамката на паричната политика се извършваше постепенно с натрупването на опит. През май 2003 г. ЕЦБ публикува преглед на стратегията си.²⁴ Първоначално банката следваше двукомпонентна стратегия, състояща се от: а) „първи стълб“, който отреджда специална роля на широките пари (М3), като им определя референтна стойност от 4½% годишен прираст; и б) „втори стълб“, базиран на задълбочена оценка на рисковете за ценовата стабилност и използващ голям брой икономически и финансови променливи, който предоставя количествена дефиниция на ценовата стабилност – ХИПЦ-инфлация малко под 2% годишно.²⁵

И двата основни стълба са обект на критика. След приемането на единната валута годишният темп на нарастване на М3 постоянно надхвърля 4½% – стойност, използвана от ЕЦБ като референтна за разумното, неинфлационно нарастване на паричната маса. Междувременно данните за М3 бяха силно деформирани от влиянието на използваните от нерезиденти евробанкноти и евромонети, реструктурирането на портфейлите и дейностите по сливане и придобиване. Тези фактори подкопаваха надеждността на референтната стойност. По отношение на количествената дефиниция за ценова стабилност може да се каже, че интерпретирането ѝ като „таван без долен праг“ бе обект на силни критики предвид икономическия спад и японския опит при дефлация.

Прегледът повтаря горната дефиниция за ценова стабилност, но акцентира върху намерението на ЕЦБ да удържа темпа на инфлация под 2% в средносрочен план, каквато несъмнено е стратегията ѝ през цялото време. Малко по-различна роля бе отредена и на анализа на паричните агрегати, който от този момент нататък е насочен към дългосрочната динамика на цените и цели „кръстосана проверка“ на изводите, произтичащи от анализа на краткосрочната динамика. На практика това означава, че анализът на самия показател М3 е по-слабо застъпен, а повече внимание се отделя на неговите източници, включително на кредитния растеж.²⁶ Въпреки че ЕЦБ заяви своето намерение да следва

²⁴ ECB (2003b).

²⁵ Issing et al. (2001).

²⁶ Beyer & Reichlin (2008).

и по-нататък стратегията си и обяви, че взетите решения са единствено с цел нейното избистряне, те бяха изтъквани в широк контекст като подценяване на (предходния) първи стълб.

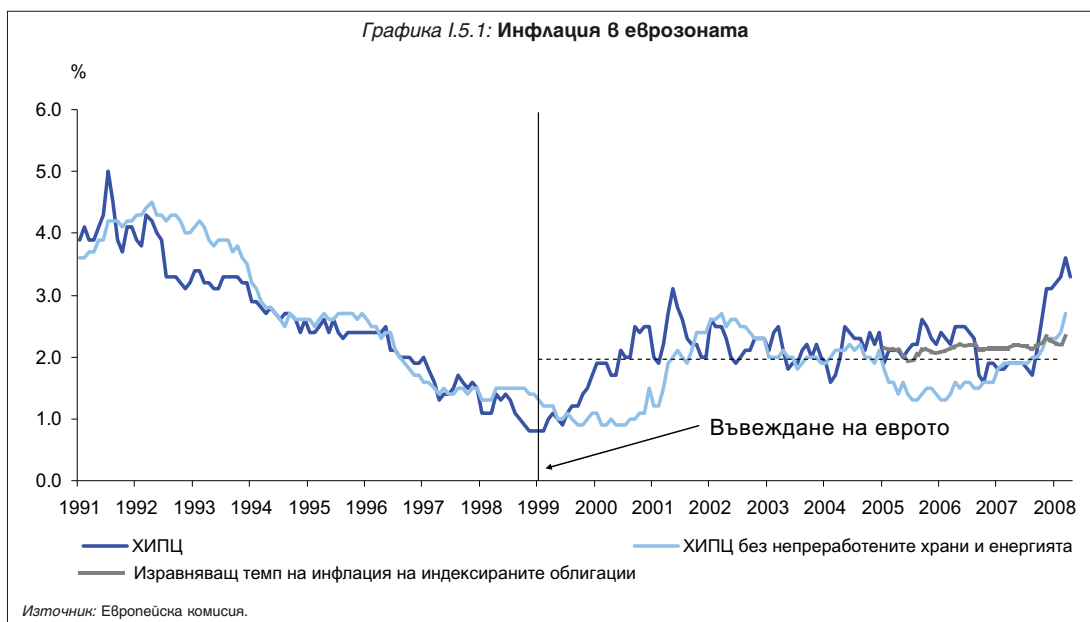
5.2.2. Постигане на целта за ценова стабилност

Както бе отбелязано в глава I.2, първата стъпка към ниска и устойчива инфлация в голяма степен бе направена с въвеждането на еврото през 1999 г. главно вследствие процеса на номинално сближаване през 90-те години, който бе стимулиран от желанието на държавите да се подготвят за присъединяване към еврозоната с първата вълна. Оттогава инфлацията се колебае в тесни граници около измерителя на ЕЦБ за ценова стабилност и се намира под този праг през 42 от 110 месеца (графика I.5.1). Основаните на финансовия пазар измерители на инфлационните очаквания, като например тези на базата на френските инфлационно индексирани облигации, устойчиво се задържат близо до (дори малко над) 2% и реагират слабо на неотдавнашното нарастване на инфлацията след рязкото поскъпване на храните и енергията. Дългосрочните инфлационни очаквания, измерени например чрез прогнозите на *Consensus Economics* или проучвания на експерти на ЕЦБ по икономическо прогнозиране, също устойчиво се задържат на равнище, съответстващо на измерителя на ЕЦБ за ценова стабилност. Очевидно пазарите и час-

тните предприемачи възприемат политиката на ЕЦБ като максимално ангажирана с поддържането на ценова стабилност.

Както бе отбелязано и в глава I.2, колебливостта на инфлацията също намалява чувствително, което е особено важно за рисковите премии, базирани на доходността на облигациите, а също за инвестициите и растежа. Колебливостта на тримесечното изменение на ХИПЦ-инфлацията в еврозоната (измерено като нейно стандартно отклонение) спада от около 0.6 пр.п. през 80-те години до около 0.3 пр.п. през 90-те години отново като резултат от процеса на номинално сближаване през 90-те години. След въвеждането на еврото колебливостта на инфлацията е само 0.2 пр.п. въпреки значителните шокове от страна на цените (на храните и енергията) през този период. Средната колебливост на дългосрочните инфлационни очаквания според *Consensus Economics* също спада чувствително от около половин процентен пункт през 90-те години до под 0.1 пр.п. през последните години. По-слабата колебливост на действителната и очакваната инфлация допринася за по-малките колебания на дългосрочните лихвени проценти. През 90-те години например стандартното отклонение на дългосрочните лихвени проценти (на база месечни данни) е приблизително 2 пр.п.; а през изминалите седем години спада до около 0.7 пр.п.

Графика I.5.1: Инфлация в еврозоната

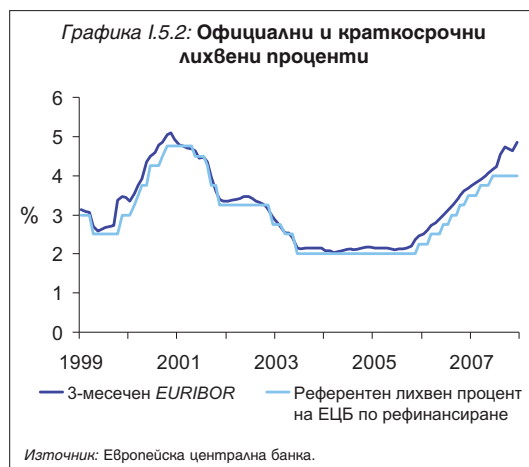


5.2.3. Паричната политика в действие

Първите години след въвеждането на еврото се характеризират със сътресения, като паричната политика е принудена да реагира на необичаен низ от неблагоприятни икономически трусове. Те включват последиците от Азиатската и Руската криза, успокояването на кризата с дотком-компаниите, разрушителните терористични актове, геополитическото напрежение, свързано с войната в Афганистан и Ирак, и повишаващите се цени на храните поради неблагоприятни климатични условия и болести по животните. При днешните условия паричната политика отново преживява тежки времена, когато инфлацията нараства поради поскъпването на петрола и храните в отговор на бързо засилващото се търсене в азиатските страни с възникващи пазари, докато предизвиканите от кризата на ипотечния пазар трусове на финансовите пазари пораждат както риск от забавяне на икономическата активност, така и рискове за финансовата стабилност.

Ползвайки се от предимствата на отдалечеността във времето, можем да очертаем четири периода на паричната политика след въвеждането на еврото:

- В началния период от съществуването на ИПС ЕЦБ фиксира основния си лихвен процент на 3% (графика I.5.2). Тя запази този процент непроменен до април 1999 г., след което го намали на 2½%. Банката представи решението си като отговор на ограничения инфлационен риск във връзка с влошаващите се перспективи за растежа непосредствено след Азиатската и Руската криза. Този риск обаче не се реализира и официалните лихвени проценти възстановиха първоначалното си равнище от ноември 1999 г.



- След този момент ЕЦБ постепенно повиши официалния си лихвен процент до максимално 4¾% през октомври 2000 г. с цел да ограничи рисковете за ценовата стабилност при оживление на икономиката. Основните източници за безпокойство бяха инфлационното влияние на по-високите цени на петрола и обезценяването на обменния курс (виж глава I.2). Освен това, както бе отбелязано, прирастът на широките пари постоянно надхвърляше референтната стойност от 4½% в съзвучие с бързото нарастване на кредита (графика I.5.3). ЕЦБ запази лихвените проценти на равнище от 4¾% до май 2001 г. в условията на криза на интернет базираните компании, отслабващ икономически растеж и ускоряващи се темпове на инфлация на потребителските цени, която достигна 3.1% през май 2001 г. След покачването си с 1% базисната инфлация (ХИПЦ без непреработените храни и енергията) се запази на равнище малко над 2%.
- От началото на 2001 г. влошаващите се икономически перспективи за световната икономика водят до поредица от намалявания на лихвените проценти в най-големите икономики. ЕЦБ понижи лихвените проценти от май 2001 г. до юни 2003 г. общо с 275 б.т. до 2% – най-ниската стойност, определяна от национална централна банка в еврозоната. Два фактора ограничиха влиянието на пониските лихвени проценти на ЕЦБ върху икономическата активност. Първо, увеличаващите се рискови премии не позволиха капиталовите разходи на предприятията да намалееят със съпоставим размер. Второ, евро-

то поскъпна спрямо ниското си равнище от края на 2000 г. От юни 2003 г. до декември 2005 г. основният официален лихвен процент остана 2%. През този период номиналните и реалните дългосрочни лихвени проценти също бяха на най-ниските си равнища и в ретроспективен план. Въпреки че през периода нарастването на кредита се забави осезаемо, МЗ първоначално се ускори, тъй като по-голямата несигурност доведе до по-мощно бягство от риск от страна на инвеститорите.



- Тъй като икономиката постепенно се възстановяваше, ЕЦБ повиши основния си лихвен процент с общо 200 б.т. от декември 2005 г. до настоящата стойност от 4% с цел „нормализиране“ на лихвените проценти. С възстановяващите се икономически перспективи парите и кредитът едновременно тръгнаха нагоре, като основната движеща сила бе ипотечното кредитиране, свързано с нарастващите цени на жилищата в по-голямата част от еврозоната. Трудно е да се предвиди бъдещото развитие на паричната политика, тъй като инфлацията се увеличава доста над прага от 2% (надхвърляйки 3 1/2% през март 2008 г.), а икономическите прогнози са твърде несигурни предвид спада в САЩ. Междувременно натрупването от банките на ликвидност във връзка с кризата на ипотечния пазар значително разширява спреда между тримесечните междубанкови и официалните лихвени проценти, което оскъпява кредита. Изпреварващите действия и удължаването от страна на ЕЦБ на матуритета при финансиране донякъде задържа разширяването на спреда, но въпреки това той остава значителен.

Като цяло въпреки че паричната политика в еврозоната трябваше да посрещне редица (външни) шокове след 1999 г., инфлацията и инфлационните очаквания се задържаха на приемливо ниски равнища. Докато първоначално ЕЦБ бе критикувана за политиката си, направлявана с „несигурна ръка“, с течение на времето тя си изгради репутацията на институция, чиято политика се провежда с „твърда ръка“. През последния период на нормализиране на лихвените проценти ЕЦБ спечели доверието и на участниците на пазара благодарение на по-голямата прозрачност и по-добрата си комуникационна политика. Например понастоящем банката публикува четири пъти годишно прогнози на експертите си в подкрепа на решенията за лихвените проценти, като езикът, използван последователно в публикуваните след решенията месечни прессъобщения, е напълно понятен за финансовите пазари.

5.2.4. Състояние на паричната политика

Няма единствен най-добър начин за изследване състоянието на паричната политика, т.е. на сигналите, които тя изпраща към икономическите агенти. Тъй като съществуват доводи за и против всеки измерител, най-добре е да се разгледат няколко показателя. В настоящия анализ ще се използват индексът на паричната конюнктура, правилото на Тейлър и подходът на „неутралния“ измерител.

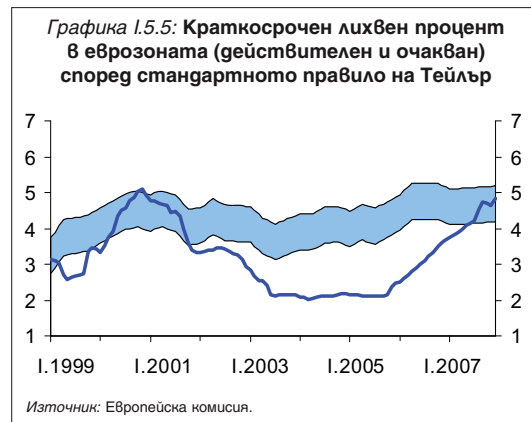


Индексът на паричната конюнктура, измерван от Комисията, е съставен от реалния краткосрочен лихвен процент и реалния ефективен обменен курс, съотнесени към стойността им в да-

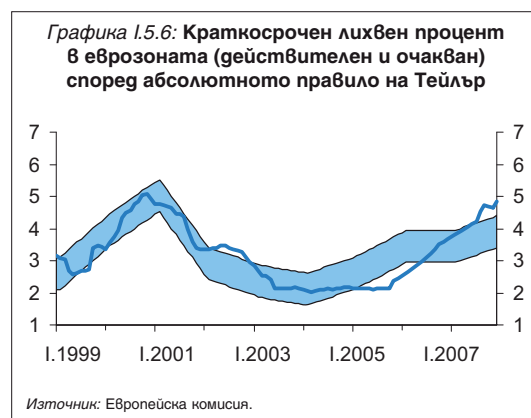
ден базисен период, като теглата отразяват влиянието на тези две променливи върху общото търсене (графика I.5.4).²⁷ Според индекса паричната конюнктура е по-силна от 1999 г. до началото на 2002 г. първоначално за сметка на намаляващия обменен курс и впоследствие поради спада на реалните лихвени проценти. Оттогава паричната конюнктура все повече отслабва, като в началото това се дължи на поскъпването на реалния обменен курс, което напълно компенсира спада на реалния лихвен процент, а впоследствие причината е в повишаването на реалния лихвен процент.

Правилото на Тейлър може да се тълкува като правило за реакция на основния лихвен процент, помагащо да се разбере как централната банка може да прилага паричната си политика, ако трябва да спазва такова правило (което ЕЦБ не прави). Обикновено аргументите му са отклонението на инфлацията от „целта“ и оценката в реално време на отклонението от производствения потенциал. Отклоненията от базирания на това правило основен лихвен процент могат да се интерпретират като затягане или разхлабване на паричната политика. Правилото на Тейлър може да е „стандартно“ или „абсолютно“ (в зависимост от решението на уравнението, описващо средното реално поведение). Стандартното правило показва разхлабване на паричната политика през 1999 г. и първата половина на 2000 г., затягане през следващата година и половина и дълъг период на нерестриktivна политика от 2002 г. до 2006 г. (графика I.5.5). Според абсолютното правило на Тейлър обаче паричната политика е предимно в приемливия обхват на правилото, т.е. е неутрална (графика I.5.6). Дори в този случай общият времеви профил на състоянието на паричната политика е като цяло подобен.

²⁷ Очевидно следва да се имат предвид редица уговорки при тълкуване на показателите, измерващи условията на паричната политика. Например, ако високата инфлация води до покачване на реалния обменен курс и оттук – на индекса, това е сигнал за необходимост от разхлабване на паричната политика, което ще е в явно противоречие с целта – ценова стабилност.



Друг начин за оценяване състоянието на паричната политика е тя да се измери спрямо т.нар. „неутрален“ реален лихвен процент. Основно правило от времето на шведския икономист Виксел в изследването му от 1898 г. е, че в дългосрочен план неутралният лихвен процент следва да се равнява приблизително на темпа на растеж на БВП, който е от порядъка на 1½–2% (или 3½–4% в номинално изражение).²⁸ От януари 1999 г. краткосрочните лихвени проценти в еврозоната са почти постоянно под тази референтна стойност с изключение на периода 2000–2001 г. и през 2007 г., което е в съзвучие с изводите, направени въз основа на стандартното правило на Тейлър.

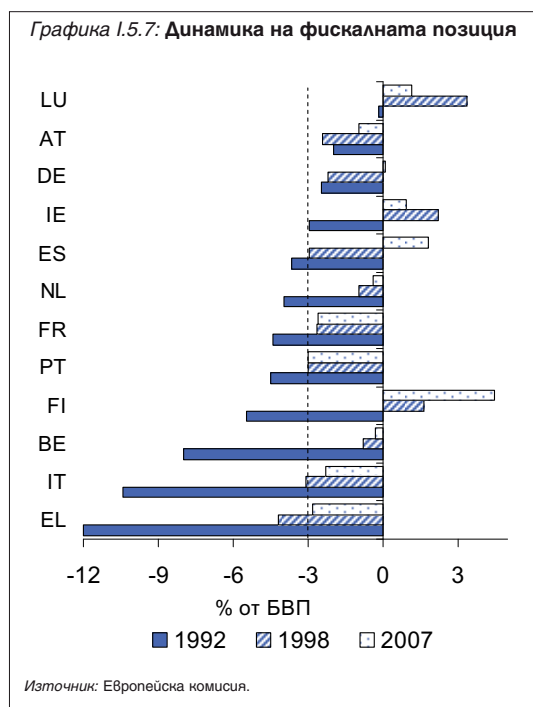


²⁸ Неутралният темп се променя във времето и по държави. Изследванията върху еврозоната (Giammarioli & Valla, 2003 и Crespo-Cuaresma, Gnan & Ritzberger-Gruenwald, 2004) показват, че след средата на 90-те години неутралният темп спада до около 2¾% през 2000 г. и впоследствие до около 1½–2%.

5.3. ПРИЛАГАНЕ НА ФИСКАЛНАТА ПОЛИТИКА

5.3.1. Напредък при фискалната консолидация²⁹

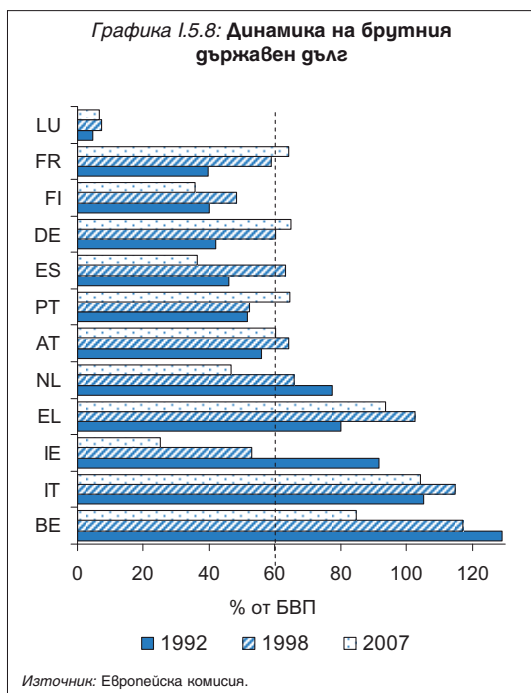
Рамката на фискалната политика на ИПС допринася за значителното подобряване на фискалната позиция. Подобрието в по-голямата си част се осъществява в процеса на подготовка за въвеждане на еврото, тъй като през 1998 г. трябваше да се направят редица корекции с цел изпълнение на критериите за влизане в ИПС. През 1992 г. фактически нито една от единадесетте държави, които се присъединиха към еврозоната с първата вълна, не отговаряше на критерия за размер на дефицита (3% от БВП), заложен в Договора, докато през 1998 г. всички държави го покриваха (графика I.5.7).



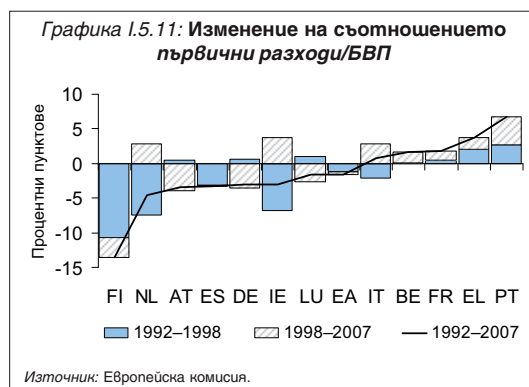
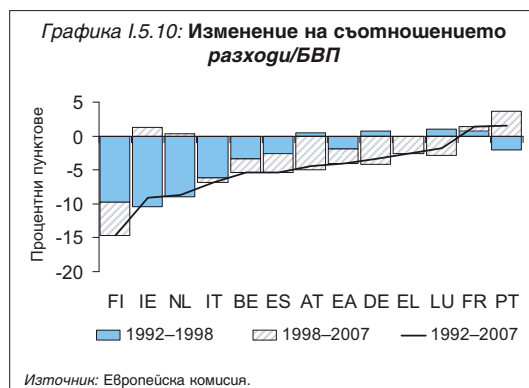
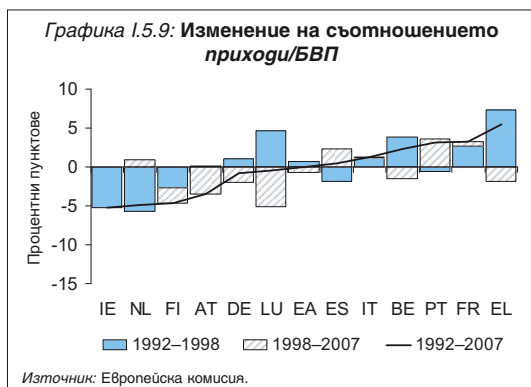
Непосредствено след въвеждането на еврото обаче този напредък донесе разочарования. След като бяха изпълнили изискванията за единната валута, няколко държави не успяха да се доближат до средносрочната си цел за бюджет, който е „почти балансиран или с излишък“. Първоначално този неуспех бе прикрит от благоприятните икономически условия по това време, но той изплува при икономическия спад през 2001–2003 г., когато разминаването между бюджетните програми и реализацията им изпъкна още повече. Неуспешните опити да се задейства предпазният лост на Пакта за стабилност и растеж – главният механизъм за координиране на фискалната политика в рамките на ИПС (виж глава I.10), бяха последвани от нарушения на тавана от 3% от БВП от страна на редица държави и несъгласуваност по отношение задействането на корективния лост на Пакта. В последно време бе постигнат по-внушителен напредък, стимулиран от корекциите при прекомерен дефицит. Въпреки това някои държави все още отчитат значителен дефицит за 2007 г. независимо от като цяло благоприятната фаза на цикъла, което е в противоречие с целта за устойчиви публични финанси въпреки проблемите със застаряването на населението (виж част II от настоящия доклад). В някои държави съотношението *дълг/БВП* също нараства, като само малка част от държавите отчитат съотношение под 60% (графика I.5.8) – другата основна референтна стойност, заложена в Договора. Освен това в някои държави първичният дефицит и данните за дълга отбелязват благоприятна тенденция благодарение на включването на извънредните еднократни приходи и „творческо“ осчетоводяване.³⁰ Тези очевидни проблеми доведоха в крайна сметка до гореспоменатото преработване на рамката за наблюдение на фискалната позиция в ЕС през 2005 г. По-подробен анализ на преработения Пакт е направен в глава I.10.

²⁹ За цялостен анализ на тенденциите в развитието на фискалната политика и рамката за координиране на бюджета виж публикуваните след 2000 г. броеве на годишното издание *Public Finance Report* на Комисията.

³⁰ *Koen & van den Noord* (2006), а също *Gordo & Nogueira Martins* (2007).



Въпреки че фискалната рамка на ЕС не съдържа изрични разпоредби за структурата на бюджетните корекции (от гледна точка на данъци и разходи), изучаването им също е от полза. Тъй като е широко разпространено виждането, че данъчното бреме в повечето държави – членки на ИПС, е твърде голямо предвид диспропорциите, които то създава в условията на засилваща се международна конкуренция и по-голяма факторна мобилност, за предпочитане е фискалната консолидация да се постигне преди всичко чрез ограничаване на разходите. Така достигнатата консолидация (за разлика от тази, получена чрез увеличаване на данъците), вероятно ще се запази, особено ако е стимулирана от ангажимент на правителството да се придържа към „правилото за разходите“ (виж *European Commission*, 2006c).



От 1992 г. фискалната консолидация в повечето участващи държави на практика е основана на разходите. Някои държави, стремящи се към успешна фискална консолидация, успяват да постигнат дори намаляване на данъчното бреме, като най-ярките примери за това са Нидерландия, Ирландия и Финландия (графика 1.5.9). Повечето държави регистрират спад в съотношението *разходи/БВП* с изключение на Франция и Португалия (графика 1.5.10). Консолидирането на разходите обаче в държави с голямо дългово бреме (Италия, Белгия и Гърция) се дължи главно на по-малките разходи за лихви поради спада на лихвените проценти при подготовката за въвеждане на еврото и ниските лихвени проценти след това.

Ограничаването на първичните разходи (без лихвите по публичния дълг) в тези държави е значително по-слабо изразено (графика 1.5.11).

Карта 1.5.1: Оценяване на икономическия цикъл по държави

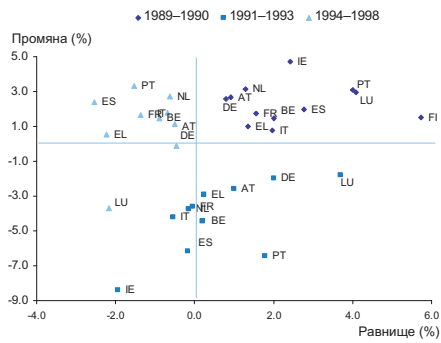
В това карта се проучват динамиката на равнищата и промяната в отклонението от потенциала (output gap) по държави въз основа на разглежданата в основния текст методология.

Както бе отбелязано, двата последни бизнес цикъла в еврозоната показват сходна динамика с ясно изразено кратко оживление, последвано от рязък спад и по-продължителен период на оживление (виж графика 1). Всъщност всички държави се приспособяват към този общ модел твърде лесно, с положително отклонение от потенциала, което нараства при подема от 1989–1990 г. и 1999–2000 г., намалява (и става отрицателно) по време на спада през 1991–1993 г. и 2001–2003 г. и продължава да се свива по време на оживлението от 1994–1998 г. и 2004–2008 г. (виж графики 2 и 3).

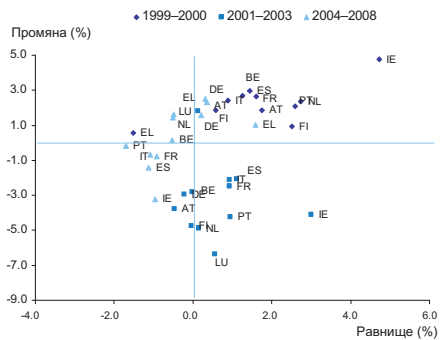


За оценяване състоянието на фискалната политика е важно да се има предвид отклонението от потенциала в реално време (графика 4), което показва много по-малки колебания в равнището и промяната – явление, което на практика е валидно за всички участващи държави. Очевидно в повечето от тях сравнително силните колебания не се усещат тогава, когато се случват. По-конкретно, много държави не отчитат положителни стойности и отбелязват много по-малко увеличение на отклонението от потенциала през 1999–2000 г., както и в голяма степен не „осъзнават“ мащаба на икономическия спад от 2001–2003 г.

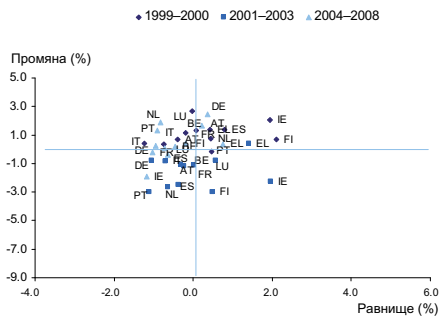
Графика 2: Отклонение от потенциала по държави, 1989–1998 г.



Графика 3: Отклонение от потенциала по държави, 1999–2008 г.

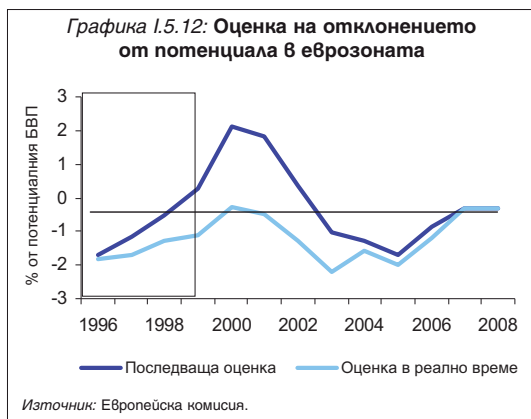


Графика 4: Отклонение от потенциала по държави в реално време, 1999–2008 г.

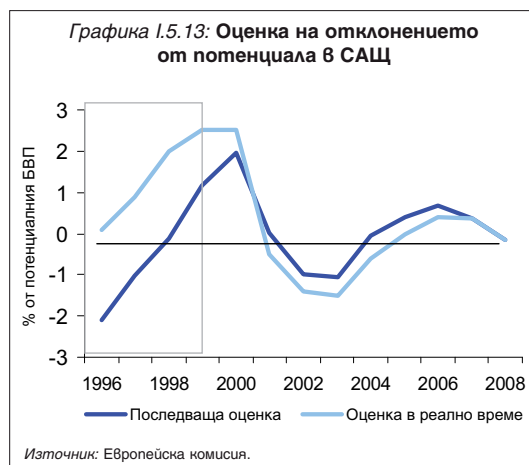


5.3.2. Състояние на фискалната политика

Оценяването на състоянието на фискалната политика се усложнява поради факта, че цикличната позиция на икономиката не винаги е ясна. От гледна точка на фискалната политика най-разпространеният измерител на цикличната позиция на икономиката е отклонението от потенциала, който е използван и тук за измерването ѝ. Можем да приемем, че първите десет години от съществуването на ИПС съвпадат с един пълен цикъл, който се състои от три фази – подем (или т.нар. добри времена), спад и оживление. Подемът тук се определя като период, в който отклонението е положителна величина и нараства. За фаза на спад говорим, когато отклонението от потенциала намалява и се превръща в отрицателна величина, а оживление се нарича фазата, по време на която отрицателното отклонение от потенциала се свива.³¹ Както е показано в каре I.5.1, съществува голяма прилика с предходния цикъл, който съгласно гореспоменатите критерии също трае десет години (1989–1998 г.) и се характеризира със сходен времеви профил на отклонението от потенциала.



³¹ Отклонението от потенциала намалява и през 2005 г. Това намаление обаче е сравнително слабо и от гледна точка на промяната му може категорично да се твърди, че най-ниската точка е достигната през 2003 г.



При оценяване състоянието на фискалната политика е важно да се отбележи, че е възможно правителствата да се доверяват на доста по-различни усещания за цикличната позиция на икономиката в сравнение с последващата оценка на отклонението от потенциала. В графика I.5.12 се прави съпоставка между действителното (последващо) развитие на отклонението от потенциала в еврозоната и наблюдаваното в реално време. Тя показва много по-малки колебания в равнището и промяната на отклонението от потенциала преди и след – явление, което се наблюдава практически във всички участващи държави и е анализирано в каре I.5.1. Очевидно в повечето държави относително силните колебания се усещат не тогава, когато се случват. По-конкретно, много държави не разпознават положителните стойности и отбелязват много по-слабо увеличение на отклонението от потенциала през 1999–2000 г. и в голяма степен не осъзнават мащаба на икономическия спад от 2001–2003 г. Регистрираните в държавите от еврозоната грешки при оценяването на цикличната позиция на икономиката през този период представят в неблагоприятна светлина еврозоната по отношение на САЩ, където ревизиите на отклонението от потенциала са относително малки след 2000 г. (графика I.5.13).³²

³² От друга страна, съществува значителна разлика между оценката в реално време и след това на отклонението в САЩ преди 2000 г. Тя е отражение на факта, че експертите по прогнозиране впоследствие приписват по-голяма част от експанзията от втората половина на 90-те години на по-високия потенциален растеж в противовес на икономическия цикъл (което води до по-слабо отклонение от потенциала).

Капе 1.5.2: Състояние на бюджетната позиция по държави

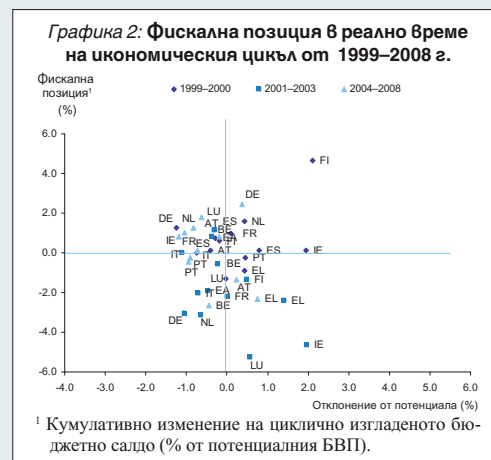
Подходът за изчисляване на бюджетната позиция въз основа на номиналните бюджетни данни и на отклонението от потенциала използва официално приетата методология, разработена от ОИСР (*Van den Noord, 2000 и 2002*). При този подход се тръгва от наблюдението, че икономическата активност влияе върху данъчната основа и безработицата, които от своя страна са определящи за данъчните приходи и държавните разходи. Методът се състои от три стъпки. Първо, еластичността на съответната данъчна основа и безработицата спрямо (цикличната) икономическа активност, измерена чрез отклонението от потенциала, се оценява посредством регресионен анализ. По-нататък еластичността на данъчните постъпления или разходи спрямо съответната данъчна основа се извлича от данъчния код или се оценява по друг начин. Тези два вида еластичност се комбинират в преобразувана еластичност, която свързва цикличните компоненти на данъците и разходите с отклонението от потенциала. Циклично изгладеното първично салдо (измерител за състоянието на фискалната политика) се получава по пътя на преизчисляване на съответните показатели по сметката на правителството, които биха се получили, ако производството се намира на потенциалното си равнище (т.е. отклонението му е нула).

Въз основа на тази методология могат да се направят следните заключения:

- По време на икономическия цикъл от 1989–1998 г. бюджетната позиция бе по-скоро стимулираща във фазата на подем (с изключение на Италия и Белгия), рестриктивна при спад и отново рестриктивна във фазата на оживление (графика 1).
- По време на икономическия цикъл от 1999–2008 г. бюджетната позиция бе предимно близо до неутрална при подем, стимулираща през периода на спад и рестриктивна във фазата на оживление.

Предварителната оценка обаче показва, че моделът е различен и като цяло не толкова отчетлив (графика 3). Наблюдава се слаба тенденция към затягане в годините на подем и известно разхлабване по време на спад. Моделът е по-неясен във фазата на оживление, когато някои държави отчетит затягане, а други – разхлабване. Тъй като в три от четирите най-големи държави се наб-

людава затягане на бюджетната политика (Италия е изключение), като цяло последващата фискална позиция бе рестриктивна.



Политикоикономическите фактори имат своето място за изясняване на причините, поради които официалните макроикономически прогнози в ИПС системно показват оптимизъм по отношение на средносрочния икономически растеж и по-подробно – на потенциалното производство по време на икономически подем.

Докато повечето експерти по прогнозиране както от частния, така и от държавния сектор са склонни да представят по-оптимистично перспективите за растеж в началото на второто хилядолетие, в редица големи държави от еврозоната макроикономическите сценарии, разработвани в подкрепа на бюджетните програми, показват твърде устойчива тенденция към завишение (виж *Jonung & Larch, 2006*). Тези оптимистични прогнози за растежа завишават оценката за неговия тренд, в резултат на което потенциалното производство е надценено, а отклонението от потенциала в реално време – съответно подценено. Тази склонност може отчасти да се обясни със стимулите, заложи в Пакта за стабилност и растеж. В действителност надценяването на потенциалното производство е „удобно“ в смисъл, че то представя в благоприятна светлина годишните програми за стабилност, улеснявайки в средносрочен план постигането на бюджетна позиция близка до баланс или с наличие на излишък (тъй като по-голям дял на бюджетния дефицит ще бъде окачествен като „цикличен“). Но при последваща оценка се вижда, че надценяването води до бюджетни загуби, тъй като равнището на разходите не може да се коригира автоматично поради по-нисък от прогнозирания икономически растеж и свързаните с него по-ниски от предвиденото приходи.

В такъв случай въпросът се свежда до това какъв е характерът на фискалната политика, измерен чрез изменението на циклично изгледеното първично бюджетно салдо като дял от БВП както по време на, така и след бизнес цикъла. Различията между двете оценки се дължат преди всичко на оценката на отклонението от потенциала, тъй като ревизиите на самите номинални бюджетни данни са сравнително минимални.³³ Вглеждайки се в тях по-внимателно (виж каре I.5.2 и таблици I.5.1, I.5.2 и I.5.3), можем да

³³ С изключение на случаите, когато отчетените данни водят до по-големи ревизии – виж глава I.10.

направим следните заключения:

- Според последващата оценка, въпреки че не се наблюдава голяма процикличност по време на подема от 1999–2000 г., най-общо може да се каже, че фискалната позиция е донякъде стимулираща. Това не я поставя в неблагоприятна светлина в сравнение с икономическия подем от 1989–1990 г., когато фискалната политика се характеризираше с явно проциклично разхлабване в по-голямата част от държавите с изключение преди всичко на Италия и Белгия, където високото равнище на дълга и съответстващото му обслужване тласка към тях фискалната консолидация. Наблюдаваната обаче впоследствие неутралност не беше предварително заложила в програмите на повечето държави, като измерителят на бюджетната позиция в реално време показва средно взето затягане – т.е. тя е антициклична. Както бе отбелязано, това отразява подценяване мащаба на подема, а оттам – и на цикличния компонент на бюджетните приходи.
- През 2001–2003 г. според последващи оценки спадът на фискалната позиция бе стимулиращ за повечето държави (с изключение на Испания, Португалия и Австрия) – т.е. тя е антициклична. Това може би е продиктувано от съображения за стабилизация, но вероятно е в основата ѝ да лежи описаният по-горе механизъм – правителствата реагират по начин, който предполага наличието на структурно подобряване на фискалната позиция. Тази тенденция вероятно се засилва от необичайно претоварения електорален календар по това време – предимно в по-големите държави (*Buti & Van den Noord, 2004*). Предварителната оценка също сочи наличието на антициклични фискални стимули по това време, но това вероятно също е случайно. То контрастира със спада в периода 1991–1993 г., когато много държави затягат бюджетите си вероятно в отговор на опасенията си за устойчивостта на икономиката и сътресенията на финансовите пазари.
- По време на възстановяването на икономиките от 2004–2008 г. се наложи правителствата да коригират предишни излишъци, като няколко държави са обект на процедура при прекомерен дефицит (виж глава I.10). В край-

на сметка фискалните рестрикции се огъват под напора на оживлението, но това е предизвикано по-скоро от нуждата от фискална консолидация, залегнала в Пакта за стабилност и растеж, отколкото от желание да се сложи край на икономическия подем. Стъпката към консолидиране на бюджета се потвърждава и от предварителната оценка, която също показва затягане на фискалната политика. Това поведение е твърде сходно с предходния цикъл, когато фискалната политика се затяга във фазата на оживление в повечето държави (Франция е най-яркото изключение) и отразява мерките, предприети за приемане на еврото, произтичащи от Договора от Маастрихт. Изборите вероятно също имат значение, тъй като се предполага, че подготовката за приемането на единната валута засилва вероятността за провеждане на повторни избори, за разлика от обичайното, когато правителствата са склонни към разхлабване на фискалната политика по време на изборна кампания (*Von Hagen, 2002*).

Придобитият опит показва, че основаващите се на бюджетните програми макроикономически прогнози стават по-предпазливи в последните години. На този етап обаче все още е налице значителна несигурност по отношение размера на отклонението от потенциала. Напоследък бяха ревизирани в посока надолу макроикономически прогнози, което вероятно доведе до по-ниско потенциално производство, като в този случай отклонението му може да е доста по-голямо (а структурната фискална позиция да се влоши) в сравнение с първоначалните изчисления.

Таблица 1.5.1:
Последваща оценка на характера на фискалната политика, 1999–2008 г.

	Подем 1999–2000 г.	Спаг 2001–2003 г.	Оживление 2004–2008 г.
Австрия	Затягаща	Затягаща	Стимулираща
Белгия	Стимулираща	Затягаща	Стимулираща
Германия	Затягаща	Стимулираща	Затягаща
Гърция	Затягаща	Стимулираща	Затягаща
Испания	Стимулираща	Затягаща	Затягаща
Финландия	Затягаща	Стимулираща	Затягаща
Франция	Стимулираща	Стимулираща	Затягаща
Ирландия	Затягаща	Стимулираща	Затягаща
Италия	Стимулираща	Стимулираща	Затягаща
Люксембург	Затягаща	Стимулираща	Стимулираща
Нидерландия	Затягаща	Стимулираща	Затягаща
Португалия	Стимулираща	Затягаща	Затягаща
Евروزона	Стимулираща	Стимулиране	Затягаща

Забележка: Процикличната позиция е обозначена с получерен шрифт.
Източник: Европейска комисия.

Освен това структурната фискална позиция може да бъде надценена поради (вече заглъхващ) бурен подем на жилищния пазар в много държави (виж глава I.4). Опитът от края на 90-те години показва, че рязкото покачване на цените на активите върви успоредно с по-големите данъчни приходи, превишаващи съществено нарастването на общата икономическа активност, което води до временно засилване на косвената данъчна еластичност спрямо отклонението от потенциала.³⁴

Таблица 1.5.2:
Последваща оценка на характера на фискалната политика, 1989–1998 г.

	Подем 1989–1990 г.	Спаг 1991–1993 г.	Оживление 1994–1998 г.
Австрия	Стимулираща	Стимулираща	Затягаща
Белгия	Затягаща	Затягаща	Затягаща
Германия	Стимулираща	Затягаща	Затягаща
Гърция	Стимулираща	Затягаща	Затягаща
Испания	Стимулираща	Затягаща	Затягаща
Финландия	Стимулираща	Стимулираща	Затягаща
Франция	Стимулираща	Стимулираща	Затягаща
Ирландия	Стимулираща	Затягаща	Затягаща
Италия	Затягаща	Затягаща	Затягаща
Люксембург	Стимулираща	Стимулираща	Затягаща
Нидерландия	Стимулираща	Затягаща	Затягаща
Португалия	Стимулираща	Затягаща	Стимулираща
Евروزона	Стимулираща	Затягаща	Затягаща

Забележка: Процикличната позиция е обозначена с получерен шрифт.
Източник: Европейска комисия.

Таблица 1.5.3:
Предварителна оценка на характера на фискалната политика, 1999–2008 г.

	Подем 1999–2000 г.	Спаг 2001–2003 г.	Оживление 2004–2008 г.
Австрия	Затягаща	Затягаща	Стимулираща
Белгия	Затягаща	Стимулираща	Стимулираща
Германия	Затягаща	Стимулираща	Затягаща
Гърция	Стимулираща	Стимулираща	Стимулираща
Испания	Затягаща	Затягаща	Затягаща
Финландия	Затягаща	Стимулираща	Затягаща
Франция	Затягаща	Стимулираща	Затягаща
Ирландия	Затягаща	Стимулираща	Затягаща
Италия	Затягаща	Стимулираща	Стимулираща
Люксембург	Стимулираща	Стимулираща	Затягаща
Нидерландия	Затягаща	Стимулираща	Затягаща
Португалия	Стимулираща	Стимулираща	Стимулираща
Евروزона	Затягаща	Стимулираща	Затягаща

Забележка: Процикличната позиция е обозначена с получерен шрифт.
Източник: Европейска комисия.

³⁴ Нарастването на благосъстоянието има положителен ефект върху бюджетните приходи посредством няколко канала: а) чрез ефекта на благосъстоянието и високото потребление на база увеличаването на косвените данъци; б) чрез капиталовия доход на база подоходното облагане; в) чрез трансакции с активи на база данъка върху оборота (виж *Eschenbach & Schuknecht, 2004*).

В няколко държави, предимно намиращи се в етап на догонване (виж глава I.8), сближаването във връзка с еврото породи редица процеси, водещи по всяка вероятност до по-високи от нормалните бюджетни приходи, които от своя страна могат да заблудят политиците, които формират фискалната политика, че наличните ресурси са резултат от структурно подобрение. Този риск се засилва допълнително от факта, че по време на икономически подем структурата на самия произведен продукт съдържа сравнително голяма част данъци, като вътрешното търсене и влиянието на конкурентоспособността оказват натиск върху освободения от ДДС износ и насърчават обложения с ДДС внос. По време на оживлението от 1999–2000 г. този механизъм доведе до извода, че базираният на данъци растеж вероятно ще е дълготраен и политическата реакция бе да намали данъците или да раздуе разчета на разходите във фаза, когато икономиката функционира фактически над потенциала си. Същият тип грешки по всяка вероятност се повтарят и при сегашните обстоятелства.

5.4. СЪВКУПНОСТТА ОТ МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ПОЛИТИКИ

След въвеждането на еврото позициите на фискалната и паричната политика са съгласувани през по-голямата част от времето от гледна точка на посоката, т.е. едновременно сочат затягане или разхлабване (виж графика I.5.14). През 1999 г. фискалната и паричната политика са леко проциклични, като през 2000 г. фискалната политика отново е проциклична, но оттогава и двете са антициклични. Както фискалната, така и паричната политика отбелязват разхлабване по време на икономическия спад, последвал банкрута на много интернет базирани компании през 2001 г. Фискалната политика се затяга (особено в големите държави) по време на оживлението в съзвучие с корективните мерки на Пакта за стабилност и растеж, като и паричната политика има същата насоченост. В резултат след 2001 г. натискът на фискалната и паричната политика е като цяло добре синхронизиран.



Отличителна черта на макроикономическата политика в еврозоната спрямо САЩ е нейната значително по-малка колебливост. Както се вижда от графика I.5.15, и фискалната, и паричната политика изпращат значително по-слаби импулси към общото търсене в сравнение със САЩ. В еврозоната фискалната позиция в нито един момент не отбелязва затягане или разхлабване с повече от 1% от БВП годишно, а паричната динамика, измерена чрез годишното изменение на реалния краткосрочен лихвен процент (дефлирано с годишното увеличение цените на БВП), не се променя с повече от +/-1 пр.п. За разлика от нея макроикономическата политика в САЩ регистрира много по-силно изразени колебания. И фискалната, и паричната политика едновременно отчитат рязко разхлабване по време на икономическия спад от 2001–2003 г., след което стремително вървят към затягане. Същото поведение се наблюдава в последно време, като рязкото намаляване на официалните лихвени проценти е съпроводено с пакет от фискални стимули в отговор на кризата на ипотечните пазари и нарастващия риск от забавяне на икономическата активност.



Няколко са основните причини за наблюдаваните различни степени на активна намеса на правителствата в икономиката. По отношение на фискалната позиция може да се каже, че бюджетната политика в еврозоната е ограничена от разпоредбите на Пакта за стабилност и растеж, който диктува ясни правила по отношение на дискреционните мерки. Това се корени в растящия скептицизъм по отношение на ефективността от провеждането на дискреционна фискална политика. В САЩ бързата и рязка промяна в посоката на фискалната политика към стимулиране на растежа в началото на второто хилядолетие е отговор не само на забавянето на икономическата активност след банкрута на много интернет базирани компании през 2001 г. Тя е провокирана по-скоро от: а) военните ангажменти и произтичащото от тях увеличаване на разходите за отбрана, и б) намаляването на данъците поради приближаващи избори, а не с цел стабилизиране на производството. Основната причина за неотдавна приетия пакет от стимули следва да се търси в контекста на икономика, в която вградените автоматични стабилизатори играят сравнително малка роля. В известен смисъл част от пакета икономически стимули има за цел да замени неразвитата мрежа за социална сигурност по време на силен икономически спад, докато в Европа тази роля се поема в голяма степен от по-силните автоматични стабилизатори.

По отношение състоянието на паричната политика може да се каже, че по-активната намеса на правителството на САЩ в икономиката вероятно е отражение на по-голямата гъвкавост на икономиката, като цените и заплатите реагират по-силно на забавянето на икономическата активност и така дават по-голяма свобода за действие на паричната политика да стимулира икономиката по време на спад (и обратно, при подем). Нещо повече, очевидно Федералната резервна система на САЩ придава по-малко значение на силните колебания на лихвените проценти в сравнение с ЕЦБ. По-агресивната реакция на паричната политика в САЩ по време на спада от 2001–2003 г. не може да се припише само на предполагаемия по-различен начин на реакция. Тя отразява и по-силното забавяне на икономическата активност и благоприятстващите инфлацията условия в САЩ по това време за разлика от еврозоната.³⁵ Същото може да се каже и за сегашната ситуация в САЩ, където се намира епицентърът на кризата на ипотечните пазари.

Когато оценяваме комплекса от макроикономически политики, струва си да припомним също, че не само усещанията за икономическия цикъл се променят във времето, но е възможно фискалните и паричните власти да не споделят винаги една и съща предварителна оценка за циклично преобладаващите условия.

Често в публикации в специализираната преса се срещат анекдотични примери за това, че в еврозоната решенията по фискалната и паричната политика се основават на различни икономически оценки. Този проблем е повдигнат

³⁵ Виж *Grenouilleau et al. (2007)*, *Sahuc et al. (2006)* и *Christiano et al. (2007)*. Начинът на реакция на паричната политика е в общи линии сходен, но съществуват данни, че в САЩ тя е под благотнатното влияние на по-мощния трансмисионен канал на жилищните инвестиции. Сравнително големите жилищни инвестиции и частното потребление в САЩ по време на неотдавнашния подем подкрепят този извод. Опитът на САЩ от последните години обаче показва също, че по-мощният канал на жилищните инвестиции може „да спуска поредния сапунен мехур“ и впоследствие да доведе до трусове на финансовите пазари.

от *Balboni et al. (2007)*, които твърдят, че различните виждания относно цикличната позиция биха довели до противоречиви политически стъпки, имащи макроикономически проявление. Това обаче не е характерно за началните години от съществуването на ИПС. Винаги когато фискалните и паричните власти са били подведжани от погрешни нагласи за икономическия цикъл, това пряко е влияело върху тях и, както бе отбелязано, те на практика действат в синхрон, макар и донякъде случайно от страна на фискалната политика.

През призмата на днешния ден изглеждат неоснователни първоначалните опасения за възможност от противодействие между фискалната и паричната политика в рамките на ИПС. По-сериозно безпокойство буди фактът, че и при наличието на застаряващо население базовата фискална позиция на много участващи държави все още не съответства на целта за стабилни публични финанси (виж част II). По-скоро рискът за устойчивостта, отколкото твърденията за небалансиран комплекс от макроикономически мерки, е действителната цена за разточителната бюджетна политика в първите години от съществуването на ИПС.

6. РЕФОРМИ НА СОЦИАЛНООСИГУРИТЕЛНИТЕ СИСТЕМИ, ПАЗАРА НА ТРУДА И ПРОДУКТИВНИТЕ ПАЗАРИ

6.1. ВЪВЕДЕНИЕ

Евронзоната е сред най-развитите икономики в света, но доходът на човек от населението все още е с около 30% по-нисък от този във водещата икономика – САЩ. Този разрыв съществува от 70-те години на миналия век, като оборва икономическите теории, предричащи, че изоставащите икономики ще догонят развитите, наваквайки чрез иновации и сближаване на икономическите структури. Този устойчив разрыв в доходите е знак за структурни пречки, сред които е структурната политика на пазара на труда и на продуктите пазари. Както беше посочено в глава I.2, създаването на единната валута е огромна структурна промяна. Тя повлиява изключително благоприятно върху търговията, производството и производителността на труда в еврозоната. Тези положителни промени обаче бяха помрачени от липсата на напредък в структурните реформи в други области като иновации, развитие на човешкия капитал, конкуренция на продуктите пазари и участие на пазара на труда.

Структурната политика, определяща потенциала на икономически растеж, се припокрива в голяма степен с политиката, увеличаваща капацитета на държавите-членки от еврозоната да се приспособят към проблемите, специфични за всяка страна. Счита се, че номиналната нееластичност (липсата на корекции в заплатите и цените) забавя внасящия равновесие канал на конкурентоспособността и засилва потенциално дестабилизиращия „канал на реалните лихвени проценти“ (глава I.4). Реалната нееластичност (липсата на отклик във факторите на производството, като например на труда спрямо променящите се икономически условия) засилва тази номинална нееластичност. Това отчасти би могло да обясни посоченото в глава I.2 по-бавно нарастване на доходите на човек от населението в еврозоната, както и разглежданото в глава I.4 приспособяване. Населението в еврозоната остарява бързо (глава II.2) и разходите за социалноосигурителните системи (включително пенсионното осигуряване и здравеопазването) се увеличават, като по този начин се затрудняват възможността за корекции на заплатите и устойчивостта на публичните финанси. Ето защо, както се посочва в Лисабонската стратегия за растеж и заетост – всеобхватната рамка за координация на структурните политики в ЕС (виж

глава I.10), за еврозоната напредъкът по отношение на структурната реформа е от изключителна важност.

На този фон в настоящата глава се разглеждат необходимостта от структурни реформи и напредъкът по тях съответно на пазарите на труда, в социалноосигурителните системи и на продуктите пазари, а преглед на финансовите пазари е направен в глава I.7. Десет години след въвеждането на еврото изглежда естествено да се направи преглед на реалния напредък в структурните реформи в ИПС и, в случай че такъв липсва, да се намери обяснение за това. Този въпрос се разглежда в последния раздел от настоящата глава.

6.2. РЕФОРМА НА ПАЗАРА НА ТРУДА

6.2.1. Ролята на пазарите на труд в ИПС

Влиянието на институциите на пазара на труда върху безработицата и заетостта в Европа е предмет на огромно академично проучване.³⁶ В повечето анализи, проведени след средата на 90-те години, са използвани обобщени показатели за строгостта на споразуменията на пазара на труда, разработени наред с другите от ОИСП и наскоро въведени в базата данни на Комисията за реформите на пазара на труда (*LABREF*). Според констатациите при осъществяването на важни социални цели някои институции на пазара на труда и мрежи за социална сигурност, които са прекалено тясно обвързани, могат да препятстват участието на пазара на труда и създаването на работни места.³⁷

Често институциите на пазара на труда наред с равнището на заетост и БВП на глава от населението оказват негативно влияние върху възможността за приспособяване на страните от еврозоната. По-конкретно:

- Ако системите за компенсация при безработица предлагат твърде големи обезщетения и в частност право на получаване на обезщетение за по-дълъг или неопределен период, те затрудняват корекцията на реалните заплати в съответствие с променящите се ус-

³⁶ Основните резултати от изследването са обобщени в *Arpaia & Mourre* (2005).

³⁷ Виж *Arjona et al.* (2002) и ОИСП (2005, 2006а).

ловия на пазара на труда чрез намаляване интензивността при търсенето на работа и на алтернативните разходи при безработица.³⁸ Ако е добре планирана, политиката по активизиране би могла да известна степен да спомогне за неутрализирането на тези неблагоприятни стимули, както се вижда от опита на скандинавските икономики.

- Програмите при нетрудоспособност предлагат възможности за ранно напускане на пазара на труда. По тази причина високият брой на трудоустроените в няколко страни не се дължи на здравословното им състояние, а по-скоро на обезщетенията при трудоустрояване.³⁹ Пенсионните системи също предлагат на работниците схеми за ранно напускане на пазара на труда, подкрепени от сериозни финансови стимули. Насърчаването на по-възрастните работници да напускат пазара на труда с цел намаляване на безработицата е скъпо и явно неефективно, обикновено слабо участие на пазара на труда на по-възрастните работници е съпроводено с висока безработица.⁴⁰
- Южните страни от еврозоната се характеризират със сравнително строго законодателство за защита на заетостта, като закони за освобождаването от работа при постоянни и временни трудови договори. Счита се, че строгите закони за защита на заетостта влошават перспективите за работа за новите участници на пазара на труда, което важи с още по-голяма сила за младежите, като намаляват текучеството или поставят ограничения при постъпването на работа. По-малкият брой назначени и напуснали кадри води до ограничаване преливането на човешки капитал и иновации между отделните отрасли и професии.

- Колективното договаряне на работните заплати, особено ако се извършва по отрасли (за разлика от това на национално равнище или на равнище предприятие), може да не отчете косвените ефекти от договарянето на заплатите на макроикономическо или фирмено ниво. Освен това минималните заплати могат да доведат до разрыв между производителността на труда и реалното равнище на заплащане и да намалят възможностите за заетост на нискоквалифицираните работници. В резултат, макар и като социално изключение, структурната безработица трайно се загнездва.
- Някои характеристики на институциите на паричния пазар допринасят за нарастването на публичните разходи. Необходимо е те да бъдат финансирани, а според резултатите от едно иконометрично изследване високото данъчно облагане (т.нар. данъчен клин) на трудовите доходи допълнително намалява използването на трудовите ресурси.⁴¹ Страните от еврозоната също отбелязват по-високи пределни данъчни ставки върху трудовите доходи и по-малко отработени часове, отколкото други държави. Взаимодействието между социалните плащания и данъците върху трудовите доходи може да вкара в капана на безработицата или бездействието най-вече работници с ниска производителност, които отговарят на изискванията за социални плащания и имат твърде слаби финансови стимули за започване на работа.⁴²

Иконометрични експертни изследвания обикновено потвърждават, че строгите регулации на пазара на труда и широкообхватните мрежи за социална сигурност обикновено водят до висока безработица и по-слабо използване на трудовите ресурси и поради това затрудняват компро-

³⁸ Виж например *Bassanini & Duval* (2006), *Nickell et al.* (2005), *Nunziata* (2003), *Jimeno & Rodriguez-Palanzuela* (2002) и *Elmeskov et al.* (1998).

³⁹ За емпирични доказателства по страни виж ОИРС (2003) и *Bonato & Lusinyan* (2004).

⁴⁰ Тази констатация не включва обусловеността, произтичаща от прехода от участие на по-възрастни работници на пазара на труда към безработица. Изглежда, корелацията отразява по-скоро политикономическата обвързаност в противоположната посока. Виж *Duval* (2003), *Bassanini & Duval* (2006) и *OECD* (2006b).

⁴¹ Виж например *Bassanini & Duval* (2006), *Jimeno & Rodriguez-Palanzuela* (2002), *Blanchard & Wolfers* (2000), *Daveri & Tabellini* (2000), и *Elmeskov et al.* (1998).

⁴² Виж *OECD* (2006c). Съществуването на обезщетения и данъчните облекчения биха могли да спомогнат за излизането от този капан и да насърчат участието и при нископлатен труд, Виж *Immervoll et al.* (2005). Недостатъкът е, че при поетапно ограничаване на обезщетенията или помощите работещите лица могат да намалят трудовата си активност до съответното равнище на заплащане.

миса между капитал и ефективност, пред който са изправени икономистите. Те освен това потвърждават, че след като дадена икономика претърпи неблагоприятен шок, тези характеристики водят до устойчиво високо равнище на безработица и активност, по-ниска от минималната.⁴³ В случай че тези шокове са асиметрични, т.е. някои страни са били подложени на такива, а други не, се засяга темпът на приспособяване в ИПС, тъй като различията в натовареността на производствените мощности и в темпа на инфлация по страни ще се запазят (виж глава I.4).

6.2.2. Реформи на пазара на труда след 1999 г.

През 90-те години реформата на пазара на труда бе широко разпространена в държавите от еврозоната и явно е повлияла за създаването на работни места. Въпреки това след въвеждането на еврото инициативите за реформиране на пазарите на труд са неорганизирани или са насочени към малки групи (потенциални) участници в тях. Освен това не винаги е ставало ясно, че бюджетните разходи съответстват на ползите.

След въвеждане на еврото инициативите са главно в области като данъчното облагане на трудовите доходи, помощи при безработица, обществени служби по заетостта и мерки, насочени към повишаване гъвкавостта на пазара на труда и насърчаване на мобилността:

- През разглеждания период средният данъчен клин се свива в повечето страни от еврозоната.⁴⁴ Намалването на данъците беше насочено най-вече към по-ниските доходи или към някои групи в неравностойно положение, като например продължително безработни, хора с ниски доходи, младежи и по-възрастни работници.

⁴³ *Blanchard & Wolfers* (2000) констатира, че по-високият коефициент на заместване, по-строгото законодателство за защита на заетостта и по-големият данъчен клин водят до устойчиво високо равнище на безработицата след неблагоприятен шок. *Scarpetta* (1996) открива статистически значимо въздействие на равнището на обезщетенията при безработица и на законодателството за защита на заетостта върху устойчивостта. Тези резултати се потвърждават в направените наскоро преоценки и актуализации, представени от *Bassanini & Duval* (2006) и от *Duval* (2006).

⁴⁴ Виж глава I.5.

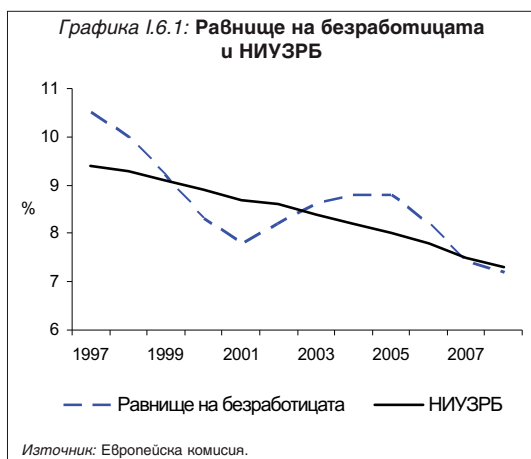
- Почти всички страни са предприели мерки в областта на помощите за безработица и други обезщетения. Те са насочени към повишаване на активността (т.е. по-строги критерии при заемане на свободни работни места, санкции при повторен отказ и механизми за контрол) и засилване на стимулите за участие на пазара на труда (напр. корекция на компенсационните плащания на заетите и проверка на нуждаещите се от обезщетения в зависимост от имотния статус, осъществени в Германия през 2004 г.). В почти всички държави се полагат усилия за засилване ролята и значението на обществените служби по заетостта и за насърчаване на мерките за активизиране. Напредъкът в областта на повишаването на квалификацията обаче е частичен.
- В повечето държави са въведени законодателни облекчения за частична (почасова) заетост и за гъвкаво работно време. Няколко страни либерализираха законовата защита на заетостта на временен трудов договор. Разходите за компенсации при освобождаване от работа са намалени и в някои държави е облекчено преобразуването на временните трудови договори в постоянни.

6.2.3. Последници от реформите на пазара на труда

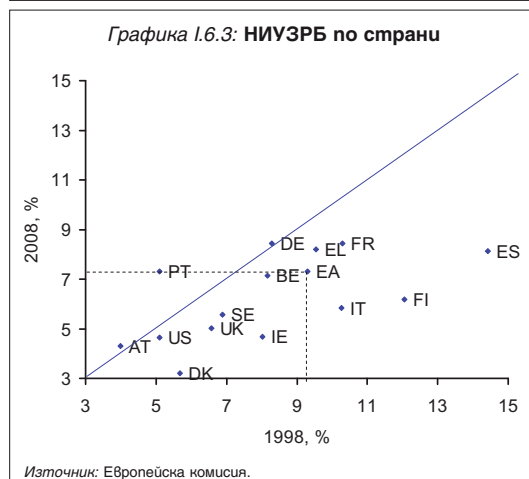
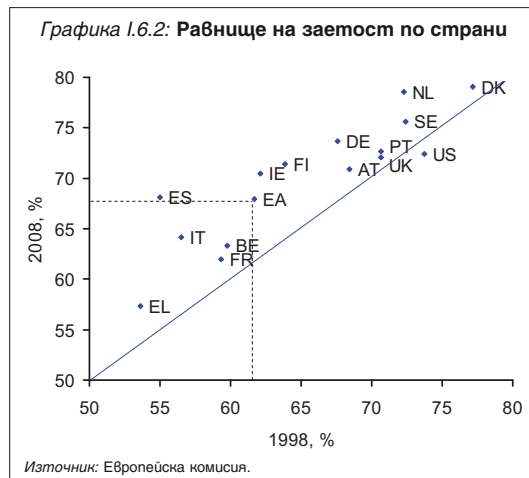
Както беше подчертано в глава I.2 от настоящия доклад, прирастът на заетостта в еврозоната е относително голям, следователно реформите на пазара на труда дават резултати. Броят на наетите лица се е повишил средно с близо 1% на годишна база (а отработените часове – с над 0.5% годишно). Явно темпът на увеличаване на работните места се засилва, като иконометрични изследвания свидетелстват за структурен разрыв в средата на 90-те години.⁴⁵ Съответно равнището на заетост се е повишило от 62% през 1999 г. до приблизително 68% през 2008 г. – малко под официалната лисабонска цел от 70% за ЕС като цяло (виж глава I.10). Нарастването до голяма степен се дължи на по-голямото участие на жени и по-възрастни работници – признак за това, че лицата от тези групи, а не работници от мъжки пол в разцвета на силите си, са

⁴⁵ *Decressin et al.* (2001) и *Mourre* (2006).

най-засегнатите от реформата на пазара на труда. През същия период равнището на безработицата спада от 10% на приблизително 7.2%, като основната част от този спад има главно структурен характер, което се проявява в еквивалентно понижаване на непораждащо инфлационно увеличение на заплатите равнище на безработица (НИУЗРБ, виж графика I.6.1).⁴⁶



Ако разгледаме всяка държава-членка поотделно, във всички случаи сега равнището на безработица е по-високо, отколкото непосредствено преди въвеждането на еврото. Нарастването по принцип е по-високо от отчетеното от държавите – членки на ЕС-15, които не участват в еврозоната (Обединеното кралство, Швеция и Дания), докато в САЩ се наблюдава спад на равнището на заетост (графика I.6.2). Подобна е картината и при НИУЗРБ, което в повечето държави от еврозоната намалява съществено (графика I.6.3), като единствено в Португалия отбелязва рязко повишение.

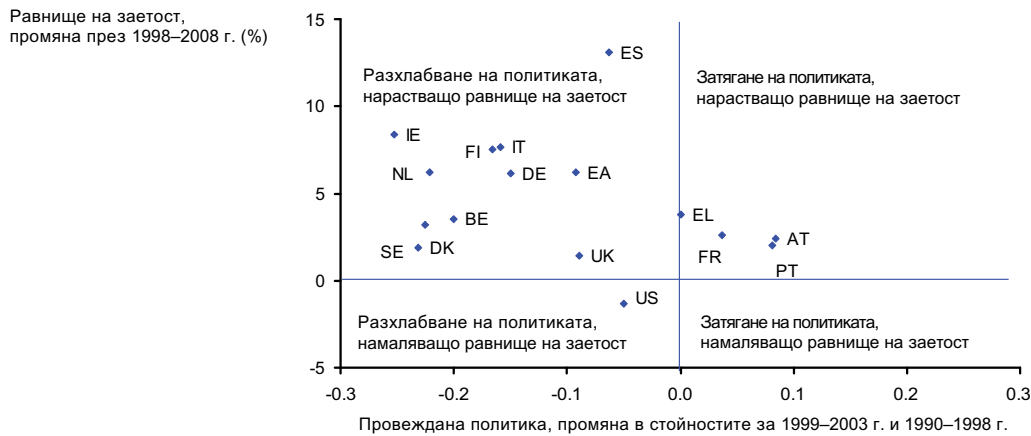


Както се вижда на графики I.6.4 и I.6.5, затягането на политиката по отношение на пазара на труда (т.е. по-голяма нееластичност) по принцип се свързва с нарастването (или слабото намаление) на структурната безработица, както и със спада (или слабото повишение) на равнището на заетост.⁴⁷ Докато в повечето държави гъвкавостта на пазара на труда се увеличава наред с повишаването на равнищата на заетост и с намаляването на структурната безработица, в няколко страни трендът се пречупва и по отделни или по всички тези показатели Франция, Португалия и Австрия отбелязват неблагоприятни резултати.

⁴⁶ European Commission (2006d). НИУЗРБ (непораждащото инфлационно увеличение на заплатите равнище на безработицата) е приблизителна мярка за структурната безработица, т.е. равнището на безработица, под което темпът на увеличение на заплатите се ускорява.

⁴⁷ Показателите на структурната реформа, използвани в тези графики, са взети от Duval (2006). Показателят се изчислява като сбор от стандартизираните показатели на ОИСР в четири области (обезщетения при безработица, данъчен клин, законодателство за защита на заетостта и стимули за ранно пенсиониране).

Графика I.6.4: Реформа на пазара на труда и промяна в равнището на заетост



Източник: Европейска комисия и ОИСР.

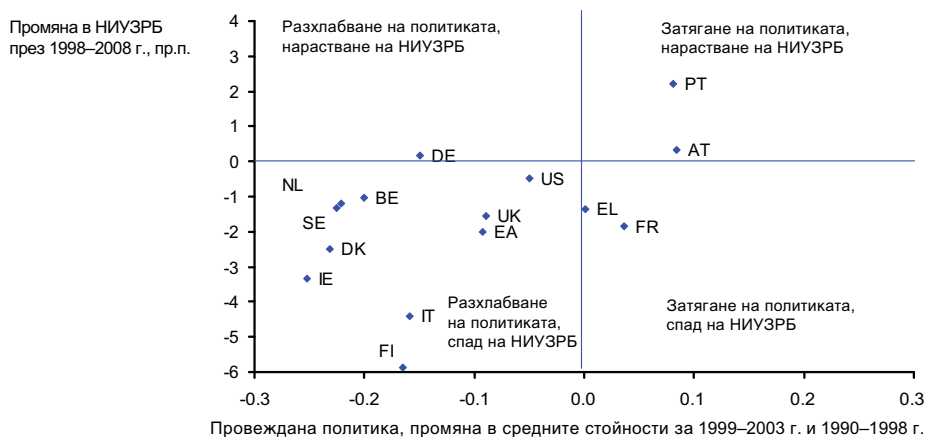
Явно тези като цяло положителни резултати не са основание за самоуспокоение: равнищата на заетост и равнищата на структурна безработица в повечето държави от еврозоната са по-неблагоприятни, отколкото тези на групата държави, с които ги сравняваме. Налице са доказателства, че след въвеждането на единната валута усилията за реформи намаляват. Според отделни иконометрични изследвания (Mourre, 2006) подобрението на пазара на труда се дължи главно на реформите от 90-те години, тъй като провежданите напоследък реформи са по-непоследователни и нямат трайни последици. Необходимо е да се постигне по-съществен напредък.

6.3. РЕФОРМА, СВЪРЗАНА СЪС ЗАСТАРЯВАНЕТО НА НАСЕЛЕНИЕТО

6.3.1. Пенсии

Застаряването на населението вероятно ще има широкообхватно въздействие върху икономиките от еврозоната, включително върху потенциала им за растеж, фискалната устойчивост, функционирането на пазарите на труда и финансовите пазари и разпределението на доходите и богатството. Демографските тенденции, включително ниската раждаемост, нарастващата продължителност на живота и приближаващото пен-

Графика I.6.5: Реформа на пазара на труда и промяна в НИУЗРБ



Източник: Европейска комисия и ОИСР.

сионирание на поколението от „бума на раждаемостта“ налагат драматични промени в броя и възрастовата структура на населението. Тези тенденции ще доведат до намаляване на трудоспособното население, ще ограничат потенциалния растеж и жизнения стандарт и ще доведат до рязко увеличаване в бъдеще на разходите за пенсии. Старите модели на ранно пенсиониране допълнително увеличават икономическата тежест върху активното население.

Реформа на пенсионните системи в еврозоната започва през 90-те години, доста преди въвеждането на единната валута, стимулирана главно от фискалната консолидация, насочена към изпълнение на маастрихтските критерии (*OECD*, 2000). След въвеждането на единната валута необходимостта от постигане на дългосрочна устойчивост на публичните финанси се превръща в основен стимул за по-нататъшни реформи. Реформите се провеждат под различни форми – от малки изменения до мащабни реформи, които променят цялостната структура на пенсионната система (*OECD*, 2007a).

Голяма част от държавите от еврозоната осъществиха реформи, с които намалиха дългосрочните ангажименти при пенсионирането на физически лица и по този начин ограничиха нарастването в бъдеще на разходите за пенсии. Такива реформи са предприети в съществуващите обществени системи за задължително пенсионно осигуряване, като се запазва базисната структура на пенсионните системи. Ангажиментите при пенсиониране са изменени посредством редица промени на параметрите на пенсиите – т.нар. реформи на параметрите, – като например пенсионна възраст, коефициент на заместване, пенсионни надбавки и правила за индексирание. Общите характеристики включват повишаване на задължителната пенсионна възраст, промени в коефициента за изчисляване на пенсиите, промени в начина на изчисляване на заплатата, на чиято базата се изчислява пенсията (като доходи за целия трудов стаж, а не за последните години или за годините с най-високи доходи) и ревалоризация (индексиране спрямо общите тенденции при заплатите). Наскоро в Германия е въведено коригиране на пенсионния коефициент в съответствие с промените в коефициента на зависимост, за да се гарантира балансиран преход от заплатата към пенсия.

Целта на много от реформите е да се ограничат разпоредбите за ранно пенсиониране чрез: а) затягане на правилата за ранно пенсиониране, б) постепенен отказ от схемите за ранно пенсиониране и по-конкретно от базираните на условията на пазара на труда, и в) въвеждане на актюерски по-неутрални корекции на старите или на отсрочените пенсии. По-скорошните реформи въведоха гъвкавост по отношение на задължителната пенсионна възраст, за да я актуализират в съответствие с очакваната по-голяма продължителност на живота. Например Германия наред с Дания и Обединеното кралство вдигнаха задължителната пенсионна възраст над общоприетите 65 г., докато Финландия и Португалия се отказаха от фиксирана пенсионна възраст. Испания и Ирландия също въведоха плаваща пенсионна възраст и добавки за допълнителен осигурителен стаж. Франция ще коригира размера на изискуемия осигурителен стаж за получаване на пълна пенсия. Държави с (квази) пенсионни системи с фиксирани вноски (в еврозоната Италия и извън еврозоната Швеция) въведоха вградени механизми за корекция на пенсионните равнища в зависимост от очаквания период на получаване на пенсия.⁴⁸

Планираното увеличаване на разходите за пенсии е причина за по-детайлно преразглеждане на метода за финансиране на пенсионните системи. С цялостното увеличаване размера на осигурителната вноска става явен балансът между направените по време на осигурителния стаж вноски и изплатените до края на живота пенсии и се засилва авансовият характер на финансирането на националните пенсионноосигурителни системи. В средата на 90-те години Италия (заедно с Швеция) въведоха актюерския принцип за изравняване на пожизнените осигурителни вноски със сумата на изплатените пенсии в техните национални квазипенсионни (разходопокривни) осигурителни системи с фиксирани пенсионни вноски. Освен това страните с професионални пенсионни системи като Нидерланд

⁴⁸ Квазипенсионните (разходопокривни) системи с фиксирани пенсионни вноски осигуряват изплащането на суми, базиращи се на действителните осигурителни вноски, увеличени с условната норма на доходност. Системата и нормата на доходност са условни, тъй като вноските не са реално инвестирани, но се използват за финансирането на текущите разходи за пенсии.

дия, Обединеното кралство и Дания, въведоха елементи на фиксиране на осигурителната вноска. Частичното авансово финансиране е съществена характеристика само в някои национални задължителни пенсионноосигурителни системи, най-вече тези във Финландия и Люксембург (както и в Швеция). Тези държави са натрупали значителни активи, за да посрещнат увеличаването в бъдеще на пенсионните разходи. В допълнение няколко европейски страни са създали специални резервни пенсионни фондове с цел натрупване на резерви за бъдещи нужди. В повечето държави обаче тези фондове все още са твърде малки в сравнение с очакваното бъдещо нарастване на разходите за пенсии.

Разпоредбите за възстановяване на равновесието между пенсиите в държавния и в частния сектор също са доста характерни за пенсионните реформи в ЕС и в по-малка степен за тези в еврозоната. Много страни са предприели мерки за насърчаване на професионалните или частните схеми за допълнително пенсионно осигуряване с цел намаляване на тежестта върху общественото пенсионно осигуряване. Най-съществена промяна е настъпила в държавите, които замениха част от обществените схеми за пенсионно осигуряване със задължителни изцяло частно финансирани схеми. Такива реформи са предприети в Швеция и в повечето нови държави-членки. Сред държавите-членки от еврозоната единствено Германия е предприела стъпки в тази посока.

В резултат от тези реформи значително нараства равнището на заетост сред по-възрастните работници (на възраст между 55 и 64 години). След отбелязаното през 1994 г. понижение до 35.7% равнището на заетостта в държавите – членки от ЕС-15, непрекъснато се повишава, като през 2006 г. надвишава 45%. Това е значителен напредък, които се доближава до лисабонската цел от 50% до 2010 г. Последните прогнози, направени в началото на 2006 г., сочат много по-малко увеличение на публичните разходи за пенсии в сравнение с подобни прогнози, направени през 2001 г.⁴⁹ В повечето европейски страни обаче очакваното увеличение на разходите за обществено пенсионно осигуряване остава значи-

телно (виж глава II.4 от настоящия доклад). Очакваното увеличаване на заетостта сред по-възрастните работници обаче също няма да бъде достатъчно, за да се компенсира по-голямата продължителност на живота (*Carone et al.*, 2006). Дневният ред на пенсионната реформа очевидно не е приключил.

6.3.2. Здравеопазване и дългосрочни грижи

Здравеопазването и дългосрочните грижи са особено важни за ИПС, тъй като в страните-участнички като цяло се наблюдава сравнително бързо застаряване на населението. Макар здравният статус на населението да се е подобрил през последните години, в повечето държави на глава от населението разходите за здравеопазване нарастват по-бързо от БВП главно в резултат от повишаването на жизнения стандарт и от технологичното развитие (*Haekkinen, Joumard*, 2007). Институционалните фактори, като широкообхватно и универсално покритие на здравните осигуровки, способстват за по-голямото търсене на здравни услуги, съпроводено с увеличаване на разходите. Досега застаряващото население не бе основна движеща сила, но в бъдеще значението му ще нарасне, макар и приносът му да изглежда умерен, тъй като голям дял от разходите за здравеопазване са свързани по-скоро с последните години от живота, отколкото с възрастта сама по себе си (*Oxley & MacFarlan*, 1995; *Batljan & Lagergreen*, 2004; *Oliveira Martins*, 2006).

Най-бързо растящият сегмент от населението е групата на много възрастните хора: в еврозоната и в ЕС като цяло до 2050 г. дялът на пенсиите за хора над 80 години ще се утрои. Това ще доведе до нарастване на търсенето на дългосрочни грижи. В допълнение социоекономическите тенденции, по-конкретно повишаването на заетостта при жените, ще доведат до изместване на търсенето от грижи, осигурявани от семейството (неформални грижи), към формални (обществено организирани) грижи. Много правителства вече се сблъскват с невъзможността да предоставят необходимите дългосрочни грижи. В бъдеще въпреки необходимостта от увеличаване на услугите е необходимо да се помисли и за подходящата комбинация от услуги, включително неформални, домашни или институционални грижи, служби за социално подпомагане по мес-

⁴⁹ Такива симулации не са провеждани за еврозоната. Очаква се резултатите за еврозоната да са съпоставими. *Muenz, R.* (2005).

тоживеене или по общини, както и да се постигне необходимият баланс между общественото и частното им предоставяне или финансиране.⁵⁰

През последните две-три десетилетия реформите в здравеопазването бяха насочени главно в три основни насоки: подобряване на системите за здравеопазване, макроикономическа и микроикономическа ефективност.⁵¹ В резултат чрез общественото осигуряване сега всички държави – членки на ЕС, имат универсален достъп до здравни услуги, макар да съществуват различия по отношение обхвата на обществените услуги и осигуровки, както и по отношение качеството на услугите. Държавите – членки на ЕС, разчитат в голяма степен на публично финансиране на здравеопазването, докато някои – на публично предоставяне, а други – на договорно предоставяне.

Увеличаването на разходите за здравеопазване е било повод за сериозно безпокойство от средата на 70-те години насам и с цел ограничаването им са предприети редица реформи. Реформите в периода между средата на 70-те и средата на 80-те години бяха фокусирани върху преките и косвените механизми за контрол, като контрол върху цените на лекарствата, здравни такси и услуги, контрол върху човешкия фактор, болничните легла и съоръжения и на инвестициите в капитал и технологии. В средата на 80-те години акцентът се измести върху механизмите за определяне на бюджета, включително бюджетни тавани и целеви бюджети за общественото здравеопазване и неговите подсектори, въвеждане на системи за заплащане за извършената работа и увеличаване на доплащането от пациента.

От средата на 90-те години реформите съдействаха за увеличаване ролята на пазарните механизми, включително таксите и ограниченията за реимбурсиране на изразходваните средства, доброволно здравно осигуряване и заплащане по видове дейности наред с преминаването от болнично към извънболнично лечение. Съответно последните реформи в здравеопазването се концентрират върху постигането на по-голяма

икономическа ефективност и ефикасност. Създаването на подходящи стимули в областта на платежните системи и на системите за предоставяне на услуги има за цел създаването на допълнителна стойност, като по този начин облекчи натиска върху бюджета. Тези реформи имат за цел да обособят обществените доставчици и ползватели, докато се организира по-добре предоставянето на услуги, усъвършенстват се договорната и платежните системи, засили се конкуренцията сред доставчиците на услуги и застрахователите, въведат се стандартизирани практики и се променят финансовите споразумения в посока усъвършенстване и уравнивяване стимулирането на доставчиците на услуги и на пациентите.

Последните мерки в сферата на дългосрочните грижи включват прилагането на базирани на потребностите правила за приемливост, увеличаване на потребителските такси, преход към по-голяма отговорност в сферата на социалните грижи и тенденция към отделяне финансирането на дългосрочните грижи от здравеопазването и обвързването им със социалното осигуряване. Основна грижа на повечето държави – членки на ЕС, обаче е как да увеличат предлагането на този вид услуги, за да отговорят на нарастващото търсене на различни видове услуги, от които се нуждаят възрастните хора. Тенденцията е да се развиват услугите, с които се подпомагат дълголетниците по домовете им вместо в институции, но в много страни това все още е на твърде ранен етап на развитие. Необходимостта от редица услуги, изискващи специални грижи от интензивното лечение, поражда въпроса, дали не би било редно рискът, свързан с дългосрочните грижи, да се покрива посредством специална осигуровка. Инициативите наред с финансиране чрез такси на дългосрочните грижи да се въведат и механизми за взаимно поемане на разходите, включително публично и частно застраховане, са сравнително малко и тепърва прохождат.

6.4. РЕФОРМА НА ПРОДУКТОВИЯ ПАЗАР

6.4.1. Значение на реформата на продуктивния пазар в ИПС

Регулациите, които ограничават ролята на конкурентните сили на продуктивния пазар, могат да затруднят функционирането им, разпределе-

⁵⁰ Comas-Herrera & Wittenberg (eds.) (2003). Европейски съвет (2007).

⁵¹ Виж например Mossialos & LeGrand (1999). *Docteur & Oxley* (2004).

нието на ресурсите и производствената ефективност и имат неблагоприятни ефекти върху производителността и растежа (*Nicoletti & Scarpetta 2003*).

Проникването на технологиите и иновациите е представено като особено важен елемент от зависимостта между конкуренцията и производителността (*Aghion et al. 2001; Gust & Marquez, 2002*). Конкуренцията на пазара оказва натиск върху фирмите за нововъведения и благоприятства техния оборот, като насърчава конкурентните сфери на дейност да излизат на пазара, а по-слабо конкурентните да го напускат. Безпокойството, че в резултат от силната конкуренция фирмите ще се въздържат от нововъведения, тъй като натискът върху нормата на печалбата ще затрудни генерирането на необходимите средства, явно е неоснователно, тъй като данните сочат, че обикновено на пазара доминира най-новаторската фирма.

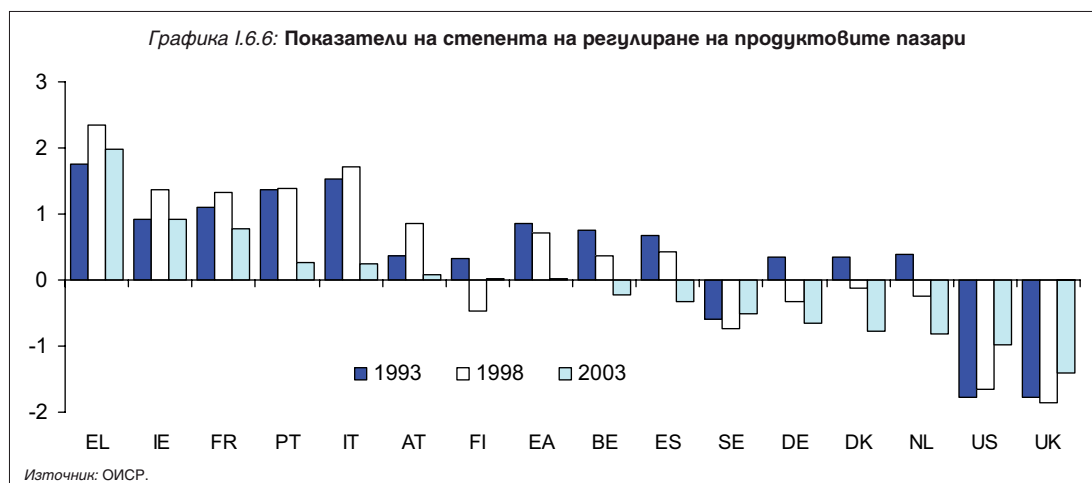
По-силната конкуренция на продуктовия пазар също може да окаже влияние върху БВП на глава от населението в резултат от използването на трудовите ресурси (*Blanchard & Giavazzi, 2003*). Проучване показва, че облекчените правила за участие на продуктите пазари имат статистически положителен ефект върху заетостта (*Haefke & Ebell 2004; Nicoletti & Scarpetta, 2004*). С намаляването на ограниченията и със засилването на конкуренцията фирмите печелят от по-ниските търговски отстъпки на продуктите пазари, дейността им се разраства и равнищата на заетост се увеличават –

дори ако първоначално заетостта е негативно повлияна, впоследствие това води до свръхзаетост. Емпирични проучвания също доказват, че регулаторните реформи и по-специално тези, които либерализират участието на пазара, предизвикват прираст на инвестициите (*Alesina et al., 2003*).

Конкурентните условия на продуктите пазари в държавите-членки от еврозоната са се променили съществено през 90-те години. Програмата за единния пазар и подготовката за въвеждането на еврото направиха икономиките по-отворени, което е основен фактор, определящ конкурентния натиск на продуктите пазари.⁵² Очакваните макроикономически плюсове от вътрешния пазар са значителни и възлизат приблизително на 1.8% от БВП на ЕС и 1.4% от общата заетост. Глобализацията и разпространението на информационните и комуникационните технологии допълнително увеличават конкурентния натиск на продуктите пазари. Съответно показателите за степента на регулиране на продуктите пазари сочат намаляване на нормативните пречки пред конкуренцията след края на 90-те години, като най-строго регулираните държави се приближават до по-либералните (виж графика I.6.6). Въпреки това, що се отнася до бариерите пред участие в сферата на услугите, все още съществува устойчиво ядро от регулации.

⁵² За актуален анализ на икономическите ефекти от съществуването на вътрешния пазар Виж *Ilzkovitz et al. (2007)*.

Графика I.6.6: Показатели на степента на регулиране на продуктите пазари



Напредъкът по отношение завършеността на единния пазар на стоки и услуги доведе до засилване на конкурентния натиск и до предимства от мащаба, произтичащи от презгранични дейности, и съществуват доказателства, че това е спомогнало за икономическия растеж (глава I.2), както и за по-добрата синхронизация на бизнес циклите по страни (глава I.3). Все още обаче има какво да се направи в посока слабата производителност на труда в еврозоната, както беше подчертано в изданието *EU Economy Review (European Commission, 2007a)*, след средата на 90-те години нормативните пречки пред продуктовете пазари в инфраструктурните отрасли са по-малко, в резултат на което производителността на тези отрасли се повишава. При въвеждането на еврото обаче дневният ред с несвършената работа все още е значителен и са предприети повече реформи, предимно в области като конкурентна политика, държавна намеса и напредък и внедряване на технологиите. В разделите по-долу се разглеждат предприятиите от средата на 90-те години насам реформени начинания.

6.4.2. Конкурентна политика

Конкурентната политика е от решаващо значение за успешното функциониране на ИПС, тъй като тя спомага цените да отговарят на условията на търсене и предлагане, като улеснява приспособяването към шокове при липсата на вътрешни за еврозоната обменни курсове. Амбициите за засилване на конкурентния натиск на пазари със слаба конкуренция доведе до множество структурни реформи, сред които:

- Разширяване сферите на компетентност и ресурсите на органите за защита на конкуренцията и регулаторните органи. Повечето страни измениха законодателството си за защита на конкуренцията в съответствие с европейското законодателство. Националните органи за защита на конкуренцията и регулаторните органи получиха независимост, необходимите правомощия и ресурси, за да изпълняват функциите си.
- Както бе споменато по-горе, след средата на 90-те години инфраструктурните отрасли бяха либерализирани. Предвид големите пазарни дялове на утвърдилите се на пазара компании реформите са насочени както към осигу-

ряване на достъп до пазара, така и към подобряване на конкурентните условия. Предприети са съществени стъпки в области като снабдяване с електроенергия и горива, телекомуникации, пощенски и транспортни услуги. Провеждат се и по-нататъшни мерки.

- Намалени са пречките пред конкуренцията в сферата на услугите. Предприети са инициативи за реформа или се подготвя реформа в някои професионални услуги и занаяти, както и в търговията на дребно и пласмента, сред които е удължаването на работното време на магазините.

Нерешен все още остава проблемът със задълбочаването на единния пазар. В много страни правилата за вътрешния пазар не са изцяло транспонирани или не се прилагат напълно. Освен това печалбите от единния пазар биха могли да бъдат значително по-големи, ако пазарът на услуги бе напълно отворен за презгранична конкуренция.⁵³ Тъй като делът на услугите е по-малко от 20% от вътрешната за еврозоната търговия, но възлиза на над 70% от добавената стойност и заетостта, приемането на Директивата за услугите през 2006 г. беше изключителен напредък, макар прилагането ѝ на равнище отделни държави да не е завършено.

Ефектът от въвеждането на конкуренция в инфраструктурните отрасли след 90-те години е пример за това какво може да се постигне. Европейската регулативна рамка, стимулираща конкуренцията в далекосъобщенията, увеличи броя на пазарните участници и намали доминиращото влияние на утвърдените компании. Конкурентният натиск води до намаляване на цените: от 1996 г. цената на услугите в сферата на комуникациите се е понижила с около 40% в реално изражение. Подобно развитие се наблюдава и в други отрасли. Например в периода между 1996 г. и 2005 г. дерегулирането в енергетиката спомогна за спада на реалната цена на електри-

⁵³ Виж *Ilzkovitz et al. (2007)* относно резултатите от последни изчисления, извършени чрез модела *Quest* в рамките на проучване на вътрешния пазар. В момента няма налична симулация за еврозоната. Може да се очаква приходите в еврозоната да са съпоставими с мащаба ѝ.

чеството в еврозоната с 8%.⁵⁴ Дерегулирането при въздухоплаването не само намали реалните цени за периода (цената на промоционалните отстъпки е намаляла приблизително с 30% в периода 1992–2000 г.⁵⁵), но и промишлената заетост през 1996–2002 г. нараства с 19%.⁵⁶ Допълнителните реформи на регулативната рамка в енергетиката на ЕС са довели до намаление на цените приблизително с 20%. Според симуляционни модели това ще предизвика след пет години допълнително повишаване на БВП с още 0.5%.

6.4.3. По-успешна държавна намеса

Редица реформи бяха насочени към намаляване на пазарните смущения, предизвикани от държавна намеса, включително данъчно облагане, държавна помощ и регулации.

- *Реформите на корпоративното данъчно облагане* целяха премахване или ограничаване на смущенията. Законоустановените корпоративни данъчни ставки бяха намалени и данъчната основа бе разширена. Данъчната дискриминация на корпоративната собственост или на частното (а не общественото) предоставяне на услуги в някои случаи е премахната. Редица държави предприеха мерки за опростяване процеса на постигане на съответствие при корпоративното данъчно облагане.
- *Държавните помощи бяха намалени.* Макар делът в БВП на държавните помощи да намалява по-бавно, отколкото през 90-те години на миналия век, в повечето държави от еврозоната тази тенденция се запазва.⁵⁷
- *Нормативното бремене е по-малко.* Повечето държави следват стратегии за „по-добра нормативна база“, предвиждащи намаляване броя на законите и установяване на системно оценяване въздействието за измерва-

не тежестта на регулациите върху бизнеса.⁵⁸ В някои държави са създадени институционални органи за подобряване на нормативната база, а други започнаха програми за опростяването ѝ. Сега в няколко държави се извършва задължителна оценка на влиянието във всички значими аспекти на новото законодателство, а в някои от случаите за тази цел са създадени независими органи.

- *Положени са усилия в посока повишаване ефективността на публичната администрация.* В това отношение все по-широкото използване услугите на електронното правителство се счита за успешен механизъм.
- *Отвориха се пазарите за възлагане на обществени поръчки.* В няколко държави са предприети мерки за опростяване на правилата и за повишаване на прозрачността, както и в областта на конкуренцията при възлагане на обществени поръчки. Договорите за възлагане на обществени поръчки сега са 16% от БВП. В някои държави обаче все още предстои транспонирането на европейските правила в националното законодателство.

Съществуват доказателства за големи печалби от този вид дейности. Например дългосрочният ефект от намаляването на административната тежест за бизнеса с 25% се изчислява на над 1% от БВП главно в резултат от повишената ефективност на труда, тъй като работниците, изпълняващи тези административни дейности, са освободени от тях, за да се занимават с по-ползотворна дейност.⁵⁹

6.4.4. Укрепване на научно-изследователската и развойна дейност и на образованието

Наблюдаваната тенденция към намаляване на производителността в Европа е причина за без-

⁵⁴ Според проучване на *Copenhagen Economics* (2005) през 2001 г. цените са с 8% по-ниски в сравнение с равнището, на което биха били без отварянето на пазарите, настъпило в периода 1990–2001 г.

⁵⁵ *Martin, Roma & Vansteenkiste* (2005).

⁵⁶ *European Commission* (2005a).

⁵⁷ В Словения през този период остава почти непроменена (1.5%).

⁵⁸ През 2006 г. след приемането на програма, насочена към подобряване на законотворчеството и усъвършенстване процеса на вземане на решения, в Словения беше постигнат напредък.

⁵⁹ Симулации с модела *Worldscan* сочат повишение с 1.3%. Симулациите с *Quest* сочат, че съкращаването на административните разходи води до повишаване на БВП с 0.9%, ако не се отчита допълнителното участие на пазара, а в случай че такова участие е позволено – с 1.6%.

покойство по отношение политиката на ИПС, тъй като наред с другото тя затлачва канала за приспособяване при конкуренция (виж глава I.4) и се отразява върху потенциалния растеж. Акцентът правилно е поставен върху политическите мерки, насочени към инвестиции в научноизследователска дейност и нови технологии. Подкрепа за стартиращия бизнес, насърчаване на инвестициите в рисков капитал и образование и квалификация са сред основните политически лостове:

- *Във всички страни от еврозоната са създадени или са увеличени финансовите стимули за научноизследователска и развойна дейност.* Данъчни стимули за насърчаване на разходите за научноизследователска и развойна дейност се използват или се разширява прилагането им предимно в южно-европейските държави.
- *Връзките между научноизследователската дейност и бизнеса се задълбочават.* Почти всички участващи държави се стремят да подобрят разпространението на знания чрез публично-частни партньорства, например чрез създаване и развиване на иновационни полюси и мрежи за услуги в подкрепа на иновациите или за подпомагане на университетски филиали. В някои държави е улеснен достъпът на по-малките компании до патентната система.
- *В повечето участващи държави са предприети мерки за общо повишаване качеството на образованието.* В почти във всички държави-членки броят на учените и инженерите се е увеличил. В някои от тях се предлагат целеви помощи за научноизследователски центрове или са създадени данъчни стимули за привличане на висококвалифицирани работници от чужбина.
- *Стимулира се използването на информационните и комуникационните технологии (ИКТ) по примера на скандинавските държави.* Мерките включват насърчаване използването на информационните и комуникационните технологии в образованието и за повишаване на квалификацията, при предоставяне на услуги от електронното правителство и за изграждане на мащабна интернет инфраструктура.

- *Засилена е подкрепата за новосъздадените и малките предприятия.* Повечето държави от еврозоната въведоха програми за улесняване на достъпа до рисков капитал и за намаляване на бюрократичните и юридическите пречки при създаването на нови фирми.

Реформите на продуктовите пазари се следят отблизо и се документират от европейските органи, включително чрез Докладите за изпълнение на общите насоки на икономическата политика на Европейската комисия. От 2005 г. насам опитите за реформа в ЕС се отразяват в Националните програми за реформа и в Годишния доклад за напредъка, изготвян от Комисията. Националните програми за реформа са допълнени от Програми за кохезионната политика (политиката на солидарност), по които са отпуснати приблизително 86 млрд. евро за подобряване действието на горепосочените политически лостове. В момента се изгражда база данни за реформите на продуктовите пазари (*MICREF*).⁶⁰

Като цяло доказателствата за ползите, произтичащи от тези реформи, все още са оскъдни. През 2006 г. производителността на труда се съживи, но това бе по-скоро циклично явление. Според предварителни моделни симулации обаче високите разходи за научноизследователска и развойна дейност могат да доведат до съществено подобрене на състоянието на икономиката. През пролетта на 2006 г. за разходи за научноизследователска и развойна дейност държавите-членки определиха 2.8% от БВП на еврозоната до 2010 г. в сравнение с настоящото равнище от 1.9%.⁶¹ Ако тези цели бъдат постигнати, дори според консервативни оценки БВП ще се повиши с от 2½ до 4½%.⁶²

⁶⁰ Подробна информация за европейските мерки в подкрепа на предприемачеството и конкурентоспособността до 2002 г. са налични на интернет страницата на Комисията на адрес: http://ec.europa.eu/enterprise/enterprise_policy/charter_directory/index.htm.

⁶¹ Статистиката до този момент не отчита увеличаване на частната научноизследователска и развойна дейност.

⁶² Симулации, налични само за ЕС-15.

6.5. ДЕТЕРМИНАНТИ НА СТРУКТУРНИТЕ РЕФОРМИ В ИПС

Очакваше се въвеждането на единната валута да стимулира правителствата да предприемат структурни реформи за постигане на гъвкавост на пазара (виж например *Bean*, 1998). Този аргумент е познат като ТИНА (*TINA*, 'There Is No Alternative', т.е. „алтернатива не съществува“). Както бе подчертано в глава I.2, по-високата ефективност вероятно се дължи на самата единна валута. От друга страна, с отпадането на валутния риск отслабват и стимулите за реформа най-вече на пазарите на труда (виж например *Calmfors*, 2001). В крайна сметка какви са фактите десет години по-късно?

6.5.1. Данни от проучвания

Редица институции, сред които и Европейската комисия, събират данни за мерките за реформи (таблица I.6.1). От тези източници могат да се извлекат обобщени показатели, изменението на които да се разглежда като мерки за реформа. Най-често използваният набор от данни е този, изготвен от МВФ и ОИСР. Недостатъкът на тези показатели е, че теглата, използвани за обобщаване класификацията на отделните характеристики на институциите, са специално подбрани и са еднакви за всички държави. Други критики са свързани със зависимостта им от априорни теоретични постановки и със загубата на информация поради обобщения ѝ характер.⁶³

В икономическата литература са използвани два подхода за оценка влиянието на ИПС върху хода на структурните реформи, основаващи се на тези обобщени показатели. При първия се сравнява обхватът на реформите преди и след 1999 г., т.е. след въвеждането на еврото. Проблемът на този подход е, че е възможно темпът на провеждане на реформата да се е променял във времето независимо от ИПС, което може да изкриви картината, ако не се въведат съответните проверки (контроли), които да обхванат и тези фактори. При втория подход се сравнява

темпът на реформите в държавите от еврозоната с контролна (референтна) група страни извън еврозоната. В този случай картината може да бъде изкривена, ако в различните групи страни нуждите от реформа са различни, но отново могат да се въведат подходящи контроли. Повечето проучвания използват и двата подхода, като обединяват динамичните редове за определена група държави.

Според наличните проучвания ИПС не е имал статистически значимо въздействие върху хода на общите реформи, било то благоприятно или неблагоприятно, макар резултатите за различните сфери, подлежащи на реформа, и за отделните страни да са различни.⁶⁴ *Duval & Elmeskov* (2006) не виждат ускоряване на реформите в ИПС, а според *Duval* (2005) дори се наблюдава забавяне на реформите в периода 1999–2004 г., съответстващо на това от 1994–1998 г. *Bertola & Boeri* (2002) откриват по-големи усилия за реформа в областта на обезщетенията за безработица и защитата на заетостта. Техните резултати се потвърждават и от ГД „Икономически и финансови въпроси“ (2006), които използват същите източници. Броят на реформите в периода 1999–2002 г. е по-голям, отколкото през 1994–1998 г. в области като финансови компенсации, осигуряващи алтернативни доходи, законодателство за защита на заетостта и миграция, но не и в областта на пенсионното осигуряване. Според *European Commission* (2006e) в шест държави темпът на реформите е по-висок в периода след 1999 г., отколкото преди това (Германия, Испания, Франция, Италия, Нидерландия, Португалия). Тази оценка е различна от оценката в *Debrun & Annett* (2004), според които по-големи усилия за реформа се полагат само в три държави от еврозоната (Германия, Испания и Италия).⁶⁵

⁶³ За критична оценка на показателите за реформата виж *Campos & Horvath* (2006), за специфични показатели за институциите на пазара на труда виж *Ochel* (2005) и *Arapaia & Mourre* (2005), а *Crafts* (2006) и *Schiantarelli* (2005) за показателите на продуктивния пазар.

⁶⁴ В началото на втория етап през 1994 г., което се счита и за начало на ИПС, а не с въвеждането на еврото (трети етап) през 1999 г. се засилва честотата на реформите на продуктивния пазар в сравнение с периода 1990–1993 г. (*Deroose & Turrini*, 2005) и на реформите на пазара на труда в сравнение с 1971–1993 г. (*Buti et al.*, 2007).

⁶⁵ Разликата е възможна в резултат от различния метод на комбиниране на козметичните и структурните реформи в двете проучвания. *European Commission* (2006e) отчита броя на козметичните и съществените реформи. Според *Annet & Debrun* (2004) тежестта на съществените реформи е три пъти по-ви-

Таблица 1.6.1.
Данни за реформите

Източник	Документ	Обхват			Особености
		области	географски регион	период	
База данни за реформите на фондацията <i>Rodolfo De Benedetti</i>	Описание на реформите	Защита на заетостта, заетост, обезщетения, пенсионно осигуряване, миграция	14 държави от ЕС	1985–2005	Очертават се различията между козметична и структурна реформа и насочеността на реформата
Наблюдение на международните реформи на фондацията <i>Bertelsmann</i>	Описание и оценка на реформите	Пенсионно осигуряване, социално осигуряване, здравеопазване, пазар на труда, отраслови връзки	10 държави от ЕС	1997–2004	Анализи от изследователски институти в разглежданите държави. Преустановена
База данни за реформите на пазара на труда (<i>LABREF</i>) на ГД „Икономически и финансови въпроси“	Описание на реформите	8 области на пазара на труда	25 държави от ЕС	2000–2006	Достъпна на интернет страницата на ГД „Икономически и финансови въпроси“
База данни за макроикономическите реформи (<i>MICREF</i>) на ГД „Икономически и финансови въпроси“	Описание на реформите	7 области на продуктовия пазар	27 държави от ЕС	2004–2006	Ще бъде публикувана през лятото на 2008 г.
Доклади за изпълнение на ЕС (Общи насоки на икономическата политика, Национални програми за реформа)	Оценка на мерките, насочени към приоритетните области за реформа	Публични финанси, продуктови пазари, пазари на труда, капиталови пазари (частично)	Всички държави – членки на ЕС	2000–2005	Доклади относно политическите мерки, предприети в отговор на препоръките на ЕС към държавите-членки
Показатели на ОИСР за степента на регулиране	Индекс за степента на регулиране на продуктовия пазар Индекс за степента на регулиране на пазара на труда	7 мрежи 7 насоки на провеждана политика	21 държави от ОИСР Държави – членки на ОИСР	1985–2003 1994–2004	
Фрейзър-показатели за икономическата свобода	Оценка на строгостта на регулациите	10 области на провеждана политика с различни подпоказатели	165 държави (данни за предишни периоди 123 държави)	За 1970–2000 г. 5-годишни интервали, за 1995–2007 г. на назад до 1995 г.) годишна база	(Промяна в методологията от 2005 г.)
База данни на <i>Nickell Nunziata</i>	Показатели на институциите на пазара на труда	Защита на заетостта, профсъюзна членска маса	20 държави от ОИСР	1960–1995	
Показатели на МВФ за перспективите на световната икономика (<i>WEO</i>) относно структурните реформи	Обобщава данните на ОИСР и <i>Nickell/Nunziata</i>	Финансов сектор, пазар на труда, продуктово пазар, данъчно облагане, търговия	20 промишлени държави	1975–2000	

Източник: Европейска комисия.

Оценявайки еврозоната в сравнение с контролна (референтна) група, състояща се от други държави от ОИСР, *Van Poeck & Borghijs* (2001) установяват, че през 90-те години на миналия век държавите от ИПС са предприели по-малко реформи в областта на пазара на труда, отколкото държавите извън него. *Duval* (2005) представя по-подробна картина, като според него държавите от еврозоната осъществяват повече реформи от други държави от ОИСР както в периода 1994–1998 г., така и в периода 1999–2004 г., но тези реформи са по-малко, от-

колкото проведените от държавите – членки на ЕС извън еврозоната. За група от 17 държави от ОИСР *Debrun & Annett* (2004) установяват, че членството в ЕС стимулира реформите, което според тях се изразява в това, че ЕС помага да се преодолее вътрешната съпротива за провеждане на реформи. Докато членството в ЕС има статистически значим благоприятен ефект върху стимулите за реформиране на пазара на труда, участието с тесен диапазон на колебание във Валутния механизъм има статистически значим неблагоприятен ефект върху реформите на пазара на труда.⁶⁶

сока от тази на козметичните реформи. Освен това те са концентрирани в периода 2000–2002 г., т.е. след създаването на Лисабонската стратегия, в сравнение с представителната извадка за периода 1999–2002 г. в *European Commission* (2006e).

⁶⁶ В това проучване са използвани показателите *WEO* (перспективи на световната икономика) на МВФ относно реформите на продуктовите пазари и пазарите на труда.

6.5.2. Насрещна проверка

Цялостната картина показва, че участието или неучастието в ИПС, или самото въвеждане на единната валута, не са стимули за структурни реформи, което е обезпокоително с оглед остратата нужда от реформи в еврозоната. Ето защо изглежда уместно тези заключения да се сравнят с алтернативен набор от показатели за осъществяване на реформа. Използват се два подхода.

Таблица I.6.2.

Препоръки и оценки за изпълнението в Общите насоки на икономическата политика 2000–2005 г.

	Евро-зона-12	Референтна група държави извън еврозоната (Дания, Швеция, Обединеното кралство)	3 държави от еврозоната с най-добри показатели	Стандартно отклонение, ЕС-15
Брой на препоръките	22.8	15	14.3	6.7
- Пазар на труда	10.3	5.3	4.3	4.5
- Продуктов пазар	12.4	9.7	10	2.6
Оценка за изпълнение*	1.4	1.7	1.6	0.2
- Пазар на труда	1.3	1.7	1.5	0.3
- Продуктов пазар	1.4	1.6	1.6	0.2

* Оценките са закръглени от 0 (няма напредък) през 1 (частичен, ограничен) до 2 (в процес на постигане) и 3 (постигнат).

Източник: Европейска комисия.

При първия подход се анализира дали страните от еврозоната се представят по-добре или по-зле по отношение на препоръките, отправени към тях от ЕС според Общите насоки на икономическата политика – инструмент за политическа координация, основаващ се на Договора. След 2000 г. Общите насоки на икономическата политика дават основание на Европейския съвет по предложение на Европейската комисия да дава препоръки за провеждане на икономически реформи в държавите – членки на ЕС (за подробна информация виж глава I.10). Всяка година Европейската комисия оценява напредъка в държавите-членки по прилагането на политиките в изпълнение на тези препоръки. Макар оценката да е предимно качествена, напредъкът по всяка препоръка се класифицира в четири категории (3 = постигнат, 2 = в процес на постигане/частичен, 1 = ограничен, 0 = няма напредък). Оценките се изчисляват по съответните насоки на политиката на продуктовете пазари и на пазарите на труда.⁶⁷ Наборът от данни обхваща пе-

риода 2000–2005 г. с направените през годините препоръки и годишни доклади за изпълнението, налични от 2000 г. до 2002 г., и дългосрочни препоръки, налични за периода 2003–2005 г. В резултат за всяка държава има по четири наблюдения. Представеният в таблица I.6.2 анализ не включва периода след актуализирането на Лисабонската стратегия през 2005 г., когато тя беше съществено изменена. Сега Общите насоки на икономическата политика са част от Интегрираните насоки, в които са събрани препоръки за политиката в областта на макроикономиката, микроикономиката и заетостта, и се основават на подхода за „партньорство“ между Комисията и националните органи.

В горната част на таблица I.6.2 се съпоставят средните оценки на 12 държави-членки от еврозоната с тези на три държави, които не са се присъединили към нея. През разглеждания период средният брой на препоръките, отправени към държавите-членки от еврозоната, е по-голям от този на препоръките към другите държави, което е знак, че в държавите – членки на ИПС, необходимостта от реформи е по-голяма. По отношение броя на издадените препоръки няма системна разлика между тези за трите страни извън еврозоната и тези за трите най-добре представили се страни от еврозоната. Различията в изпълнението на препоръките между ИПС и държавите извън ИПС са показани в долната част на таблица I.6.2. Средната оценка за всички държави от ИПС е по-ниска от тази за трите държави извън него с размера на стандартното отклонение. Освен това оценката за всяка от трите държави извън ИПС е по-висока от средната оценка за еврозоната, макар че оценките на трите държави от еврозоната с най-добри резултати отново са малко по-ниски от тези на трите държави извън нея.

Макар последните констатации да са показател за неблагоприятното влияние на членството в ИПС върху структурните реформи, твърде възможно е този ефект да е предизвикан от отрицателното съотношение между броя на препоръките и политическите усилия, положени по всяка от тях. Такова отрицателно съотношение е

⁶⁷ Други насоки на политиката в обхвата на Общите насоки на икономическата политика са фискалната политика и – за някои години – капиталовите пазари. Препоръките за социална сигурност, както и пен-

сионните реформи са включени в това проучване като реформи на пазара на труда, а тези за икономиката, основана на знанието – като реформи на продуктовете пазари.

напълно възможно – ако правителствата имат ограничени политически възможности и административен капацитет за реформа, с увеличаване броя на целите средното им постижение ще намалява. Оценка в таблица I.6.3 показват обаче, че корелацията между структурните реформи и членството в ИПС остава отрицателна дори ако се въведат контроли за броя на препоръките и мащаба на икономиката.⁶⁸ Както вече бе отбелязано, необходимо е да се вземе предвид фактът, че анализът не включва периода след актуализирането на Лисабонската стратегия. В последния си стратегически доклад от декември 2007 г. Комисията направи извода, че след актуализирането на Лисабонската стратегия през 2005 г. е постигнат явен напредък по отношение на реформите в ключови приоритетни области.

Отчетеният в таблица I.6.3 резултат сочи също, че мащабът на икономиката влияе положително върху оценките за провежданите реформи, което е в противовес на широко разпространеното схващане, че малките страни от еврозоната са по-активни при осъществяването на реформи.⁶⁹ По-подробен анализ обаче показва, че големият положителен коефициент се дължи на относително ниските резултати от оценките за Ирландия и Люксембург.

Таблица I.6.3:

Фактори, определящи оценките за структурните реформи, базирани на Общите насоки на икономическата политика

	Константа	№	Мащаб	ИПС
1. Средно за 2000–2003/5 г.	1.56 (0.16)***	-0.02 (0.005)***	0.07 (0.02)***	-0.20 (0.08)**
	R2 = 0.76	Obs. = 15		
2. За отделни години	1.46 (0.25)***	-0.07 (0.03)**	0.09 (0.04)**	-0.20 (0.12)
	R2 = 0.23	Obs. = 60		
3. За отделни години с постоянен годишен ефект	1.43 (0.22)***	-0.05 (0.03)**	0.08 (0.03)**	-0.22 (0.11)**
	R2 = 0.42	Obs. = 60		

№ – брой на препоръките; мащаб – БВП по равнище на средната покупателна способност средно за 1999–2005 г.; ИПС-модел за държавите-членки от ИПС, оценен според обичайния метод на най-малките квадрати при стандартна линейна регресия, в скоби – стандартната грешка; значимост *, **, *** при равнище съответно от 10, 5, 1%.

Източник: Европейска комисия.

Вторият подход е да се провери напредъкът в реформите, като се използват данни за реформите в по-голяма група държави с развита промишленост. Таблица I.6.4 обобщава резултатите от оценките за различни периоди и установените от института „Фрейзър“, ОИСР и Евростат показатели. За всеки показател се прилага регресия спрямо първоначалната му позиция и модела за еворозната. Когато са включени страните от Централна и Източна Европа и други държави от ОИСР, се въвежда допълнителен модел за страните от Централна и Източна Европа, тъй като се очаква държавите в преход да покажат различен темп на реформи от този на другите държави.

Фрейзър-индексите описват степента на икономическа свобода като обобщени подпоказатели за 10 различни области.⁷⁰ Високата стойност на даден показател е признак за по-гъвкава структурна политика. Макар показателят да е налице за 122 държави, разглежданата група е сведена до 36 държави с развита промишленост. За обобщения Фрейзър-показател, както и за повечето посочени по-долу подпоказатели, променлива-

⁶⁸ Въпреки това малкият брой на наблюденията и особено фактът, че в панела са включени само три страни извън еврозоната, показва, че е необходимо внимание при интерпретирането на резултатите. Гърция например преди 2002 г. се счита за държава извън ИПС, следователно при третата оценка ефектът от участие в него вече не е значим.

⁶⁹ Според *Duval & Elmeskov (2006)* например „моделът на малката държава“ оказва изключително положително влияние върху вероятността за реформи.

⁷⁰ За описание на съставянето на индекса на икономическа свобода виж *Beach & Kane (2007)*.

та на еврозоната се проявява като статистически значима и отрицателна, което означава, че членството в еврозоната води до забавяне на либерализацията. Ролята на вариацията по страни за промяната в „икономическата свобода“, обяснена чрез тази оценка, обаче в някои случаи е твърде малка, особено през подпериода 2000–2004 г. За разлика от други изследвания⁷¹ началната позиция на нито една от оценките не е значимо (от статистическа гледна точка) отрицателна. Това означава, че оценката не дава доказателства за сближаване.

Според оценките, основаващи се на индексите на ОИСР за степента на регулиране (панел Б), началната позиция на регулиране има статистически значимо влияние върху хода на дерегулирането на продуктовите пазари с очаквания отрицателен знак. Членството в еврозоната влияе благоприятно върху структурната реформа. Маркар в повечето случаи това влияние да е статистически незначимо, този резултат обезсмисля други констатации, според които членството в еврозоната забавя напредъка в реформите. Резултатите за панел В с променлив състав на контролните групи показват, че в някои области държавите-членки от еврозоната напредват повече, а в други – по-малко.

В заключение, оценката за това дали единната валута е довела до по-малък или по-голям напредък в структурните реформи зависи до голяма степен от използваните източници на данни. Данните на ОИСР и Евростат не потвърждават отрицателното влияние на единната валута, което се посочва в Общите насоки на икономи-

ческата политика и във Фрейзър-показателите. Явно малкият размер на контролните групи е сериозен недостатък и не бива да се правят прибързани заключения. Въпреки това от констатациите може да се направи изводът, че няма неоспоримо доказателство в подкрепа на аргумента ТИНА („не съществува алтернатива“), че отказът в ИПС от инструменти като валутните курсове и лихвените проценти автоматично ще създаде стимули за структурни реформи, така че да се засили гъвкавостта на пазарите при търсенето на алтернативни механизми за приспособяване. Такива доказателства липсват и това поражда безпокойство предвид необходимостта от мащабни реформи.

Явно политическите стимули за провеждане на задълбочена реформа в ИПС са сравнително слаби. Тъй като бавното приспособяване на участващите държави има неблагоприятни странични ефекти за еврозоната като цяло, вероятно за да се преодолеят пречките, ще е необходима по-добра координация. Структурната реформа зависи в голяма степен от отделните държави – членки на Европейския съюз, и още повече от еврозоната, като ЕС има координираща роля (виж част III от настоящия доклад). Следователно надзорът върху структурната реформа на равнище ЕС е изключително важен, тъй като в противен случай координацията ще бъде неуспешна. Това бе признато от европейски органи като Еврогрупата и Европейската комисия и мотивира засилването на надзора върху националните политики в еврозоната в рамките на Лисабонската стратегия.

⁷¹ В оценките на *Belke et al.* (2005) началното равнище е значително по-неблагоприятно, което показва положителна корелация между промените на Фрейзър-индекса и режима на фиксиран валутен курс, контролираща стартовото равнище, инфлацията, растежа, отвореността, политическите ограничения и правителствените промени. Разглежданата от тях група включва 178 държави в периода 1970–2000 г.

Таблица 1.6.4.
Фактори, определящи оценките за структурната реформа, основаващи се на алтернативни източници

	1995–2004 г.				2000–2004 г.			
	Евро	Държави от Централна и Източна Европа	Равнище	R2	Евро	Държави от Централна и Източна Европа	Равнище	R2
	Фрейзър-индекс	-*	+	-	0.69	-*	+	+
- Размер на държавното управление	-*	+	-	0.35	-*	-	+	0.19
- Съдебна система	-	-	-	0.05	-	+	-	0.04
- Регулации на пазара на труда	-*	+	-	0.22	+	-	-	0.01
- Регулации на бизнеса	-*	-	-	0.47	-*	+	-	0.53

А. Промяна на Фрейзър-показателите за икономическа свобода

	1995–2003 г.				2000–2003 г.			
	Евро	Държави от Централна и Източна Европа	Равнище	R2	Евро	Държави от Централна и Източна Европа	Равнище	R2
	Продуктов пазар	+	+	+	0.56	+	+	+
- Въздухоплаване	+	+	+	0.17	+	+	+	0.28
- Далекосъобщения	+	+	+	0.91	+	+	+	0.47
- Електроснабдяване	+	+	+	0.48	+	+	+	0.47
- Газоснабдяване	+	+	+	0.31	+	+	+	0.38
- Пощенски услуги	+	+	+	0.40	+	+	+	0.68
- Железопътен транспорт	-	+	+	0.44	+	+	-	0.02
- Пътна инфраструктура	-	+	+	0.17	-	+	+	0.09
Законова защита на заетостта (1998–2003)	+	-	+	0.22				
Брутен коефициент на заместване	-*	+	+	0.50	-*	+	+	0.42
Нетен коефициент на заместване (2001–2004)					-	-	+	0.39

Б. Промени в индексите на ОИРС за дерегулация

	Период	Обхват	Евро	Държави от Централна и Източна Европа		R2
				Равнище	R2	
Данъчен клин при ниските доходи	2000–2005	REC+6	+	-	0.35	
Капан на безработица	2001–2005	REC+5	+	+	0.15	
Капан на ниско възнаграждение	2001–2005	REC+5	+	+	0.12	
Разходи за обучение	1995–2001	REC+5	-*	-*	0.38	
Продължаващо обучение	2001–2005	REC+4	-	+	0.30	
Средна възраст на пенсионирани	2001–2005	REC+3	-*	-	0.23	

В. Промени в структурните показатели на Евростат

Равнище е началното равнище съответно през 1995 г. и 2000 г. Периодите се определят въз основа на наличните данни. А +/- означава, че факторът има положително/отрицателно въздействие върху дерегулацията. А* показва 5% значимост. За Фрейзър-показателите групата на страните извън ИПС включва останалите държави от ЕС плюс Австралия, Канада, Исландия, Япония, Южна Корея, Мексико, Нова Зеландия, Норвегия, Швейцария и САЩ. За показателите на ОИРС за продуктовете пазари контролната група включва страните от ЕС-15 извън ИПС плюс Австралия, Канада, Исландия, Япония, Нова Зеландия, Норвегия, Швейцария и САЩ. Брутният коефициент на заместване е обобщаващ показател за получаваните помощи. Обучението през целия живот е представено с дела на участващите в него. REC+X представлява всички държави от ЕС-25 плюс X държави извън ЕС.

Източник: Европейска комисия.

7. ИНТЕГРАЦИЯ НА ФИНАНСОВИТЕ ПАЗАРИ

7.1. ВЪВЕДЕНИЕ

ИПС и процесът на финансова интеграция взаимно се проникват. С въвеждането на еврото бе премахнат валутният риск за по-голямата част от вътрешните за ЕС капиталови потоци и за всички капиталови потоци в еврозоната. По този начин еврото стимулира както доставката, така и търсенето на презгранични финансови услуги и се превърна в мощен катализатор на финансовата интеграция. В същото време интеграцията на финансовите пазари в държавите-членки стимулира развитието на финансите и по този начин повишава ефективността на икономиката на ЕС. По-голямата ефективност въздейства благоприятно върху икономиката на еврозоната и това въздействие е още по-силно, тъй като единната валута осигурява възможност за по-задълбочена финансова интеграция. В допълнение като канал за управлението при асиметрични шокове интегрираните финансови пазари също са полезни за икономиката на еврозоната.

В настоящата глава се прави оценка на влиянието на ИПС върху финансовата интеграция и финансовото развитие, като се акцентира върху тенденциите на основните пазари, както и върху тези при основните посредници и инфраструктури. Тази оценка обхваща постигнатия напредък в процеса на интеграция и останалите приоритетни сфери на дейност за постигане на напредък в интеграционния процес. Основното заключение е, че финансовата интеграция в ЕС и еврозоната все още не е приключила. Макар след въвеждане на еврото и отчасти поради него напредъкът в интеграцията да е значителен, много пазари все още са фрагментирани и темпът на интегриране в отделните държави-членки е различен. Съществуващата все още фрагментарност на финансовите пазари в ЕС представлява пропуснати ползи за икономиката на ЕС. Те са още по-големи за икономиката на еврозоната, която се нуждае от по-висока степен на финансова интеграция, не само за да засили производствения си потенциал, но и за да увеличи способността си за приспособяване в случай на асиметрични шокове.

7.2. НЯКОИ УГОВОРКИ ВЪВ ВРЪЗКА С ИЗМЕРИТЕЛИТЕ

Напредъкът във финансовата интеграция може да се измери чрез ценови и количествени променливи, които наред с другото отразяват диверсификацията на инвеститорските портфейли, конкуренцията и консолидацията на посредниците и инфраструктурите, както и сближаването по отношение на регулаторната и надзорната среда. Ако разгледаме финансовата интеграция на ЕС от 1999 г. насам, базираните на цените показатели обикновено сочат, че е постигнат значителен напредък, докато количествените показатели като правило предлагат противоречащи си доказателства.⁷² Макар напредъкът при финансовата интеграция през този период в по-голяма степен несъмнено да се дължи на ИПС и еврото, трябва да бъдат направени някои уговорки. Първо, за много от съответните променливи цикличният тренд би могъл да размие или деформира доказателствата за съществени структурни промени, свързани с финансовата интеграция. Второ, влиянието на ИПС върху интеграцията не може да бъде лесно разграничено от глобални фактори като либерализацията на капиталовите потоци, технологичния прогрес и иновациите. Трето, възможно е и други специфични за ЕС фактори (например интеграцията на продуктовите пазари и политиката в областта на конкуренцията) да са стимулирали финансовата интеграция. Предвид тези уговорки е направен преглед на напредъка във финансовата интеграция за основните пазари, посредници и инфраструктури в ЕС, като ударението се поставя, когато е необходимо, върху конкретната роля на ИПС.

7.3. ВЛИЯНИЕ НА ИПС ВЪРХУ ФИНАНСОВИТЕ ПАЗАРИ

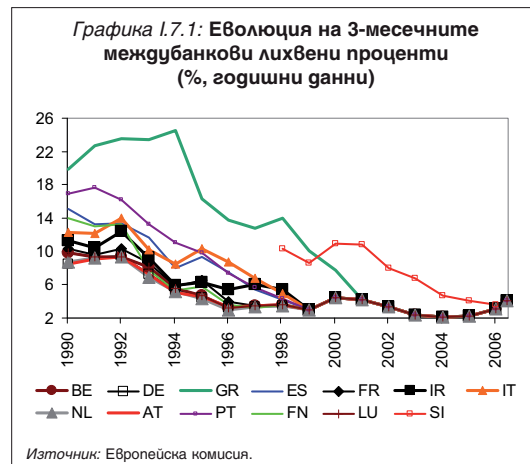
Най-непосредствено и всеобхватно е влиянието на ИПС върху финансовата интеграция на необезпечения паричен пазар и пазара на деривати в еврозоната. Почти от самото начало на ИПС бе постигнато пълно сближаване на лихвените проценти по междубанкови депозити и

⁷² Относно редовния анализ за напредъка в европейската финансова интеграция, специално представен от Европейската комисия и ЕЦБ, виж *European Commission* (2007e) и *ECB* (2007e).

договори с деривати в еврозоната с бенчмарка за лихвените проценти *EURIBOR* и ЕОНИА (графика I.7.1).⁷³ Това бързо сближаване е резултат от ранното приемане на единна парична политика за пазарните участници и е улеснено от достъпа до взаимосвързани системи за сетълмент в реално време на големи плащания, а именно ТАРГЕТ⁷⁴, която наскоро бе заменена от поинтегрираната (т.е. базирана на единна платформа) ТАРГЕТ2. Успешната интеграция на тези необезпечени пазари имаше решаващо значение за утвърждаване на доверието в ЕЦБ в най-ранния период от съществуването на ИПС и създаде основа за гладкото провеждане на единната парична политика на по-късен етап. С времето междубанковият пазар в еврозоната придоби двустепенна структура, в която по-големите банки обменят на презгранична основа депозити помежду си, а по-малките банки обменят депозити с по-големите, но в границите на дадена държава. В същото време пазарите на деноминирани в евро деривати се разрастват значително повече от обхвата на националните валути – предшественици на еврото. Това отчасти отразява бурния растеж на тези инструменти на световно равнище, както и липсата на ликвидност при осребрените базови ценни книжа (виж по-долу дискусията относно пазарите на държавни облигации). Интересен е фактът, че по-голямата част от пазарните операции с деноминирани в евро деривати се извършва извън еврозоната – в Лондон.

⁷³ *EURIBOR* (т.е. междубанков лихвен процент „продава“ за финансов ресурс в евро) е съставен от лихвените проценти, предлагани от около 50 европейски и международни банки. ЕОНИА (среден евро овърнайт-индекс) е ефективен овърнайт лихвен процент, изчислен като претеглена средна от всички необезпечени заемни овърнайт-трансакции на междубанковия пазар.

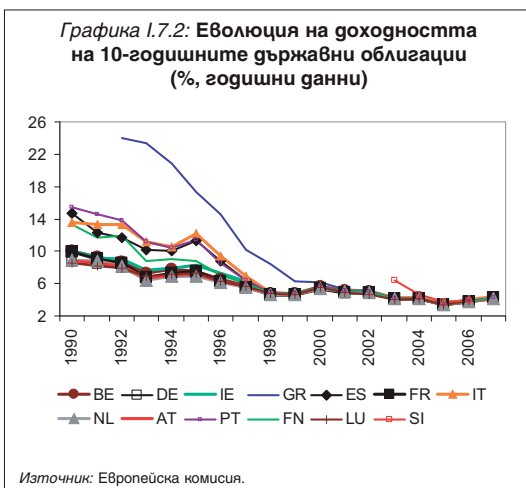
⁷⁴ Трансевропейска автоматизирана система за брутен сетълмент на експресни преводи в реално време.



Процесът на интеграция на обезпечените финансови пазари в еврозоната, като например пазарите на съкровищни бонове, търговки книжа и депозитни сертификати, както и частния пазар за репо-операции, е още по-бавен. Националните различия в правната и данъчната рамка и все още съществуващата фрагментарност на инфраструктурите за клиринг и сетълмент (виж дискусията по-долу) пречат презграничното движение на обезпеченията на тези пазари и така степента им на сегментираност в рамките на отделните държави остава по-висока. Макар сегментираността на тези пазари да води до неэффективност, тя не се счита за съществени пропуснати ползи за икономиката на еврозоната, при условие че междубанковият пазар функционира гладко.

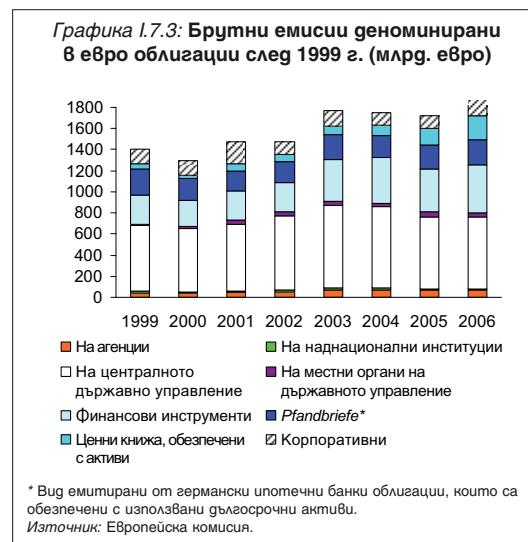
Въпреки това на фона на наблюдаваните след август 2007 г. финансови трусове проблемите с ликвидността на междубанковия пазар на еврозоната поставиха ударението върху значението на достъпа до ефективни обезпечени парични пазари и върху необходимостта от полагане на допълнителни усилия за интегрирането на тези пазари. ИПС имаше изключително влияние върху интеграцията на пазарите на държавни облигации, които са важни не само като източник на държавно финансиране, но и като коректив за съответното ценообразуване на другите финансови инструменти. Много преди създаването на ИПС се наблюдаваше процес на сближаване на доходността по облигациите, емитирани от държавите-членки от еврозоната (графика I.7.2). Това сближаване в доходността бе в резултат от премахването на валутния риск, свързан с въвеждането на еврото, така че спредовете по оста-

тъжната доходност постепенно отразяват само кредитния и ликвидния риск.⁷⁵ В резултат през 1999 г. бе създаден в голяма степен хомогенен пазар на деноминирани в евро държавни облигации, на който различни национални емисии със сходен матуритет сега се търгуват като близки заместители със спред на доходността при всички случаи обикновено под 50 б.т. Сега този пазар е сравним по размер – по отношение както на емисионните потоци, така и на непогасените салда – с други основни пазари на държавни облигации в САЩ и Япония. Количествените показатели за пласираните държавни облигации показват значителни наличности в държавите от еврозоната, макар по-широкото участие на големите международни банки като първични дилъри да улеснява продажбата им в световен мащаб, най-вече в САЩ и все по-често в Азия. Интегрираните пазари на държавни облигации бяха от полза и за емитентите на държавни облигации извън еврозоната. По-конкретно, наскоро присъединилите се държави-членки можеха да се възползват от по-широката инвеститорска база и сравнително по-ниските разходи за финансиране, като допълниха вътрешните си емисии с деноминирани в евро емисии.



Наличието на интегриран паричен пазар за държавни облигации в еврозоната стимулира развитието на пазарите на други свързани класове активи като корпоративни облигации, обезпечени облигации, обезпечени с активи ценни книжа и редица дериватни инструменти. Макар обе-

мът на брутната емисия държавни облигации в еврозоната да не се е променил значително от 1999 г. насам, емисионната дейност, свързана с тези държавни облигации, се е разширила значително през този период (графика 1.7.3). Според емпиричен анализ⁷⁶ разширяването на тези пазарни сегменти се дължи на редица икономически и технически фактори (например икономически растеж, сливания и придобивания в световен мащаб, тенденции към секюритизация и др.), но се счита, че евроото оказва въздействие върху емитирането на корпоративни облигации както пряко – чрез премахването на валутния риск, така и косвено – чрез засилване на необходимостта от финансиране вследствие свързаното с евроото корпоративно реструктуриране. Броят и видът на емитентите на неправителствени облигации в еврозоната постепенно се увеличават, включително в малката, но нарастваща група емитентни на облигации с рейтинг под инвестиционния. Обемът на емисиите също се е увеличил, което доказва напредъка на тези пазарни сегменти по отношение на ликвидността и разширяването им. Въпреки това неправителствените сегменти остават сравнително недостатъчно развити в сравнение със съответните сегменти на пазара в САЩ.

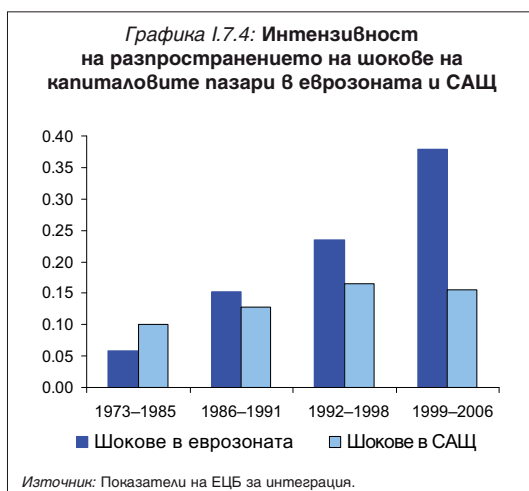


Въздействието на ИПС върху интеграцията на капиталовите пазари е по-слабо, отколкото върху другите пазари. Това отразява значението на различните от валутен риск пречки пред през-

⁷⁵ Виж Codogno, Favero & Missale (2003) и Favero & Giavazzi (2008).

⁷⁶ Виж De Bondt & Lichtenberger (2003) и Biais et al. (2006).

граничната търговия с акции, дължащи се на по-голямата разнородност на този клас активи и на факта, че обикновено биват емитирани съобразно различно национално дружествено право. Тези пречки са още по-ясно очертани при пазара на посттърговски услуги (виж по-долу). Въпреки това са установени някои тенденции, спомагащи за интеграцията на капиталовите пазари, сред които са съществено засилване на участието в тях след средата на 90-те години на ХХ век (независимо от корекцията през 2000 г.), преразпределение на инвестициите към капиталовите пазари предвид сближаването на лихвените проценти на по-ниски равнища, увеличаване на инвестиционните фондове, предлагащи подобри възможности за диверсификация на портфейлите, и свързан с въвеждането на еврото преход от избор не по страни, а по отрасли при инвестирането в международни активи.⁷⁷ Ценово доказателство за влиянието на ИПС върху интеграцията представлява значително по-големият дял на шоковете в еврозоната спрямо световните шокове при обясняване колебливостта на цените на капиталовите пазари в еврозоната през 1999–2006 г. (графика I.7.4). Това развитие показва, че интеграцията на капиталовия пазар в еврозоната се осъществява по-бързо в сравнение с тази на световните пазари, особено след въвеждането на еврото.⁷⁸



Въздействието на ИПС върху реакцията на капиталовите пазари явно е най-голямо на равнище инвеститор при известно общо намаляване

на „склонността към дома“ и преориентация в инвестиционните стратегии на лицата, разпоглеждащи се с активи, по-скоро към базиран на еврото или ЕС подход. Данни относно инвестициите на капиталовия пазар в периода 2001–2004 г. сочат, че интересът към инвестиции в собствената държава – членка на ЕС, се е понижил средно от 80% на 60%.⁷⁹ През 1997–2006 г. резидентите на еврозоната удвоиха притежаваните от тях акции, емитирани в други държави от еврозоната, достигайки 29% (като дял от общия портфейл капиталови активи, емитирани в собствената им държава или въобще в еврозоната), докато извън нея делът на капиталовите и активи остава доста по-нисък и слабо се увеличава.⁸⁰ От друга страна, съществуват по-малко доказателства за влиянието на еврото върху поведението на емитентите, а презграничното листване на емитенти все още е сравнително нетипично за ЕС.

7.4. ВЛИЯНИЕ НА ИПС ВЪРХУ ИНФРАСТРУКТУРАТА НА ФИНАНСОВИТЕ ПАЗАРИ

От 1999 г. насам ИПС стимулира както пряко, така и косвено обединяването на инфраструктурата на финансовите пазари. Най-явният пряк ефект от ИПС е този върху платежните системи, при които за въвеждането на еврото бяха необходими интегрирани системи, обхващащи цялата еврозона. Както вече беше посочено, бързото интегриране на необезпечените парични пазари в еврозоната е улеснено от изградената преди това от ЕЦБ система ТАРГЕТ, която свързва платежните системи за големи плащания на участващите държави-членки и която сега е заменена от единната платформа ТАРГЕТ2.

Освен ТАРГЕТ в еврозоната в момента функционират още няколко системи за големи плащания, сред които ЕВРО1, администрирана от Европейската банкова асоциация, *PNS*, администрирана от централната банка на Франция (*Banque de France*), *POPS*, администрирана от централната банка на Финландия, и системата за непрекъснат свързан процес на сетълмент (*CLS*), представляваща световна система, в ко-

⁷⁷ Виж *Baele et al.* (2004).

⁷⁸ Виж *ECB* (2007а, 2008).

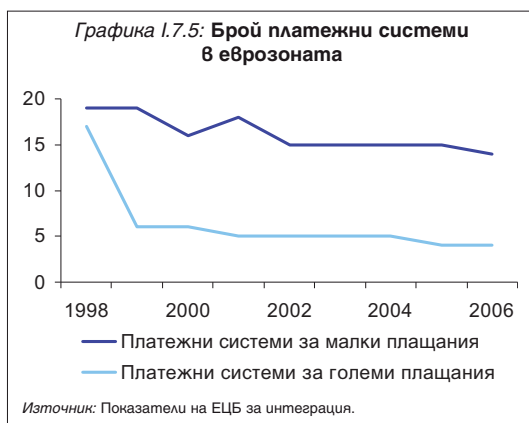
⁷⁹ Виж *Delgado* (2006).

⁸⁰ Виж *ECB* (2007а, 2008).

ято като действащ агент при плащания в евро функционира ЕЦБ. Тези платежни системи за големи плащания са от съществено значение за гладкото извършване на операциите по паричната политика, големите трансакции с ценни книжа и валутните пазари в еврозоната.

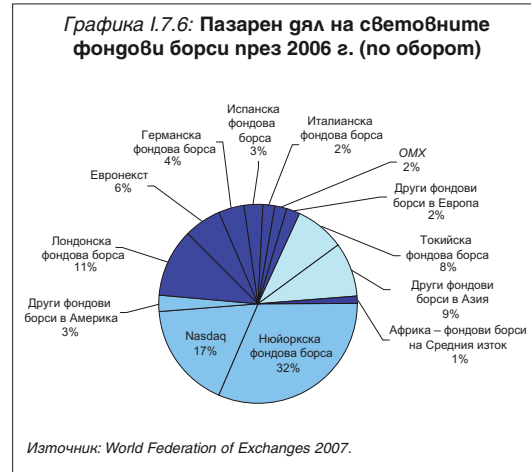
Обратно, степента на интегрираност на платежните системи за плащания на дребно (използвани само за малки плащания) в еврозоната е значително по-малка. Понастоящем има 15 системи за малки плащания, но само една от тях функционира на презгранична основа (графика I.7.5).⁸¹ Проектът СЕПА (единна зона за плащания в евро) обединява усилията за интегриране на тези системи. СЕПА ще позволи на потребителите да извършват безналични разплащания в евро към бенефициенти, разположени в цялата еврозона и използващи единна банкова сметка и един набор от платежни инструменти, така че плащанията на дребно в евро всъщност да се превърнат във вътрешни трансакции. СЕПА се управлява от банковия сектор на еврозоната и се прилага съгласувано с други заинтересовани лица. Проектът ще влезе в реална експлоатация през 2008–2010 г.

След 1999 г. се наблюдава напредък в интеграцията и обединяване инфраструктурите на пазарите на ценни книжа в ЕС, но все още няма ясно очертан модел, свързан конкретно с ИПС.



От гледна точка на търговията най-яркият пример за интеграция/обединяване е обединяването на фондовите борси в Париж, Брюксел и Ам-

стердам и превръщането им през 2000 г. в Евронекст (графика I.7.6).

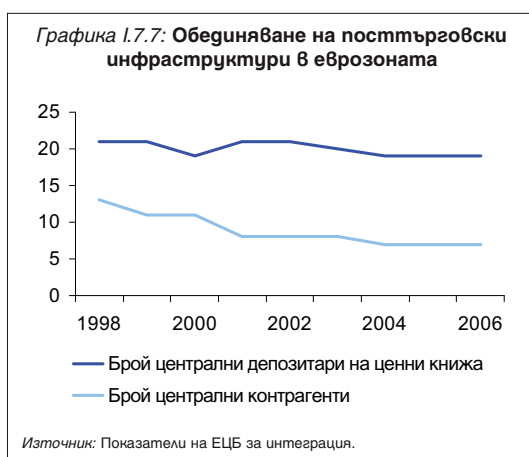


Макар всяка от тези фондови борси да е разположена в еврозоната, Евронекст бързо се разрасна, включвайки през 2001 г. разположената в Лондон фондова борса за деривати *Liffe*, а при следващото си разширяване през 2002 г. – и Лисабонската фондова борса. Други примери за интеграция/обединяване включват също и инфраструктури във и извън еврозоната (например връзките между Виенската фондова борса и различни борси в Централна и Югоизточна Европа, връзката между Миланската и Лондонската фондова борса и неуспешният опит за обединяване между Лондонската и Германската фондова борса) или изцяло извън еврозоната (създаването през 2003 г. на *OMX*, която включва седем фондови борси от скандинавските и балтийските държави, както и неуспешният опит за поглъщане от *OMX* през 2005 г. на Лондонската фондова борса). Прогнозите за мегафондова борса на еврозоната се появили през 2006 г. с предложението за сливане на Евронекст и Германската фондова борса (*Deutsche Boerse*). Опитът за сливане обаче бе неуспешен, тъй като акционерите в Евронекст предпочетоха сливане с Нийоркската фондова борса в резултат от засилващата се тенденция към глобална интеграция на търговията с акции.

Интеграция/обединяване се наблюдаваше и при посттърговската инфраструктура на ЕС, но отново не може да бъде очертан модел, свързан с ИПС (графика I.7.7). Напредъкът при интеграцията/обединяването е стимулиран от съществуването на конкурентни модели, включително

⁸¹ Единствената система за малки презгранични плащания е СТЕП2, администрирана от Европейската банкова асоциация.

многогранна обвързаност на съществуващите национални централни депозитари на ценни книжа, хоризонтална интеграция на функционалностите при клиринг и сетълмент и вертикална интеграция на обособени части от функционалностите при търговия, клиринг и сетълмент. Най-ярък пример за вертикално обединяване са Германската борса и *Clearstream Frankfurt*, а за хоризонтална – *Euroclear*, която създава единна платформа за сетълмент във Франция, Белгия, Нидерландия и Обединеното кралство.

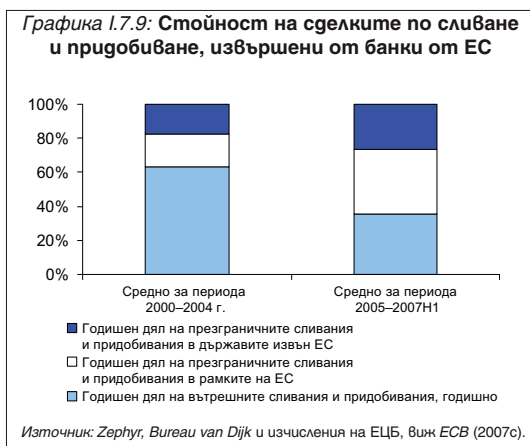
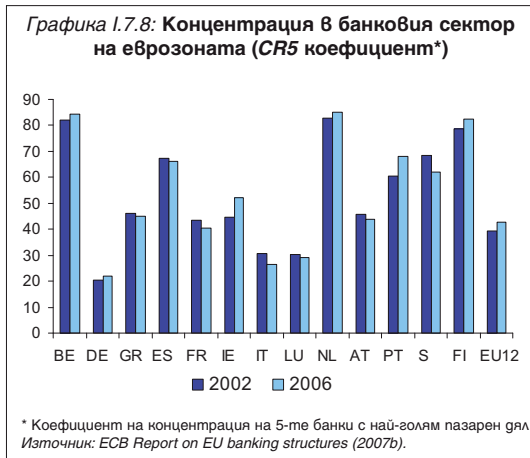


Макар моделът на интеграция/обединяване на инфраструктурата на пазарите на ценни книжа в ЕС да не може да бъде пряко свързан с ИПС, е ясно, че създаването на среда с единна валута в еврозоната доведе до критично ниво на търсенето на акции при презграничната търговия с акции (виж по-горе). По този начин Паричният съюз може да се разглежда като катализатор за интеграцията/обединяването, която се стимулира главно от опитите да се ползват икономии от мащаба по-скоро за световни явления, като увеличени капиталови потоци, технологичен напредък, засилена конкуренция между традиционни и нетрадиционни доставчици на услуги и т.н. Глобалният аспект се потвърждава от подобна интеграция/обединяване при търговията с ценни книжа извън еврозоната и най-вече в САЩ.

7.5. ВЛИЯНИЕ НА ИПС ВЪРХУ БАНКОВИЯ СЕКТОР

Един от най-предвидимите ефекти на ИПС върху финансовия сектор на еврозоната е бързото увеличаване на презграничната банкова дейност на дребно и вълната от презгранично обединяване на банките както при банкиране на едро, така и на дребно. Резултатът обаче бе неочакван. Презграничната банкова дейност на дребно в еврозоната остава доста ограничена. Междувременно първоначалната вълна на обединения в банковия сектор в еврозоната се наблюдаваше най-вече в рамките на отделните държави. Всъщност има повече примери за презгранично обединяване в резултат от появата на редица банково-застрахователни групи. Съответно коефициентите на концентрация в националните банкови системи на държавите-членки от еврозоната отбелязват леко повишение през последните години (графики 1.7.8 и 1.7.9).

Посочват се редица фактори, с които се обяснява предпочитанието на банките от еврозоната към вътрешно обединение. Първо, в рамките на националните банкови системи желаните икономии от мащаба и обхватът биха могли да се използват с по-ниски разходи и по-малък риск. Второ, съществуването на бариери, различни от валутен риск, и от тези, свързани с регулирането, данъчното облагане, трудовото право и културните фактори, прави бизнес плана за презгранично обединение по-неубедителен. Трето, съществуваше стремеж към постигане на необходимия мащаб, преди да се поеме рискът от участие в сливания и/или придобивания на равнище еврозона. Накрая, вероятно идеята за създаване на национални първенци като средство за ограничаване на възможността значителна част от националната банкова система да се превърне в чуждестранна собственост е имала негласната подкрепа на националните власти. Не е ясно дали всички тези фактори са имали съществена роля за естеството на обединенията в ранните години от съществуването на ИПС, но общият им ефект ограничава интеграцията/обединяването сред банки от еврозоната.



В случаите, в които интеграцията/обединяването сред банките от еврозоната е ясна, тя е концентрирана в конкретни региони (например държавите от Бенелюкс) или извън границите на еврозоната (например скандинавските и балтийските държави, Австрия и държавите от Централна и Югоизточна Европа). В последно време дейностите по сливане и придобиване се подновиха, като в тях участват банки от по-старите държави – членки на ЕС. Сред най-ярките примери са сливането на *Abbey National*, регистрирана в Обединеното кралство, с *Banco Santander* от Испания през 2005 г., придобиването на *ABN AMRO* в Нидерландия от консорциума между *Royal Bank of Scotland*, учредена в Обединеното кралство, *Banco Santander* от Испания и *Fortis Bank*, Белгия, през 2007 г. Предполага се, че засилващото се в последно време презгранично обединяване отразява степента, в която концентрацията на националните банков системи достига равнища, при които става опасна за конкуренцията.

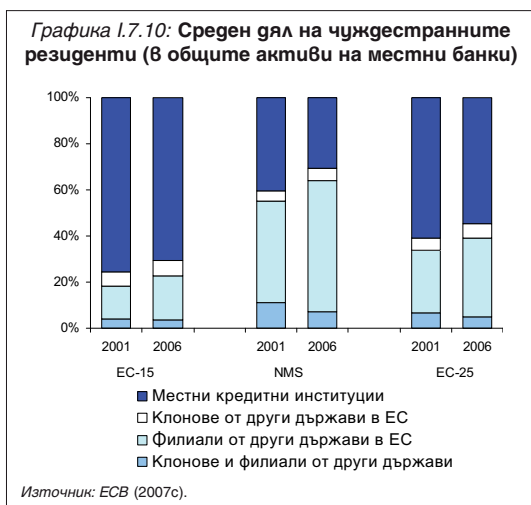
Увеличаващото се презгранично присъствие на банките от еврозоната се вижда също и от развитието на тяхната клонова мрежа, включително филиали (графика 1.7.10).

Макар делът на активите, притежавани от банките в еврозоната на презгранична база, да остава относително малък, през последните години той се увеличава, като делът на активите на филиалите е по-голям от този на клоновете. След бавното начало през последните години темпът на интеграция и обединяване на банковата система в ЕС се ускори. В периода 2001–2006 г. средният дял на клоновете и филиалите от други държави на ЕС в общите вътрешни активи нарасна от 20.5 % на 26.6 % за „старите“ държави – членки на ЕС, а за „новите“ държави-членки – от 50.4 % на 62.4 %.⁸²

Макар да няма разграничим модел за ИПС по отношение дейностите на банките по сливания и придобивания, последните анализи на двустранните чуждестранни активи и пасиви на банките ясно сочат за ефект, свързан с еврото.⁸³ Въз основа на данни за 1995–1998 г. и 1999–2005 г. на БМР относно банките в държавите от ОИСР е установено положително и съществено влияние на еврото върху двустранните финансови обвързаности. Ефектът за чуждестранните активи на банките е по-голям, отколкото за чуждестранните им пасиви. Резултатът за чуждестранните активи на банките е съществен поради включването на няколко различни набора от независими променливи, които, макар и малки по обхват, са достатъчни, тъй като в представителната извадка са включени само държавите-членки на ЕС. При чуждестранните пасиви на банките резултатът не е толкова съществен. По отношение на възможността за компенсиране ефекта от по-ниските трансакционни разходи и по-малкото възможности за диверсификация в еврозоната резултатите доказват преобладаващ ефект на разходите за трансакции, по-специално върху чуждестранните активи на банките.

⁸² Вжж ECB (2007c).

⁸³ Вжж Blank & Buch(2007).



Сега в ЕС съществуват 46 банкови групи от общо 8000 банки със значителен обем притежавани презгранични активи и пасиви.⁸⁴ Но тези презгранични банки държат над 68% от общите активи на банковия сектор в ЕС.⁸⁵ Те функционират в различни юрисдикции и често при съществени различия на техните административни и правни структури. Нуждата от взаимодействие между множество национални надзорни органи може да доведе до допълнителни непосилни разходи за тези презгранични банки, особено ако несъответствията в националните надзорни рамки включват двойно отчитане или неефективна капиталоемкост. Освен това презграничните банки имат съответни презгранични експозиции и са склонни да разпределят общата си изложеност на шокове от страна на общоевропейските финансови пазари, на които оперират. Поради опасността от неефективност и рискове за стабилността на системата, свързани с несъответствия в надзорната рамка и процедурите за управлението на кризи на равнище ЕС, съществу-

⁸⁴ Данните са от двугодишните проучвания на Комитета на банковите надзорници на ЕСЦБ за групите банки със значителна презгранична дейност, проведени за 2001 г., 2003 г. и 2005 г. Следващото проучване с данните за 2007 г. предстои да бъде публикувано.

⁸⁵ От тези банки 16 групи могат да бъдат определени като „основни участници в презграничните трансакции“ на ЕС. Те държат най-малко 25% от своите ЕС-активи извън собствената си държава и са представени в поне 25% (т.е. в шест) от другите 24 държави-членки. Виж ECB (2007с).

ва неотложна необходимост от гарантиране адекватното сътрудничество между националните надзорни органи с цел предотвратяване, управление и разрешаване на тези кризи.

7.6. НАСЪРЧАВАНЕ НА ПО-НАТАТЪШНАТА ФИНАНСОВА ИНТЕГРАЦИЯ В ИПС

При преглед на финансовата интеграция от 1999 г. насам става ясно, че процесът на интеграция е по-напреднал в онези пазарни сегменти, в които последиците от еврото се враждат посредством съществуването на единни дефиниции, спогодби и инфраструктури. В другите пазарни сегменти липсата на свързан с еврото кредитен риск засили интеграционния процес, но разкри важността на други бариери, произтичащи или от националните различия в регулирането, данъчното облагане и правната рамка, или по-скоро от фундаментални фактори като разстояния, култура и език. Първата група пречки е по-подходяща за обяснение на различните темпове на напредък в пазарната интеграция на равнище търговия на едро. Най-засегнатите от тези пречки сегменти на пазара на едро включват обезпечени трансакции, при които се налага презгранично прехвърляне на собствеността върху ценните книжа. В същото време с фундаменталните пречки може да се обясни като цяло бавната интеграция в сегментите на пазара на дребно, където националните приоритети намират израз в закони за защита на потребителите и в които процесът на дори незначителна хармонизация се оказва изключително труден. Тъй като понастоящем влиянието на еврото в голяма степен отзвуча, останалите пречки остават приоритет в действията както на равнище ЕС, така и на национално ниво.

Основният проект за създаване на обща регулаторна рамка за финансовия сектор в ЕС е Планът за действие в областта на финансовите услуги (FSAP), 1999–2005 г. Създаването на този план съвпадна с третия етап на ИПС и с въвеждането на еврото, което даде допълнителен тласък на финансовата интеграция в ЕС. Първоначалният План за действие в областта на финансовите услуги включва 42 законодателни и незаконодателни мерки, насочени към широк кръг от финансови дейности на равнище търговия на

едро и търговия на дребно.⁸⁶ Макар Планът за действие в областта на финансовите услуги да изглежда недостатъчно фокусиран, ясно може да се очертае обвързаността между основните мерки и основните функции на една модерна и развита финансова система, например чрез подобряване на оперативната съвместимост между националните системи за клиринг и сетълмент (Съобщения относно клиринга и сетълмента), чрез създаване на общи правила за интегриране пазарите на ценни книжа и деривати (Директивата за пазарите на финансови инструменти), улесняване достъпа до капитал в целия Европейски съюз (Директива за проспектите), гарантиране на правната сигурност при презграничното използване на обезпечения (Директивата относно окончателността на сетълмента и Директивата относно финансовите обезпечения), установяването на единни стандарти за финансова отчетност (Регламента за прилагането на международните счетоводни стандарти), засилване доверието на инвеститорите и интегритета на пазара (Директива за пазарните злоупотреби) и подпомагане формирането на пазарен капитал за единичните плащания (Директива относно платежните услуги във вътрешния пазар).⁸⁷

На равнище ЕС Планът за действие в областта на финансовите услуги бе почти изцяло изпълнен в определения срок (2005 г.), а в момента държавите-членки са в процес на транспониране на законодателните мерки в националното право. За отделните мерки и държави-членки степента на транспониране е различна, но, що се отнася до създаването на обща регулаторна рамка, е ясно, че е постигнат значителен напредък. По-сериозен повод за безпокойство представлява броят на националните преценки, оставени в законодателните мерки, и тенденцията държавите-членки прекомерно да прилагат тези мерки (т.е. да прекаляват). В случай на множество отклонения от приетото на равнище ЕС законодателство в процеса на транспонирането му в националното право съществува явен риск

залегналата в Плана за действие обща регулаторна рамка да не бъде достатъчно ефективна за постигане на интегриран финансов пазар в ЕС. Ето защо своевременното и последователно прилагане на мерките, предвидени в Плана за действие в областта на финансовите услуги, се превърна в основен приоритет на политиката на ЕС относно финансовите услуги (виж раздел 4.1).

Прилагането на Плана за действие в областта на финансовите услуги предвижда полагане на значителни усилия от страна на участниците на финансовите пазари, в резултат на което настъпи известна „регулаторна умора“. Като продължение на Плана за действие в областта на финансовите услуги с Бялата книга на Комисията относно политиката в областта на финансовите услуги в периода 2005–2010 г. се избягва друга широкомащабна регулаторна програма и усилията се съсредоточават върху осигуряването и прилагането на съществуващата нормативна база и върху постигането на целево усъвършенстване на действащата регулаторна и надзорна рамка.⁸⁸ Целевите подобрения в съществуващите рамки са насочени към отстраняване на пропуските в процеса на финансова интеграция. Сред посочените в Бялата книга приоритетни области, които имат особено значение за ИПС, са:

- *Прилагането на Директивата за пазара на финансови инструменти (MiFID)*

Директивата за пазара на финансови инструменти, в сила от 1 ноември 2007 г., е крайъгълен камък в процеса на финансова интеграция на ЕС и задава обща регулаторна рамка за финансова търговия и посредничество в ЕС.⁸⁹ Основни елементи, залегнали в Директивата за пазара на финансови инструменти, са повече права за инвестиционните посредници при предоставянето на услуги в ЕС (въз основа на единни условия за получаване на разрешително и високо равнище на контрол в отделните държави) и свободна

⁸⁶ За мерките и транспонирането им от държавите-членки виж: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm.

⁸⁷ По дискусиата как регулаторната реформа е довела до финансова интеграция и как последната стимулира растежа и инвестициите виж *Jappelli & Pagano* (2008).

⁸⁸ Виж *European Commission* (2005b).

⁸⁹ Директивата за пазара на финансови инструменти заменя Директивата за инвестиционните услуги от 1993 г., разширява обхвата си и актуализира разпоредбите в съответствие с функционирането на модерната финансова система.

конкуренция между борсите за ценни книжа и други доставчици на подобни услуги, различни от фондови борси. В тази нова по-конкурентна среда инвестиционните посредници следва да спазват редица организационни изисквания, свързани наред с другото с управление на риска, лично участие на наетите лица, наемане на външни подизпълнители и конфликт на интереси. Ще се прилага също и набор от правила за дейността на инвестиционните посредници, свързани главно с предоставянето на информация и консултиране на клиенти, с (най-добро) изпълнение на поръчките на клиента и с предлагането на привлекателни условия за фирмите, както и с отчитането на трансакциите. От фондовите борси, на които се търгува с ценни книжа, и от други подобни доставчици на услуги се изисква да осигуряват по-голяма ценова прозрачност.

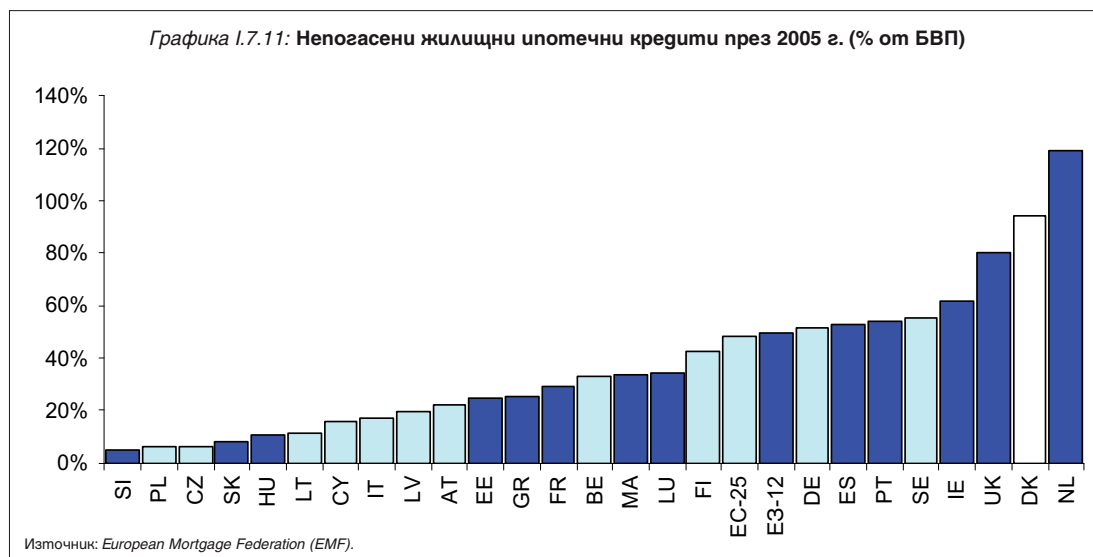
Очаква се Директивата за пазара на финансови инструменти да способства за промяната в структурата на пазарите на ценни книжа чрез насърчаване на презграничната конкуренция сред доставчиците на услуги в резултат от високата степен на прозрачност и интегритет на пазара. Чрез намаляване разходите на емитентите и инвеститорите в ценни книжа Директивата за пазара на финансови инструменти ще увеличи търгуваните обеми и потоците от информация и така ще улесни възникването на големи капиталови пазари с по-висока ликвидност. Директивата за пазара на финансови инструменти ще бъде и катализатор за иновациите и структурните промени на пазарите на ценни книжа в ЕС, като засили привлекателността на електронната търговия. По този начин тя ще спомогне за финансовата интеграция не само чрез повишаване ефективността на пазарите на ценни книжа, но и чрез увеличаване на възможностите за диверсификация на портфейлите и за разпределяне на риска на съответните пазари, като и двата ефекта се отнасят конкретно за ИПС (виж раздели 3.1 и 3.2). Някои от последиците, свързани с прилагането ѝ, вече са налице. Обявени са редица нови места за извършване на търговия и предоставяне на услуги, подобро е качеството на съществуващите услуги и обединяването между отделни фондови борси продължава.

Прилагането на Директивата за пазара на финансови инструменти е голям проблем и въпреки заплахата от съдебен процес в Европейския съд и усилията на Комисията да използва принципа „назови и засрами“, не всички държави-членки успяха да спазят срока 1 ноември 2007 г. Предвид това Комитетът на европейските органи за регулиране на операциите с ценни книжа (CESR) заяви, че трябва да бъде позволено на инвестиционните посредници да извършват свободно дейността си в държавите-членки, които са закъснели с транспонирането, а за посредниците, учредени в закъснелите с транспонирането държави-членки, следва да има преходни разпоредби. Очакваше се до началото на 2008 г. всички държави-членки да са транспонирали Директивата за пазара на финансови инструменти, но в контекста на по-мощните усилия за осигуряване на своевременно и последователно прилагане на мерките, предвидени в Плана за действие в областта на финансовите услуги, е необходимо Комисията непосредствено да наблюдава този процес (виж глава III. 2).

• *Интеграция в областта на клиринга и сетълмента*

Фрагментарността на пазара на ЕС за посттърговски финансови услуги (т.е. клиринг и сетълмент) ограничава напредъка в интеграцията на пазарите на ценни книжа и по-конкретно на акции. Следователно същественият напредък при интеграцията на този пазарен сегмент е от значение за успеха на Директивата за пазара на финансови инструменти. С публикуването от Групата Джованини на два доклада, съответно през 2001 г. и 2003 г., политиката на ЕС бе съсредоточена върху клиринга и сетълмента.⁹⁰ Тези доклади подчертават чувствителните различия в разходите за клиринг и сетълмент при презгранични и вътрешни трансакции. Това е свързано с редица пречки пред интеграцията в областта на клиринга и сетълмента в ЕС, дължащи се на различните национални технически спецификации, пазарни практики, данъчно облагане и правни рамки. Премахването на т.нар. бариери Джованини се разглежда като задължително условие за ефективна интеграция/обединяване.

⁹⁰ Групата Джованини представлява група експерти по капиталовите пазари, ръководена от Алберто Джованини, която съветва Европейската комисия по въпроси, свързани с финансовата интеграция.



Напредъкът в процеса на интегриране/обединяване на инфраструктурите по клиринг и сетълмент в ЕС се стимулира от прилагането в търговията на Директивата за пазара на финансови инструменти чрез споразумение за подкрепа от всички в тази сфера кодекс на поведение (обхващащ цената прозрачност/съпоставимост, достъп/оперативна съвместимост и единично ценообразуване на услугите/разделно осчетоводяване) и чрез (вероятното) приемане на общи регулаторни стандарти, предложени от Европейската система на централните банки (ЕСЦБ) и Комитета на европейските органи за регулиране на операциите с ценни книжа. Друг характерен за еврозоната двигател на интеграцията/обединяването в областта на клиринга и сетълмента в ЕС е създаването от ЕЦБ на ТАРГЕТ2-ценни книжа (Т2-ЦК) като единна платформа за сетълмент. Макар тя да предоставя услуги в различни валути, основният аргумент в подкрепа на проекта е, че осигурява по-ефективна инфраструктура за сетълмент в еврозоната.

- *Интегриране на пазара на дребно на ипотечни кредити*

Друга приоритетна сфера на дейност е пазарът на ипотечни кредити в ЕС. Непогасените жилищни ипотечни кредити представляват близо 50% от БВП както в ЕС, така и в еврозоната, макар че съществуват големи различия в отделните държави (от под 20% от БВП в Италия до почти 120% от БВП в Нидерландия, виж графика I.7.11). Ефективните пазари на ипотечни кре-

дити са в центъра на модерната финансова система и на ниво търговия на едро, и на дребно и оказват положително влияние върху макроикономическите резултати посредством възможности за рефинансиране, заличаване на ипотечи върху жилищни имоти, обратни ипотечи и др. Очаква се ефективните и интегрирани ипотечни пазари да допринесат за по-гладкото функциониране на ИПС чрез създаване на повече възможности за изглаждане на доходите и подобряване на трансмисионния механизъм на паричната политика (виж глава III.2). През декември 2007 г. в Бялата книга на Комисията относно пазарите на ипотечни кредити бе подчертана важността на облекчаването на презграничното финансиране и предоставяне на ипотечни кредити, увеличаването на разнообразието, засилването на потребителското доверие и подпомагането на мобилността на потребителите за засилване на конкуренцията и ефективността на пазара на ипотечни кредити в ЕС. Бялата книга представя редица възможности за провеждане на политика, които ще бъдат разработени допълнително в тясно сътрудничество с всички заинтересовани страни и ще се основават на анализ на разходите и печалбите.⁹¹

- *Създаване на единен пазар на плащания*

Повишаването на ефективността на малките плащания е допълнителен приоритет при предста-

⁹¹ European Commission (2007f).

вянето на ползите от финансовата интеграция и е от особено значение за ИПС. Функционирането на вътрешния пазар все още е възпрепятствано от фрагментираните и установени в отделните държави платежни системи, които се изчисляват на около 2–3% от БВП. Директивата за платежните услуги на вътрешния пазар създава модерна и хармонизирана правна рамка, необходима за формирането на интегриран пазар на плащания, чрез който ще стане възможно електронно разплащане в рамките на ЕС, по-конкретно кредитни трансфери, директен дебит и картови разплащания, да се извършва като вътрешно плащане в дадена държава-членка – полесно, по-ефективно и по сигурно, – както и по-бързо и лесно в целия ЕС. Така тази директива осигурява законова база за създаване на единната зона за плащания в евро (СЕПА). С помощта на СЕПА ще отпаднат различията между националните и презграничните плащания на дребно в еврозоната. СЕПА е естествено продължение на използването на еврото като единна валута и се подкрепя от Евросистемата. Очакваше се от 1 януари 2008 г. банките да започнат да предоставят продукти на СЕПА и до края на 2010 г. тя да се превърне в реалност за всички.

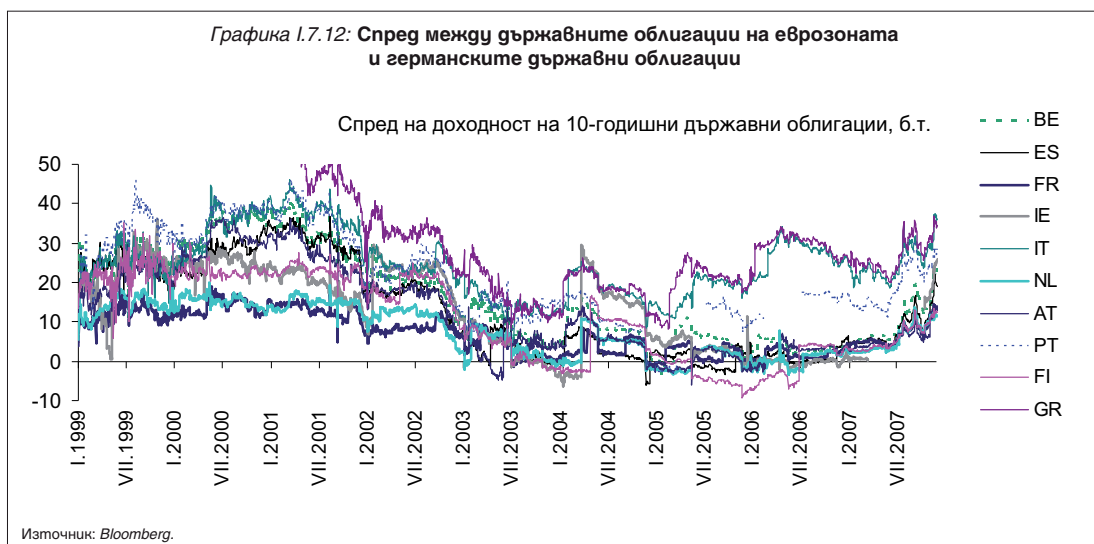
- По-добро функциониране на пазарите на държавни облигации в евро

Една от важните за ИПС области, която не е посочена в Бялата книга, е по-доброто функциониране на пазара на държавни облигации в евро. Въз основа на икономически и пазарни из-

мерители този пазар би могъл да се определи като пазар с висока степен на интегрираност. След въвеждането на еврото цената на различните национални емисии е много близка, макар че напоследък спредът между книгата на държавите-емитенти от еврозоната и германските облигации отново се е разширил в полза на първите (графика I.7.12). Притежаваните от инвеститори от еврозоната национални емисии са добре диверсифицирани и тази широка инвеститорска база позволява покупката и продажбата на национални емисии без съществена намеса в цените. При по-подробен преглед обаче става ясно, че пазарът може да бъде по-ефективно интегриран, особено от страната на предлагането.

Разпокъсаността на предлагането на деноминирани в евро държавни облигации отразява уникалното изграждане на ИПС, в който се провежда единна парична политика, но отговорността за бюджетната политика остава на национално равнище. Всяка държава-членка отговаря за управлението на собствените си публични финанси, включително емисионната дейност и управлението на публичния дълг. Фрагментарността на предлагането обаче означава, че пазарът на държавните облигации в евро не може да се конкурира със съответните пазари в САЩ и Япония по отношение на ликвидността. Неефективността, свързана с тази разпокъсаност на пазара, бе подчертана в проведени наскоро изслед-

⁹² European Commission (2007f).



вания⁹², подчертаващи относително ниското равнище на оборота на пазара на реални финансови активи и преливането на ликвидност към пазарите на деривати, основаващи се преди всичко на германски държавни облигации. Според тези проучвания са необходими допълнителни реформи за подобряване функционирането на пазара чрез промени в търговските споразумения и практиките на емисионна дейност.

За осигуряването на модерна и развита финансова система в еврозоната е важно да се осигури ефективен и ликвиден пазар на държавни облигации, предлагащ безрискови класове активи и бенчмарк за ценообразуването на други повисокорискови активи. По този начин се създава база за разнообразна финансова структура,

улесняваща финансовата система при изпълнението на основните ѝ функции по разпределение на ресурсите, като посредници при влягането на спестяванията в инвестиции и управлява риска.

Рентабилният и ликвиден пазар на държавни облигации е от значение и за превръщането на еврозоната в привлекателно място за инвестиции, осигуряващо на еврото възможност да изпълнява ролята си на международна валута. По тези причини е важно да се обърне внимание на съществуващия недостиг на ефективност на пазара на държавни облигации в еврозоната (виж глава III.2).

8. ПРОЦЕСЪТ НА ДОГОНВАНЕ В РАМКИТЕ НА ЕВРОЗОНАТА

8.1. ВЪВЕДЕНИЕ

При въвеждането на единната валута равнището на доходите на глава от населението в отделните държави от еврозоната се различаваше съществено. Сред държавите, присъединили се към еврозоната през 1999 г. и 2001 г., четири (Испания, Ирландия, Гърция и Португалия) все още се считаха за „кохезионни държави“, т.е. държави, отговарящи на изискванията за получаване на структурна помощ от фондовете на ЕС с цел ускоряване сближаването в равнището на доходите на глава от населението с това в ЕС. По същата причина държавите от ЕС, които наскоро се присъединиха към еврозоната (Кипър, Малта и Словения), също се считат за догонващи икономики.

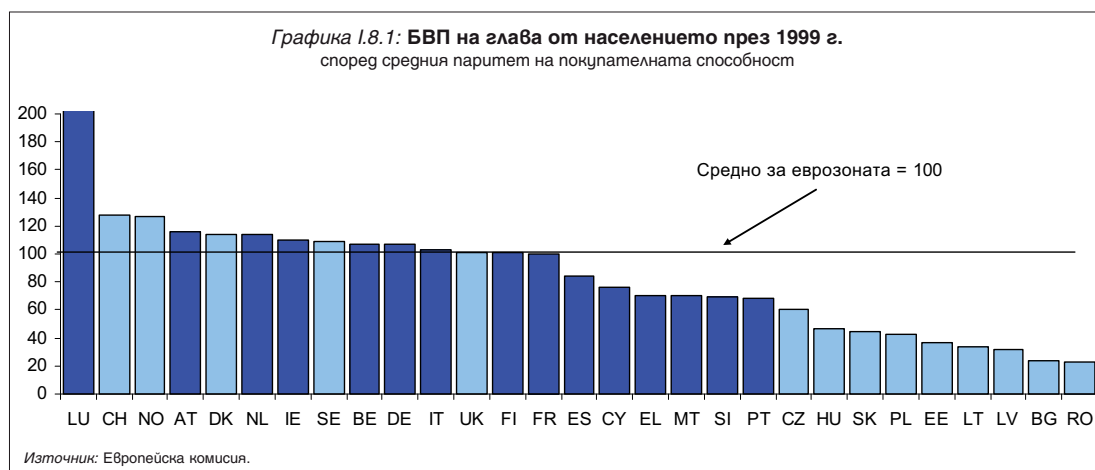
Настоящата глава представя доказателства в подкрепа на стимулиращата роля на ИПС за постигане на реално сближаване. Процесът на бурен растеж, дължащ се на мобилизиране на трудовите и капиталовите ресурси и основаващ се на започналото по-рано (преди създаването на ИПС и консолидирано в неговите рамки) номинално сближаване, допринесе за относително ускорения темп на процеса на догонване между по-голямата част от догонващите държави, с изключение на Португалия. Държавите, които успяват да го постигнат, следват политика, насочена към използване на предимствата, произтичащи от по-ниските рискови премии, интеграцията на финансовите пазари и фискалната консолидация. Въпреки това в някои от тези държави съществуват рискове, свързани с устойчивостта на растежа, стимулиран от жилищното строителство, особено поради спорната ефек-

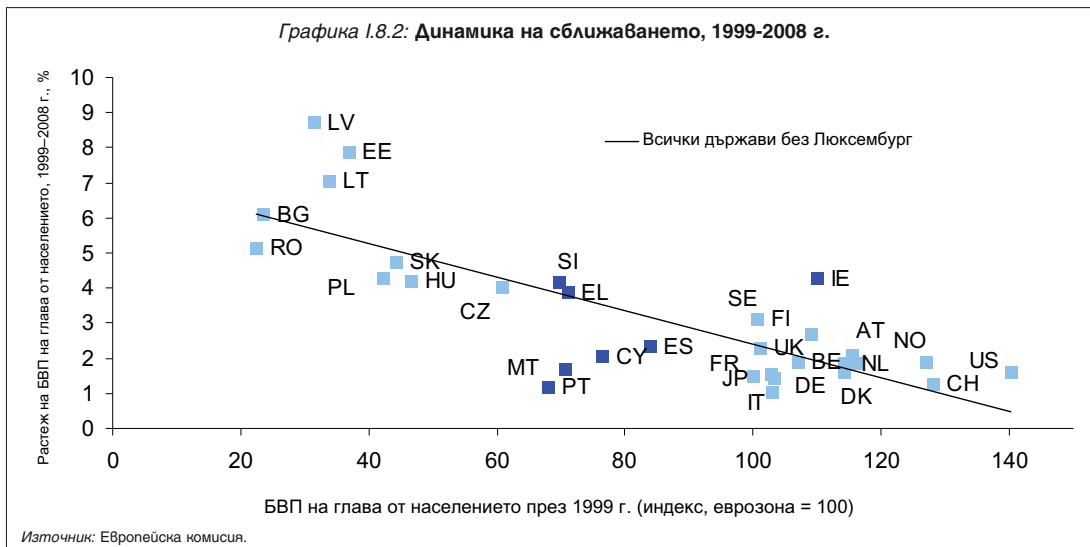
тивност на свързаните с него капиталови инвестиции.

Предвид изключително краткото време, в което последните присъединили се държави са членували в ИПС, настоящата глава се фокусира предимно върху опита на Испания, Ирландия, Гърция и Португалия. Първият раздел представя някои факти, характерни за процеса на догонване в ИПС. В следващия раздел се прилагат традиционни техники за отчитане на растежа, за да се определи съответният принос на капитала, труда и технологиите за наблюдаваните процеси на догонване (и изоставане) в еврозоната. Следващите раздели разглеждат приноса на общите и конкретните за всяка държава шокове и политики, включително ефекта на намаляващата рискова премия и ролята на фискалната политика. Последният раздел представя по-подробно сравнение между Испания и Португалия, за които е установено съществено раздалечаване въпреки географската им близост и други сходни характеристики.

8.2. ФАКТИ, ХАРАКТЕРНИ ЗА ПРОЦЕСА НА СБЛИЖАВАНЕ

Измерените чрез средната покупателна способност (СПС) равнища на БВП на глава от населението през 1999 г. в Гърция, Испания, Кипър, Малта, Португалия и Словения са съответно 71%, 84%, 77%, 71%, 68% и 70% от средното за еврозоната (графика 1.8.1). На този етап БВП на глава от населението в Ирландия вече е 110% от средното за еврозоната. През първите десет години на ИПС Гърция и Испания, наред с Кипър и Словения, се доближиха до равнището на





еврозоната, макар и с различни темпове. В нито една от тези държави процесът на изравняване на доходите не е приключил. В Испания – най-богатата понастоящем от четирите кохезионни държави с изключение на Ирландия, БВП на глава от населението, измерен чрез СПС, все още е около 94% от това в еврозоната, следвана от Гърция (90%), Словения (84%) и Кипър (83%). За разлика от тях относителният доход на Португалия и Малта се установи на равнища съответно от 66% и 70% от средното за еврозоната (графика I.8.2). Португалия се представя по начин, подобен на този на „ядрото“ държави от еврозоната, изоставащи от средните за нея стойности. Въпреки че отчетеният в Италия през 1999 г. относителен БВП на глава от населението от 103% е съпоставим с този на Германия, Франция и Белгия, десет години по-късно той се е понижил до 91%. Обратно, в Ирландия доходът нарасна до около 133% от средния за еврозоната.

Тенденциите в наскоро присъединилите се към ЕС държави-членки, в които сближаването също протича с различна скорост, са сходни.⁹³ През последните десет години в относително изражение доходът се е увеличил с около 30 б.т. в балтийските държави и със 17 б.т. в Словения, Словения и Чехия.

⁹³ Освен Кипър, Малта и Словения тази група включва и Естония, Латвия, Литва, Полша, Словакия, Унгария и Чехия, които се присъединиха към ЕС през 2004 г., и България и Румъния, които се присъединиха през 2007 г.

Съпоставяйки представянето на догонващите икономики през последните десет години с прогнозното, изчислено чрез проста линейна регресия (виж графика I.8.2), става ясно, че процесът на догонване в държавите от ИПС е по-бавен от този извън него дори ако се отчитат различията в първоначалните равнища на БВП на човек от населението. За да се определи бенчмарк за „присъщо“ сближаване, явно е необходим сложен подход. В тази връзка разширената рамка на неокласическата теория за растежа предвижда, че прирастът се определя от зависимостта между първоначалния БВП на дадена държава (y) и „равновесния“ икономически растеж, или „целевото“ равнище (y^*), което от своя страна зависи от държавната политика и от поведението на домакинствата по отношение на спестяванията, труда и раждаемостта. За определени стойности на y^* темпът на прираст се променя обратнопропорционално на y (условно сближаване), докато за определени стойности на y растежът се променя право пропорционално на y^* . Като цяло промените в „равновесните“ доходи могат да обяснят защо процесът на догонване в някои държави се е ускорил, а в други се е забавил. Държавната политика, оказваща влияние върху икономическия растеж, включва фискална политика, по-конкретно данъчни мерки и структура на публичните разходи, парична политика, както и институционални възможности (Barro, 1990 и 1997, Barro & Sala-i-Martin, 1992 и 1995; Kneller, Bleaney & Gemmell, 1999; Chalk & Tanzi, 2002, и препратките в тях). Ето защо е възможно растежът да е сравнително ба-

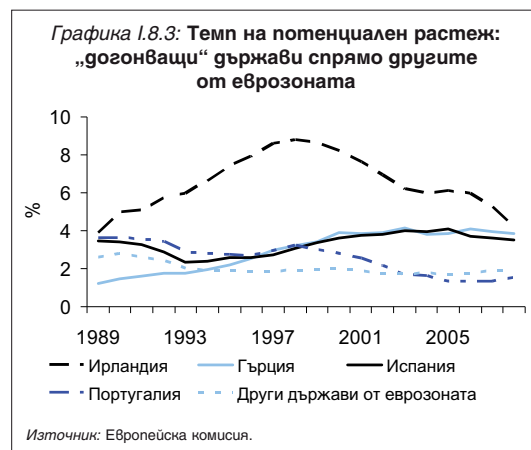
вен дори и ако първоначалното ниво на БВП е ниско, при условие че размерът на „равновесния“ БВП на глава от населението също е сравнително нисък.

Възможно е някои фактори, довели до повишаване на „равновесните“ доходи и/или на скоростта на приспособяване в догонващите държави, да са специфични за ИПС, като например намаляването на рисковите премии или рамката на фискалната политика, благоприятстващи фискалната консолидация и спада на коефициентите на дълга. Паричната политика за ценова стабилност в ИПС вероятно също е повлияла на дългосрочния растеж, особено в държавите с традиционно висока инфлация поради влошението и устойчиви очаквания за нея, което би позволило на икономическите агенти да вземат временни решения за по-продължителни периоди на планиране, характеризирани с по-малка несигурност. Фискалната консолидация също би могла да стимулира растежа, ако е правилно структурирана (виж *European Commission*, 2003 и 2007g). Докато ако е насочена към съкращаване на разходите, тя може да доведе до забавяне на потенциалния растеж, в случай че се провежда чрез съкращаване на производствените разходи. Фискална консолидация, насочена към повишаване на доходите, не би била толкова неблагоприятна за растежа, ако включва преминаване от преки данъци, които са по-деформиращи, към косвени данъци върху доходите от труд и/или капитал. Тези характерни за ИПС фактори се използват наред с политиката на солидарност за поддържане на процеса на сближаване в Европа. Разделите по-долу предлагат преглед на тези фактори на растежа.

8.3. ОТЧЕТНИ ДАННИ ЗА РАСТЕЖА

Двайсетте години в периода 1989–2008 г. се характеризират със съществени различия в потенциалния растеж както между четирите кохезионни държави, така и във времето (графика I.8.3). През първите десет години от този период (1989–1998) в Ирландия се наблюдава ускоряване на растежа, а след приемането на единната валута – забавяне. Първоначалният темп на потенциален растеж в Ирландия от 4% в годините до 1999 г. се е ускорил над два пъти (почти до 9%), като през последните години отново

се връща на 4%. Без съмнение опитът на Ирландия е типичен пример за скоростта, с която могат да се премахнат различията в доходите, ако се зададе подходяща рамка. В случая с Испания и Гърция и двете държави се развиват като цяло добре през периода, като темпът на потенциален растеж на Гърция се ускорява почти два пъти (от около 2% в периода 1989–1998 г. до близо 4% през 1999–2008 г.). Единственото разочарование идва от Португалия, по-конкретно от трайното забавяне на базовия ѝ темп на растеж от 3½% в началото на 90-те до средно само 1½% през последните години.



Що се отнася до източниците на растежа, във всички държави приносът на труда и капитала е по-висок в сравнение с останалата част от еврозоната през двата десетгодишни периода, отчетени в таблица I.8.1. Това не важи обаче за съвкупната факторна производителност, за която единствено Ирландия последователно показва по-добри резултати от останалите държави от еврозоната, а Гърция успява да постигне това единствено в периода 1999–2008 г. Съвкупната факторна производителност на Испания и Португалия е устойчиво ниска, като и двете страни отчитат слаби положителни темпове на растеж през последните десет години. Тези общи тенденции не са непременно в противоречие с очаквания модел на сближаване, при условие че се базират по-скоро на голямо предлагане на труд и капитал, отколкото на бързо увеличаване на съвкупната факторна производителност. В конкретния случай с Испания големият принос на труда се дължи на намаляването на структурната безработица вследствие редица реформи на пазара на труд (*Ayuso et al.*, 2005).

Таблица 1.8.1:

Потенциален растеж и неговите компоненти							
	EA	EA4	EA8	IE	EL	ES	PT
Потенциален растеж, годишно процентно изменение							
1989–1998	2.3	3.0	2.2	6.5	2.1	2.9	3.1
1999–2008	2.2	3.8	1.8	6.5	3.9	3.7	1.9
Принос за потенциалния растеж							
Труд							
1989–1998	0.2	0.8	0.1	1.3	0.4	1.0	0.3
1999–2008	0.5	1.6	0.3	1.9	0.6	2.0	0.7
Капитал							
1989–1998	0.8	1.2	0.8	1.1	0.8	1.3	1.3
1999–2008	0.8	1.5	0.6	1.8	1.3	1.6	1.0
Съвкупна факторна производителност							
1989–1998	1.3	1.1	1.3	3.8	0.8	0.6	1.4
1999–2008	0.8	0.7	0.9	2.6	1.9	0.1	0.2

Източник: Европейска комисия.

Априорно се очаква ИПС да допринесе за икономическото сближаване чрез интеграция на финансовите пазари, стимулирана от премахването на валутния риск. Както посочват източниците, разглеждащи процеса на сближаване (виж *Barro & Sala i Martin, 1995*), финансовите ограничения, затрудняващи международните капиталови потоци, се считат за важен фактор, препятстващ сближаването между отворени икономики. Представеният в таблица 1.8.2 регресионен анализ всъщност показва, че инвестициите на четирите разглеждани държави често съответстват на основните икономически показатели, за което свидетелства положителният знак на несъответствието между производителността на капитала и взаимодействищата си с цената на капитала фиктивна променлива *EURO*⁹⁴. В резултат с въвеждането на еврото различията в еластичността на инвестициите по отношение на основните икономически показатели изчезват. Ето защо след подписването на Маастрихтския договор в началото на 90-те години и с конкретизирането на перспективите пред ИПС не е изненадващо, че се наблюдава увеличаване приноса на капитала за растежа в по-слабо интегрираните преди това икономики. Всъщност в случая с Испания и Португалия притежаваните активи по държави са се увеличили значително в сравнение с ниските им равнища, а също и в случая с Гърция след средата на 90-те години. Инвестициите в тези държави наистина нарастват. Това доведе до бум при активите особено на пазара на жилища, който вероятно на някакъв етап ще отmine, тъй като се дължи главно на еднократни фактори, включително спадането на премиите за риск.

⁹⁴ Фиктивна променлива със стойност 0 преди 1999 г. и 1 след 1999 г.

8.4. ШОКЪТ, СВЪРЗАН С РИСКОВАТА ПРЕМИЯ

Обикновено разликата между инфлацията в еврозоната и в догонващите държави и еврозоната, е трайна и устойчива. Например в края на 80-те години равнището на инфлация в Гърция, Испания и Португалия бе съответно 14%, 7% и 13%, в сравнение с близо 4% в еврозоната (и Ирландия). Десет години по-късно равнището на инфлация се понижава до 1³/₄% в Ирландия, 2¹/₂% в Гърция и 2¹/₄% в Испания и Португалия, в сравнение с 1.1% в еврозоната. Ето защо, въпреки съществуването на разлика между средното равнище на инфлация в еврозоната и в групата от четири държави от еврозоната, като цяло днес инфлацията е много по-ниска в сравнение с 90-те години на миналия век.

Таблица 1.8.2:

Пояснение на съотношението инвестиционен/основен капитал

Независима променлива	Коефициент	t-статистика
Свободен член	-0.016	-5.2***
Приближение x (пределен капиталов продукт – капиталови издръжки)	0.120	7.4***
Приближение x (пределен капиталов продукт – капиталови издръжки) x EURO	0.014	5.0***
Приближение x лагова зависима променлива	0.494	7.6***
Приближение x отклонение от потенциала	0.040	2.4**
Други от ОИСП x (пределен капиталов продукт – капиталови издръжки)	0.138	10.6***
Други от ОИСП x EURO x (пределен капиталов продукт – капиталови издръжки)	-0.001	-0.9**
Други от ОИСП x лагова зависима променлива	0.641	19.2***
Други от ОИСП x отклонение от потенциала	0.061	5.3***
R ²	0.960	

Забележка: Оценки по метода на най-малките квадрати, 1988–2006 г., 16 държави от ОИСП.

Приближение: Испания, Гърция, Ирландия, Португалия, Други от ОИСП: ОИСП без Испания, Гърция, Ирландия, Португалия

EURO = фиктивна променлива, стойност 0 преди 1999 г. и стойност 1 след 1999 г.

С *** и ** е означена степента на значимост при равнище 1% и 5% съответно.

Източник: Европейска комисия.

Възможно е понижаването на инфлацията да е повлияло пряко върху растежа, но е по-вероятно преходът да се е осъществил главно чрез лихвените проценти.⁹⁵ В съответствие с маастрихтските критерии борбата с инфлацията през 90-те години доведе до трайно понижаване на номиналните и съответно на реалните лихвени проценти (виж глава 1.2). Всъщност спадът е от

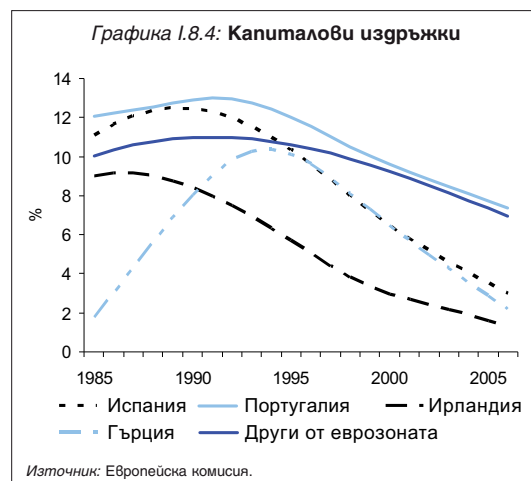
⁹⁵ Според проучване, проведено от *Briault (1995)*, и емпирично изследване на *Barro (1997)* след проверката на други фактори е установено, че няма доказателства за наличие на положителна зависимост между инфлацията и икономическия растеж.

изключително значение за държавите с високо равнище на инфлация.⁹⁶ Наред с намаляването на рисковата премия капиталовите разходи в четирите държави от еврозоната отбелязват рязко понижение и с изключение на Испания са под средното равнище за останалите държави от еврозоната (графика I.8.4).⁹⁷ Диахронен анализ като този на *Fagan & Gaspar (2007)* предвижда силна положителна реакция на първоначалното производство спрямо рисковата премия, последвана от бавно приспособяване към новото равновесие и съпроводена от спад на спестяванията на домакинствата като процент от БВП. Такаъв всъщност е опитът на повечето държави в ИПС и най-вече на догонващите икономики. Впоследствие равнището на частното потребление трайно се повишава. Тези ефекти са още по-големи в държавите, в които понижаването на лихвените проценти е съпроводено от съществено либерализиране на финансовите пазари, както е случаят с Испания, където условията за отпускане на кредити са смекчени, а пазарните лихвени проценти чувствително намалени до безпрецедентни за най-новата икономическа история на страната равнища.⁹⁸

⁹⁶ Например в Испания до 1998 г. реалните лихвени проценти се понижават с почти 600 б.т., а след 1999 г. с още 260 б.т. По подобен начин в Ирландия реалните лихвени проценти се понижават с 460 б.т. през 90-те години и с още 100 б.т. към настоящия момент. Макар и с малко забавяне реалните лихвени проценти в Гърция също намаляват с над 800 б.т. в периода 1998–2006 г.

⁹⁷ Действителните капиталови разходи се определят като сбор на реалните лихвени проценти (номинални дългосрочни лихвени проценти минус инфлацията на цената на инвестициите) и амортизацията, умножена по съотношението между цената на инвестициите и дефлатора на БВП. Това е стандартен измерител за разходите по капиталова амортизация, изчислени за единица произведен продукт, използван при инвестиционни регресии.

⁹⁸ Интересен е фактът, че в Италия, която също отбелязва значително понижаване на рисковата премия след 1989 г. (с около 500 б.т.), спадът при пазарните лихвени проценти е още по-голям.



Според *European Commission (2006a)* и *Martinez-Mongay, Maza & Yaniz (2007)* породените от намаляването на рисковите премии шокове от страна на търсенето се превърнаха вследствие повишаването на цените в сектора на нетъргуемите стоки в допълнителен стимул. Пазарът на жилища е особено засегнат: имот, струващ през 1995 г. 100 единици, би могъл да се продаде през 2006 г. за 300 в Испания, а в Ирландия за 500, в сравнение с 90, 220 и 180 единици съответно в Германия, Франция и Италия.⁹⁹ Това рязко покачване бе съпроводено от подем в строителството на жилищни сгради, което и в двете държави нарасна три пъти.¹⁰⁰ Бум се наблюдава и на пазарите на облигации. Испанският индекс *IBEX 35*, който през 1995 г. беше приблизително 3.500 пункта, отбеляза скок от близо 380% през 2006 г.¹⁰¹ Аналогично, ирландският индекс *ISEQ* се покачи с 400%. Тенденциите в индексите на фондовите борси сочат оживление на облигационните пазари в Гърция, където местният атински индекс се повиши от 100 през 1995 г. до 480 през 2006 г. За сравнение динамиката на индексите на трите най-големи държави в еврозоната е доста по-скромна (по 280% за немския *DAX 30* и френския *CAC 40* и 260% за италианския *MIB 30*). В съзвучие със забавянето на икономическата активност през по-го-

⁹⁹ За по-подробен преглед на пазара на жилища в Испания виж *Yaniz (2005)*.

¹⁰⁰ В резултат броят на построените в близкото минало жилища в Испания и Ирландия е по-голям от общия брой на жилищата, построени в Германия, Франция и Италия.

¹⁰¹ Виж www.bolsamadrid.es.

лямата част от периода на съществуване на ИПС съответният индекс в Португалия се повишава „само“ с 220%.

8.5. РОЛЯТА НА ПУБЛИЧНИТЕ ФИНАНСИ

След въвеждане на единната валута публичните финанси в Испания и в по-малка степен в Гърция вървят към консолидация (таблица I.8.3). През 1998 г. държавният дефицит в Испания е близо 3% от БВП, а десет години по-късно се превръща в излишък от над 1% от БВП. Междувременно бюджетният дефицит в Гърция намаля от 4% през 1998 г. до под 3% към настоящия момент, макар през 2004 г. да бе достигнал връх от 8% от БВП. За разлика от Испания и Гърция дефицитът в Португалия се запазва на устойчиво равнище от около 3% почти през целия период на съществуване на ИПС, макар че понастоящем намалява. В Ирландия, където в края на 80-те години фискалната консолидация вече беше започнала, се наблюдава известно свиване на бюджетния излишък. За сравнение размерът на публичния сектор, измерен като дял от общите разходи в БВП, в Гърция и Испания намалява (макар предимно в резултат от по-малкото лихвени плащания), в Португалия нараства, а в Ирландия остава непроменен.

Освен размерът на публичния сектор структурата на разходите и данъчните мерки също биха могли да допринасят за икономическия растеж. Инвестициите в знание, човешки капитал и материални активи оказват влияние върху растежа в дългосрочна перспектива, осигурявайки възможност фискалната политика да има своето място в процеса на догонване (*Barro, 1990; Barro & Sala-i-Martin, 1992 и 1995; Mendoza et al., 1997*). Някои данъци обаче биха могли да повлияят неблагоприятно, а именно данъците, засягащи решенията, свързани с човешкия капитал, знанието и материалните активи. Преките данъци и върху трудовите, и върху капиталовите доходи, както и други данъци, подобни на социалноосигурителните вноски, които попадат в данъчния клин върху трудовите доходи, се считат, за разлика от косвените данъци, за типичен пример на деформиращи данъци. Възможно е по-големите излишъци да се използват за финансиране ограничаването на деформиращите данъци и/или повишаването на един по-късен етап на продуктивните разходи.

Както е показано в таблица I.8.3., в Ирландия (през 90-те) и в Гърция (през десетте години от съществуването на ИПС) е осъществена фискална консолидация на разходната страна на бюджета, като бюджетните приходи като дял от БВП намаляха. В Испания фискална консолидация бе постигната както чрез ограничаване на разходите, така и чрез увеличаване на приходите. За сравнение (таблица I.8.3) относителното тегло на по-малко деформиращите данъци в общото данъчно бреме остава непроменено в Испания и Португалия в периода 1999–2008 г. В Ирландия обаче част от данъчната тежест се измества от подоходните към косвените данъци с по-малко деформиращ ефект, чийто дял се е увеличил от близо 40% през 1999 г. до около 41% през 2008 г. Обратно, увеличението на косвените данъци в Гърция е по-малко от това на общата данъчна тежест, водейки до по-деформиращи данъчни мерки.

Таблица I.8.3:
Фискална консолидация и размер на публичния сектор

	1989	1999	2008 ⁽³⁾
Бюджетно салдо ^{1, 2}			
Еврозона	-4.3	-1.4	-0.9
Ирландия	-2.6	2.6	-0.2
Гърция	-12.4	-3.2	-2.1
Испания	-3.5	-1.4	1.3
Португалия	-2.9	-2.7	-2.6
Приходи ²			
Еврозона	45.6 ⁽⁴⁾	46.7	45.3
Ирландия	35.8	36.6	36.3
Гърция	27	42.1	40
Испания	37.3	38.4	40
Португалия	31.4	40.5	42.8
Разходи ²			
Еврозона	50.6 ⁴	48.1	46.2
Ирландия	42.5	34	36.6
Гърция	41.4	45.2	42.1
Испания	36.8	39.9	38.7
Португалия	33.6	43.2	45.4

¹ Дефицит(-)/излишък(+).

² Като % от БВП.

³ Есенни прогнози 2007 г.

⁴ Данни от 1995 г.

Източник: Европейска комисия.

Междувременно в Ирландия, Гърция и Испания се наблюдава тенденция към нарастване дела на публичните инвестиции в общите разходи, като делът им в БВП също се увеличава, с изключение на този на Гърция. В случая с Португалия обаче публичните инвестиции намаляват, измерени като дял както от общите разходи, така и от БВП. Бюджетът на Общността също оказва въздействие върху тенденциите при публичните инвестиции чрез капиталови трансфери от регионални, социални и кохезионни фондове (таб-

лица I.8.4). Като цяло трансферите от структурните фондове на ЕС възлизат на 25% до 50% от публичните инвестиции, извършени в процеса на догонване след началото на 90-те години. Така чрез увеличаване на публичните инвестиции и в зависимост от начина на финансиране на свързаните с тези трансфери допълнителни национални средства е възможно трансферите от ЕС да са повлияли съществено върху растежа.

Таблица I.8.4:
Данъчни мерки, публични инвестиции и структурни фондове

	Косвени данъци ¹		Публични инвестиции ²		Структурни фондове	
	1999	2008 ²	1999	2008 ²	89–98 ⁴	99–05 ⁴
Еврозона	32.1	33	2.5	2.6	-	-
Ирландия	40.3	41	3.1	4.4	1.7	0.6
Гърция	39.1	37.3	3.2	3	2.3	1.7
Испания	33.5	32.9	3.3	4	0.7	1.1
Португалия	41	41.2	4.1	2.2	2.4	2.2

¹ В % от общите данъчни приходи.

² Есенни прогнози 2007 г.

³ В % от БВП.

⁴ В % от БВП, средногодишно за периода.

Източник: Европейска комисия.

Вследствие на фискалната консолидация и намаляването на лихвените проценти след 1999 г. равнищата на дълга като дял от БВП се понижават в повечето държави от еврозоната, сравнени с предишното десетилетие. Според *Chalk & Tanzi* (2002) дългът влияе на дългосрочния растеж по шест начина. Първо, големият публичен дълг оказва натиск върху лихвените проценти, което води до намаляване на частните инвестиции и следователно – на растежа. Второ, големият дълг води до нарастване на бюджетния дефицит в резултат от увеличените разходи за лихви, което в крайна сметка ще доведе до повишаване на данъците и намаляване на инвестициите и забавяне на растежа. Трето, ако общият коефициент на дълга не се променя, нарастването на публичния дълг измества това на частния, което води до намаляване на частния дълг и забавяне на растежа. Четвърто, преференциалното данъчно третиране на публичния дълг би довело до недостатъчно оптимално разпределение на инвестициите, което има неблагоприятен ефект върху растежа. Пето, задължителното придобиване на публичен дълг ще деформира функционирането на финансовите пазари, намалявайки растежа. Накрая, увеличаването на дълга може да се дължи на по-кратките срокове за погасяването му, което усложнява прилагането на паричната политика и би могло да доведе до неадекватно политическо взаимо-

действие. *Chalk & Tanzi* (2002) всъщност откриват факти в подкрепа на положителното взаимодействие между дълга и лихвените проценти, което би имало неблагоприятен ефект върху инвестициите и следователно – върху икономическия растеж.

През последното десетилетие съотношението *дълг/БВП* намалява значително в Ирландия, Гърция и Испания, а в Португалия нараства (таблица I.8.5). Отчетеният от тези три догонващи икономики спад е сред най-значителните в еврозоната. По-ниското равнище на дълга наред с намаляването на рисковата премия доведоха до ограничаване на лихвените плащания, което бе използвано по различен начин и за различни цели от отделните държави. В Ирландия намаляването на лихвените плащания (около 1½% от БВП) почти изцяло се дължи на нарасналите публични инвестиции, докато в Испания 1/4 от понижението в размер на 2% от БВП бе предназначено за финансиране на публичните инвестиции. В Гърция същественото понижение на лихвените плащания от около 4% от БВП бе спестено напълно. Обратно, нарастването на дълга, отчетено от Португалия, на практика компенсира потенциалния ефект от намаляването на рисковата премия по лихвените плащания, които се запазиха непроменени като дял от БВП.

Таблица I.8.5:
Публичен дълг и тежест на публичния дълг (% от БВП)

	Коефициенти на дълга			Лихвени плащания		
	1989	1999	2008	1989	1999	2008
Еврозона	55.4	71.8	65.2	4.7	4.1	2.9
Ирландия	99.2	48.0	26.9	7.7	2.4	0.9
Гърция	65.7	102.5	91.1	6.8	7.7	4.2
Испания	40.9	61.5	34.6	3.8	3.5	1.5
Португалия	53.6	51.4	64.7	5.7	3.0	2.9

Източник: Европейска комисия.

8.6. ИСПАНИЯ И ПОРТУГАЛИЯ В БЛИЗЪК ПЛАН

Въпреки че в началото на ИПС Португалия и Испания имаха много сходни институционални и икономически характеристики, икономиките на двете държави показаха поразително различни икономически резултати, като Испания отбеляза силен растеж, а Португалия – продължителен спад. Тъй като подобни различия в икономическите резултати може да бъдат отпадени на специфични за ИПС причини и/или на различия в провежданата политика, по-под-

робното разглеждане развитието и на двете икономики може да позволи да се извлекат интересни поуки за другите догонващи икономики от ЕС с оглед подготовката им за приемането на еврото.

8.6.1. Сходни, но отдалечаващи се

И двете държави се присъединиха към ЕС през 1986 г., няколко години по-късно влязоха във Валутен механизъм II (ВМ II) на Европейската парична система (ЕПС) и на 1 януари 1999 г. приеха еврото. От началото на 90-те години икономиките и на двете държави започнаха процес на силно намаляване на инфлацията и отчетоха рязък и значителен спад на премиите за риск. Още от края на 80-те или началото на 90-те години в съответствие с общите световни дългосрочни тенденции финансовите пазари на Испания и Португалия претърпяха бърза и ефективна интеграция към международните пазари, съчетана с решителна вътрешна либерализация, което значително облекчи финансовите условия. Освен това икономиките и на двете държави осъществиха силна финансова консолидация, така че да могат до 1998 г. да изпълнят фискалните критерии от Маастрихт.

До началото на третото хилядолетие и двете държави се представяха по-добре от партньорите си в ЕС, като Португалия дори превъзхождаше Испания. В периода между края на 80-те и края на 90-те години БВП на Португалия бе достигнал средногодишен растеж от 3³/₄% в сравнение с около 3¹/₂% за Испания. От друга страна, Испания бе постигнала по-висок прираст в създаването на работни места в сравнение с Португалия. От тогава относителните икономически резултати на двете държави се промениха радикално. Растежът на Португалия е само 1¹/₂% в сравнение с 3³/₄% за Испания. Прирастът на заетостта също е много по-висок в Испания (3¹/₂%), отколкото в Португалия (3⁴/₄%). В резултат на това в Испания безработицата спадна под 8%, докато в Португалия тя се повиши със същия процент, тръгвайки от по-ниско равнище.

И в двете държави производството реагира силно на спадането на премиите за риск в условията на интеграция и либерализация на финансо-

вите пазари (Fagan & Gaspar, 2007). Насочеността на корекциите бе определена в голяма степен от тези в частния сектор, особено при домакинствата. През 90-те години спестяванията на домакинствата като дял от БВП спаднаха както в Испания, така и в Португалия, което дълготрайно увеличи потреблението. Ето защо растежът и в двете държави се дължеше на вътрешното търсене. Финансовата интеграция и вътрешната либерализация понижиха цената на капитала и в резултат на това инвестициите изиграха важна роля за постигането на устойчиво вътрешно търсене при особено активно развиващ се строителен сектор, по-специално инвестиции в жилищни имоти.

Въпреки че прирастът на кредитите и в двете държави бе от един и същи порядък, в Португалия увеличението бе значително по-бързо, достигайки 30% в края на 90-те години в сравнение с максимум от 20% в Испания. Освен това в Португалия голямата част от тези кредити финансираха разходите на домакинствата (включително за жилищни имоти), докато в Испания кредитният растеж бе споделен почти поравно между домакинствата и предприятията. Както може да се предположи, вътрешната експанзия доведе до влошаване на текущата сметка на платежния баланс и в двете държави, но при Португалия това се случи много по-бързо, като външният ѝ дефицит беше около 10% от БВП още в края на 90-те години, докато в Испания той се запази на близо половината от това ниво. Спадналият обем на паричните преводи на португалски граждани, работещи в чужбина, и нарастването на обслужването на външния дълг също са причини за влошаването на външната сметка на Португалия. От 1999 г. до 2006 г. кредитният растеж в Испания се ускори до 30% на годишна база при същевременно продължаващо влошаване на текущата сметка, достигнала почти 10% от БВП поради съчетанието на динамично вътрешно търсене и влошаваща се конкурентоспособност. За разлика от Испания кредитният растеж в Португалия спадна до под 10%, като въпреки продължителния икономически спад текущата ѝ сметка остана на ниво от около 10% от БВП.

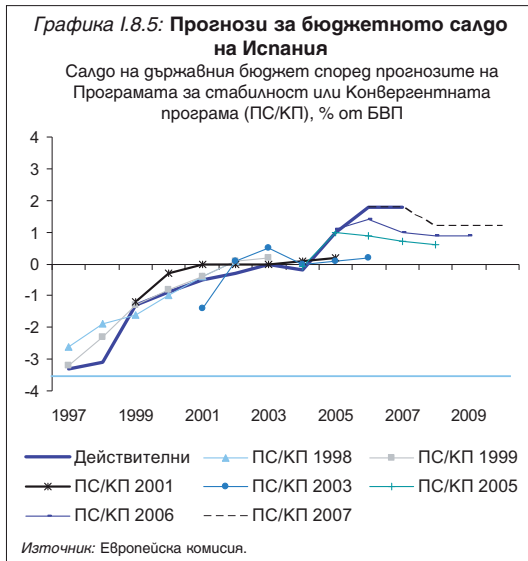
8.6.2. Някои възможни обяснения

Тази разлика в икономическите резултати може да бъде обяснена с множество фактори, а именно: а) валутните курсове спрямо еврото при влизането в ИПС, б) бюджетната политика и институции, в) функционирането на трудовия и стокния пазар, и г) корекциите в някои ключови сектори.

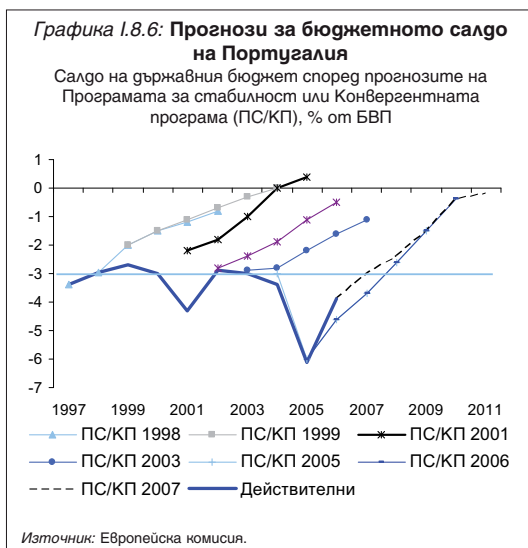
Валутните курсове на унаследените валути бяха неотменимо фиксирани спрямо еврото въз основа на пазарния обменен курс в последния за 1998 г. ден на търговия. Предвид аналогията в стопанската история на Испания и Португалия тук е интересно да се направи сравнение на съответните им валутни курсове спрямо еврото. До началото на 90-те години 128 испански песети бяха еквивалентни на 1 евро. Паритетният курс беше фиксиран на около 166 песети за едно евро, което представлява обезценяване с около 30%. Интересно е да се отбележи, че в преобладаващата си част това стана за по-малко от година, между 1992 г. и средата на 1993 г. Паритетният курс на португалското ескудо бе фиксиран на около 200, което при съпоставяне с номиналния обменен курс от 179 ескудо за евро, преобладавал през 1991 г., представлява обезценяване с около 12%. Също така поради бързото нарастване на заплатите реалният ефективен обменен курс (РЕОК) в Португалия през 90-те години се повиши с около 15%. За разлика от Португалия до средата на 90-те години в Испания РЕОК се понижи със същия размер. От тогава и двете държави отчитат сходна по размер загуба на конкурентоспособност. Понастоящем РЕОК на Испания обаче е точно на равнището, отчетено в началото на 90-те години, докато за Португалия то е с над 20% по-високо. Това означава, че двете държави са били изложени на твърде различни първоначални шокове от страна на обменния курс, свързани с влизането им в еврозоната. Въпреки че това само по себе си не е задоволително обяснение (не на последно място тъй като с приемането на еврото относителната позиция по текущата сметка на Испания вместо да се подобри, се влоши), то наистина означава, че при влизането им в еврозоната двете държави фактически са се изправили пред различни изходни условия в сферата на външната търговия.

Както Испания, така и Португалия през 90-те години предприеха фискална консолидация. До 1993 г. бюджетният дефицит на Португалия възлизаше на около 7½% от БВП, което бе с един процентен пункт над този на Испания. До 1998 г. и двете държави бяха намалили дефицитите си до около 3% от БВП. Фискалната консолидация в Испания обаче продължаваше, като през 2007 г. държавният бюджет отчете излишък от 2% от БВП, докато бюджетната позиция на Португалия се влоши, достигайки през 2005 г. най-високия дефицит на държавния бюджет от 6%. Измерена чрез промените в първичното салдо, коригирано с отчитане на икономическата цикличност, без да се включват еднократни мерки, позицията по фискалната политика на Португалия между 1998 г. и 2001 г. беше проциклична, докато в Испания бе като цяло неутрална. Устойчивата и внушаваща доверие фискална консолидация в Испания създаде условия частният сектор да ползва кредити, без да натоварва прекомерно текущата сметка на платежния баланс. За разлика от Испания фискалното разточителство в Португалия доведе до системно нарастване на публичния дълг, притискайки по този начин корпоративния сектор.

Това различно поведение по отношение на бюджетната политика е отражение на неспособността да се подобри фискалното управление в Португалия, докато в Испания още от средата на 90-те години се извършиха значителни промени в бюджетната процедура и бяха създадени подходящи фискални институции, които да се справят с проблемите на дефицита и с безрезултатното проциклично поведение. Това намира израз в разликите при средносрочното планиране на бюджета. Като се съди по поредицата от актуализации на програмите за стабилност, средносрочните бюджетни планове в Португалия остават една отместваща се цел, докато тези в Испания системно се изпълняват и дори преизпълняват (графики 1.8.5 и 1.8.6). Освен това Португалия често прибегва до еднократни мерки, достигащи в някои години до 2% от БВП, така че да може да се поддържа дефицитът под референтната стойност от 3% от БВП, докато в Испания еднократните мерки са незначителни по размер.



Според оценката на *European Commission* (2006с) Испания е постигнала по-сериозен напредък от Португалия при управлението на бюджета, включително по отношение на поеманите отговорности и правомощията на министъра на финансите и на въвеждането на правила за бюджетната процедура и контрол. Независимо че понастоящем Португалия предприема стъпки за контрол върху разходите и за подобряване на дългосрочната устойчивост на публичните финанси, бюджетната процедура там все още се нуждае от реформи за увеличаване прозрачността на правилата и по-ефективното им прилагане, както и за засилване ролята на министъра на финансите.



Експанзионистичният характер на фискалната политика в Португалия вероятно допълнително е спомогнал за първоначалното оживление и освен това е ускорил последвалия спад чрез насърчаване на резките циклични колебания. Дори това да е така, симулационните модели на Гаспар и Обин (*Gaspar & St. Aubyn, 2008*) сочат, че грешките във фискалната политика обясняват само малка част от различията между двете държави по отношение на икономическите им резултати в ИПС. Независимо че едно такова моделиране не може напълно да отчете негативното влияние на големите дефицити върху очакванията, резултатите налагат необходимостта от вземането предвид и на други фактори.

Както се вижда по-горе при данните за растежа, най-очевидната разлика между Испания и Португалия е в приноса на труда за растежа. Действително приносът на съвкупната факторна производителност (СФП) за потенциалния растеж е незначителен и в двете държави през десетте години участие в ИПС и, сравнявайки с предходното десетилетие, приносът на капитала е нараснал само с $\frac{1}{4}$ процентни пункта в Испания и е спаднал със същия размер в Португалия. Трудът обаче е допринесъл с 2 процентни пункта в Испания, но само с $\frac{3}{4}$ процентни пункта в Португалия, обяснявайки по този начин в голяма степен разликата в растежа на двете държави. Приносът на труда за растежа на Испания се дължи почти в същата степен на нарастващия брой на населението в трудоспособна възраст, на по-голямото участие на трудовия пазар и по-ниската безработица, докато в Португалия безработицата има отрицателен принос за растежа, а броят на населението в трудоспособна възраст не се е увеличил съществено. Докато по-активното участие на пазара на труда в Испания се дължи предимно на социално-демографски фактори, най-вече на масовото навлизане на жените на пазара на труда и на нарастването на населението в трудоспособна възраст, отразяващо главно масовата имиграция, то спадът на безработицата вероятно е следствие от прилаганата политика. По-конкретно, както бе коментирано и по-горе, равнището на безработица в Испания спадна благодарение на поредица от реформи на пазара на труда, проведени след края на 80-те години. Съгласно синтетичните показатели на ОИСР за строгост на трудовото законода-

телство при защита правата на наетите в Испания реформите в тази област са много по-задълбочени, отколкото в Португалия, особено при сключването на временни трудови договори (виж *Scarpetta, 2007*), независимо от догонването от страна на Португалия през последните години. Това влиза в равносметката на Португалия, която има една от най-ограничителните правни рамки на продуктовите пазари в ОИСР, където тя също се представя доста по-слабо от Испания (виж *Scarpetta, 2007*). Комбинацията от по-гъвкаво трудово законодателство и натиск на голямото предлагане на работна ръка изглежда лежи в основата на безпрецедентното задържане равнището на заплащане, отчетено в Испания в началото на новото хилядолетие, където като цяло в реално изражение заплащането изостава от слабия растеж на производителността на труда. За разлика от Испания реалното заплащане на единица произведена продукция в Португалия изпревари средното равнище за еврозоната. Незадоволителният подход по отношение на заплатите частично обяснява по-бързото влошаване на конкурентоспособността на Португалия.

И накрая, за да се разберат различията между Испания и Португалия, биха могли да помогнат и други структурни фактори като мащаб и структура на икономическата специализация. Първо, поради това, че португалската икономика е по-малка и по-отворена от испанската, в началото на това десетилетие тя бе повече изложена на по-неблагоприятни външни шокове. Второ, структурата на специализация на португалската икономика все още се основаваше в голяма степен на отрасли, базирани на нискоквалифициран труд, като текстил, производство на обувки и дрехи, които са съсредоточени в северните райони на страната. Тези отрасли е трябвало да претърпят значително реструктуриране след интегрирането в световната търговска система на големи държави с ниско ниво на заплащане на труда (например Китай и Индия) – процес, свързан със значителни разходи за корекции на пазара на труда и вероятно макроикономическите въздействия не са били за пренебрегване. Действително през последното десетилетие Северна Португалия определено е регионът с най-лоши икономически показатели в страната както по отношение продукцията на глава от населението, така и във връзка с динамиката на без-

работицата. Такъв (неизбежен) процес на корекции от подобен мащаб не е наблюдаван в Испания. По-късно обаче секторът на жилищното строителство в Испания започна да се свива и предстои да се види доколко в среда на финансови трусове и нарастващи цени на основните стоки икономиката ще абсорбира гладко този шок.

8.7. ЗАКЛЮЧИТЕЛНИ БЕЛЕЖКИ

Годините на участие в ИПС могат да се характеризират като показващи типичен модел на сближаване, при който догонването като явление е специално насочено към по-интензивно използване на факторите на производството – труд и капитал. И четирите държави от ИПС, които са в процес на догонване, (почти) от самото начало отчитат принос на труда и капитала за потенциалния растеж, който е равен или по-голям от средния в другите държави от еврозоната. Независимо че в Испания и Португалия този модел на растеж беше съпроводен с относително разочароващи резултати за съвкупната факторна производителност (СФП) на труда, постигнатото в Ирландия и в по-малка степен в Гърция показва, че нарастването на ефективността може също да бъде част от трайна тенденция към сближаване.

В конкретния случай с Испания големият принос на труда се обяснява отчасти с намаляването на структурната безработица благодарение на поредицата от реформи на пазара на труда през 90-те години. При Ирландия силно повишение на производителността бе постигнато чрез технологично обновление, реализирано посредством навлизането в страната на големи потоци от преки чуждестранни инвестиции (ПЧИ), както и чрез интензивни инвестиции в човешкия капитал. Гърция също успя да постигне висок прираст на производителността на труда в годините на участие в ИПС. Изгодите от ИПС по отношение на догонването бяха засилени от кохезионната политика на ЕС. Структурните и Кохезионният фонд допринесоха за сближаването на четирите догонващи държави чрез поддържане на инвестициите в публичния сектор на равнище, благоприятстващо факторите, които съдействат за по-висок растеж, спомогайки по този начин за структурните корекции в рамките на ИПС. Голямото разочарова-

ние на групата несъмнено беше подчертаното влошаване на икономическите показатели на Португалия, особено през последното десетилетие, като темповете на потенциалния растеж сега показват по-скоро раздалечаване, отколкото сближаване по отношение на жизнения стандарт в останалата част от еврозоната.

Един от преките начини, по които паричният съюз може да допринесе за икономическото сближаване, е чрез интегриране на финансовите пазари и премахване на премията за валутен риск. Борбата срещу инфлацията през 90-те години доведе до доста по-ниски и по стабилни инфлационни очаквания в много държави с традиционно висока инфлация, а впоследствие – и до сериозно намаляване на номиналните лихвени проценти и до съпровождащото го спадане на реалните лихвени проценти. Успоредно с това в групата на догонващите държави цената на капитала спадна под нивата, наблюдавани в останалата част на еврозоната. Тази комбинация от ниски реални лихвени проценти и облекчени условия за кредитиране пряко подхрани вътрешните пазари на активи, което се проявява в оживлението на пазара на жилищни имоти и на ценни книжа най-вече в Ирландия и Испания.

Друга благоприятстваща особеност на ИПС без съмнение бяха сериозните стимули за фискална консолидация и промените в структурата на бюджета (т.е. преминаването към недеформирани данъци и към продуктивни разходи) в подготвителната фаза. Равнищата на дълга като дял от БВП отбелязаха значителен спад в Ирландия, Гърция и Испания, което съществено понижи за тях бремето на лихвените плащания. В Португалия обаче равнището на задлъжнялост нараства, неутрализирайки възможния ефект от спадането на рисковите премии, при което общите лихвени плащания като дял от БВП останаха през периода в общи линии сравнително постоянни.

Като цяло подробното разглеждане на тенденциите в Испания и Португалия потвърждава, че провеждането на правилна икономическа политика е от решаващо значение за успеха на процеса на догонване. Сполучливата фискална консолидация, поддържана от стабилни финансови институции и постоянно усъвършенстване на правната рамка по отношение на трудовите и продуктовете пазари в Испания, рязко контрастира с процикличната политика, високото равнище на дефицита и несъвършеното законодателство в Португалия.

9. ТЕНДЕНЦИИ В МЕЖДУНАРОДНАТА РОЛЯ НА ЕВРОТО

9.1. ВЪВЕДЕНИЕ

От самото начало въвеждането на ИПС предизвика оживени спорове относно възможностите на еврото да постави под съмнение ролята на щатския долар като световна валута. Имаше общо съгласие, че еврото ще се приеме добре на международно ниво, но че може само постепенно да се наложи като международна валута и няма да съперничи на доминиращата позиция на щатския долар. Тези, които твърдяха, че доминиращата роля на долара няма да отслабне или че еврото в най-добрия случай ще стане значима регионална валута, между другото наблягаха на размерите и мощта на икономиката на САЩ, на техните всеобхватни, дълбоки и ликвидни финансови пазари и на монополните предимства на долара, произтичащи от наличието на мрежови вторични ефекти, чрез които една стока или услуга става по-ценна, тъй като повече хора я ползват (*Frankel*, 1995). За разлика от тях други предсказваха, че еврото в крайна сметка ще се превърне в международна валута, чиято значимост и използване ще бъдат съизмерими с тези на щатския долар (например *Bergsten*, 1997, и *Alogoskoufis & Portes*, 1997). Тези предсказания се основаваха на фактори като относителния мащаб на икономиката на еврозоната и големите ѝ търговски връзки по света, както и на убеждението, че ИПС ще стимулира интеграцията, растежа и развитието на финансовите пазари на еврозоната, като същевременно осигурява парична стабилност. Някои също така твърдяха, че еврозоната ще поддържа много по-стабилна външна позиция от САЩ и посочваха необходимостта и възможностите за диверсификация на портфейлите.

На този фон настоящата глава прави преглед на нарастващото използване на еврото извън границите на еврозоната. Тя навлиза в някои подробности относно тенденциите в използването на еврото на международно ниво след въвеждането му през 1999 г. първо според функциите и след това според региона. Изложението подкрепя становището, че еврото зае бързо мястото на втора по значимост международна валута и продължава да укрепва своите позиции. Популярността на еврото се простира върху преобладаващата част от различните функции, които една световна валута може да изпълнява при използването ѝ от участниците от частния сектор и от официалните институции. Еврото се използ-

зва широко например на международните дългови пазари и ролята му като валута за фактуриране и като резервна валута постепенно нараства. Десет години след въвеждането му обаче интернационализацията на еврото има силно изразен регионален и институционален характер, като с изключение на някои функции (по-специално използването му като международна валута за финансиране) международното използване на еврото е съсредоточено в съседни на еврозоната държави, в други държави със специални икономически и политически връзки с ЕС и при сделки, пряко ангажиращи икономически агенти от еврозоната. Щатският долар остава водещата международна валута в много области, донякъде поради инерцията, предразполагаща към него като вече наложила се международна валута, чиято доминираща роля обаче намалява.

9.2. ТЕНДЕНЦИИ В МЕЖДУНАРОДНОТО ИЗПОЛЗВАНЕ НА ЕВРОТО СПОРЕД НЕГОВИТЕ ФУНКЦИИ

Международна валута по дефиниция е тази, която се използва като разчетна единица, разменна единица или като средство за запазване на стойността извън собствената ѝ държава. Таблица I.9.1 представя проста разбивка на отделните функции на една международна валута според *Kenen* (1983), като прави разграничение между използването ѝ от частния и от публичния сектор. На практика съществува пряка взаимовръзка между различните функции на една международна валута. Въпреки това от разбивката може да се изведе заключението, че успоредно с официалното използване на еврото в чужбина е полезно да се разграничава и използването му на международните финансови пазари, на валутните пазари, в търговията и като паралелна валута.¹⁰²

9.2.1. Пазари на международни дългови ценни книжа

Еврото бързо утвърди ролята си като средство за съхранение на стойността на международните финансови пазари и на него вече се пада значителен дял от общия размер непогасени както

¹⁰² Тази глава се основава отчасти на данни и резултати от годишните прегледи на ЕЦБ за международната роля на еврото.

Таблица 1.9.1:

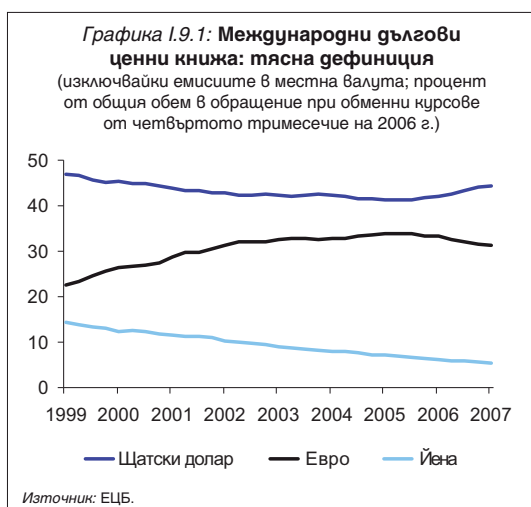
Функции на международните валути

Функция	Частен сектор	Публичен сектор
Разчетна единица	Фактуриране в международната търговия; котировки на международни основни стоки, цени; деноминирани на международни финансови трансакции; паралелна валута	Валутна котва или резервна валута при определени валутни режими
Средство за размяна	Валутен инструмент на международните валутни пазари; сепълмент на международни финансови трансакции; паралелна валута	Официални интервенции на валутните пазари; официални финансови потоци
Средство за съхранение на стойността	Притежание на международни финансови активи; паралелна валута	Резервна чуждестранна валута

Източник: Европейска комисия.

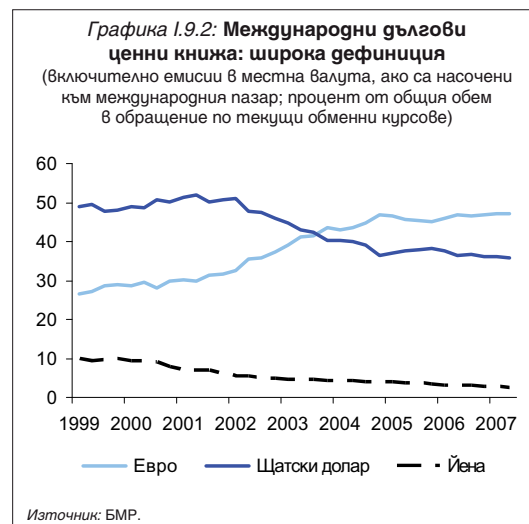
дългосрочни (облигации), така и краткосрочни (инструменти на паричния пазар) международни дългови ценни книжа. В сравнение с общия дял, заеман от унаследените от еврото валути, то осезаемо спечели на този пазарен сегмент след въвеждането на ИПС, което отразява възможностите, създадени от по-интегрираните, по-дълбоки и по-ликвидни капиталови пазари в еврозоната, както и от съображенията за диверсификация на портфейлите.

При прилагането на тясна концепция за международно емитиране, която включва единствено емитиране във валута, различна от валутата на страната, на която кредитополучателят е резидент, дялът на еврото в общия размер международни дългови ценни книжа нарасна от около 22% в началото на 1999 г. на 32% в края на 2006 г., което все още е под дела от 44% на щатския долар (виж графика 1.9.1).¹⁰³



При прилагане на широк измерител обаче, което включва емитиране в местна валута, при положение че е насочено към международния финансов пазар, сумата на деноминирани в евро международни дългови ценни книжа в обращение през 2004 г.¹⁰⁴ фактически надвишава тази на деноминирани в щатски долари.

От тогава разминаването между дяловете на еврото и долара продължава да нараства, като през юни 2007 г. на еврото се падат 48% от световните международни дългови ценни книжа, в сравнение с 36% на долара (виж графика 1.9.2).



цел отстраняване на ефектите от преценка вследствие изменението на обменния курс. Данните от пазарните обменни курсове обаче най-общо показват същата тенденция.

¹⁰⁴ За коментари относно прилагането на алтернативни дефиниции за международно емитиране на дългови ценни книжа виж *ECB* (2007d), *Box* 1, с. 13–14.

¹⁰³ Споменатите тук данни са измерени при постоянни (четвърто тримесечие на 2006 г.) обменни курсове с

9.2.2. Международни пазари на кредити и депозити

От 1999 г. дяловете на основните валути при международните кредити и депозити са доста стабилни, но еврото се проявява различно по отношение на различните сегменти. При презграничните трансакции, деноминирани във валута, която не е местна нито за кредитополучателя, нито за кредитора, дялът на еврото в края на 2006 г. възлизаше на около 18% както при пазара на международни кредити, така и при този на международни депозити. За разлика от този сегмент в случаите, когато един от контрагентите по един кредит или депозит е разположен в еврозоната, еврото се представя добре. Например от 1999 г. насам еврото е втора валута, в която се деноминират кредити от банки в еврозоната за небанкови кредитополучатели извън еврозоната, с дял от 36% до края на 2006 г. (в сравнение с 45% за щатския долар). Повечето от тези заеми са отпуснати на кредитополучатели от развитите държави, намиращи се главно в Обединеното кралство.

Еврото е главната валута на деноминация на заеми, отпуснати от банки в еврозоната за небанкови кредитополучатели от развиващите се и възникващите икономики от Европа, Африка и Близкия изток, както и от Азия и района на Тихия океан. По-конкретно, развиващите се икономики от Европа играят все по-голяма роля при привличането на заеми, деноминирани в евро, утвърждавайки все по-съществената роля на еврото в съседните държави.

9.2.3. Валутни пазари

Най-активно търгуването на валутните пазари валути са тези, които се използват като валутни инструменти, т.е. като средство за размяна на една сравнително ликвидна валута срещу друга. Двустранната търговия на неликвидни валути често е свързана с високи разходи по трансакцията и е по-ефективно да се премине през валута с ниски разходи по трансакцията като средство за размяна. При функцията му на валутен инструмент монополните предимства на долара са особено силно изразени и поради това той е с най-висок оборот на валутните пазари.

Според последния Тригодишен обзор на Банката за международни разплащания (БМР), публикуван в края на 2007 г., валутната структура на оборота на традиционните валутни пазари се е променила съвсем малко през последните три години. На валутните пазари по света еврото е било втората най-активно търгувана валута след щатския долар и пред японската йена и британската лира (виж таблица I.9.2). Еврото е участвало като една от страните при 37% от всички валутни сделки, което представлява стабилизиране в сравнение с 2004 г. и лек спад от около половин процентен пункт по отношение на обзорните данни за 2001 г. Дяловете на другите две основни валути – щатския долар и японската йена – продължиха да спадат в сравнение с 2004 г. и 2001 г. главно поради ефектите от преоценка.

На световните пазари еврото продължи да се търгува предимно спрямо щатския долар. Валутната двойка *евро/щатски долар* представляваше 74% от валутните обороти, в които еврото участваше. Валутната двойка *евро/щатски долар* също така се запази като най-активно търгуваната двойка валути, на която се падат 27% от световния оборот. Общият пазарен дял на други валутни двойки, които включват еврото, се запази малък (около 10% от световния оборот, в сравнение с над 60% за щатския долар), което говори за ограничената роля на еврото като валутен инструмент на световните валутни пазари. Тригодишният обзор на БМР от 2007 г. като цяло потвърждава, че щатският долар остава главната международна валута на традиционните валутни пазари, но при спадане на доминиращата му роля от 2001 г. насам.

Таблица I.9.2.

Валутна структура на оборота на валутните пазари (процентни дялове от среднодневния оборот през април)¹

Валута	Щатски долар	Евро ²	Японска йена	Британска лира
1992	82.0	39.6	23.4	13.6
1995	83.3	36.1	24.1	9.4
1998	87.3	30.1	20.2	11.0
2001	90.3	37.6	22.7	13.2
2004	88.7	37.2	20.3	16.9
2007	86.3	37.0	16.5	15.0

¹ Тъй като във всяка сделка участват две валути, сумата от процентните дялове възлиза на 200% вместо на 100%.

² Преди 1999 г. се отнася за германската марка.

Източник: BIS Triennial Central Bank Survey 2007.

На пазара на извънборсови валутни деривати 14% от отчетения оборот е извършен чрез деноминирани в евро договори в сравнение с 80% в щатски долари. Еврот обаче е водещата валута в лихвения сегмент от пазара на извънборсови деривати. На единната валута се падат 39% от световния среднодневен оборот в сравнение с 32% за щатския долар.

9.2.4. Международна търговия

Следствие от значимостта на еврозоната в световната търговия е широкото използване на еврото при фактуриране и разплащане при международни търговски сделки между еврозоната и трети държави, а в някои случаи – и между трети държави.

Ролята на еврото като валута за фактуриране или разплащане в търговията на държавите от еврозоната нарасна особено много след 2000 г. (ECB, 2007d). През периода от средата на 2005 г. до края на 2006 г. използването на еврото при износа на стоки в рамките на еврозоната достигна ниво на насищане, а при вноса на стоки спадна. Това обаче отчасти отразява повишението на цените на енергията и основните стоки, които традиционно се котира в щатски долари. Размерът на фактурираните в евро внос и износ на услуги, които не са засегнати от нарастването на цените на основните стоки, продължи да следва възходяща тенденция.

Таблица 1.9.3.

Дял от фактурирането/разплащането в международната търговия¹

	Износ на стоки		Внос на стоки	
	евро	щ.г.	евро	щ.г.
Държави от еврозоната ²				
Търговия извън еврозоната	56.7	31.5	50.7	40.2
Търговия извън ЕС	49.7	44.0	35.2	55.7
Държави от ЕС извън еврозоната ³				
Държави – кандидати за ЕС ⁴	61.1	34.3	63.3	33.3
Африка ⁵	23.3	75.5	52.9	n.a
Азия ⁶	5.3	80.1	5.2	76.4
Северна Америка				
Канада	n.a	70.0	n.a	n.a
САЩ	n.a	n.a	2.0	90.3

¹ Проста средна от дяловете на държавите от групата. Данни за последната разполагаема година, главно за периода 2003–2006 г.

² Без Австрия, Финландия и Ирландия.

³ итър, Чешката република, Дания, Естония, Унгария, Латвия, Литва, Полша, Словакия, Словения, Обединеното кралство.

⁴ България, Хърватия, Румъния, Турция.

⁵ Алжир, Мароко, Южна Африка, Тунис.

⁶ Индонезия, Япония, Южна Корея, Малайзия, Тайланд.

Източници: ECB (2007d) и Kamps (2006).

При повечето държави от еврозоната, за които има налични данни, дялът на деноминирания в евро износ на стоки възлизаше на над 55% (виж таблица 1.9.3), като в някои случаи (Германия, Люксембург, Испания) надвишава 60%. Подобни високи дялове в евро с някои изключения се наблюдават и при износа на услуги. При вноса (както на стоки, така и на услуги) дяловете варират от 35% до 55% (ECB, 2007d). Дялът на еврото в търговията на еврозоната с държави извън ЕС е малко по-нисък от дела му в търговията с държави от ЕС извън еврозоната, но той все пак е доминиращ (около 50% при износа и 35% при вноса). Различието в дела на валутите за деноминиране на износа и вноса с държави извън ЕС се обяснява отчасти с преобладаващото използване на щатския долар при вноса на енергия и суровини.

Щатският долар остава главната валута за деноминиране на *търговията между трети страни*, докато еврото едва започва да се проявява в тази роля. Действително използването на еврото в международната търговия между трети държави е ограничено, освен употребата му в държави с институционални връзки с ЕС. Еврот обаче е водещата валута при фактурирането и разплащането в държавите от ЕС извън еврозоната, както и при държавите – кандидати за членство в ЕС, с дялове, надвишаващи дяловете на търговията на тези държави с еврозоната (ECB, 2007d). Това отново говори за силно изразените регионални и институционални характеристики на международното използване на еврото.

Влиянието на еврото на *международните пазари на основни стоки* до сега е много ограничено. Щатският долар е утвърдената стандартна валута за котиране, фактуриране и разплащане при търговия с петрол и други важни основни стоки. Това отразява не само традицията и инерцията, но, както се подчертава от теориите за търговското фактуриране, и предимствата от ползването на един паричен измерител за котировките на еднородни стоки като петрола и другите главни основни стоки.¹⁰⁵ Независимо че производители на петрол и други основни стоки от време на време обявяват намеренията си

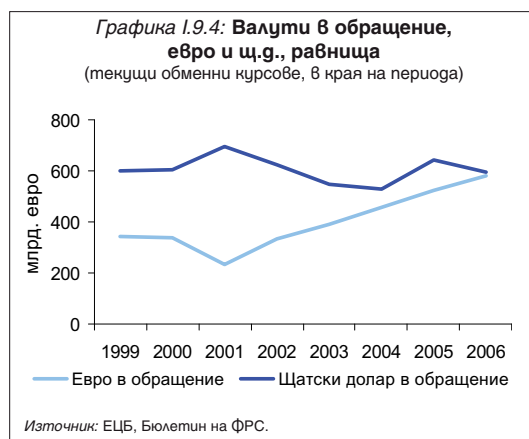
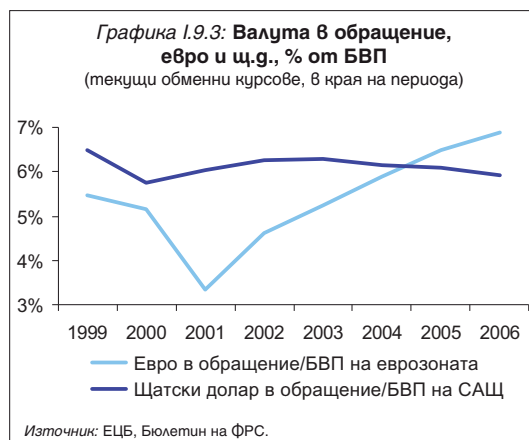
¹⁰⁵ Виж например McKinnon (1979) и Goldberg & Tille (2005).

да деноминират стоките си в други валути¹⁰⁶, споменатите фактори поддържат запазването на статуквото, т.е. преобладаващото използване на долара като паричен измерител на основните стоки. Още повече че (с малки изключения) ЕС не е голям производител на суровинни стоки. Независимо от това някои автори съзират известна възможност за повишаване ролята на еврото при котиране цените на газа предвид по-сегментираното регионално естество на този пазар, значението на ЕС като потребител на газ от Русия и Северна Африка и усилията на ЕС за създаване на интегриран регионален газов пазар (Papaioannou & Portes, 2008).

9.2.5. Паралелна валута в трети държави

Жителите на няколко държави с възникващи, в преход и развиващи се икономики държат част от местните си финансови активи в деноминирани в чуждестранни валути активи, като пари в брой и банкови депозити.

Поради стабилността и широкия прием на единната валута евробанкнотите са в обращение в голям брой държави извън еврозоната и особено в съседни държави. От 2002 г. насам съотношението между евробанкноти в обращение и номиналния БВП на еврозоната следва непрекъснатата възходяща тенденция и вече надвишава аналогичното съотношение за САЩ (виж графика I.9.3). Фактически през 2006 г. стойността на евробанкнотите в обращение почти изпревари тази на доларовите банкноти (графика I.9.4).



Независимо от това оценките сочат, че делът на общата сума налични пари в обращение в чужбина е по-нисък за еврото, отколкото за долара. Въпреки че е трудно да се измери точно сумата банкноти щатски долари в обращение в чужбина, тя се оценява на около 450 млрд.щ.д. при оценка за стойността на евробанкнотите, притежавани от нерезиденти, на около 100 млрд. евро (ECB, 2007d). Както бе отбелязано от ЕЦБ, тези оценки предполагат много по-голям обем налични пари на глава от населението, притежавани от резиденти на еврозоната (1600 щ.д.), отколкото от резиденти на САЩ (870 щ.д.), което е отражение на факта, че като платежно средство и средство за съхранение на стойността банкнотите са по-важни в еврозоната, отколкото в САЩ.¹⁰⁷

¹⁰⁶ Налице е тенденция това да се случва най-вече през периоди на слабост на долара. В края на 2007 г. например обезценяването на долара накара някои производители от ОПЕК да обмислят котиране на петрола в други валути. Виж *Financial Times* (19 ноември 2007 г.).

¹⁰⁷ Голямото очаквано несъответствие между притежаваните на глава от населението пари в брой може обаче също да отразява подценяване на намиращото се в обращение в чужбина евро в наличност.

Еврото също така се използва широко като валута за деноминиране на местни банкови депозити в някои държави извън еврозоната, особено в държавите от ЕС, които не са членки на еврозоната, държавите – кандидатки за членство в ЕС, и в Западните Балкани (виж по-долу). Данни от наскоро извършено проучване (ECB, 2007d) показват, че делът на еврото в активите и пасивите на банките в повечето от тези държави нараства. Кредитният бум, наблюдаван в много от наскоро присъединилите се към ЕС държави-членки, се съпровожда от значително нарастване дела в банките на заеми в чуждестранна валута – главно евро (Darvas & Szapary, 2008). Някои европейски държави извън ЕС (особено Исландия) също са свидетели на подчертано нарастване на дела на местните банкови заеми, деноминирани в евро.¹⁰⁸

9.2.6. Официално използване на еврото

Интернационализирането на една валута включва официалното ѝ използване в паричната и валутната политика на друга държава в ролята на валутна котва (разчетна единица), валута на валутния ѝ резерв (за запазване на стойността) и интервенционна валута (средство за размяна). Функцията на валутна котва е особено важна за интернационализацията на една валута, тъй като тя има значителни косвени ефекти върху използването на същата валута в официалните валутни резерви и при интервенции на валутния пазар.

Еврото играе важна роля като валутна котва, т.е. като резервна валута, при управляваните валутни режими на около 40 държави (за подробности виж таблица I.9.4). Повечето от тези държави са в географска близост с еврозоната, включително и с по-голямата част от държавите – членки на ЕС извън еврозоната, или имат специални институционални споразумения с ЕС, най-вече държави-кандидатки, държави – потенциални кандидатки, и държавите от зоната на CFA-франка.

¹⁰⁸ Papaioannou & Portes (2008) коментират случая с Исландия, като го наричат „пълзяща евроизация“.

Таблица I.9.4.

Държави и територии с валутни режими, обвързани с еврото (към 1 януари 2007 г.)

Регион	Валутен режим	Държава/територия
Европейски съюз (извън еврозоната)	VM II	Кипър, Дания, Естония, Латвия, Литва, Малта, Словакия
	Парични съвети, основани на еврото	България
	Обвързване с диапазон на колебание на база еврото	Унгария
	Контролирано плаващ валутен курс с резервна валута еврото	Чешката република, Румъния
	Свободно плаващ курс	Швеция, Обединеното кралство, Полша
Държави-кандидатки и потенциални кандидатки	Едностранична евроизация	Черна гора
	Парични съвети, основани на еврото	Босна и Херцеговина
	Обвързан или контролирано плаващ валутен курс с референтна валута еврото	Хърватия, БЮР Македония, Сърбия
	Свободно плаващ курс	Албания, Турция
Други	Евроизация	Република Сан Марино, Град-държава Ватикан, Кралство Монако, Сен-Пиер и Микелон, Майот
	Едностранична евроизация	Ангора, Косово
	Обвързан курс, основан на еврото	зона на CFA-франка ¹ , Отвъдморски територии на Франция, Капо Верде, Коморски острови
	Обвързани курсове или контролирано плаващи курсове основани на кошници от СПТ и други валути, включително евро (дял на еврото)	Сейшелски острови (37.7%), Руска ² федерация (40%), Либия, Ботсуана, Мароко, Мيانмар, Тунис, Вануату

¹ Западноафрикански икономически и валутен съюз (Бенин, Буркина Фасо, Браз на слоновата кост, Гвинея Бисау, Мали, Нигер, Сенегал и Того) и Икономическа и валутна общност на Централна Африка (Камерун, Централно-африканска република, Чад, Република Конго, Екваториална Гвинея, Габон).

² Делът на еврото в руската оперативна кошница бе повишен на 45% през февруари 2007 г.

Източник: Европейска комисия.

Каре I.9.1: Държавни инвестиционни фондове

Като отразява отчасти подценените валутни курсове, натрупването на официални резерви през последните години, особено при развиващите се и възникващите пазарни икономики, далеч надвиши установените референтни нива за адекватност на резервите (виж например *De Beaufort Wijnholds & Söndergaard*, 2007). Все по-голям брой държави, които са натрупали, например чрез трупане на излишък по текущата сметка, резерви, по-големи от равнището, необходимо за интервенции за нуждите на платежния баланс, са създали самостоятелни държавни инвестиционни фондове (ДИФ), за да управляват тези излишни резерви. Днес повече от 20 държави имат такива фондове, а други обмислят създаването им (виж *Deutsche Bank*, 2007).

Независимо че няма общоприета дефиниция за ДИФ, в най-общ смисъл това са държавни инвестиционни инструменти, които се финансират от износа на основни суровинни стоки или валутни активи и които управляват тези активи отделно от официалните резерви на паричните власти. Целта им често се състои в търсене на по-висока очаквана възвръщаемост чрез допускане на по-висок риск за портфейла, отколкото при традиционното управление на официалните резерви.

Според оценки на МВФ (виж *Johnson*, 2007) стойността на активите, които ДИФ управляват, възлиза днес на 2–3 трилиона щ.д. и въз основа на прогнози за развитието на салдата по текущите им сметки могат да нараснат на 10 трилиона щ.д. в рамките на пет години. Самият прираст при ДИФ може да се разглежда като проявление на световните диспропорции, които са бич за световната икономика през последните няколко години. Това грубо се равнява на натрупване на традиционни валутни резерви в размер на 5.7 трилиона щ.д. и на приблизително 2 трилиона щ.д. в частни хеджингови фондове. Активите, притежавани от ДИФ, понастоящем, изглежда, са твърде концентрирани. Съгласно някои оценки на пет фонда се падат около 70% от общия размер на активите им.

ДИФ се делят на две големи категории. Суровинните фондове са създадени на база износа на суровини и основни стоки и обслужват различни цели, като към тях спадат стабилизиране на фискалните и експортните постъпления и генериране на междинни за поколенията спестявания. Несуровинните фондове обикновено се създават чрез трансфер на активи от официалните валутни резерви. За някои несуровинни износители, особено в Азия, големите излишъци по текущите сметки са позволили трансферирането на излишни валутни резерви в ДИФ. Счита се, че приблизително две трети от активите на ДИФ се държат от суровинни фондове, а една трета от несуровинни фондове.

Разкриването публично на целите и стратегиите на инвестиционното управление се различава много при отделните ДИФ, но е доста ограничено. С няколко изключения, най-вече норвежкия Правителствен пенсионен фонд „Глобал“, повечето ДИФ не публикуват информация относно информационните си стратегии, активи или пасиви, да не говорим за валутната структура на балансите си. Предвид изричната в някои случаи цел да повишават възвръщаемостта си, като се отчетат всички обстоятелства, техните инвестиции вероятно са по-диверсифицирани от традиционните резерви, инвестирани от централните банки, както по отношение на класа активи, така и на валутната структура. Норвегия например взе решение постепенно да повиши дела на акциите в Правителствения пенсионен фонд „Глобал“ до 60% от предходното реперно ниво от 40% и във връзка с това протичат дискусии дали като отделен клас активи да бъдат включени недвижими имоти. През септември 2007 г. на активите, деноминирани в евро, се падаха почти 40% от общия размер на всички активи, докато делът на деноминирани в щатски долари беше малко над 30%.

През февруари 2008 г. Европейската комисия предложи Общ европейски подход към държавните инвестиционни фондове въз основа на принципите за по-голяма прозрачност и добро управление (*European Commission*, 2008b), който беше подкрепен от Европейския съвет през март 2008 г.

Руската валута също е обвързана с претеглена с обема на търговията валутна кошница със значително тегло на еврото.

Изборът на валута за деноминиране на официалните валутни резерви зависи наред с другото от валутния режим на държавата и валутата на обвързване на курса, посоката на търговските потоци и валутата за фактуриране, валутната деноминация на дълга и стратегиите за диверсификация на риска (Dooley et al., 1989; Eichengreen & Mathieson, 2000). Както при избора на валутна котва, тези фактори също проявяват склонност към значителни регионални предпочитания при използването на еврото като валута на официалния валутен резерв.

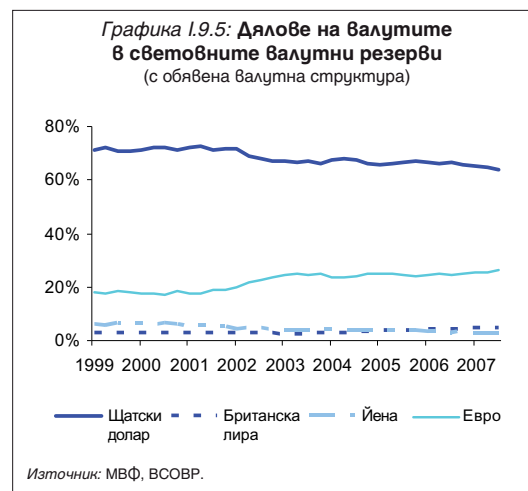
Феноменалното натрупване на официални валутни резерви от началото на това десетилетие е добре документирано (виж например De Beaufort Wijnholds & Söndergaard, 2007). Натрупванията от отчетени официални валутни резерви до средата на 2007 г. възлязоха на 5.7 трилиона щ.д. Натрупването на резерви, особено в държавите с възникващи пазарни икономики и в развиващите се държави, се увеличи значително през последните години, докато при развитите държави остана умерено. На практика обаче притежаваните общи резерви са дори още по-големи, тъй като все по-голяма сума се държи от държавни инвестиционни фондове (ДИФ), което поставя на дневен ред нови спорни въпроси. (виж каре I.9.1).

Не съществуват пълни данни относно валутната структура на резервите. Данните от „Валутна структура на официалните валутни резерви“ (ВСОВР) на МВФ са най-изчерпателни, но те се публикуват само на агрегирано ниво и включват единствено резерви на централни банки, които текущо разкриват валутната структура на резервите си пред МВФ. Това означава, че големите притежатели на резерви, най-вече в Азия, включително Китай, не попадат сред данните на ВСОВР.

Данните, като се има предвид тяхната недостъпност, сочат, че до средата на 2007 г. около 25½% от обявените резерви са били деноминирани в евро, което е повишение по отношение на нивото от 18% през 1999 г. (виж графика I.9.5). През същия период дялът на долара е спаднал от 71%

на 65%. Вероятно е била извършена и обща диверсификация чрез отстъпление от йената и класиране на британската лира като трета по значение резервна валута, макар и доста далеч зад еврото.

Както бе отбелязано от Masson (2007), има по-голяма вероятност съвкупните данни от ВСОВР, публикувани от МВФ, да подценяват, отколкото да надценяват нарастването на заемания от еврото дял в световните резерви. Това е така, защото дялът на държавите, които не отчитат валутната си структура, е много по-висок сред развиващите се държави, отколкото сред индустриализираните, защото развиващите се държави са известни с това, че като цяло държат по-голям дял от резервите си в евро, отколкото индустриализираните държави, и защото на тях вече се падат около три четвърти от световните резерви.



Ролята на еврото като резервна валута е най-изявена в държави в географско съседство с еврозоната и в държави с институционална връзка с ЕС. ECB (2007d) показва, че при повечето съседни на ЕС икономики, които разкриват информация за валутната структура на резервите си, дялът на еврото варира от 40% до 85%.

Lim (2006) също поддържа идеята, че диверсификацията чрез оттегляне от долара и преминаване към еврото е по-силно изразена сред държавите, които са в тесни икономически и индустриални връзки с еврозоната, и е по-слабо проявена в Азия, държавите от Северна и Южна Америка и държавите, чиито валути са обвързани с долара.

Lim твърди, че държавите от „доларовата зона“ извършват диверсификация, като се оттеглят от йената (а не от щатския долар) и се насочват към еврото, докато държавите в съседство с еврозоната (или тези с икономически или индустриални връзки с нея) се обезопасяват, преминавайки от щатски долари към евро. Същевременно, докато данните сочат, че еврото и щатският долар доминират в своите сфери на влияние, в относително изражение щатският долар доминира по-силно в „доларовата зона“, отколкото еврото в своята сфера на влияние.

Ето защо като цяло щатският долар спокойно запазва позицията на основна валута за деноминация на световните валутни резерви, но се наблюдава значителна диверсификация към еврото и е възможно официалните данни да подценяват мащабите ѝ. Освен това еврото вече играе важна роля като резервна валута в съседство с еврозоната.

9.3. РЕГИОНАЛНИ МОДЕЛИ

Както бе посочено в предходния раздел, проявите на еврото като международна валута не са еднакво убедителни навсякъде по света, но са по-изявени, особено с някои свои функции, в определени райони, съседни на еврозоната, или в такива, които се намират в специални отношения с нея. Всеизвестно е използването на еврото в много от държавите – членки на ЕС извън еврозоната, особено новите държави-членки. Както вече бе коментирано, много от тези държави ползват еврото като валутна котва (обикновено като участници във ВМ II), като преобладаващо използвана валута при търговско фактуриране, като валута за получаване на международни кредити и като паралелни пари в брой и валута за банкиране в страната. За това допринасят тесните икономически и финансови връзки с еврозоната, членството в ЕС и, в повечето случаи, перспективите за влизане в еврозоната.

Този раздел предоставя допълнителен регионален поглед върху международното използване на еврото, като се концентрира върху пет региона извън ЕС, а именно Западните Балкани, Турция, съседните на ЕС държави, Подсахарска Африка, Азия и Латинска Америка.

9.3.1. Западните Балкани и Турция¹⁰⁹

След държавите от ЕС извън еврозоната Западните Балкани са регион от света, където еврото играе също важна роля. Икономиките на всички тези държави показват висока степен на фактическа евроизация и много от тях използват еврото като външна валутна котва, което е отчасти наследство от хиперинфлацията и финансовите кризи, които тези държави изпитаха през 90-те години. Кризите подкопаха доверието в местните валути и банките и доведоха до широко разпространение на вътрешното използване на чуждестранна валута, първоначално германската марка, а след въвеждането му – еврото. Тази ситуация, фактът, че са малки и отворени икономики, силните им стопански и институционални връзки с ЕС и перспективите за по-нататъшна интеграция в ЕС – всичко беше в полза на прибягването към решения за фиксиран валутен курс на база еврото.

В случая с Турция не се наблюдава закономерност от типа валутна субституция, а използването на еврото е по-слабо. Освен това по-големият размер на държавата и относително по-малката отвореност на икономиката ѝ намаляват интереса към използването на еврото като валутна котва. Обаче близките стопански и институционални връзки с ЕС, включително митническият съюз, миграцията и туризмът, вероятно в бъдеще ще насърчат по-широкото използване на еврото, при което са налице и данни за нарастващото му използване като валута за търговско фактуриране и за финансиране.

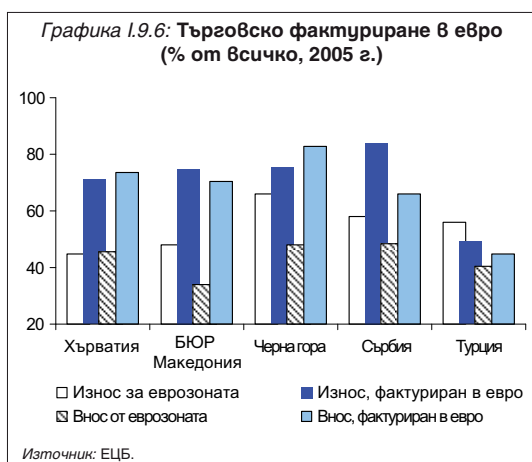
Тъй като на ЕС се падат около 60% или повече от външната търговия на Западните Балкани и около 50% на Турция, използването на еврото като валута за търговско фактуриране във всички тези държави е значително и показва възходяща тенденция.¹¹⁰ Наличните данни за Хърватия, БЮР Македония, Черна гора и Сърбия со-

¹⁰⁹ В този раздел са обхванати следните държави от Западните Балкани: Албания, Босна и Херцеговина, Хърватия, Бившата югославска република (БЮР) Македония, Черна гора, Сърбия и Косово (*UN 1244*). Всички тези държави, както и Турция, са или кандидати, или потенциални кандидати за членство в ЕС.

¹¹⁰ Роля играят също големите постъпления на преки чуждестранни инвестиции (ПЧИ) от ЕС в тези държави през последните години.

чат, че делът на фактурираната в евро търговия е дори по-голям от това, което би могло да се предполага съгласно дяловете на търговията с еврозоната, варирайки от 60% до над 80% (графика I.9.6). В случая с Турция на еврото се падат около 50% от фактурирането на износа на страната и около 40% от вноса ѝ (като и в двата случая се долавя възходяща тенденция от 2002 г. насам).¹¹¹

Бегъл поглед върху валутните режими в Западните Балкани сочи, че еврото се използва широко като валутна или парична котва (виж таблица I.9.4). Черна гора и Косово използват еврото като законна парична единица, а Босна и Херцеговина има базиран на еврото паричен съвет, който функционира безотказно от 1997 г. Хърватия и БЮР Македония от своя страна обвързват фактически валутите си към еврото, макар че официално имат контролирано плаващи валутни курсове. Албания и Сърбия са единствените държави в региона, които са оставили валутите си да плават по-свободно, доколкото и двете се насочиха изрично към режим на парична политика с инфлационна цел. Централните банки от региона държат големи дялове от валутните си резерви в деноминирани в евро активи, което отразява доминирането на основаните на евро валутни режими, както и силните търговски и финансови връзки с еврозоната. Към края на 2006 г. делът на еврото в Албания бе 55%, в БЮР Македония 82%, в Хърватия 86% и почти 100% в Босна и Херцеговина (което отразява наличието на паричен съвет).



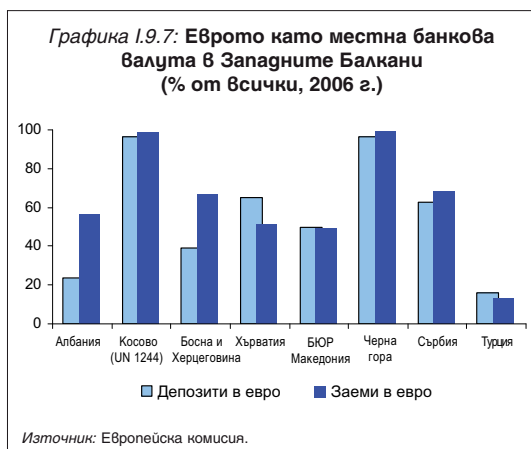
За разлика от Западните Балкани Турция има плаващ валутен курс от 2001 г., съчетан от 2006 г. с формален режим на парична политика с инфлационна цел. Турската централна банка обаче следи отблизо движението на индекса на реалния обменен курс, при който и еврото, и доларът имат по 50% тегло. Не се разполага с публични данни за дела на еврото в чуждестранните валутни резерви на Турция. Официални съобщения от миналото обаче сочат, че този дял вероятно надвишава 50%.¹¹²

Използването на еврото като местна валута за финансиране е широко разпространено в Западните Балкани, което отчасти отразява процеса на задълбочаване на финансовите взаимоотношения и на интеграцията между региона и еврозоната, но също и инерцията на валутната субституция, настъпила след финансовите кризи, разтърсили региона през 90-те години. През 2006 г. в икономиките от региона средно около 60% от всички депозити и 70% от всички заеми бяха деноминирани в евро или индексирани към евро (графика I.9.7). В повечето държави през 2001 г. при преминаването към евро¹¹³ забележимо нарасна размерът на деноминирани в евро банкови депозити, макар че по-късно бе наблюдавана слаба низходяща тенденция. За разлика от дела на депозитите в евро този на деноминирани и индексирани в евро заеми продължи да нараства в няколко от държавите през последните години, което отразява силното и увеличаващо се присъствие на банки от държави в еврозоната. Те поддържат кредитния растеж под формата на деноминирани в евро кредити, подпомогнат също от лихвен диференциал, стимулиращ заемането в евро вместо в местни валути.

¹¹² Виж *ErceI* (2000).

¹¹³ По това време властите насърчаваха домакинствата, притежаващи валута в брой, „държана под дюшеците“, да я депозират във валутни сметки, вместо да я обменят направо в нови евробанкноти. Виж *Padoa-Schioppa* (2003).

¹¹¹ *Kamps* (2006).



През последните години делът на еврото във валутните депозити и заеми в Турция показва възходяща тенденция, достигайки в края на 2006 г. съответно 39% и 33%. Цялостната роля на еврото при банковите депозити и активи обаче е значително по-малка от тази в Западните Балкани (виж графика 1.9.7), което отразява по-ниското тегло на депозитите и заемите в чуждестранна валута в общата сума на банковите депозити и заеми. На практика делът на депозитите и заемите в чуждестранна валута подчертано спада след финансовата и валутна криза от 2001 г., което е отражение на напредъка в макроикономическата стабилизация, както и на ограниченията за отпускане на заеми за домакинствата в чуждестранна валута на фона на високия кредитен растеж при домакинствата (ECB, 2007d).

Що се отнася до използването на еврото като валута за деноминиране на чуждестранен дълг, наличните данни сочат нарастване на дела на деноминирания в евро дълг в общия размер на чуждестранния дълг на държавите от Западните Балкани. През 2006 г. в Хърватия това съотношение е 45%, в БЮР Македония е 61%, а в Сърбия е 75%. Доларът продължава да бъде главната валута за деноминиране на чуждестранен дълг в Турция, като към края на 2007 г. на него се падат 56% от държавния външен дълг, а делът на еврото през последните години нараства, достигайки около 30% към края на годината (национална агенция към Министерството на финансите на Турция, 2008 г.).

Сигурните данни за използването на еврото като паралелна наличност са оскъдни. Обзорите и други проучвания обаче сочат относително ши-

роко разпространено използване на еврото като пари в брой в Западните Балкани. Резултатите, осигурени от Feige (2003), показват относително високи нива на притежание на германската марка в няколко държави от Западните Балкани точно преди въвеждането на евробанкнотите. Също така според проучване, проведено от централната банка на Австрия (*Oesterreichische Nationalbank*) от 1997 г.,¹¹⁴ домакинствата в държавите от бивша Югославия имат най-големи суми чуждестранна валута в брой сред европейските икономики в преход, при което делът на еврото е доста по-висок от този на долара. В Турция използването на чуждестранни валути като паралелна наличност е по-слабо разпространено, като преди въвеждането на еврото доминиращ е бил доларът. Частични и епизодични данни обаче сочат, че географската близост, значимите парични преводи от работници в държавите от еврозоната и постъпленията от туризма могат да бъдат в полза на известно изместване на долара от еврото като пари в брой.

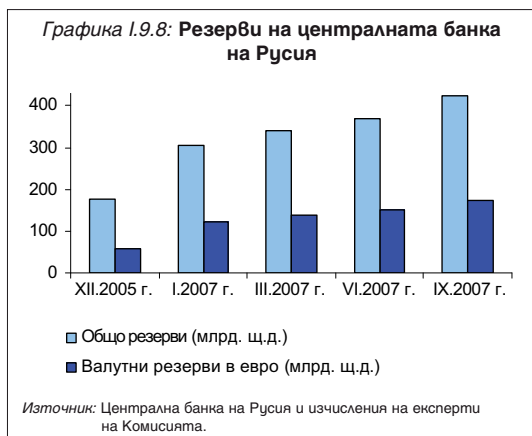
9.3.2. Съседни на ЕС държави

В държавите, обхванати от съседската политика на ЕС – трите държави от Кавказ, Украйна, Молдова и северните средиземноморски държави – и Русия, независимо от географската им близост с еврозоната ролята на еврото не е по-голяма от тази на долара. Това отчасти отразява историческата инерция, предимствата (по отношение на ликвидност и разходи по сделките) от използването на долара и голямото значение на енергийния износ в много от тях. Независимо от това силните търговски и финансови връзки с ЕС и свързаната с него миграция, съображенията за диверсификация на портфейлите и евентуално преминаване към фактуриране в евро при износа на газ могат в бъдеще да благоприятстват по-интензивното използване на еврото.

Русия стана третият по големина притежател на международни резерви в света след Китай и Япония и вероятно е и един от най-големите притежатели на деноминирани в евро резерви. Резервите на централна банка на Русия и делът им в

¹¹⁴ Виж Backè et al. (2007).

евро неизменно нарастват през последните години (графика I.9.8). До септември 2007 г. на еврото се падат над 40% от нейните резерви.



Еврот също играе все по-голяма роля при формирането на валутната политика на Русия от февруари 2005 г., когато централната ѝ банка възприе като цел на паричната си политика валутна кошница, включваща щатския долар и еврото в съотношение 90% към 10%. Делът на еврото постепенно бе увеличен, като през февруари 2007 г. достигна 45%, което в общи линии съответства на дела на еврозоната в търговията на Русия.

Що се отнася до валутната деноминация на търговското фактуриране, трябва да се отбележи, че около 86% от руския износ се фактурират в щатски долари. Това отчасти отразява доминиращата роля на отрасъла *нефт и газ*, които, както бе отбелязано, ползват долара като разчетна единица. При последните договори за доставка на газ обаче, подписани с балтийските държави, Газпром – най-големият руски газов конгломерат, премина към фактуриране в евро, което може да се окаже показателно за смяна на посоката.

Относно използването на еврото като *валута за финансиране* трябва да се подчертае, че непогасеният публичен руски външен дълг също е деноминиран главно в щатски долари (около 80%), като същевременно заемането от чужбина от частния сектор е също главно в щатски долари, включително от банки в еврозоната. Същият модел се наблюдава при портфейлните инвестиции на руски резиденти в чужбина, където към края на 2005 г. делът в евро е 4.6% спрямо

91.6% в долари. В руския банков сектор делът на еврото във валутната структура на чуждестранните активи и пасиви слабо нарасна през последните години, като от 11% от общите чуждестранни активи през 2004 г. се повиши на 16% през 2007 г. При чуждестранните пасиви делът на еврото е по-малък, но също расте. Едновременният спад в доларовите дялове през този период също се обяснява с нарастването на деноминирания в рубли чуждестранни активи и пасиви.

*Навсякъде на изток от ЕС*¹¹⁵ използването на еврото остава минимално в сравнение с това на долара както за официални цели, така и от частния сектор. Украйна фактически обвързва своята валута към долара, а също и при по-малките икономики от региона (които имат режим на контролирано плаващо валутен курс) доларът остава основният неформален репер на валутната политика. Наследена от свързаната с прехода нестабилност през 90-те години, частичната фактическа доларизация (на балансовите отчети на банките и на парите в брой) под една или друга форма все още преобладава. Банковите депозити, деноминирани в чуждестранна валута, вариат от 38% в Украйна до 69% в Грузия. В Молдова депозитите в евро са също толкова разпространени като тези в долари (най-вероятно свързани с преводи от чужбина), но на други места наличната информация сочи, че предпочитанията са към долара. Външният публичен дълг в голямата си част също е деноминиран в долари (средно над 70%). След като са търгували главно с Русия, през последните години тези държави търсят диверсификация на износа си към пазарите на ЕС. До сега обаче не е отчетена сериозна промяна в използването на еврото за търговско фактуриране.

При *южните съседи на ЕС* има значителни разлики между отделните държави по отношение на търговията им и други икономически връзки с ЕС и поради това съществува и разлика в сравнителното използване на еврото. Мароко, 63% от износа на който през 2006 г. бе насочен към ЕС, обвързва местната си валута дирхам към претеглена с обема на търговията валутна кошница, в която еврото има преобладаващ дял. Ту-

¹¹⁵ Армения, Азербайджан, Грузия, Молдова и Украйна.

нис също търгува главно с ЕС (74% от износа за 2006 г.) и прилага политика, имаща за цел стабилен реален валутен курс, базиран на кошницата от валути, в която теглото на еврото е 2/3. Валутите както Либия, така и на Йордания са обвързани към специалните права на тираж (СПТ), които включват еврото, макар че Йордания всъщност поставя ударение върху стабилността ѝ спрямо щатския долар. Други средиземноморски държави с по-малък дял на ЕС в търговския си обмен или обвързват валутата си към щатския долар (Йордания, Ливан), или са възприели режим на плаващ валутен курс (Алжир, Израел, а от юли 2007 г. – и Египет). Ограничената налична информация също сочи по-широко използване на еврото в Магреб, отколкото в другите държави от региона.

Главните валути в структурата на публичния външен дълг в Близкия изток и Северна Африка са щатският долар (44%), еврото (31%) и йената (9%). Мароко и Тунис имат най-високи дялове на еврото (40–50% от общия непогасен публичен външен дълг), следвани от Алжир и Египет (30–40%).

9.3.3. Подсахарска Африка (ПА)

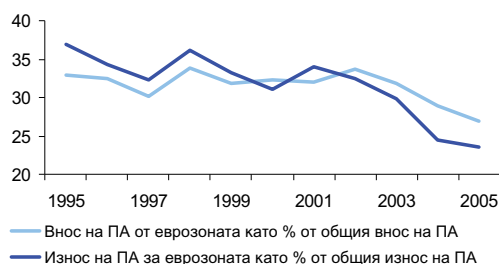
Потоците от ЕС по линия на силния търговски обмен, миграцията и програмата „Официална помощ за развитие“ (ОПР, т.е. чуждестранната помощ под формата на официално финансиране от страна на развитите държави с цел насърчаване на икономическото развитие и благосъстоянието), историческите връзки с ЕС и – в страните от *CFA*-зоната – валутните режими, основани на еврото, поддържат използването на евро в ПА. В повечето държави обаче, особено в Южна Африка, доларът остава най-широко използваната международна валута.

Търговското фактуриране на южноафриканския износ на стоки през 2003 г. беше 52% в щатски долари, 25% в южноафрикански ранд и 17% в евро (Kamps, 2006). За цялата ПА не съществува информация за фактурирането при търговията и заключения може да се правят единствено от данни за търговията, като се приеме, че търговският обмен с Европа се фактурира в голямата си част в евро.

След колониалния период Европа остана основният търговски партньор на държавите от ПА. Независимо че търговията с ПА съставлява само 1.5% от външната търговия на еврозоната, дялът на еврозоната в общия стокообмен на ПА е около 25% (графика I.9.9). Следва Азия, която се превръща във все по-важен търговски партньор за региона, главно поради нарастващото значение на Китай в световната търговия. Последната тенденция доведе до намаляване с около 10 процентни пункта на дела на еврозоната в търговията на ПА между 1999 г. и 2005 г.

Използването на *еврото като валутна котва при валутните режими* в ПА е различно в отделните подобласти. В Южна Африка важна роля като валутна котва играе южноафриканският ранд, докато в Източна Африка прилаганите валутни режими са по-скоро хетерогенни, като придават малко значение на еврото. Еврото обаче е важна валутна котва в Западна и Централна Африка. Осем държави от Западноафриканския икономически и валутен съюз (ЗАИВС) и шест държави от Икономическата и валутна общност на Централна Африка (ИВОЦА) ползват като валута *CFA*-франка, който е обвързан към еврото (виж таблица I.9.4). Макар че са два отделни парични съюза, те ползват един и същ обменен курс спрямо еврото. Аналогично, Коморските острови обвързват своята валута към еврото. Тези петнадесет държави с население над 120 милиона души са известни като Зона на *CFA*-франка и валутните им режими се подкрепят в определени граници от френското Министерство на финансите. Освен това от юли 1998 г. Кабо Верде има споразумение за сътрудничество по отношение на валутния курс с Португалия, което обвързва ескудото на Кабо Верде към еврото.

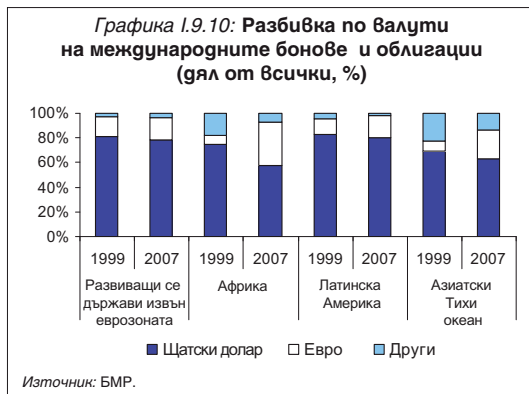
Графика I.9.9: Дял на ЕС в търговията на Подсахарска Африка със стоки (1995–2005 г.)



Източник: Европейска комисия.

В края на 2002 г. Африка притежаваше резерви в размер на 69 млрд. щ. д., което отговаря на 3.1% от приблизителната оценка за равнището на всички световни резерви в чуждестранна валута, което е повече от нивото от 40 млрд. щ. д. и съответно 2.6% към края на 1998 г. (ЕЦБ, 2003с). В преглед на управлението на резервните активи на централните банки, проведен през лятото на 2002 г., участвалите африкански централни банки докладват, че средно 18% от резервите им са в евро.

В Африка ролята на *еврото като валута на финансиране*, изглежда, показва възходяща тенденция. Делът му от намиращите се в обращение международни дългови ценни книжа нарасна от 6% в края на 1999 г. на 35% в края на 2006 г., макар че остава под дела на долара – 58% (виж графика I.9.10). Около половината от дългосрочния дълг в ПА е деноминиран в щатски долари и около 20% в евро.

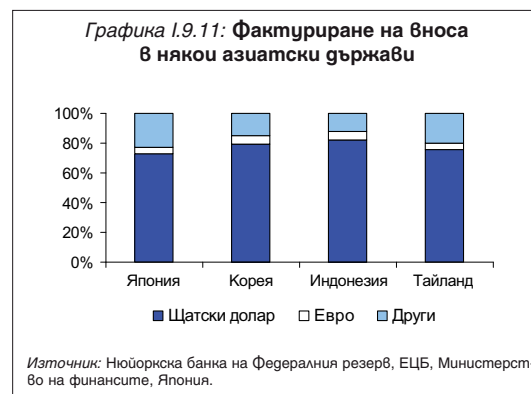


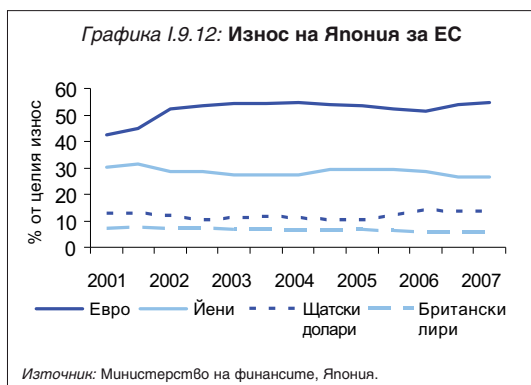
Рядко се срещат данни за използването на *еврото като паралелна валута*, но големи парични преводи и потоци от ОПР, а при някои държави – и значителни постъпления от туризма могат да съдействат за същественото обращение на евроранкноти в региона. Според оценката в проучване, финансирано от Европейската комисия (Jimenez-Martin et al., 2007) през 2004 г. от 20 млрд. евро, преведени от преселници в 27-те държави на ЕС в техните държави по произход, 3.2 млрд. евро са постъпили в ПА. Съгласно данни на централната банка на Западноафриканските държави еврозоната е източник на около половината от паричните преводи, изпращани до ЗАИВС. Пътванията и туризмът са друг възможен канал за използването на еврото като паралелна валута в ПА. Главните туристически

дестинации за европейците обаче са в Източна и Южна Африка, които са по-слабо свързани с еврото. ОПР от ЕС вероятно включва някои сделки, деноминирани в евро в брой, което след това може да продължи да участва в обращението. Според данни на Комитета на ОИСР за помощта за развитие, предоставената от ЕС на ПА между 2003 г. и 2005 г. помощ е възлязла на около 56% от всички средства, получени от ПА, и на над 5% от brutния национален доход на ПА.

9.3.4. Азия

В сравнение с регионите в близост до еврозоната ролята на еврото в Азия е ограничена, независимо че Азия като цяло е важен търговски партньор на Европа. На ЕС се падат около 16% от износа на Източна Азия (в сравнение с 18% за пазара на САЩ) и това в известна степен намира отражение в използването на еврото при *фактурирането на азиатската търговия* (виж графика I.9.11). Делът на еврото като валута за фактуриране в Азия остава обаче доста под дела му в търговията. Щатският долар остава главната валута, която се избира за фактуриране и разплащане при търговията. От друга страна, делът на ЕС в азиатската търговия постепенно догонва този на САЩ и това може да насърчи Азия да използва по-често еврото за фактуриране при търговията. В това отношение данните на японското Министерство на финансите показват, че през последните години еврото частично измества долара и йената в японската двустранна търговия с ЕС и на него вече се падат 55% от износа на Япония за ЕС (виж графика I.9.12) и 35% от вноса ѝ от ЕС.





На източноазиатските икономики се падат близо 60% от световните официални валутни резерви. Китай и АСЕАН-4 (Индонезия, Малайзия, Филипините и Тайланд) в края на третото тримесечие на 2007 г. заедно държат 28% от световните резерви. Япония и новоиндустриализираните икономики (Хонконг, Корея, Сингапур и Тайван) притежават други 29% от световните резерви. Поради това решенията на Азиатската централна банка относно валутната структура на резервите могат значително да повлияят върху бъдещата роля на еврото като международна резервна валута. Както бе споменато по-горе, данните от „Валутна структура на официалните валутни резерви“ (ВСОВР) на МВФ не обхващат много азиатски държави. Обаче предвид високия дял на азиатските държави в световните резерви и поради факта, че данните във ВСОВР сочат нарастване дела на еврото при развиващите се държави, но и запазване на дела му в индустриализираните държави, то може да се направи извод, че неговият дял в азиатските страни, подаващи данни за ВСОВР, вероятно се увеличава. Освен това данните за резервите, отчетени през ноември 2006 г. от Японската централна банка, изненадаха наблюдателите, показвайки по-висок от очаквания дял на еврото (30% в сравнение с 65% за долара).

Същевременно нараства значението на ДИФ в Източна Азия. Някои пазарни оценки сочат, че общата стойност на активите на източноазиатските ДИФ може би е близо до 1 трилион щ.д. (виж *Deutsche Bank*, 2007). Само Сингапур и Китай по приблизителна оценка управляват ДИФ със стойност на активите от порядъка на 700 млрд.щ.д. В търсенето на висока доходност азиатските ДИФ може да следват по-диверсифицирана инвестиционна стратегия от централните

банки по отношение както на инструментите, така и на валутите. Това може да доведе до изместване на техните портфейли към еврото.

Няма азиатска държава, която понастоящем да използва еврото като валутна котва при *валутен режим*.¹¹⁶ След финансовите кризи в Източна Азия от 1997–1998 г. повечето от тях имат гъвкави или контролирани валутни режими, при които обаче доларът остава най-търсената резервна валута. Китай¹¹⁷ и Хонконг продължават де факто или де юре да привързват валутите си към долара. Еврото обаче служи като изходен пункт в дискусии относно паричната интеграция в Азия. АСЕАН+3 известно време дискутират концепция за въвеждането чрез референтна валутна кошница на т.нар. азиатска валутна единица – АКЮ (*Asian Currency Unit*), която черпи вдъхновение от комплексната валутна единица ЕКЮ – предшественика на еврото. Валутата АКЮ ще се основава на виртуална кошница, дефинирана като среднопретеглена стойност от валутите на основните за Азия търговски партньори, включително еврозоната. Тя ще даде възможност на пазарните участници да наблюдават както груповата динамика на азиатските валути спрямо основните световни валути, така и индивидуалната им динамика по отношение на общата валута АКЮ.

Използването на еврото като международна *валута на финансиране* в Азия остава ограничено, като Япония се отличава от останалите като единствената държава, притежаваща значителни суми дългови ценни книжа, деноминирани в евро. В края на 2005 г. 20% от японските чуждестранни дългови ценни книжа представляваха деноминирани в евро дългови инструменти, докато 44% бяха в долари (*ECB*, 2007d). Делът обаче на еврото при азиатските емисии на международни ценни книжа нараства след 1999 г. (виж графика I.9.10).

¹¹⁶ Мианмар има система с два обменни курса, при която официалният курс е обвързан към СПТ (които включват еврото), а използваният в икономиката обменен курс се определя на паралелния пазар.

¹¹⁷ На 21 юли 2005 г. Китай реформира валутния си режим от обвързан с щатския долар към контролирано плаващ режим, използващ като репер неоповестена кошница от валути, в която се счита, че попада и еврото. На практика обаче дневното колебание на обменния курс *USD–RMB* е ограничено.

9.3.5. Латинска Америка

Щатският долар остава доминиращата международна валута в Латинска Америка, макар и с известни различия в рамките на региона. Това се обяснява с географската близост и икономическите връзки със САЩ, със силната зависимост от международния износ на основни стоки и с историческата инерция (включително нееднозначността на процесите на доларизация).

Таблица I.9.5 представя дяловете на търговията със САЩ и с еврозоната за основните региони на Латинска Америка. Вижда се, че докато Мексико, Централна Америка и Андийската общност търгуват много повече със САЩ, отколкото с еврозоната, обратното е валидно за МЕРКОСУР и Чили. Предвид силната ориентираност на търговията на първата група държави към САЩ и факта, че много от тях зависят силно от международния износ на основни стоки, може да се очаква, че ролята на еврото като валута за търговско фактуриране в тези държави ще бъде относително слаба. За разлика от първата група държави в случая с МЕРКОСУР и Чили може да се очаква, че използването на еврото за фактуриране и разплащане ще бъде малко по-съществено като отражение на по-силната ориентация на търговския им обмен към еврозоната. За това вероятно има принос и значителният приток на ПЧИ към тези южноамерикански държави след началото на 90-те години.¹¹⁸

Таблица I.9.5.
Насоченост на търговията в основните региони на Латинска Америка през 2006 г. (дял от общата търговия)

	Търговия със		
	останалите подрегиони ¹	САЩ	еврозоната
Андийска общност ²	10.9	35.1	10.4
Централна Америка	11.9	32.0	10.0
МЕРКОСУР	15.4	16.6	17.5
Мексико	72.9	69.1	6.9
Чили	13.5	15.6	19.1

¹ За Мексико: отнася се за търговията с партньорите му от НАФТА (Канада и САЩ). За Чили: отнася се за търговията му с МЕРКОСУР.

² Включва Венецуела, тъй като молбата ѝ за присъединяване към МЕРКОСУР още не е ратифицирана.

Източник: МВФ, база данни Насоченост на търговията.

¹¹⁸ Трябва също да се отбележи, че понастоящем е в ход пилотен проект, целящ разрешаването на дневен селтълмент в местна валута на всички търговски сделки между Аржентина и Бразилия без тези в щатски долари. Ако той се окаже успешен, механизмът ще бъде разпространен в останалата част от МЕРКОСУР.

Общата тенденция в Латинска Америка през последното десетилетие се свежда до отказ от режимите на обвързване към други валути и преминаване към свободно плаващи обменни курсове. Тъй като предишните режими с фиксиран валутен курс използваха главно щатския долар като валутна котва, тенденцията към плаващи валутни курсове предполага относително отдалечаване от щатския долар при регионалната валутна политика. Три държави (Еквадор, Салвадор и Панама) обаче официално доларизираха паричните си режими, докато няколко други (особено в Централна Америка, но също и някои в Южна Америка, най-вече Боливия и Перу) показват висока степен на фактическа доларизация (виж *Temprano-Arroyo*, 2003). За разлика от долара еврото понастоящем не се използва като валутна котва в никоя латиноамериканска държава.¹¹⁹

През последните години държавите от Латинска Америка натрупват значителни валутни резерви, което отразява относително големите салда по текущите сметки и значителния приток на капитал. Наличните данни (*ECB*, 2007) въз основа на извадка, обхващаща Чили, Колумбия, Перу и Уругвай, сочат, че делът на еврото в тези резерви е малък в сравнение с този на щатския долар, като при еврото той варира от 1% в Уругвай до 26% в Чили, а при долара от 67% до 99%.

И накрая, що се отнася до използването на еврото като международна валута на финансиране, данните на Световната банка за валутната структура на външния дълг на Латинска Америка показват, че през 2005 г. делът на долара все още е бил осем пъти по-голям от този на еврото, на което са се падали само около 10% от общия външен дълг. Освен това има значително нарастване дела на долара през последните две десетилетия. Данните на БМР относно

¹¹⁹ Нужно е обаче да се подчертае, че между юли 1992 г. и септември 1999 г. в Чили имаше гъвкав пълзящ в определен диапазон валутен режим, основан на кошница от валути на големите му търговски партньори, която първо включваше германската марка, а от януари 1999 г. – еврото. Също така през април 2001 г. Аржентина обяви план за промяна на паричния си съвет чрез преминаване от обвързване с долара към обвързване към кошница долар/евро. Паричният съвет обаче се провали преди изпълнението на този план.

съвкупния обем на емитираните от Латинска Америка международни дългови ценни книжа разкриват подобна картина, въпреки че показват малко по-висок дял на еврото (18%).

9.4. ЗАКЛЮЧИТЕЛНИ БЕЛЕЖКИ

Преди да бъде въведено, от еврото се очакваше да стане втората по значимост международна валута след щатския долар. И действително еврото бързо и твърдо зае тази позиция. При много ключови функции то играе по-съществена роля от съвместната роля на германската марка и другите унаследени европейски валути. Развитието на еврото като международна валута на финансиране, при което в някои отношения то вече надминава щатския долар, е особено впечатляващо. За други негови функции обаче напредъкът е твърде ограничен до определени райони със специфични икономически и политически връзки с ЕС, разкриващи силно изразения регионален и институционален модел на неговата интернационализация. Такъв е случаят с използването на еврото като валутна котва, валута за фактуриране в търговията и като паралелна валута. Накрая, при определени функции, където монополните предимства са определено в полза на долара, особено като валутен инструмент и валута за ценообразуване на основните стоки на международните пазари, навлизането на еврото е твърде ограничено.

Регионалният анализ на международната роля на еврото потвърждава относително силното му присъствие в непосредствена близост до еврозоната, особено сред държавите – членки на ЕС извън нея, държавите – кандидатки за членство в ЕС, и в тези от Западните Балкани, както и сравнително по-малката му роля в твърде отдалечени региони с по-слаби икономически и институционални връзки с ЕС (като Азия, Северна и Централна Америка и Южна Африка). Като междинни могат да се разглеждат други региони, като Северна Африка, *СФА*-зоната и държавите от ОНД, а може би и Южна Америка. В третата група региони ролята на еврото е много по-слабо развита, отколкото в близко разположените до еврозоната региони, но относително големият търговски обмен, финансовите и институционалните връзки, както и други фактори, които могат да повлияят върху потенциала на еврото като международна валута (разгледани в глава II.7), биха съдействали за по-широкото му използване в бъдеще.

10. ЕВОЛЮЦИЯТА НА СТОПАНСКОТО УПРАВЛЕНИЕ

10.1. ВЪВЕДЕНИЕ

Уникалната структура за стопанското управление на ИПС беше заложена в Договора от Маастрихт, за да се осигури правилното функциониране на паричния съюз, където: а) се възлага въвеждането на единна парична политика с независима централна банка; б) Европейският съвет (по-конкретно Съветът на министрите на икономиката и финансите на ЕС (ЕКОФИН) взема решения относно съвкупността на единната икономическа политика; и в) много други насоки на икономическата политика остават под контрола на националните органи. С развитието на процесите се вървеше към усъвършенстване, приоритетите се променяха и се появяваха нови трудности.

Тъй като не всички държави – членки на ЕС, участват в еврозоната от самото ѝ начало, бе създаден отделен орган – Еврогрупата, – ангажиран със съгласуването на работата на ниво еврозона. Еврогрупата се състои от министрите на финансите на държавите – членки на еврозоната, заедно с комисаря по финансовите и икономическите въпроси и президента на Европейската централна банка. В началото Еврогрупата имаше неформален статут, в смисъл че не се ангажираше с гласуване относно прилаганата икономическа политика, а наистина играеше полезна роля при подготовката на такова гласуване в Съвета ЕКОФИН. Освен това Еврогрупата нямаше функции при провеждането на паричната политика, което е от компетенцията на напълно независимата Европейска централна банка. Ролята на Европейската комисия в тази структура има две цели: а) да осъществява надзора върху насоките на икономическата политика, които са от компетенциите на Съвета ЕКОФИН и на Еврогрупата, улеснявайки по този начин процеса на вземане на решения, и б) да инициира вземането на решения относно икономическата политика под формата на препоръки или предложения към Съвета винаги когато счете за нужно и в съответствие с правилата на Договора (право на инициатива).

На този фон в настоящата глава се разглежда натрупаният до днес опит по съгласуването на работата в четири важни области: съгласуване на фискалната политика в съответствие с Пакта за стабилност и растеж (ПЦР); съгласуване на

структурните политики в съответствие с Лисабонската стратегия; валутната политика и представяне и съгласуване на позициите на еврозоната на международната арена; както и съгласуване в областта на икономическата статистика.¹²⁰ Съгласуването на интеграцията и развитието на финансовите пазари според Плана за действие в областта на финансовите услуги не е обхванато тук, тъй като е разгледано обстойно в глава 1.7.

10.2. ФИСКАЛНО УПРАВЛЕНИЕ

Еврозоната е уникална по рода си по това, че прие единна валута, като същевременно запази, макар и в обща рамка, националните фискални политики на участващите в нея държави. Специфичното е, че фискалната политика се провежда съгласувано в съответствие с общи правила. Договорът дефинира понятието „прекомерен дефицит“, т.е. дефицит, който надвишава 3% от БВП, или не е в състояние да осигури сближаване по отношение на брутния публичен дълг в размер на 60% от БВП. Това обвързва държавите-участници с фискална дисциплина, като същевременно им дава възможност да реагират на стопанския цикъл в определени граници.

Разпоредбите на Договора относно фискалната политика са развити подробно в Пакта за стабилност и растеж, който съдържа предпазен и корективен лост¹²¹:

- Предпазният лост изисква правителствата да постигнат и поддържат в средносрочен план бюджетни позиции, близки до баланс или с наличие на излишък по тях. Придържането към това правило позволява на автоматичните стабилизатори да действат свободно, като същевременно се съблюдава таванът за дефицита от 3% от БВП, заложен в Договора. Годишните актуализации на Програмите за стабилност, предоставяни на Европейската комисия от правителствата, правят преглед на напредъка на съответната държава при достигането на бюджетна позиция, близка до

¹²⁰ Настоящата глава почива на по-подробното изложение, изготвено за този доклад, публикувано отделно – виж *Van den Noord et al.* (2008).

¹²¹ За по-ранно описание на обосновката и особеностите на Пакта за стабилност и растеж виж *Brunila et al.* (2001).

баланс или с наличие на излишък и представят средносрочна прогноза за реализацията на политиката за постигането на тази цел.¹²²

- Корективният лост излага подробно „процедурата при прекомерен дефицит“ (ППД), заложена в Договора. Тя определя кога поради „извънредни обстоятелства“ може да се разреши освобождаване.¹²³ Тя излага подробен график, който трябва да бъде следван от държавите с цел приключване на ППД, и санкциите, налагани при неспазване на графика от страна на съответната държава.¹²⁴

Пактът за стабилност и растеж влезе в сила при въвеждането на еврото. От самото начало той се считаше за решаващо средство за подкрепа на еврото. Беше замислен по такъв начин, че да

¹²² Държавите – членки на ЕС, които още не са приели единната валута, всяка година представят Програма за сближаване, която по същество има същия обхват, както Програмите за стабилност.

¹²³ ПСР гласеше, че по правило дефицит над 3% не е прекомерен, ако реалният БВП е спаднал с 2 и повече пр.п. Съветът ЕКОФИН също може да разреши освобождаване, ако БВП е спаднал и ако спадът е рязък и достатъчно голям в сравнение с предходни тенденции, но държавите взеха решение тази възможност да не използва, ако спадът на БВП е под ¾%. Тези разпоредби бяха изменени през 2005 г. – за подробности виж по-долу.

¹²⁴ Прекомерният дефицит трябва да се коригира през годината след неговото установяване от Евростат, освен ако не съществуват извънредни обстоятелства. Ако според Съвета ЕКОФИН една държава-членка не успее да предприеме достатъчно ефективни мерки за коригирането на прекомерния дефицит, след като отправи допълнително предупреждение, той може да наложи мерки, включително задължение за депозиране в Комисията първоначално на 0.2% от БВП плюс една десета от разликата между фактическия дефицит и референтната стойност, но не повече от 0.5% от БВП. Ако през следващата година отново се наблюдава дефицит, може да се изиска нов депозит в съответствие със същата формула, приложена за променената сума. Ако след две години се установи, че все още съществува прекомерен дефицит, депозитът „по правило“ се трансформира в глоба, сумата на която се разпределя между останалите държави-членки според техния дял в брутният национален продукт на цялата еврозона.

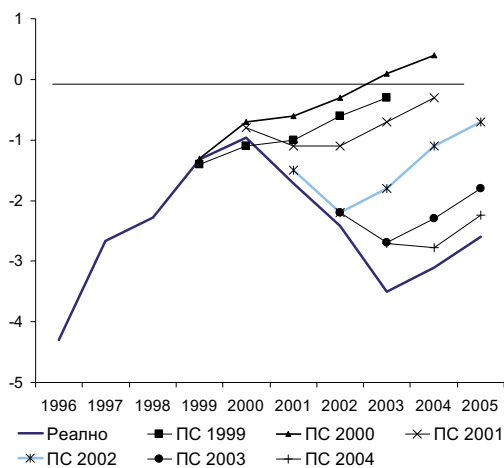
се преодолее едно главно опасение, а именно, че след като обменните курсове в еврозоната вече престават да съществуват, финансовите пазари няма повече да въздействат дисциплиниращо на фискалната политика. При нарастване на дефицита в една държава това няма да се изрази в увеличаване спреда на доходност, а ще се прояви като косвен ефект върху лихвените проценти в цялата еврозона и ще потисне икономическата активност в други държави-членки. С това е свързано и опасението, че при силно разпространеното фискално разточителство може да се стигне до затягане на паричната политика с цел неутрализиране на свързаните с това импулси от страна на търсенето, така че да се запази контролът върху инфлацията. Всяка отделна държава вероятно няма да почувства заплахата от такава „санкция“ върху паричната политика, тъй като собственото ѝ въздействие върху цялостната фискална позиция на еврозоната ще бъде малко. Това ще доведе до неоптимално взаимодействие на икономическите политики, при което, вместо да се поддържат, фискалната и паричната политика ще си противодействат.

Този смекчаваш ефект не се оказва толкова ефективен, колкото се предвиждаше. ПСР не беше ефективен при предпазването от експанзионистичната политика през 1999 г. и 2000 г., когато икономическият растеж достигна върховете си стойности (виж глава I.5). Постигането на бюджетна позиция близка до баланс или с наличие на излишък стана трудна задача поради нестихващите значителни по размер отклонения от планираните насоки на корекция и влошаването на икономическия климат (графика I.10.1). Като следствие от това по време на последвалия доста неочакван и продължителен икономически спад в много от държавите и особено в най-големите дефицитът отново нарасна над референтната стойност от 3% от БВП (виж каре I.10.1). Освен това опитите за постигане на съответствие с референтната стойност за дефицита в размер на 3% от БВП доведоха до хвърлянето на прекалени много усилия за постигането само на козметични подобрения. Това стана вече очевидно при процеса на посрещане на изискванията за влизане в ИПС, когато бюджетните политики в близост до тавана от 3% за дефи-

цита често водеха до „творческо“ осчетоводяване, представляващо сериозен въпрос, на който не бе обърнато внимание в ПСР.¹²⁵ Случаите на съществено преразглеждане на дефицита нагоре също поставиха под въпрос надеждността на основните фискални показатели на ИПС за процедурата при прекомерен дефицит.

¹²⁵ Преглед от *Koen & van den Noord* (2005) на трикове-те по осчетоводяване и „фискални хватки“ в контекста на ПСР и на определящите ги фактори. *Buti, Nogueira Martins & Turrini* (2007) изучават политическите стимули за стратегическото използване на корекцията на прираста на запасите при бюджетно правило от типа на ПСР.

Графика I.10.1: Разминаване с фискалните цели



Източник: Европейска комисия.

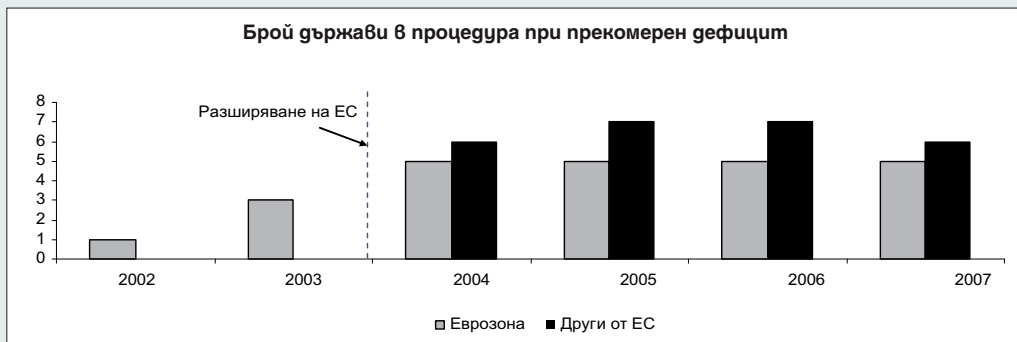
Каре I.10.1: Прилагането на ПСР

юли 1998 г.	Влиза в сила Регламент на Съвета (ЕО) „за засилване на надзора върху състоянието на бюджета и за надзор и координация на икономическата политика“ (1466/97).
януари 1999 г.	Влиза в сила Регламент на Съвета (ЕО) „за ускоряване и изясняване прилагането на процедурата при прекомерен дефицит“ (1467/97). ПСР е напълно функциониращ.
януари 2002 г.	Европейската комисия (ЕК) препоръчва на Съвета да отправи своевременно предупреждение към Португалия и Германия.
февруари 2002 г.	Съветът отхвърля препоръката на ЕК за отправяне на своевременно предупреждение на Португалия и Германия. Приема се за достатъчно, че държавите се ангажират да не нарушават прага от 3%.
ноември 2002 г.	ЕК препоръчва на Съвета да отправи своевременно предупреждение към Франция. Съветът взема решение за наличие на прекомерен дефицит в Португалия въз основа на дефицита от 2001 г.
януари 2003 г.	Съветът отправя своевременно предупреждение към Франция. Съветът взема решение за наличие на прекомерен дефицит в Германия въз основа на дефицита от 2002 г.
юни 2003 г.	Съветът взема решение за наличието на прекомерен дефицит във Франция въз основа на дефицита от 2002 г. и прогнозата за 2003 г.
ноември 2003 г.	Съветът не предприема по-нататъшни мерки по процедурите при прекомерен дефицит (ППД) спрямо Франция и Германия и вместо това решава да приеме заключения, отправящи препоръки, като същевременно обявява за временно спрямо действието на ППД към момента.
април 2004 г.	Комисията препоръчва на Съвета да отправи своевременно предупреждение към Италия.
май 2004 г.	Съветът отменя ППД за Португалия.
юни 2004 г.	Съветът взема решение за наличието на прекомерен дефицит в Нидерландия въз основа на бюджетния дефицит за 2003 г.
юли 2004 г.	Съветът взема решение за наличието на прекомерен дефицит в Гърция и в следните наскоро присъединили се държави-членки: Унгария, Малта, Чешката република, Кипър, Словакия и Полша.

(Продължава на следващата страница)

Карте (продължение)

	Съветът отхвърля препоръката на Комисията за отправяне на своевременно предупреждение към Италия. Приема се за достатъчен ангажиментът на страната да предприеме мерки за избягване надхвърлянето от дефицита на прага от 3% от БВП.
	Решение на Европейския съд анулира заключенията на Съвета от ноември 2003 г. относно Франция и Германия.
февруари 2005 г.	Съветът предприема ППД спрямо Гърция.
март 2005 г.	Съветът приема доклад за преразглеждането на ПСР.
юни 2005 г.	Съветът отменя ППД за Нидерландия.
юли 2005 г.	Влизат в сила изменени и допълнени регламенти относно Пакта за стабилност и растеж (1055/2005 и 1056/2005).
	Съветът взема решение за наличието на прекомерен дефицит в Италия въз основа на данни от 2003 и 2004 г.
септември 2005 г.	Съветът взема решение за наличие на прекомерен дефицит в Португалия на базата на прогноза за дефицита в Програмата за стабилност за 2006 г.
януари 2006 г.	Съветът взема решение за наличието на прекомерен дефицит в Обединеното кралство въз основа на бюджетен дефицит за финансовите 2003/2004 г. и 2004/2005 г.
март 2006 г.	Съветът предприема ППД спрямо Германия.
юли 2006 г.	Съветът отменя ППД за Кипър.
януари 2007 г.	Съветът отменя ППД за Франция.
юни 2007 г.	Съветът отменя ППД за Малта, Гърция и Германия.
октомври 2007 г.	Съветът отменя ППД за Обединеното кралство.
май 2008 г.	Комисията препоръчва отмяна на ППД за Италия, Чешката република, Португалия и Словакия.



През 2002 г. Комисията прие предложение от пет точки за подобряване изпълнението на ПСР:

- установяване на средносрочни бюджетни цели, които са измерени при изчистване влиянието на бизнес цикъла и без еднократните мерки;
- за държавите, които още не са реализирали бюджетна позиция близка до баланс или с наличие на излишък, да постигнат годишно подобрене спрямо базисната бюджетна позиция от поне 0.5% от БВП;
- избягване в периоди на икономически подем на проциклична политика;

- осигуряване на съответствие между правилата на Пакта и Лисабонската стратегия (виж следващия раздел) чрез допускане на малки и временни отклонения от базисната бюджетна позиция близка до баланс или с наличие на излишък, или от коригираните спрямо нея насоки; и
- придаване на по-голямо тегло на публичния дълг и на устойчивостта на публичните финанси. Освен това Комисията посочи необходимостта от предприемане на допълващи мерки за подпомагане на цялостното управление на бюджета и статистиката.

През март 2003 г. Съветът ЕКОФИН одобри по-вечето от предложенията на Комисията, но при договореност, че няма нужда от правни промени в текущите фискални правила на ЕС. През ноември 2003 г. обаче възникнаха сериозни затруднения, когато Съветът реши да не одобри препоръката на Комисията за предприемане на по-нататъшни действия по протичащите процедури при прекомерен дефицит срещу Франция и Германия (каре I.10.1). Комисията оспори това решение, но Европейският съд отсъди, че Съветът не може да бъде принуден да вземе решение против волята си. В отговор на това през септември 2004 г. Комисията представи своето Изявление относно „Засилване на стопанското управление и разясняване прилагането на Пакта за стабилност и растеж“. Комисията разгледа няколко елемента за засилване на ПСР (Buti & Franco, 2005): а) обръщане на повече внимание върху устойчивостта на дълга при наблюдението върху бюджетните позиции; б) въвеждане на концепцията за „продължителен спад“ в разпоредбата за извънредни

обстоятелства; в) предвиждане на специфични за конкретната държава елементи при коригирането на прекомерния дефицит (т.е. на подходяща насока за коригиране); г) предвиждане на особени характеристики за държавата обстоятелства при определянето на средносрочната цел за бюджетна позиция близка до баланс или с наличие на излишък, и д) осигуряване на своевременни действия за коригиране на незадоволителни бюджетни тенденции.

Въз основа на Изявление на Комисията през март 2005 г. държавните и правителствените ръководители на ЕС подкрепиха доклад на Съвета ЕКОФИН, озаглавен „Подобряване прилагането на Пакта за стабилност и растеж“. Докладът потвърди отново референтните стойности на Договора относно бюджетния дефицит и държавния дълг, но освен това актуализира и допълни Пакта за стабилност и растеж в съответствие с Изявлението на Комисията (виж каре I.10.2).

Каре I.10.2: Реформата на ПСР от 2005 г.

Преразглеждането на ПСР потвърди отново базираната върху правила рамка, особено граничните стойности, заложи в Договора, за дефицит от 3% от БВП и за дълг от 60% от БВП, като същевременно бе засилена ролята на икономическата обосновка и на националната институционална среда.

В предпазния лост на Пакта бяха въведени следните изменения:

- *Средносрочни бюджетни цели (СБЦ):* Вместо да са с еднаква насоченост по отношение на позицията близка до баланс или с излишък, сега СБЦ са различни в отделните държави. Те може да се преразгледат при изпълнението на голяма структурна реформа и при всички случаи на всеки четири години. Конкретната за отделната държава СБЦ при държавите – членки на еврозоната и във ВМ II (виж глава II.6), трябва да бъде между -1% от БВП и равновесие или излишък.
- *Годишна структурна корекция:* За държавите от еврозоната или тези във ВМ II, които не са постигнали своята СБЦ, преразгледа-

ният ПСР изисква годишно подобрене на структурното им салдо от 0.5% от БВП. Тази корекция може да се модулира според икономическите условия. Също така може да се настоява за отчитане изпълнението на големи структурни реформи, които имат положително въздействие върху дългосрочната устойчивост, за да се разреши временно отклонение от насоките за корекция или от самата СБЦ, при положение че отклонението има временен характер и че се запазва подходящ защитен резерв по отношение на референтната стойност за дефицита. Трябва да се обърне специално внимание на пенсионните реформи, въвеждащи изцяло капиталов стълб успоредно на разходопокривния стълб, при което отклонението трябва да е отражение на нетните бюджетни разходи.

При корективния лост на Пакта бяха въведени следните изменения:

- *Годишна структурна корекция на държавите в ППД:* годишната структурна корекция трябва да бъде поне 0.5% от БВП в структурно отношение.

(Продължава на следващата страница)

Каре (продължение)

- *Преразглеждане на сроковете на ППД* може да се разреши при наличието на неочаквани вредни икономически събития с големи неблагоприятни последици за държавните финанси.
- *Ново определение за „силен спад“* в икономиката, което може да доведе до отмяна на ППД. В бележка I на ПСР „силен спад“ в икономиката изискваше отрицателен растеж на БВП от поне 0.75%. При преразгледания вариант икономически спад може да се счита за „силен“ в случай на отрицателен растеж или натрупана загуба при производството през продължителен период с много нисък растеж в сравнение с потенциалния.
- Други съществени фактори може също да бъдат взети под внимание, но само ако бюджетният дефицит остане близо до референтната стойност и излишъкът му над нея остане временен. Специално внимание отново се обръща на извършването на пенсионните реформи. По-конкретно, нетните разходи за реформата на публично управлявания пенсионен стълб се залагат така, че срещу тях да е налице дефицит на база линейна регресия за период от пет години, и това също се взема предвид за отмяната на ППД, при положение че дефицитът спада значително и непрекъснато и се е доближил до референтната стойност.

Освен това докладът изтъква значението на бюджетните правила и на техния надзор за допълване ангажиментите на държавите в рамките на ПСР, така че да се заздравя националната институционална среда и да се подобри изпълнението на закона.¹²⁶ В този смисъл докладът препоръчва по-голяма ангажираност на националните парламенти с процеса на фискален надзор на ЕС. Той също признава, че доверието и изпълнението на бюджетната рамка се облягат много силно на наличието на коректни и достоверни фискални данни. В раздел I.9.4 се коментират подробно тенденциите в управлението на статистиката в ИПС.

След Реформата на ПСР от 2005 г. прилагането на корективния лост определено се подобри. Опасенията на медиите и други коментатори за по-слабото му приложение не се сбъднаха. След реформата на ПСР фактически всички дефицити над 3% от БВП се считат за прекомерни и задействат процедура при прекомерен дефицит, което потвърждава, че ПСР се запазва като ефективна рамка, основана на правила.¹²⁷ Но не така

ясна е ситуацията, що се отнася до предпазния лост на Пакта. В тази обстановка през 2007 г. Комисията обнародва Изявление относно „Осигуряване ефективността на предпазния лост на ПСР“ (*Ensuring the effectiveness of the preventive arm of the SGP*), включващо множество предложения за усъвършенстване на прилагането му в рамките на реформирания ПСР. Допълнителни предложения за подобряване на фискалния надзор са изложени в част II от настоящия доклад.

10.3. УПРАВЛЕНИЕ НА СТРУКТУРНАТА ПОЛИТИКА

10.3.1. Общи насоки на икономическата политика и Лисабонската стратегия

Макар и в голяма степен да остава от компетентността на държавите-членки, нуждата от засилване на структурните реформи в ИПС е широко призната от самото му начало. Например чл. 99.1 от Договора изисква държавите-членки да „провеждат икономическите си политики като въпрос от общо значение и ги координират в рамките на Съвета“. Това е видно например от указанията към еврозоната в Общите насоки на икономическата политика (ОНИП), на които чл. 99.2 от Договора за ЕС е възложил централна роля при съгласуването на икономическата по-

достатъчен напредък на Гърция и Германия през 2005 г. и 2006 г. съответно, което създаде прецедент и укрепи доверието в пълния набор от инструменти в рамките на ПСР.

¹²⁶ Договорът също признава важността на националните бюджетни институции и процедури за реализирането на стабилна бюджетна политика, когато призовава държавите-членки „да гарантират, че националните процедури в бюджетната област ще им дадат възможност да изпълнят задълженията си“. Бюджетните институции трябва подобаващо да отразяват специфичната за държавата институционална структура.

¹²⁷ Освен това в съответствие с чл. 104(9) на Договора за първи път бяха издадени Предупреждения за не-

литика. С времето значението на указанията за необходимост от структурна реформа в еврозоната нарасна и те станаха по-явни в текстовете на ОНИП и в по-късните Интегрирани насоки. Първоначално те бяха доста общи, разглеждайки необходимостта от ускоряване на структурната реформа с оглед ниския потенциал за растеж и липсата на гъвкавост. След Интегрираните насоки от 2007 г. обаче се споменават конкретни области на реформи, включително възможностите за фискални маневри, качеството на публичните финанси, конкуренцията в сферата на услугите, интеграцията на финансовия пазар, гъвкавостта на пазара на труда и тенденциите при заплатите (виж каре I.10.3). Реалното управление на структурните реформи в еврозоната остана предмет на „открития метод на съгласуване“ в рамките на Лисабонската стратегия¹²⁸, която е ориентирана главно към ефекта от обучението, към поставянето на реперни нива и оказването на партньорски натиск. Първоначално успехът на структурната реформа по Лисабонския дневен ред е противоречив (виж глави I.2 и I.6). Доклад за напредъка при постигането на Лисабонските цели, съставен през 2004 г. от група експерти на високо равнище, председателствана от бившия нидерландски министър-председател Вим Кок, отдава противоречивия успех на „липсата на чувство за политическа неотложност сред държавите – членки на ЕС“. Както изглежда, „откритият метод на съгласуване“, възприет при Лисабонския процес, е имал ограничен успех. Приемането на специфични за държавите-членки от еврозоната препоръки за отстраняването на пропуски в структурната реформа даде да се разбере, че е необходимо да се изпълнява дневен ред на кон-

кретна за цялата еврозона структурна реформа. Например препоръките за еврозоната са насочени към засилване на възможностите за извършване в нея на корекции, обхващащи фискалните възможности за маневриране, нееластичността на заплатите и цените, ефективността на финансовата корекция и пренасочването между сектора на търгуемите стоки и сектора на нетъргуемите стоки. Това са специфични за еврозоната въпроси, които отиват отвъд „традиционния“ Лисабонски дневен ред за по-висок растеж и повече работни места, тъй като те боравят с механизми за извършване на по-ефективни корекции в еврозоната при липсата на корекция чрез вътрешни обменни курсове и при единна парична политика.

Стратегията бе лансирана отново през 2005 г. и по-ясно се съсредоточаваше върху растежа и заетостта. На заседанието на Съвета от пролетта на 2006 г. държавите-членки разграничиха четири приоритетни области и се договориха за извършването на конкретни действия за постигането на напредък: повече инвестиции в знания и иновации; деблокиране възможностите на бизнеса, особено при малките и средните предприятия; по-голяма приспособимост на пазарите на труд; гарантиране на сигурни и стабилни доставки на енергия. Освен задаването на по-строги приоритети бе подобро и управлението на стратегията чрез по-ясно партньорство и разграничаване на отговорностите на общностно и национално ниво. Държавите-членки бяха приканени да изготвят проекти на национални програми за реформи, излагащи техните намерения за икономическата политика за периода 2005–2008 г., както и да назначат национални координатори. Държавите-членки внесоха доклади за изпълнението на своите национални програми за реформи и за постиженията в четирите приоритетни области. Важното е, че Интегрираните насоки вече спомагат за вграждане на приоритетите на еврозоната в местните приоритети за реформи на държавите-членки. Липсата на възможности за корекции естествено не се проявява като очевиден проблем на национално ниво, но е такъв на равнище еврозона.

Освен това фактът, че препоръките за еврозоната са вече много по-прецизни от по-старите ОНИП, може да допринесе за осведомеността

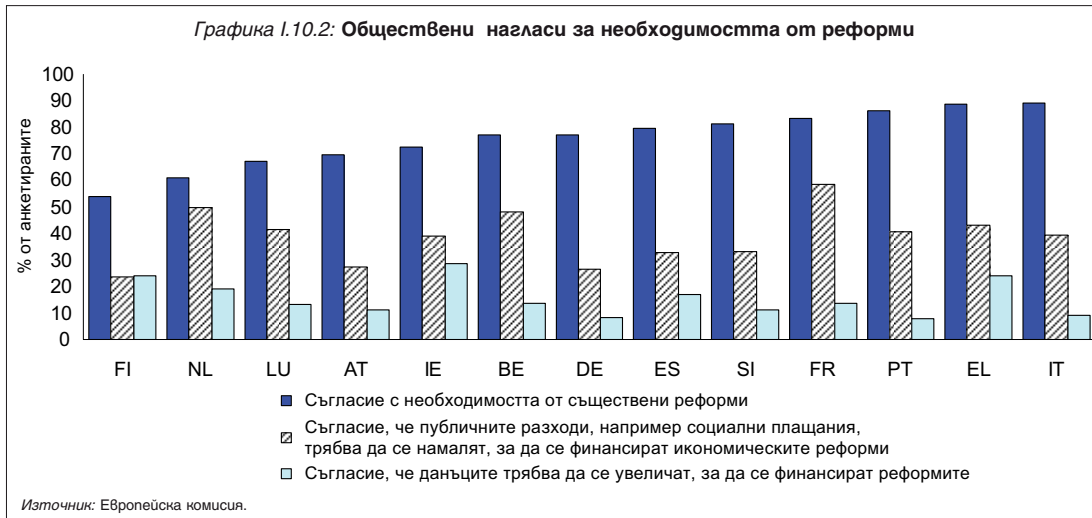
¹²⁸ На срещата на върха през март 2000 г. в Лисабон правителствата на ЕС постигнаха споразумение стратегическа цел на Европа да стане създаването „до 2010 г. на най-конкурентната и динамична икономика, основана на знанието“. Към главните подцели спадат: 1) подемот на иновациите и на научно-развойната дейност (НРД), включително залагане на разходи за НРД в размер на 3% от БВП; 2) по-бързата структурна реформа, включително завършване изграждането на вътрешния пазар; 3) модернизацията на социалния модел (за задълбочена реформа на пазара на труда и борба със социалната изолация при постигане равнище на заетост от 70% (60% за жените и по-възрастните работници); 4) намаляване на бюрокрацията; и 5) стабилна съвкупност от макроикономически политики.

Карта 1.10.3: Еволюция на Общите насоки на икономическата политика

Общите насоки на икономическата политика са основни документи на икономическата политика, обхващащи както макроикономическата, така и структурната политика. Те са насочени към насърчаване на последователността в различните области на стопанската политика и са основани на изграждането на общо съгласие, като същевременно за изпълнението им се разчита на партньорски натиск. ОНИП бяха въведени през 1993 г., но специфичните препоръки по страни бяха включени едва след 1999 г. От тогава те еволюираха по следния начин:

- В общата си част ОНИП от 1999 г. описват съвкупност от политики в еврозоната, състояща се от четири елемента. Те се нареждат веднага след фискалната политика, паричната политика и заплатите, договаряйки „ангажираност от страна на държавите-членки да вървят напред с предварително комплексно обмислени, последователни и всеобхватни реформи с оглед подобряване на приспособимостта и ефективността на пазарите на стоки, капитал и труд“ (Препоръка на Съвета от 12 юли 1999 г.).
- През 2001 г. ОНИП споменават за първи път еврозоната в конкретните (по страни) насоки на икономическата политика, разглеждащи всяка държава-членка на еврозоната поотделно. Това обаче се отнасяше само за бюджетната политика, но не и за препоръките относно структурните политики (Препоръка на Съвета от 15 юни 2001 г.).
- ОНИП за периода 2003–2005 г. за първи път включваха конкретни препоръки за еврозоната. Бяха отправени пет такива препоръки към дейци на национално ниво, свързани със съвкупността от политики, бюджетните позиции, различията в инфлацията, външното представителство и управлението на структурните реформи. Последната препоръка, насочена към държавите-членки, е да „подобрят ефективността на съществуващите процедури по съгласуване в областта на структурните реформи, целящи засилване на възможностите за растеж и гъвкавостта по отношение на шокове“ (Препоръка на Съвета от 25 юни 2003 г.).
- Интегрираните насоки за периода 2005–2008 г. (които сляха ОНИП с Насоки за заетостта (*Employment Guidelines*)), включват конкретна глава за „динамична и добре функционираща еврозона“, чиято кулминация е в препоръка към държавите-членки да „осигурят по-добро съгласуване на своите икономически и бюджетни политики“. Препоръката излага по-подробно четири пункта, третият от които изисква да се „върви напред със структурните реформи“ (Препоръка на Съвета от 28 юни 2005 г.).
- В актуализацията на Интегрираните насоки от 2007 г. Съветът даде на държавите-членки от еврозоната четири точни препоръки, които те трябва да вземат под внимание заедно с конкретните за държавата препоръки. Те засягат: 1) бюджетната консолидация, 2) качеството на публичните финанси, 3) конкуренцията в областта на услугите и интеграцията на финансовите пазари, 4) гъвкавост на пазара на труд и заплати.

Графика I.10.2: Обществени нагласи за необходимостта от реформи



на обществеността относно нуждата от реформи. Очевидно е, че например мерките за подобряване на финансовата интеграция се коментират рядко от по-широката общественост, като изключим критичните ситуации. По подобен начин изгодите от по-интегрираните и конкурентни пазари на услугите за приспособяване на еврозоната не изиграха никаква роля при противоречията около Директивата за услугите преди няколко години.

Държавите-членки от еврозоната постигнаха политическо съгласие както за нуждата от структурни реформи, така и за предимството те да бъдат съгласувани. В този дух са и заключенията на Европейския съвет от пролетта на 2006 г.: „Европейският съвет признава специалното значение на засилването на структурните реформи в държавите-членки от еврозоната и акцентира върху необходимостта от ефективно съгласуване на политиката в тези области, т.е. като изискване за по-ефективно посрещане на асиметричните тенденции в паричния съюз.“ И все пак връзката между необходимостта от реформи в еврозоната и предприетите в държавите-членки конкретни реформи все още е твърде слаба.

Наблюдателите установяват три основни причини за липса на склонност към реформи:

- *Липса на поддръжка от страна на обществеността.* Като важни препятствия са установени предразсъдъците на статуквото, опасенията от загуба и несигурността относно

последниците за разпределението.¹²⁹ Извършено наскоро проучване на Евробарометър в еврозоната сочи, че независимо от големия брой анкетирани, счели икономическите реформи за необходими, ентузиазмът им бързо се стопява, ако това е свързано с по-високи данъци или влошаване качеството на социалните плащания или на обществените услуги (виж графика I.10.2).¹³⁰

- *Съпротива срещу реформите от добре организирани заинтересовани групи.* Реформите обикновено са свързани с разходи за тези, които имат ползи от режима на прилаганата преди тях политика. Тези групи могат да се активизират и упражнят натиск срещу подобни реформи. Натискът обикновено не среща съпротива, тъй като ползата от реформите е неравномерно разпределена сред населението.
- *Неефективност, присъща на осъществяването на политиката.* Възможностите за провеждане на реформи зависят и от нивото на техническа и административна компетентност.

¹²⁹ Тези проблеми са посочени в *Heinemann et al. (2007)*, където се прилагат подходи, използвани от бихейвиористичната (поведенческа) икономика за изследване на психологическите причини, стоящи зад съпротивата срещу реформите.

¹³⁰ *Eurobarometer (2007), Public attitudes and perceptions in the euro area, Flash Eurobarometer № 216.*

Определено се оформя картина, внушаваща, че провеждането на желателни или дори на необходими реформи се възприема от формиращите политиката като непопулярно.

При определени условия обаче електоралната цена на структурните реформи може да се ограничи, тъй като избирателите е възможно вместо да отхвърлят, да възнаградят правителства, които ги провеждат. По-специално, застраховането на доходите, осигурено от финансовите пазари, и/или една мрежа за силно преразпределение на социалните блага могат да спомогнат да се преодолее политическата съпротива срещу структурните реформи, тъй като и двата фактора водят до разширяване на времевия хоризонт на домакинствата (*Bertola, 2007*). Социалното застраховане се осъществява, като на „губещите“ от структурната реформа се предлага щедра компенсация. Развитието на финансовите пазари прави това чрез премахването на ограниченията пред ликвидността, а също и позволявайки предварителна реализация на произтичащи от структурните реформи бъдещи печалби посредством капиталовите пазари и нарастването на „постоянния доход“. Най-нова разработка на Европейската комисия, представена в глава II.4, осигурява емпирични данни, сочещи, че тези канали наистина действат. Заключение е, че изпреварващото развитие на финансовите пазари и/или наличието на широки мрежи за социална сигурност действително намаляват политическата съпротива срещу структурните реформи при пазарите на труд и стоки.

10.4. МЕЖДУНАРОДНО УПРАВЛЕНИЕ

Договорът (чл.111) предвиждаше процедури, обхващащи валутната политика, сключването на валутни споразумения с трети държави и заемането на позиция и външното представителство по спорни въпроси от особено значение за ИПС. Съветът ЕКОФИН бе определен като главен политически фактор, а Комисията наред с ЕЦБ получи право на инициатива по въпросите на валутната политика.

10.4.1. Валутна политика

Договорът предвиждаше възможност за преминаване към система на фиксирани валутни курсове с държави извън ЕС, както и формулира-

нето на общи насоки на валутната политика. За последните по принцип се счита, че обхващат неформални споразумения с партньори извън еврозоната, както и едностранно заемане на позиция от страна на еврозоната. Формалните споразумения изискват единодушно решение на Съвета след предложение на ЕЦБ или на Комисията и консултации с ЕЦБ и Европейския парламент. При неформалните споразумения Съветът взема решение с квалифицирано мнозинство или по препоръка на ЕЦБ, или по препоръка на Комисията и след консултиране с ЕЦБ. Евросистемата (системата на националните централни банки и ЕЦБ), която държи резервите на еврозоната в чуждестранна валута, единствена отговаря за осъществяването на интервенции. Като допълнителна защита за независимостта на ЕЦБ се предвижда, че валутната политика и по-специално общите насоки не бива да застрашават първостепенната цел – поддържането на ценова стабилност.

На практика правилата, ръководещи провеждането на валутната политика по отношение на еврото, еволюираха в голяма степен по неформален начин. Инструментите, предвидени в Договора, никога досега не са използвани за целите на валутната политика. Редовният надзор върху валутната политика от страна на Еврогрупата (на основание Решение на Съвета ЕКОФИН от 1997 г.) води до „компетенции“ относно обменния курс на еврото спрямо основните валути и до договорен език при участието на председателя на Еврогрупата в дискусиите по валутните курсове на заседанията на министрите на финансите и на управителите на централните банки от Г-7. Дори при подготовката на основание за валутни интервенции през есента на 2000 г. Еврогрупата формулира позицията си в своето редовно комюнике, вместо да възприеме общите насоки въз основа на чл. 111. ЕЦБ понякога също дава писмени изявления и прес-съобщения относно курса на еврото.

Взаимозависимостта между валутната и другите видове икономическа политика доведе до споразумение, според което президентът на ЕЦБ посещава заседанията на Еврогрупата, а председателят на Еврогрупата и комисарят по икономическите и паричните въпроси са поканени като наблюдатели на заседанията на Управителния съвет на ЕЦБ. Прагматичен подход се след-

ва и за мисиите на МВФ при подготовката на консултации по член IV за еврозоната, където, макар че самата еврозона не е член на МВФ, експертите на МВФ се срещат с работна група на ЕЦБ, Комисията и Еврогрупата.

Независимо от оставащите неясноти, практическото провеждане на валутната политика в еврозоната не се е сблъскала със съществени проблеми. Съгласуваните интервенции през септември и ноември 2000 г. за възпиране обезценяването на еврото (виж глава I.2) показват, че е възможно ефективно действие. Интервенциите през септември 2000 г. бяха след споразумение на ниво Еврогрупа, след което Евросистемата проведе интервенции заедно с партньори от Г-7. През ноември 2000 г. Евросистемата интервенира едностранно без друго конкретно споразумение на равнище Еврогрупа (въз основа на „зелена светлина“ да интервенира, дадена от Еврогрупата през септември). В публичните си изявления след интервенциите членове както на Еврогрупата, така и на Евросистемата се стремяха да изтъкнат собствената си роля при подготовката на решението за интервенция.

Както е подчертано в част III на доклада, Еврогрупата е изправена пред трудност, състояща се в разработването на общо виждане по спорните валутни въпроси, което е предварително условие за провеждането на валутната политика, и в придържането към договореното виждане при техните външни отношения. Често представите на властите в трети държави се свеждат до липсата на прозрачност, което се подсилва от факта, че гледищата на министрите в Еврогрупата не винаги са сходни. Понякога това води до липса на последователност в публичните им изявления. Решението от 2005 г. за назначаване на председател на Еврогрупата за мандат от две години и за по-активното му участие в срещите на Г-7 засили прозрачността при представянето на еврозоната. При ръководените от МВФ многостранни консултации относно глобалните диспропорции по текущите сметки, за които тенденциите в областта на валутните курсове също играят роля, възникна друга схема, при която ръководителите на Еврогрупата, ЕЦБ и Комисията съвместно представиха еврозоната. Този подход бе повторен на най-високо равнище при двустранния диалог с Китай през ноември 2007 г., където

еврозоната бе представена от трима представители, т.нар. тройка: председателя на Еврогрупата, президента на ЕЦБ и комисаря по икономическите и паричните въпроси. По-долу следва допълнителен коментар по външното представителство на еврозоната.

10.4.2. Външно представителство

Не е постигнат голям напредък в опитите за формализиране на външното представителство на ЕС/еврозоната по финансовите и паричните въпроси. В резултат на това за съжаление външното представителство на Европа на международните финансови форуми остава непълно, което намалява реалното влияние на еврозоната в тях.

Представянето на държавите от еврозоната/ЕС в Бретънудските институции остава непълно за голям брой групи (виж таблица I.10.1 за положението в МВФ). Освен това някои от тях са в смесени групи, където попадат държави, нечленуващи в еврозоната и дори в ЕС. За да бъде ефективно, това непълно представителство изисква силна координация. Но макар стъпки в тази насока да се предприемат от 1999 г.¹³¹ насам, съгласуването на действията на Европа в МВФ не е достатъчно развито. Не само че броят на въпросите, по които се осъществява съгласуване, остава ограничен, но понякога съществуват и проблеми с цялостното отразяване на договорените в Брюксел общи насоки в съобщенията на изпълнителните директори на ЕС във Вашингтон.

Всичко това обяснява защо независимо от като цяло големия брой на гласовете и на председателите на групи от държави от ЕС в Бретънудските институции ЕС се приема за имащ по-малко влияние в тях от САЩ, които обаче имат квота, наполовина по-малка от общата квота на държавите от ЕС. Държавите от ЕС заедно имат око-

¹³¹ Към тях спадат създаването на специализирани комитети в Брюксел и Вашингтон за подобряване съгласуването на позициите на ЕС в МВФ и Световната банка, назначаването на всеки две години на изпълнителен директор на ЕС, който да представя позициите на ЕС пред МВФ, и участието на ЕЦБ като наблюдател в Борда на МВФ. Виж *Van den Noord et al.* (2008).

Таблица 1.10.1.
Групи в МВФ (към 13 февруари 2008 г.)

	Председателстващи държави	Други държави от ЕС в групата	Общ дял на гласовете на групата (%)	Общ дял на държавите от ЕС (%)
Групи от една държава				
САЩ		16.79		
Япония		6.02		
Германия		5.88	5.88	
Франция		4.86	4.86	
Обединеното кралство		4.86	4.86	
Китай		3.66		
Саудитска Арабия		3.17		
Русия		2.70		
Смесени групи, включващи държави от ЕС				
Белгия	Австрия, Чешката република, Унгария, Люксембург, Словакия, Словения	5.15	2.15	
Нидерландия	България, Кипър, Румъния	4.76	0.85	
Венесуела ¹	Испания	4.45	1.39	
Италия	Гърция, Малта, Португалия	4.11	0.75	
Канада	Ирландия	3.64	0.39	
Швеция ²	Дания, Естония, Финландия, Латвия, Литва	3.44	1.52	
Швейцария	Полша	2.79	0.63	

¹ Председателството е ротационно между Испания, Мексико и Венесуела.

² Председателството е ротационно между Дания, Финландия, Швеция и Норвегия.

Източник: МВФ.

ло 32.5% от реалните квоти¹³² в МВФ и упражняват известно влияние чрез ръководството на смесени групи от държави при допълнително 12% от гласовете. Те освен това имат 6–8 изпълнителни директори (от общо 24) и 7–9 заместващи изпълнителни директори. Подобно е положението и в Световната банка. Недостатъчното съгласуване обаче означава, че реално представеното право на глас е значително по-малко от общия дял на гласовете.

Що се отнася до *Г-групите и други важни многонационални икономически и финансови форуми*, като Форума за финансова стабилност (ФФС) и ОИСР, там са представени само няколко големи държави от еврозоната/ЕС, докато институциите на Общността или на еврозоната все още не са достатъчно добре представени:

- В *Г-7 институциите* на Общността са частично изключени от подготвителните заседания на ниво заместник или „заместник на заместник“ и на правителствените срещи Комисията участва само по определени важни въпроси от дневния ред, като често бива из-

ключвана от въпроси, по които има общностна компетентност и експертно мнение (например търговия, въпроси на финансовите пазари, сътрудничество за развитие и глобални диспропорции).

- Комисията е изключена и от правителствените срещи на *Г-20*, а въпреки ролята ѝ по въпросите на финансовото регулиране – и от *ФФС*.¹³³ Частичното изключване на институциите на Общността от тези форуми не дава възможност в някои случаи на тях да се провеждат по-задълбочени дискусии и да бъдат постигнати споразумения по определени въпроси, тъй като част от значимите фигури не участват.
- Представянето на ЕС и на еврозоната в *ОИСР* е далеч от оптималното. Понастоящем само 19 държави от ЕС са членове на ОИСР, като три нови държави от еврозоната (Кипър, Малта и Словения) остават извън тази институция. Независимо че Общността, представена от Комисията, се радва на специален статут с практически всички права и

¹³² Всяка държава – членка на МВФ, има квота, деноминирана в СПТ, която най-общо се основава на относителната ѝ позиция в световната икономика. Квотите определят записания капитал, дела от гласовете и размера на финансовата помощ, която може да бъде получена от Фонда.

¹³³ На своето заседание от 28 януари 2008 г. в Лондон министър-председателите на европейските държави от *Г-7* потвърдиха отново волята си Комисията да участва като наблюдател във *ФФС*. Това предложение обаче трябва да бъде договорено с другите членове на *Г-7*.

задължения на членството, тя няма право на глас. И въпреки наличието в Брюксел на известна координационна инфраструктура (главно чрез т.нар. Комитет 133, който обаче е ангажиран само с някои въпроси, решавани от установената в Париж организация), има още какво да се желае по отношение координирането между държавите от ЕС, които членуват в ОИСР.

През последните години множество икономисти и политици твърдят, че наличието на единна парична и валутна политика дава силен аргумент за пълното консолидиране на представителството на еврозоната (или ЕС) в МВФ чрез приемането на единно председателство.¹³⁴ За някои наблюдатели (*Ahearne & Eichengreen, 2007*) еднородността на предпочитанията по отношение на макроикономическите и паричните въпроси между държавите от ЕС (а не само между държавите от еврозоната) е такава, че може да се гарантира дори консолидиране на представителството в МВФ на всички държави от ЕС. Доводът тук обаче определен е по-слаб. Пълното консолидиране на групите от държави от еврозоната (или ЕС) вероятно ще наложи изменение на учредителния договор на МВФ, тъй като той ограничава състава на електоралните групи до 9% от общите гласове и не предвижда съвместно членство на група държави.¹³⁵

Едно проучване, извършено наскоро, сочи, че еврозоната може да увеличи действителната сила на гласовете си в МВФ чрез консолидиране на представителството дори при намаляване на общото право на глас. Така, анализирайки броя на гласовете, автори като *Leech (2004, 2005)* и *Bini-Smaghi (2006b)* показват, че действителната сила на гласовете на ЕС/еврозона е значително под общия им дял, докато тази на САЩ е по-голяма от техния дял.¹³⁶ Анализ на експерти на Комисията, извършен по-късно, потвържда-

ва тези заключения и посочва, че еврозоната/ЕС биха могли да спечелят реално при гласуване чрез частично прегрупиране на електоралните си групи (виж *Bertoldi, Just & Wichern, 2008*).

Целта да се постигне единно председателство в МВФ досега не е получила достатъчна политическа подкрепа от държавите от еврозоната. Това е така по-конкретно защото някои държави от еврозоната, които се чувстват в привилегировано положение, заемайки председателско място или длъжност на заместник-изпълнителен директор на своите електорални групи, се страхуват от загуба на влияние при консолидирането на председателствата. Някои чувстват, че въпреки наличието на обща парична и валутна политика тяхното участие в МВФ трябва да остане в сферата на националната им външноикономическа политика.

В случая с *Г-групите* също имаше предложение, насочени към реформирането им чрез консолидация на европейското представителство, като същевременно се допусне влизането на някои държави със системно важни възникващи пазарни икономики. Ето защо например *Ahearne & Eichengreen (2007)* предлагат разпадане на Г-7 и образуване на Г-4, където да влизат САЩ, Китай, Япония и еврозоната, или на Г-5, включваща и Обединеното кралство. *Bergsten* от своя страна предлага да се работи със съществуващата Г-20, но участието на ЕС да се консолидира чрез отпадането на четири индивидуални членове, така че да се създаде Г-16 (*Bergsten, 2006*).

За някои икономисти Г-20 е твърде голяма и неефективна. За други концентрирана група като Г-4/Г-5 би била твърде малка, за да е представителна. Както подчертава *Bergsten (2006)*, при укрепване структурата на Г-групите трябва да се намери подходящо равновесие между, от една страна, легитимност и уместност (което предполага участието на повече държави), и от друга – ефективност при вземането на решения (което предполага поддържането на по-малък брой членове). Консолидирането на европейското представителство ще спомогне за образуването на Г-група, която е едновременно и ефективна, и има широко представителство на значими играчи. До сега обаче този тип реформа не среща достатъчна подкрепа сред европейските държави или други членове на Г-7.

¹³⁴ Виж *Bini-Smaghi (2004 и 2006a), Truman (2006)* и *Pisany-Ferry et al. (2008)*

¹³⁵ Относно правните аспекти на приемането на единно председателство в МВФ виж *Mahieu, Ooms & Rottier (2003)*.

¹³⁶ Индексът на реалното право на глас се определя като вероятност един притежател на електорален дял да промени изхода от вота, присъединявайки се или оттегляйки се от възможни коалиции с други гласувачи. Силата на един глас се измерва като дял от всички колебаещи се потенциални гласове.

Накрая, в случая с ОИСР през 2007 г. Комисията лансира процес на обмисляне за оценка на последствията от новата стратегия, приета от тази институция (която реши да разшири членството до някои държави с важни възникващи пазарни икономики и да увеличи тяхното участие в решаването на въпросите на глобализацията), и ролята, която Общността трябва да играе в нея. Целта е да се гарантира, че всички държави от ЕС са ефективно представени в ОИСР (особено чрез участието на Комисията), имайки предвид, че някои от тях няма да са в състояние да се присъединят в относително продължителен период от време и че гласът на Общността в тази институция е съизмерим с нейната икономическа и регулаторна значимост. Все още обаче не са приети конкретни мерки за постигането на тези цели.

Дългосрочните тенденции в световната икономика и по-специално увеличаващата се тежест на държавите с възникващи пазарни икономики (особено в Азия), както и намаляващата тежест на еврозоната по всяка вероятност допълнително ще ограничат влиянието на държавите от еврозоната в международните финансови институции и форуми.¹³⁷ Това ще задълбочи проблемите, дължащи се на непълното представителство.

10.4.3. Двустранни разговори

През последните 20 години ЕС усъвършенства редовните разговори по макроикономически и финансови въпроси със значителен брой държави и региони както на високо, така и на техническо равнище. С изключение на диалога тип тройка с Китай, тези разговори се провеждат от ЕС, а не от еврозоната.¹³⁸

¹³⁷ Така например дългосрочните прогнози за растежа на експерти на Комисията (*Moreno, Just & Wichern*, 2008) сочат, че обобщеният изчислен квотен дял на еврозоната би могъл да спадне от 23% в началото на 2008 г. на 21% до 2020 г. и на 12% до 2050 г. *Bénassy-Quèrè et al.* (2007) също прогнозираят значително намаляване на квотата на еврозоната през периода до 2030 г.

¹³⁸ Коментарът по-долу не обхваща разговорите с държави, които формално се считат за кандидатки за членство в ЕС (в момента това са Хърватия, Бившата югославска република Македония и Турция) или държавите – потенциални кандидатки (Албания, Босна и Херцеговина, Черна гора и Сърбия, включи-

От гледна точка на ЕС тези разговори не са алтернатива на провежданите многостранни форуми, а са по-скоро полезно тяхно допълнение. Разговорите обхващат три основни типа въпроси: а) глобални въпроси, които винаги присъстват в дневния ред на дискусиите при многостранните форуми (например глобални диспропорции, реформа на МВФ/Световната банка, финансова глобализация, енергийна ефективност и сигурност, финансиране на развитието); б) регионални въпроси, представляващи интерес и за двете страни или където опитът на ЕС е подходящ (например финансова и парична интеграция между азиатски партньори или партньори от Съвета за сътрудничество на страните от Персийския залив); и в) основни двустранни въпроси, включително проблеми на макроикономическата политика, стратегии на структурната реформа, кредитиране от Европейската инвестиционна банка и влияние на споразуменията за свободна търговия между ЕС и въпросната държава или регион.

От гледна точка на глобалното наблюдение акцентът при разговорите на високо равнище се поставя върху ограничен брой стратегически партньори, а именно Бразилия, Китай, Индия, Япония, Русия, Южна Африка и САЩ. На тези държави се падат почти 70% от БВП, произведен от света без ЕС, измерен на база паритета на покупателната способност, и 46% от търговията на ЕС с трети държави. С Китай, Индия, Япония и Русия вече се провеждат годишни преговори по макроикономически въпроси, в повечето случаи съвместно с тези за регулирането в областта на финансите. Обмислят се подобни разговори с Бразилия и ЮАР. Със САЩ се отдава приоритет на сътрудничеството при регулирането в сферата на финансите, включително в контекста на новата Рамка за напредък на трансатлантическата икономическа интеграция¹³⁹,

телно Косово – UN1244), тъй като те имат различна институционална и политическа рамка и малко по-различни цели.

¹³⁹ На Срещата на върха ЕС – САЩ през април 2007 г. и двете страни се споразумяха да задълбочат диалога в областта на регулирането на търговията, финансовите пазари, инвестициите и правата върху интелектуалната собственост. На срещата на върха на правителствено равнище бе създаден Трансатлантически икономически съвет, който да насочва и следи за изпълнението на мерките, предвидени в договорената на срещата рамка.

докато дискусиите по макроикономически въпроси не са на формално равнище и обикновено се провеждат в обхвата на многонационалните форуми.

Тези двустранни разговори със стратегически държави от страна на Комисията обикновено се провеждат на равнище генерален директор/заместник-министър, а в някои случаи нивото се повишава до министър. ЕЦБ е поканена да участва в разговорите и често е представена от член на УС. С Китай, както бе отбелязано, през ноември 2007 г. беше организиран двустранен диалог, като еврозоната бе представена от тройка, включваща председателя на Еврогрупата, президента на ЕЦБ и комисаря по икономическите и паричните въпроси. Също така беше договорено да се проучат начините за подобряване на диалога с Китай на по-дългосрочна основа.¹⁴⁰

ЕС също се споразумя с всичките тези държави да установи стратегически партньорства, което предполага засилено сътрудничество и диалог по политически и икономически въпроси, включително редовното организиране на срещи на върха на държавните ръководители и на други срещи на високо равнище.

ЕС също провежда разговори на високо равнище в областта на макроикономиката и финансите с определени региони или групи държави. По-конкретно, финансовите министри на ЕС се срещат редовно със своите азиатски партньори в рамките на т.нар. Азиатско-европейски срещи (АСЕМ)¹⁴¹ с държавите от Европейската асоциация за свободна търговия (Исландия, Лихтенщайн, Норвегия и Швейцария) и със Средиземноморските държави.¹⁴² Макроикономическият диалог с държавите от Латинска Америка е ог-

раничен и се провежда рядко (например специални срещи с министрите на финансите на държавите от МЕРКОСУР).¹⁴³ С държавите от Съвета за сътрудничество на страните от Персийския залив диалогът по макроикономически въпроси засега остава главно на техническо ниво и има спорадичен характер.

10.5. ВИСОКО КАЧЕСТВО НА СТАТИСТИКАТА ЗА ИПС

Правилното функциониране на ИПС, ефективният надзор и съгласуване на икономическата политика и в по-общ план работата в условията на съвременната демокрация изискват всеобхватна информационна система с цел определящите политиката лица да разполагат с данни, върху които да основават своите решения.¹⁴⁴ Своевременната статистика е предварително условие за ефективна оценка на състоянието и перспективите за развитие на икономиката. Както твърди Александър Ламфалуси, „нищо не е по-важно за паричната политика от добрата статистика“ (ЕМИ, 1996). Може да се каже, че това е валидно и за други видове макроикономическа политика. Освен това частният сектор също използва тази статистика и от своя страна се намесва на пазарите (Trichet, 2004).

През 1998 г. държавите – членки на ЕС, вече имаха дългогодишен опит при съставянето на макроикономическа статистика, но качеството ѝ варираше в широки граници. След Маастрихтския договор през 1992 г. бяха предприети няколко инициативи за стимулиране на сътрудничеството между съставителите на макроикономически данни и за подобряване на статистиката.¹⁴⁵ Едни от най-важните елементи на статистическото законодателство, приети или

¹⁴⁰ САЩ и Китай също взеха решение да продължат двустранните си икономически разговори. През 2006 г. бяха предприети шестмесечни Стратегически икономически преговори с Китай на правителствено ниво, които освен макроикономически и финансови въпроси, обхващаха и други области, като енергетика и околна среда.

¹⁴¹ Срещите АСЕМ включват представители от 27-те държави на ЕС, Комисията, Китай, Индия, Япония, Пакистан, Южна Корея, Монголия, седем азиатски държави, които са членове на АСЕАН (Бруней-Дарусалам, Камбоджа, Индонезия, НДР Лаос, Малайзия, Мианмар, Филипините, Сингапур, Тайланд и Виетнам) и секретаря на АСЕАН.

¹⁴² Заседанията със средиземноморските партньори, започнали през 2005 г. в рамките на т.нар. Барселонски процес за Евро-средиземноморско партньорство (Евромед), включват следните 10 средиземноморски държави: Алжир, Египет, Израел, Йордания, Ливан, Мароко, Палестинската автономия, Сирия, Тунис и Турция.

¹⁴³ МЕРКОСУР включва следните държави: Аржентина, Бразилия, Парагвай и Уругвай. Венесуела подаде молба за пълно членство в МЕРКОСУР.

¹⁴⁴ *Almunia* (2007), *ECB* (2000, 2001, 2003a).

¹⁴⁵ Относно по-ранни случаи на сътрудничество в областта на макроикономическата статистика при подготовката за ИПС виж *Van Wijk* (2001) и *Bull* (2004).

подготвени при подготовката за еврото, бяха: а) приемането на Европейската система от национални и регионални сметки (ЕСС'95) и на програмата ѝ за предаване на данни от националните сметки¹⁴⁶; б) поредица от регламенти относно съставянето на хармонизирани индекси на потребителските цени (ХИПЦ); в) регламент, определящ отчитането на данните за бюджетния дефицит и правителствения дълг за целите на процедурата при прекомерен дефицит; г) регламент за краткосрочната икономическа статистика; и д) регламент за организацията на представително статистическо проучване на работната ръка в ЕС.¹⁴⁷

При учредителното заседание на Еврогрупата на 4 юни 1998 г. обаче (известна по това време като група Евро-11) министрите привлякоха вниманието към важни празноти в наличната статистика на еврозоната, които бе необходимо спешно да се попълнят. В отговор Паричният комитет на ЕС подготви доклад за статистическите изисквания в ИПС, който през януари 1999 г. бе одобрен от Съвета ЕКОФИН. Докладът определи пет приоритетни области: а) тримесечни национални сметки; б) статистика на публичните финанси; в) статистика на пазара на труда; г) краткосрочна стопанска статистика; и д) платежен баланс и търговия.

През септември 2000 г. Съветът ЕКОФИН одобри *План за действие за статистиката на ИПС*. *Планът за действие* определяше статистическите области и държавите-членки, където е необходимо да се постигне бърз напредък. Ударението бе поставено върху гореспоменатата статистика и впоследствие действията се насочиха към подобряване на навременността и обхвата и към усъвършенстване на съществуващата или изработване на необходимата правна рамка.

¹⁴⁶ ЕСС'95 замени *ESA* (второто издание от 1979 г.). ЕСС'95 беше изменяна, допълвана и уточнявана на няколко пъти и програмата ѝ за предаване на данни също беше доразвита след 1996 г.

¹⁴⁷ Съществуваха и няколко инициативи от страна на ЕЦБ и нейния предшественик Европейския паричен институт (като насоки и ръководства за съставяне) относно паричната и банковата статистика, на които не се спираме по-нататък в този раздел (виж *Bull*, 2004).

Планът за действие ускори развитието на краткосрочната икономическа статистика в еврозоната, но бързо се сблъска с ограничения, дължащи се на закъсняващото публикуване на статистиката за някои държави-членки. *Планът за действие*, макар и с много голям принос, не беше достатъчен, за да се достигне нивото на САЩ и на най-добрата световна практика. Ето защо през 2003 г. беше съставен списък от по-конкретни макроикономически показатели, отчитани за краткосрочни периоди до една година – основните европейски икономически показатели (ОЕИП).¹⁴⁸

ОЕИП имаха по-амбициозен подход по отношение датите на оповестяване на показателите на еврозоната, различни цели и критерии за качеството. От работа за държавите-членки ударението бе прехвърлено върху оповестяването на европейските агрегирани показатели. Подходът на ОЕИП рационализира начина, по който се извеждаха европейските краткосрочни показатели, чрез търсенето на сигурно и ефективно съгласуване на статистическата информация и на практиката по съставяне на статистиката на европейско ниво.

Проектът за ОЕИП бе характерен за краткосрочната икономическа статистика на еврозоната през последните години – един процес, от който са заинтересовани главните институционални потребители като Комисията и ЕЦБ, започващ със сравнение с постигнатото от САЩ (*Öberg*, 2001). В таблица I.10.2 са изброени основните европейски икономически показатели и се посочва съвременността на всяка променлива през 1998 г., 2001 г. и 2007 г., както и целите, посочени от *European Commission* (2002b).

За да изпълни своята роля, официалната статистика трябва да бъде съставена и разпространена според общоприетите стандарти, гарантиращи съответствие с принципите: безпристрастност, достоверност, обективност, научна независимост, икономическа ефективност и статистическа поверителност. Същевременно през последното десетилетие ролята на европейската статистика става все по-важна в контекста на

¹⁴⁸ Съвместен доклад на Съвета и Комисията относно статистиката и показателите на еврозоната, 18 февруари 2003 г.

ИПС, Лисабонската стратегия, интегрираните насоки за растеж и заетост, за наблюдение и преглед на изпълнението на други основни политически инициативи на европейско ниво, както стратегията за устойчиво развитие или дори за даването на убежище и единната имиграционна политика и т.н. Поради това на ЕС са необходими както добро качество на статистиката, така и рамка за нейното изготвяне.

За да вземат под внимание тези изисквания, националните статистически институти и Евростат излязоха с предложение за *Кодекс за дейността на европейската статистика*.¹⁴⁹ *Кодексът* преследва двояката цел да засили доверието в статистическите органи чрез предлагането на определени институционални и организационни мерки и да подобри качеството на статистиката чрез насърчаване прилагането на най-добрите международни статистически принципи, методи и практики. *Кодексът* се състои от 15 принципа, които в голяма степен отразяват фундаменталните принципи на официалната статистика на Организацията на обединените на-

ции. Принципите са структурирани в три групи според институционалната среда, статистическите процеси и крайните резултати. Наблюдението върху изпълнението на изискванията на кодекса включва самооценка и редовни партньорски проверки. Освен това през 2008 г. Европейският парламент и Съветът основаха Европейски консултативен съвет за статистическо управление¹⁵⁰, имащ за цел да осигурява независимо наблюдение върху Европейската статистическа система по отношение изпълнението на кодекса. Съветът ще бъде допълнен и от Европейски статистически консултативен комитет¹⁵¹, който ще представя потребителите на статистиката – научна общност, социални партньори и гражданско общество, както и институционални потребители. Той ще изпълнява важна роля, за да се гарантира, че изискванията на потребителите, както и бремето на отчетността върху доставчиците и потребителите на информация са взети предвид при разработването на европейската политика в областта на статистиката (Bohatà, 2007).

¹⁴⁹ Кодексът за дейността на европейската статистика беше приет от Статистическия програмен комитет на 27 февруари 2005 г. и обнародван в Препоръка на Комисията от 25 май 2005 г. относно независимостта, целостта и отчетността на националните и общностните статистически органи (COM (2005) 217).

¹⁵⁰ Решение № 234/2008/ЕО на Европейския парламент и на Съвета (ОВ L 73, 15.03.2008 г., с. 13).

¹⁵¹ Решение № 235/2008/ЕО на Европейския парламент и на Съвета (ОВ L 73, 15.03.2008 г., с. 17).

Част II

Цели и предизвикателства

РЕЗЮМЕ НА ОСНОВНИТЕ КОНСТАТАЦИИ

Постижения до момента

Картината на първите десет години на еврозоната, представена в част I на този доклад, е благоприятна. Създаден беше внушителен брой работни места. Инфлацията спадна и колебливостта ѝ намалea, а паричната политика се ползва с доверие, мащабът на търговията и на преките чуждестранни инвестиции нарасна повече, отколкото можеше да се очаква вследствие глобализацията, интеграцията на финансовите пазари се задълбочи, стопанските цикли се сближиха, бюджетната политика се подобри и комплексът от макроикономически политики бе приспособен към икономическия цикъл. Като цяло ИПС допринесе за макроикономическата стабилност, което се очакваше от него, и дори нещо повече.

Имаше обаче и неуспехи. От самото начало съществуваха надежда, че конкуренцията в рамките на еврозоната ще бъде по-силна и че отказът от обменни курсове и от инструментите на паричната политика ще мотивира държавите-участнички да следват дневния ред на структурната си политика, стимулирайки интеграцията на пазарите на стоки и труд. Обаче, въпреки че премахването на премията за валутен риск и свързаната с това по-ниска цена на финансовия ресурс стимулират растежа повече от очакваното, този ефект не е достатъчно силен, за да компенсира протичащото в същото време спадане на производителността, което фактически се дължи главно на плахата структурна реформа. Освен това нееластичността на заплатите и цените е трайна, динамиката на конкурентните позиции вътре в еврозоната е слаба или дори нездрава, с наличие на външен дефицит или излишък, които в отделни случаи значително нарастват. От тук следва, че има още много несвършена работа, а на хоризонта вече се очертават нови трудности.

Един променящ се свят

Ситуацията в света днес се различава от тази при създаването на ИПС:

- **Глобализацията** напредва с бързи крачки. Възникващите икономики стават мощен двигател на растежа и текущите прогнози сочат, че тяхната роля в световната икономика ще нараства все повече. Финансовите

пазари са все по-интегрирани, като презграничните финансови потоци надминават търговските, а финансовите пазари във възникващите икономики придобиват глобално значение. Междувременно експортно ориентирани стратегии за растеж на възникващите икономики наред със стопяването на спестяванията в САЩ допринесоха за натрупването на глобални диспропорции по текущата сметка на платежния баланс на отделните държави. Рискът от неочаквано задълбочаване на тези диспропорции е донякъде незабележим и въпреки че спадът в последно време на американската икономика и обезценяването на долара облекчават в известна степен натиска, те продължават да представляват заплаха за стабилността на световната икономика.

- **Нарастващият недостиг на природни ресурси и промяната в климата** може да се изострят и да започнат да действат като ограничители на неинфлационния растеж в развития свят. Възможният край на периода на „висока умереност“ и значителни промени в относителните цени, породени от изменението на климата и напрежението на пазарите на природни ресурси, които се проявяват при временно по-висока инфлация, има вероятност да изправят паричната политика пред още по-сериозни трудности. Освен това не става въпрос само за призив да се мобилизират възможностите на икономиката за саморегулиране, а също за загриженост по отношение на неблагоприятните ефекти от преразпределението на доходите, дължащо се на инфлацията на цените на основните стоки, което наред с технологичното развитие допълва последиците от световното преразпределение, измествайки търсенето на работна ръка към висококвалифициран труд.
- **Бързото застаряване на населението** непременно ще остави своя отпечатък върху възможностите за растеж и публичните финанси на напредналите икономики. То изисква отново да се съживи участието на трудовия пазар, да се повиши производителността на труда и да се подобри управлението на бюджета. По-слабата адаптивност на застаряващото население ще направи трудно извършването на корекции по отно-

шение на шоковете. Натискът за повишаване на разходите, свързани със застаряването на населението, а оттам и отражението им върху публичните финанси засилват необходимостта от контрол върху фискалната политика и насочване на усилията към по-дългосрочната им стабилност.

Отражение върху еврозоната

Тези световни тенденции ще поставят на изпитание икономическите резултати на всички развити икономики в сферата на растежа, инфлацията, макроикономическата стабилност, способността за извършване на корекции, устойчивостта на системите за социална сигурност и разпределението на доходите и благата. Те обаче ще породят и множество, свързани с политиката, проблеми, които са неизбежни, но и уникални за еврозоната.

- *Първо*, в началото се считаше, че при липсата на вътрешни обменни курсове в ИПС основен проблем ще бъде възникването на специфични за всяка държава шокове от страна на търсенето. През първите десет години това не се оказа чак толкова тревожно, отчасти поради по-добрата макроикономическа стабилност на национално ниво вследствие приемането на единната валута, а отчасти и поради това, че глобалната макроикономическа среда бе относително благоприятна. В бъдеще обаче тази среда се очертава като все по-неблагоприятна с все по-ярко изяви и значителни по мащаб шокове, включително валутни колебания, променящи се условия на търговия, свързани със силни колебания в цените на енергията и суровините, както и с изместването на сравнителните предимства. Тези общи шокове засягат по различен начин държавите-участнички поради различната им зависимост от търговията, суровините и финансите при отсъствието на вътрешни номинални обменни курсове, поради бюджетна политика, ограничена от необходимостта да се запазят публичните финанси и да се спазват ангажиментите по Договора и Пакта за стабилност и растеж, както и поради факта, че тежката задача да се извършват вътрешни корекции пада върху относителните заплати и цените и върху реалната еластичност на пазарите на труд и стоки.
- *Второ*, относително по-силното проявление на неблагоприятни шокове от страна на предлагането засилва риска от противопоставяне между фискалната и паричната политика. При формирането на политиката може да се направят опити за компенсиране на неблагоприятните ефекти на преразпределението на доходи, дължащи се на инфлацията на основните стоки, чрез прилагането на фискални стимули, протекционистични мерки или други бързо действащи средства. Това в крайна сметка обаче ще застраши планираното преразпределение, ще застраши устойчивостта на публичните финанси и ще претовари единната парична политика. Този риск присъства при повечето развити икономики, а в еврозоната той е дори неизбежен предвид възможните косвени ефекти върху лихвените проценти в цялата еврозона, върху обменния курс на еврото при националните фискални политики и текущите трудности при изпълнението на бюджетните цели в държавите-членки. От тук следва, че държавите ще бъдат призовани да покажат готовността си за безрезервно преследване целите на макроикономическата стабилност и да подкрепят ЕЦБ при прилагането на паричната политика.
- *Трето*, има единствена по рода си широко разпространена зависимост между единната валута и интеграцията на финансовите пазари. При отсъствието на номинална корекция чрез вътрешни обменни курсове е важно да се развият другите канали за абсорбиране на шокове. Финансовите пазари са от особено голямо значение, тъй като те помагат за споделяне на риска и за изглаждане на потреблението и освен това могат да направят много по-мощно предаването на паричната политика, докато същевременно фискалната политика губи част от своята ефективност. Финансовата интеграция може също така да мултиплицира ползите от структурните реформи, като даде възможност на капитала да се движи свободно към местата на най-доброто му приложение в среда, при която ограниченията на текущата сметка и премиите за валутен риск не съществуват, а местните деформации са по-слаби. Освен това, като помагат за извеждане ползите от структурните реформи на преден план, добре функциониращите фи-

нансови пазари засилват политическата постъпателност на реформите. В противен случай структурните реформи стават по-разрушителни, тъй като капиталът може да се насочи към по-слабо продуктивни дейности, като например жилищно строителство, или към други държави. Ето защо, въпреки че финансовата интеграция подобрява икономическите резултати на еврозоната като цяло, тя също така изостря различията между държавите-участници в случай на амбиции за прилагане на видоизменени реформи.

- *Четвърто*, еврозоната има ограничени природни ресурси, населението бързо застарява, като в същото време публичната задлъжнялост е висока, а разпространяването на техническия прогрес става бавно. Поради това много от държавите в еврозоната са по-податливи и по-слабо подготвени да посрещнат възникващите трудности. Нов гласък за структурни реформи, основан на Лисабонската стратегия за растеж и заетост, без съмнение е добре дошъл за ЕС като цяло, но в ИПС е абсолютно необходим. Структурните политики ще донесат двоен дивидент чрез повишаване способността на държавите-участници да извършват корекции, като същевременно нараства потенциалът им за растеж, а следователно намалява и безпокойството във връзка с фискалната устойчивост и неблагоприятните тенденции в разпределението на доходите и благата. В голяма степен тези съображения са еднакво валидни както за сегашните, така и за бъдещи членове на еврозоната.
- *Пето*, като международна валута еврото е основен актив, ползван от всички членове на еврозоната. То може да съперничи на щатския долар, ако се подкрепя от единен финансов пазар, който има съответната ликвидност и дълбочина. Същевременно еврото осигурява уникална възможност за развитие и интеграция на европейския финансов сектор. То може да спомогне за изграждането, споделянето или осигуряването на защита срещу рисковете от разрушителни глобални шокове и макроикономическа нестабилност. Освен това то поставя членовете на ИПС в уникално положение (по отно-

шение на държавите извън ИПС), позволявайки им да играят ключова роля на световната политическа сцена. Наред с появата на еврото като съизмерима с долара световна валута, глобализацията необратимо променя валутната дипломатия на еврозоната.

Накратко, Европа, както и повечето от останалите развити икономики се развива в условията на бързо променяща се глобална среда, застаряващо население и засилващо се безпокойство относно енергията и климатичните промени. Тези световни тенденции ще имат чувствително отражение върху еврозоната през следващите десет години и налагат решителни усилия за стимулиране на растежа и за създаване на работни места, за осигуряване на ефективни корекции в еврозоната, за подобряване качеството и стабилността на публичните финанси, за постигане безпрепятственото разширяване на еврозоната и за внимателно управление на нейната световна роля.

Насърчаване на растежа и заетостта

Както бе отбелязано, въпреки че създаването на работни места е впечатляващо, прирастът на производителността на труда е блокиран. Ако не бъде преустановена, тази тенденция може да струва много скъпо в смисъл на по-слабо увеличение на доходите, застрашаване на фискалната устойчивост в държавите със застаряващо население, трудно постигане на ценова стабилност при поскъпването на основните стоки, възпрепятстване на конкурентоспособността в условията на глобализация на световната икономика и в крайна сметка появата на спирачка пред прираста на заетостта. Наличните дългосрочни прогнози сочат, че това ще доведе до допълнителен спад на потенциалния растеж в еврозоната до около 1% годишно, което в общи линии е половината от сегашното му равнище.

Така едно решаващо предизвикателство ще бъде осигуряването на рязък скок в прираста на производителността на труда при промяна на глобалните сравнителни предимства. Финансовата интеграция сама по себе си, подпомогната от еврото, определено ще спомогне в това отношение, тъй като тя повишава чувствителността на реакция на инвестициите спрямо презграничните различия в пределната възвръ-

щаемост на капитала, който по този начин ще се придвижва в по-големи мащаби към места, където структурните условия са по-благоприятни. Ще се стигне до засилване на различията в растежа в държавите от еврозоната, а за страните, които изостават в осигуряването на структурни условия, ще стане особено важно да догонят останалите. От тях ще се изисква да направят така, че техните предприятия по-добре да се справят с конкуренцията в сферата на върховите технологии. Това налага усъвършенстване на човешкия капитал, създаване на финансови инструменти за заплащането на проекти с висока възвръщаемост и риск, изграждане на политическа рамка, която да стимулира инвестициите в научноизследователска и развойна дейност, благоприятстваща растежа законова среда, особено по отношение на ново-създадени и проходящи на пазара икономически агенти.

Ще бъдат необходими и реформи на пазара на труд и на системите за социално осигуряване, насочени към отстраняване на деформациите в индивидуалното стимулиране на решения за предлагане на труд. Това ще помогне да се ограничи спадът в предлагането на труд, свързан със застаряването на населението, което е особено съществено в големите държави от еврозоната. Ще бъде от полза насърчаването на участието на пазара на труда на по-възрастните работници и на жените, както и на един поплавен преход от сферата на образованието към трудова заетост. Съкращаването на разходите, свързани с пренасочване на работниците от една към друга икономическа дейност и между регионите, ще позволи постигането на по-добро съответствие между предлагането и търсенето на пазара на труда. Това допълнително ще се стимулира чрез споразумения от типа „сигурност срещу гъвкавост“ (*flexicurity*), които осигуряват гъвкава реакция на пазара на труда в замяна на гарантирането на доход.

Осигуряване на ефективни корекции в рамките на еврозоната

Функционирането на каналите за корекции в рамките на еврозоната може с времето да се подобри в резултат от търговската интеграция и по-доброто овладяване на инфлационните очаквания, както и на свързания с него спад на

номиналната нееластичност (на заплатите и цените). Задълбочената финансова интеграция също ще спомогне чрез по-доброто разпределяне на риска, което ще позволи налагането в отделните страни на по-устойчива схема на потребление. Не може обаче да се елиминира засилването на напрежението, особено в онези държави от еврозоната, които са по-силно изложени на острата конкуренция от страна на възникващите икономики или на външни шокове върху валутния курс. Ето защо като гаранция срещу асиметрични шокове е необходимо провеждането на структурна политика. Намалването на номиналната нееластичност, особено в сектора на услугите, ще спомогне за стабилизиращо изглаждане на ценовата конкурентоспособност. Трябва да се намалят разходите, свързани с пренасочването на работна ръка, включително чрез реформиране защитата на труда и усъвършенстване политиката на активен трудов пазар, както и с изграждането на съвместими с използваните стимули мрежи за социална сигурност.

Освен за разпределянето на риска задълбочаването на финансовата интеграция ще съдейства за извършването на корекции чрез улесняване пренасочването на инвестициите към различни дейности, включително извън националните граници. Финансовите пазари обаче действат като катализатори на развитието както в положителна, така и в отрицателна насока. От това следва, че потенциалът за по-голяма устойчивост на шокове и за изглаждане на потреблението трябва да се съпостави с повишения риск от „инфекции“, сривове и циклични „бумове“ на растежа, които са свързани със засилването на финансовата интеграция – въпроси, които изискват адекватна реакция на националната и наднационалната надзорна и регулаторна политика.

Напредъкът в разпределянето на риска посредством финансовите пазари отслабва възможностите за абсорбиране на шокове чрез бюджетната политика, тъй като икономическите агенти имат по-дългосрочен хоризонт („рикардианци“) и така все повече съзират последиците от краткосрочни облекчения върху дългосрочния дълг. Влиянието на застаряването на населението върху държавния бюджет ще наложи ускорено свиване на публичния дълг и това ограничение ще става все по-тежко с разви-

тието на финансовите пазари. На този фон е важно във фаза на растеж да се коригират всички проциклични финансови позиции, за да се отстрани пренапрягането вследствие наличието на дефицит при по-продължителна рецесия и да се поддържа макроикономическа стабилност. В това отношение ще помогнат усъвършенстваното управление на национално ниво, подобрените фискални показатели и ефективният надзор върху бюджета в рамките на осъвременения Пакт за стабилност и растеж. Така ще бъдат преодолени несъответствията в съвкупността от бюджетни и парично-бюджетни политики на равнище еврозона.

Подобряване качеството и устойчивостта на бюджета

Широките мрежи за социална сигурност са отличителен белег на повечето участващи в еврозоната държави. Финансирането и управлението на тези мрежи е основен двигател на бюджета в държавите-участници от еврозоната. Важното тук е, че те осигуряват стойност срещу пари и могат да бъдат финансирани, без да се прави компромис с макроикономическата стабилност на засегнатата държава или на еврозоната като цяло. Застаряването на населението ще започне скоро да се проявява и последната възможност на държавите-участници да „сложат в ред“ бюджетната сфера без големи катаклизми бързо отминава. Що се отнася до разходите, необходимо е публичното финансиране да се използва по-ефективно, а програмите трябва да са по-силно ориентирани към повишаване на растежа. Същото се отнася за данъчното облагане, както и за взаимодействието между данъчните системи и системите за социално подпомагане, които все още са причина за обезсърчаване участието на пазара на труда. Като цяло напредъкът в подобряването на качеството на публичните финанси не е равномерен сред държавите-участници.

Въпреки че бяха взети мерки относно последиците върху икономиката и бюджета от застаряването на населението, в много държави са нужни допълнителни мерки. Фискалните правила трябва да обслужват дългосрочната устойчивост, по-добрите възможности на икономиката за корекции, по-правилното разпределение на оскъдните ресурси и макроикономичес-

ката стабилност. От решаващо значение са запазването на равнището и подобряването на качеството на публичните разходи и данъчното облагане успоредно с поддържането на устойчива фискална позиция.

Гладко разширяване на еврозоната

В дългосрочна перспектива всички държави – членки на ЕС, в крайна сметка ще станат членове на еврозоната. В този процес съставът на еврозоната се променя и става по-разнообразен. Независимо че икономиките на новите държави-членки са относително малки, тяхното влизане в еврозоната определено ще разшири спектъра от равнища на икономическо развитие в рамките на еврозоната. Тези държави ще продължат известно време да имат по-бърз растеж и ще останат по-уязвими на шокове, прегряване и бързи обрати в капиталовите потоци.

На този фон е важно стратегиите за приемане на еврото да са прицелени отвъд постигането на критериите за „номинална“ конвергенция (по отношение критериите на Договора) в момента на влизането. Критериите за номинална конвергенция, заложи в Договора, бяха ангажирани главно със запазването на ценовата стабилност, което наистина е необходимо, но не и достатъчно условие за макроикономическа стабилност. Въпреки значителния прогрес за постигането на по-висока еластичност чрез гъвкави стокови и факторни пазари – за което може да се спори относно някои сегашни членове на еврозоната – първите големи изпитания под стрес все още предстоят.

Предстоящите трудности, свързани с приемането на еврото, до известна степен са специфични за възприетия валутен режим във всяка държава – кандидатка за членство в еврозоната. Независимо че всички случаи на прилаганата в новите държави-членки икономическа политика с обвързване на местната към твърда валута са в голяма степен окуражаващи, предприетите икономически мерки по отношение последните случаи на прегряване на икономиката не винаги бяха подходящи. Вероятно трудностите ще продължат да бъдат значителни, тъй като в някои случаи тези държави понесоха големи загуби в евро, докато инструментите за изглаждане разгръщането на тези позиции

остават ограничени. В тази обстановка фискалната политика трябва да бъде насочена срещу прегряването и продължаващите външни диспропорции, включително чрез засилване на стимулите за спестяване в частния сектор. Структурната и надзорната политика ще играят важна роля за защита на потенциала за растеж и на макроикономическата стабилност. Тези държави, които все още се ползват от гъвкав валутен курс, трябва да се стремят стриктно да вървят по очертияния път към приемането на еврото.

Управление на международната роля на евронзоната

Единната валута има също и глобално измерение, което без съмнение ще набере сила, когато икономиките и финансовите системи станат по-взаимообвързани. Създаването на нов икономически субект, сравним по мащаб само със САЩ, ролята на еврото като ключова международна валута и мощното влияние на ИПС върху интеграцията и развитието на финансовите пазари на евронзоната вероятно ще имат дълбок отпечатък върху световната икономика и международната финансова система. Независимо че дългосрочната роля на еврото определено е глобална, има инерционни сили, които за сега задържат международната му експанзия. САЩ все още предлагат на международните инвеститори широкообхватен и дълбок финансов пазар и способността на евронзоната да върви в крак с развитието на световните финансови пазари може да бъде в известна степен ограничена от европейската регулаторна и надзорна мозайка. Но съображенията за диверсифициране на портфейлите, рамката за благоразумна политика на евронзоната и постепенното интегриране и разширяване на финансовите ѝ пазари ще продължават да подкрепят международното използване на еврото и в бъдеще.

Засилената международна роля на еврото има предимства и недостатъци. От една страна, използването на еврото от нерезиденти на евронзоната осигурява сенъораж и конкурентни предимства за износителите и финансовите институции на евронзоната. От друга страна, това може да доведе до макроикономическа колебливост. В средносрочен план обаче предимствата да се притежава международна валута вероятно ще превишат недостатъците.

Чрез насърчаването на макроикономическата и финансовата стабилност в евронзоната ИПС работи в полза на глобалната стабилност, особено в съседните региони. Като предлага задълбочени и ликвидни деноминирани в евро финансови инструменти еврото, улеснява разпределянето на международния риск и изглаждането на потреблението не само сред държавите-членки от евронзоната, но и сред трети държави. Същевременно по-широкото използване на еврото по света може да засили въздействието на тенденциите в евронзоната върху останалата част от света, което ще увеличи значението на решенията в евронзоната в областта на макроикономическата политика за световните финансови пазари. Международният статут на еврото и нарастващото световно значение на икономическите тенденции в евронзоната са свързани с нови отговорности за глобален надзор и поставят въпроса за формирането, представянето и излагането на общите европейски позиции на основните многостранни форуми.

Обхват на политическото взаимодействие

Повечето цели на икономическата политика, които заслужават да бъдат преследвани, не са взаимно изключващи се, а фактически някои дори са взаимодействащи си. Икономическите политики, насочени към повишаване на потенциалния растеж, също ще спомогнат да се гарантира, че публичните финанси ще се развиват на стабилна основа. Реформите, насочени към подобряване обмена на ценова информация на стоковите и факторните пазари и към понижаване на разходите за пренасочването на работна ръка сред икономическите дейности и региони, ще допринесат за нарастването на заетостта и производителността на труда и ще направят икономиките в евронзоната по-гъвкави спрямо шокове. Подобреният надзор и регулирането на финансовите пазари ще ограничат рисковете за икономическата динамика при силен растеж и рязък спад, допринасяйки по този начин за макроикономическата стабилност в евронзоната, и същевременно ще направят полесни някои компромиси между държавите, на които предстои да приемат еврото, възникващи евентуално по пътя на тяхното сближаване.

Може да възникне опасение, че цената за ускоряване потенциала за растеж е по-несправедли-

вото разпределяне на доходите. Не съществува категоричен отговор на тази дилема, но ако икономическите политики, имащи за цел преразпределението, са внимателно замислени, така че да сведат до минимум деформациите и възпиращите фактори, няма опасност от конфликт. Икономическите политики, насочени към намаляване на трайната безработица, ограничават неравенството в дъното на скалата на доходите. По същия начин политиките, предназначени да усъвършенстват човешкия капитал, при положение че са замислени за подобряване уменията на най-слабоквалифицираните работници, имат тенденцията да повишават производствения потенциал на икономиката, като същевременно намаляват несъразмерностите в доходите. Схемите за разпределение, основани на съвместимост на стимулите, намаляват трудностите при пренасочването на работната ръка вследствие глобализацията или базирани на квалификацията технически промени и подпомагат ефективността и растежа в дългосрочен план. Развитието и интеграцията на финансовите пазари също подпомагат растежа и могат да намалят неравенството в покупателната способност чрез облекчаване на ограниченията при кредитирането на домакинствата със средни и ниски доходи. И накрая, строгата финансова дисциплина, предизвиквайки намаляване на публичния дълг, работи в полза на бъдещите поколения.

Компромиси и взаимодействия се наблюдават не само между целите на политиките, но и по отношение на всяка конкретна цел между дър-

жавите, участващи в еврозоната. Така става винаги, когато ефектът от провежданата в дадена държава политика, има значителни последици върху останалата част от еврозоната. Типичен е случаят с бюджетната политика. Рискът от пренебрегване от някои държави на въздействието на тяхното поведение върху лихвените проценти в цялата еврозона оправдава наличието на рамка от правила за фискалната политика. Тъй като асиметричните шокове в една държава наистина въздействат върху останалата част от еврозоната, това може да се използва за икономическите политики, които увеличават капацитета за корекции и икономическа гъвкавост.

Докато обаче осъзнаването на косвените стопански ефекти в областта на бюджетната политика води до разработването на всеобхватна координационна рамка, базирана на правила за фискалната политика, координацията в други области, особено в сферата на структурната политика, политиката по надзора върху финансовите пазари и регулаторната политика, до момента остава относително слаба или почти липсва. До известна степен това може би отразява действителните или очакваните големи разходи за координация. Това обаче налага поставянето на въпроса, дали в конкретни области съществуват възможности за извличане на ползи от координация, които до момента не са били напълно оползотворени. И това от своя страна поставя въпроса за управлението на еврозоната, което се разглежда в част III от настоящия доклад.

1. ВЪВЕДЕНИЕ

Най-съществените предизвикателства – такива, каквито изглеждаха при въвеждането на единната валута – се промениха (в някои аспекти радикално). Глобализацията продължи с бърза крачка, като възникващите азиатски икономики станаха световен двигател на растежа, а европейските икономически и социални институции и практики биват подлагани на изпитания (и оспорвани). На световно ниво се натрупаха диспропорции по текущите сметки и тяхното възстановяване може да се окаже твърде скъпо при бързо променящите се валутни курсове и при сегашните трусове на финансовите пазари. Цените на енергията и на други основни стоки също силно нарастват, тъй като предлагането не успява да догони търсенето, а ограниченията във връзка с опазването на околната среда са чувствителни. При тази бързо променяща се обстановка в света съществуващите управленски структури и политики може да се деформират и се нуждаят от ревизиране. На този фон единната европейска валута, поддържана от ориентирана към стабилност рамка от политики и здрава икономическа база, може само да се докаже като основен актив. Дори тогава е нужен внимателен преглед на неотстранените слабости и на несвършената работа, свързани с изграждането на ИПС, особено дотолкова, до колкото те биха могли да отслабят способността на еврозоната да се пребори с тези световни тенденции.

През следващите десет години световната икономика може да навлезе в не толкова благоприятна фаза и признаците за това вече се усещат. Има вероятност да нарасне значимостта на външните макроикономически обстоятелства, свързани със значителни шокове, включващи колебания на валутните курсове, изменящи се условия на търговията поради мащаба на цените на енергията и суровините и изместване на сравнителните предимства. Тези въпроси засягат в различна степен всички държави и региони по света, но са от особено значение за еврозоната. Причината е, че общите шокове могат да засегнат по различен начин отделните държави поради различаващите се местни икономически структури. Ето защо тежестта на корекциите ще се съсредоточи върху относителните заплати и цените успоредно с гъвкавостта на пазарите на труд и стоковите пазари – точно областите, в които еврозоната има какво още да свърши.

Възможното по-силно относително проявление на неблагоприятните шокове по линия на предлагането увеличава риска от конфликти между местните фискални политики и единната парична политика. Един от източниците на напрежение може да произтича от прилагането на политика, насочена към компенсиране на ефектите от инфлацията на основните стоки и международната конкуренция чрез фискално стимулиране или протекционистични мерки. Тези мерки биха били разрушителни, тъй като биха заплашили устойчивостта на публичните финанси, биха претоварили единната парична политика и в крайна сметка биха застрашили целите на разпределението. Този риск е общ за повечето развити икономики, но той е още по-непреодолим за еврозоната поради косвените ефекти върху лихвените проценти и неизменните трудности при изпълнението на фискалните ангажменти от страна на държавите-членки.

Съществува единствена по рода си и всепроникваща връзка между единната валута и интеграцията на финансовите пазари. При липсата на корекции на номиналните валутни курсове между членовете на еврозоната другите канали за корекция трябва да са достатъчно добре развити. Финансовите пазари придобиват все по-голямо значение за разпределяне на риска и изглаждане на потреблението. Освен това финансовата интеграция може да умножи ползите от структурните реформи, като съевременно извежда на преден план дългосрочните изгоди от тях и позволява на капитала да се прелива свободно към областите на най-доброто му приложение. В противен случай премахването на ограниченията върху кредитите наред с бавните структурни реформи водят до отклоняване на капитала към дейности с по-ниска производителност, например жилищно строителство. Поради това, независимо че финансовата интеграция като цяло повишава икономическите резултати на еврозоната, тя също действа за засилване на различията между държавите-участнички, ако структурните реформи се провеждат с различна скорост.

Бъдещите проблеми, пред които икономиката на еврозоната трябва да се изправи, са значителни и защото тя има ограничени природни ресурси, голяма публична задлъжнялост, слабо нарастване на производителността на труда. Ето защо много от държавите в еврозоната са

изложени на по-голям риск и са по-слабо подготвени да посрещнат възникващите трудности. Подновеният импулс на структурната реформа, който е водещ за изпълнението на Лисабонската стратегия за растеж и заетост, е необходимост за еврозоната. Структурните политики ще донесат двойни дивиденди, като увеличат капацитета за корекции на държавите-участници и същевременно засилят потенциала им за растеж, а оттам ще намалят и тревогите относно фискалната устойчивост и неблагоприятните тенденции в областта на разпределението на доходите и богатата.

Еврото е основен актив, който се споделя от всички държави-членки от еврозоната. То осигурява уникална възможност за развитието и интеграцията на европейския финансов сектор. Ако членовете на еврозоната прилагат последователни и координирани политики, еврото може да спомогне за осигуряването на защита срещу риска от разрушителни глобални шокове и макроикономическа нестабилност. Освен това увеличаващото се международно значение на еврото и нарастващото значение за световната икономика на тенденциите и политическите решения в еврозоната поставят членовете на ИПС в уникално положение (по отношение държавите – членки на ЕС извън еврозоната), като им дават възможност да играят решаваща роля на международната политическа сцена.

На този фон в част II от доклада се прави преглед на целите и предизвикателствата пред ИПС през следващите десет години. В началото се прави аналитичен преглед на главните промени, които вероятно ще се разгърнат на световната икономическа сцена през следващите де-

сет години, и на начина, по който те ще повлияят върху икономиката на еврозоната (глава II.2). Нарастването на застаряващото население определя бъдещите тенденции в растежа, заетостта и производителността на труда и, обротно, ускореният прираст на заетостта и производителността могат да спомогнат за смекчаване на трудностите, свързани със застаряването на населението. Този въпрос е в центъра на вниманието в следващата глава (глава II.3).

В нея се подчертава, че променящата се типология на икономическите шокове, при което класическите специфични за държавите шокове по линия на търсенето отстъпват пред бързото изместване на сравнителните предимства и общите шокове, свързани с промени на глобалните диспропорции и инфлацията в цените на основните стоки, ще постави сериозни изисквания към капацитета за корекции на икономиката на еврозоната (глава II.4). В тази нова икономическа среда публичните финанси представляват важно предизвикателство, ориентирано към устойчива околна среда и имашо високо качество, което е и темата на по-следващата глава (глава II.5). Както се коментира по-нататък, разширяването на еврозоната по всяка вероятност постепенно ще приключи през следващите десет години и ще донесе свързаните с това проблеми и възможности (глава II.6), както и вероятно все по-видимия глобален отпечатък на еврозоната (глава II.7). Много от тези цели и предизвикателства са тясно взаимосвързани. Както става ясно в последната глава, между тях са възможни взаимодействия, но и потенциални конфликти, което налага ефикасна координация на икономическите политики (глава II.8).

2. ПРОМЕНЯЩИЯТ СЕ СВЕТОВЕН ЛАНДШАФТ

2.1. ВЪВЕДЕНИЕ

Световната среда се е променила значително в сравнение с условията, съпътстващи създаването на ИПС, и ще продължи да се променя през следващото десетилетие. Световната търговия се разширява с безпрецедентен темп, а възникващите икономики се превръщат в двигател на растежа. Финансовите пазари стават все по-интегрирани, а презграничните финансови потоци изпреварват търговските потоци. Междувременно ограниченията, налагани на растежа, започват да оказват влияние върху развитите страни, тъй като населението застарява, недостигът на първични ресурси се увеличава, а влиянието на промените в климата започва да се усеща. Сега тези процеси се възприемат като по-съществени, отколкото по времето, когато беше поставено началото на ИПС.

Доколкото тези глобални тенденции засягат до известна степен всички развити страни, те изправят еврозоната пред уникални предизвикателства. Взаимодействието между глобализацията, застаряването на населението и проблемите на околната среда може да ограничи потенциалния неинфлационен растеж до равнища, смятани вече за ниски според световните стандарти. Нещо повече, устойчивостта на публичните финанси е изложена на риск, а напрежението при разпределението на доходите, което обикновено лежи в основата на икономическата политика на държавите-членки от еврозоната, може да се задълбочи. Макар членството в еврозоната да създава предимства по отношение на макроикономическата стабилност, то предполага и поемане на общи отговорности за справяне с тези проблеми. Отсъствието на вътрешни лихвени проценти за еврозоната и свързаната с това необходимост от разработване на алтернативни вътрешни механизми за регулиране, фактът, че фискалната и структурната политика заедно с регулирането и надзора на финансовите пазари остават до голяма степен децентрализирани, и фактът, че международната роля на еврото като единна валута – потенциално конкурираща щатския долар като световна валута – все още е в своето начало, изисква от държавите-членки да координират своята политика. На фона на тези обстоятелства в следващите раздели се акцентира върху глобалните тенденции, като се обръща внимание най-вече на еврозоната. По-нататък се разглежда отражението им

върху вътрешните и външните предизвикателства, пред които е изправена еврозоната.

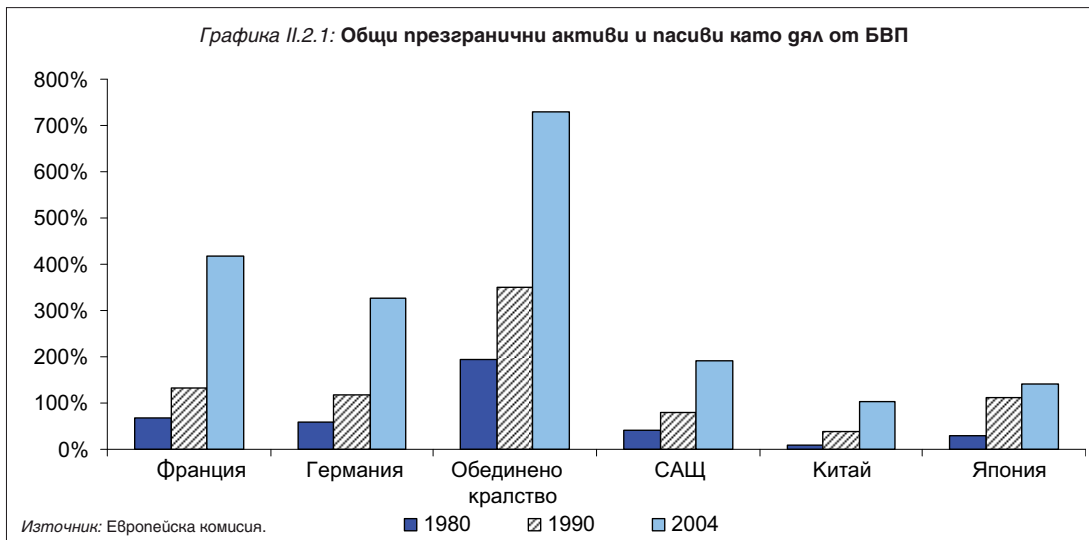
2.2. ДЪЛГОСРОЧНИ ГЛОБАЛНИ ТЕНДЕНЦИИ

Три дългосрочни тенденции може да бъдат очертани като ключови за еврозоната през следващото десетилетие и по-нататък: глобализацията, застаряването на населението и въздействието на ограничените природни ресурси и условията на околната среда.

2.2.1. Глобализация

Световната икономика става все по-силно интегрирана, като икономиката на всяка отделна държава е все повече изложена на външни влияния. Геополитическите и технологичните промени са основните двигатели на глобализацията.¹⁵² Падането на комунизма даде възможност да се появят нови участници на световния пазар. Променящото се отношение към международната търговия накара държавите с възникващи пазари да преминават от стратегии за растеж, основаващи се на заместване на вноса с местни стоки, към стратегии, основаващи се на износа. Многостранните преговори доведоха до намаляване на митата в преработващата промишленост, селското стопанство, инвестициите и интелектуалната собственост, както и нетарифен протекционизъм. Либерализирането на търговията на преференциална основа (включително Единният пазар на ЕС) съпровожда многостранните търговски споразумения. Презграничните инвестиционни потоци, включително преките чуждестранни инвестиции и портфейлните инвестиции, са либерализирани. Всички тези процеси са обединени и до известна степен отключени от технологични промени. Намаляващите разходи за транспорт и комуникации улесняват международните контакти, трансакции и сетълмент. Това води до организационни промени във фирмите, като производствените мощности все повече се пренасочват извън пределите на страната, а при производствените процеси се използват свободно местните предимства по отношение на пазарния потенциал и намаляването на разходите.

¹⁵² Виж напр. *Baldwin & Martin* (1999), където се прави исторически преглед на глобализацията.



Глобализацията категорично характеризира световната икономика. Делът на търговията в БВП отчита възходяща тенденция, като преките чуждестранни инвестиции дори изпреварват световната търговия. Финансовите пазари стават все по-интегрирани, както се вижда от нарастващия обем на презграничните активи и пасиви, а делът на вътрешните спестявания намалява спрямо инвестициите (графика II.2.1). Стойността на всекидневните финансови трансакции в световен мащаб се е увеличила чувствително, като финансовите инструменти продължават да се усложняват. Значително нарастващите миграционни потоци допълват рязко увеличаващите се търговски и инвестиционни потоци. Делът на износа на развиващите се страни в общия внос на развитите страни се е повишил от под 10% през 70-те години на миналия век до 45% понастоящем.¹⁵³

Макар че историята познава връщане назад към протекционизъм, спадащи търговски и финансови потоци и стагнация, последвали предишната вълна на глобализация, в настоящия момент процесът на глобализация не изглежда лесно обратим.¹⁵⁴ Съответно делът на държави-

те с възникващи пазари в световната икономика още повече ще нараства. Китай и Индия, в които сега живее повече от половината от населението на света, вече притежават приблизително една четвърт от световния БВП по паритета на покупателната способност. По този показател Китай вече е втората по големина икономика в света и скоро ще настигне САЩ. Делът на западните държави и Япония в световния БВП съответно ще се свие.

2.2.2. Застаряване на населението

С увеличаването на продължителността на живота и намаляването на раждаемостта Европа „побелява“ (*European Commission 2006f*). Разбира се, увеличаването на продължителността на живота е признак на напредък и следствие от това, че Европа не е опустошавана от война. Също така ниската раждаемост е отчасти естествена реакция спрямо тенденциите към универсално социално осигуряване. Поколениято, появило се в резултат от следвоенното рязко увеличение на раждаемостта, обаче ще достигне пенсионна възраст в следващите няколко години, в резултат на което се очаква броят на хората в трудоспособна възраст скоро да започне да намалява. Заетостта може да

¹⁵³ Sapir (2005).

¹⁵⁴ Ускоряване на световната интеграция, подобно на сегашното, има преди избухването на Първата световна война. Както и сега, международните търговия и финанси бързо се разширяват, а миграционните потоци са силни. Докато при първата вълна на глобализацията обаче Европа е в ядрото на световната икономика, при настоящата вълна на глобали-

зацията икономиките с възникващи пазари бързо я настигат. Финансовата глобализация също е по-напреднала сега, отколкото в първия период на глобализация, поради мащабните иновации във финансовите технологии, пораждащи широкообхватни и дълбоки финансови пазари в целия свят.

продължи да нараства като дял от участието на работната сила, но вредните последици върху растежа и бюджета ще започнат да се усещат. Междувременно в еврозоната съотношението между хората в трудоспособна възраст и пенсионерите, което сега е 4:1, ще достигне 2:1 и може да нанесе дълготрайни икономически и социални поражения. Възможно е имиграцията леко да смекчи тези тенденции, но това няма да бъде достатъчно, за да се спре намаляването на населението в трудоспособна възраст.¹⁵⁵ Даже и при тези условия, най-вече ако се вземе предвид регулирането вътре в еврозоната, застаряването на населението оказва различно въздействие върху отделните страни-членки. В някои държави, и по-специално в тези от Бенелюкс, Франция и Ирландия, населението ще продължи да се увеличава, докато в други, най-вече в средиземноморските държави и Германия, то ще намалява или вече е започнало да намалява.

2.2.3. Ограничените природни ресурси

С бързия растеж на световната икономика въздействието на ограничените природни ресурси започва сериозно да се усеща. Бързият растеж на икономиките с възникващи пазари натоварва енергийните пазари, като цените на петрола достигат рекордни стойности. Ограниченото предлагане засяга и другите стокови пазари. В същото време настоящите тенденции, свързани с емисиите на газове, предизвикващи парников ефект, и други замърсители, не са устойчиви. Екстремните природни условия увеличават риска от природни бедствия и ще изискват инвестиции за предотвратяване на щетите и отстраняването им. Замърсяването на околната среда ще води до нарастване на разходите, свързани със здравето. Към настоящия момент разходите на Китай, свързани с последиците от замърсяването върху здравето, вече възлизат на 4% от нейния БВП (*IDA 2005*). Изтощаването на почвата, намаляването на водните ресурси и другите фактори, произтичащи от климатичните промени, водят до прогресивно

намаляване на обработваемата земя, използвана за отглеждането на земеделски култури, като по този начин допринасят за увеличаване на напрежението, свързано с нарастването на цените.¹⁵⁶ Според изследвания, направени неотдавна, до 2050 г. общите разходи в световен мащаб, свързани с проблеми от здравно и друго естество, предизвикани от климатичните промени, може да достигнат 5–20% от вътрешното потребление, ако политиката остане непроменена (*Stern 2007*). Все по-ясното осъзнаване на необходимостта от извършване на разходи за опазване на околната среда променя отношението към политиката от страна и на развитите, и на развиващите се държави. Възможно е да се предприемат повече мерки, но и това ще доведе до големи разходи. Например средните годишни разходи за спиране емисиите на газове, предизвикващи парников ефект, биха били от 1% до 3% от БВП (*Intergovernmental Panel on Climate Change 2007, Stern 2007*).

2.3. ИКОНОМИЧЕСКИ ПОСЛЕДИЦИ

2.3.1. Растеж

По принцип глобализацията въздейства благоприятно на икономическия растеж, като повишава ефективността и допринася за създаването на нови пазари.¹⁵⁷ Задълбочаващата се международна търговия подпомага свободния избор да се реинвестира в по-ефективни предприятия, което като цяло увеличава съвкупната факторна производителност (*Ottaviano et al. 2007*). Разширяването на възможностите за международна търговия и инвестиции ще засили научноизследователската и развойна дейност и иновациите (*Keller 2002*). Междувременно развитите страни губят пазари на промишлена продукция, която е трудоемка и не изисква квалифициран труд, както и сегменти с по-висока добавена стойност. Насочените навън преки чуждестранни инвестиции вече нямаат за цел присъствие на разширяващите се пазари или експлоатацията на местните суровини, а все повече се опитват да се възползват от ценовите предимства от използването на неква-

¹⁵⁵ Според прогнозите на Евростат нетните миграционни потоци към еврозоната, които сега възлизат на 1.2 млн. души годишно (0.4% от населението), ще спаднат до 700 000 души през 2010 г. (0.2% от населението).

¹⁵⁶ Виж напр. *Bosello et al. (2006)* и *Parry & Williams I (1999)*.

¹⁵⁷ Виж напр. *European Commission (2005c)* за моделен анализ на тези въздействия, използван в ЕС.

лифициран труд в трудоемките фази на производствения процес. Все повече вълната към офшорни държави с ниски доходи засяга и служителите с „бели якички“ (*Grossman & Rossi-Hansberg 2006*). В резултат от това конкуренцията между държавите с развити икономики все повече се провежда на полето на технологията, като главни фактори за това са иновациите и подобряването на качеството (*Sapir et al. 2004; Aghion & Howitt 2006*).

Ако икономиките не са в състояние да приспособят производствените си структури към възникващите сравнителни предимства, а капацитетът за въвеждане на иновации е недостатъчен, силната глобална конкуренция може да застраши конкурентоспособността и резултатите, като доведе до търговски загуби и безработица.¹⁵⁸ Еврозоната не разполага с точни скоростни данни по този въпрос, но застаряващото население не е склонно да проявява гъвкавост. Еврозоната освен това ще бъде сравнително по-тежко засегната от нарастването на цените на стоките, тъй като разполага с по-малко природни ресурси. Следователно като цяло еврозоната вероятно ще бъде изправена пред сериозното предизвикателство да се адаптира към глобализацията, застаряването на населението и ограничените ресурси.

2.3.2. Ценова стабилност

Приемането на стратегии по паричната политика, ориентирани към стабилност, допринася за продължилата две десетилетия ниска инфлация. Глобализацията обаче също играе роля, макар и все още да се води дебат за степента на нейното влияние (виж *Rogoff 2006*). Появата на евтини производства в Китай, Индия и Източна Европа оказва натиск върху цените в посока надолу посредством по-ниски цени на вноса, засилена конкуренция, променящи се реакции на пазарите на труда в развитите страни, възлагането на подизпълнители (*outsourcing*) и фрагментирането на производствения процес (*unbundling*). Натиск за повишаване на цените оба-

че оказват и по-голямото търсене и цените на енергията и на други природни ресурси. В резултат от това засега задачата на паричната политика да запази инфлацията ниска се улеснява от глобализацията, но с намаляването на доставките на природни ресурси последиците от ограниченията върху предлагането на трудови ресурси в страните с възникващи икономики в определен момент също може да започнат да оказват влияние, като натискът върху цените в посока нагоре може да бъде преобладаващ. Застаряването на населението от своя страна ще има противоречиво въздействие върху ценовата стабилност. Общоприето е схващането, че „необходимостта от ценова стабилност“ се засилва в общество, в което населението застарява, понеже пенсионерите са по-силно зависими от фиксирани доходи. От друга страна обаче, като напуска работната сила и участва в изчерпването на материалните ресурси, застаряващото население също оказва натиск върху цените в посока нагоре. Следователно натискът върху цените, произтичащ от дългосрочни тенденции, е в посока нагоре, което поставя на изпитание паричната политика.

2.3.3. Приспособяване и стабилизация

Световните тенденции изискват от развитите икономики да се адаптират към променящите се сравнителни предимства и да преминат към висококвалифицирани дейности. Глобалните финансови пазари стават по-интегрирани. Освен това повишената мобилност на финансовия капитал и натрупването на диспропорции в глобалната текуща сметка изискват устойчивост срещу риска от силни колебания във валутните курсове и сътресенията на финансовите пазари. Общо взето, в контекста на глобализацията местните икономики са изложени на нарастващ натиск за промяна и приспособяване към промените в международен план.

Това засяга способността на еврозоната като цяло да се приспособи към глобалните сътресения. Лихвените проценти все повече се влияят от динамиката в страните с възникващи пазари и не е ясно дали, кога и по какъв начин, в резултат от намаляващите равнища на спестяванията в бързо развиващите се азиатски държави, ще свърши настъпилният неотдавна период, характеризиращ се с ниски лихвени проценти и висока международна ликвидност.

¹⁵⁸ Като основополагаща статия виж напр. *Krugman* (1979), която показва, че ако развитите икономики не внедряват иновации с достатъчно висок темп, подражанието от страна на държавите с ниски доходи може да доведе до негативни последици.

Финансовата глобализация задълбочи мащабните финансови кризи, нарушавайки основно процеса на растеж, и породила дискусия за финансов надзор в ЕС и в света като цяло.

Глобалните шокове повдигат също така и въпроса за структурно подобрение вътре в еврозоната. Последниците от разгръщащите се глобални диспропорции, променящите се сравнителни предимства и неблагоприятните тенденции в условията на търговия, свързани с растящите цени на енергията и стоките, имат известна специфика в отделните страни, тъй като държавите от еврозоната по различен начин са изложени на такива общи шокове. Глобализацията засяга също функционирането и механизма на приспособяване, променяйки гъвкавостта на търговията, като по този начин влияе върху канала на конкурентоспособността и намалява допълнително адекватността на националните реални лихвени проценти при вземането на решения, което се отразява върху действието и механизма на канала на реалните лихвени проценти. В същото време финансовите пазари предоставят все по-уместни възможности за разпределяне на риска, но освен това те увеличават източниците на системен риск, свързан с верижните реакции и двуфазната динамика на цикъла (последователно редуващи се фази на подем и рецесия, *boom-bust*).

2.3.4. Публични финанси

Държавите от еврозоната все повече усещат последиците от застаряването на населението върху устойчивостта на публичните си финанси. Свързаните със застаряването разходи ще нараснат значително в повечето държави от еврозоната през следващите десетилетия. Прогнозите показват, че в еврозоната като цяло тези разходи ще се увеличат с 4 пр.п. от БВП до 2050 г.¹⁵⁹ Докато в някои държави нарастването ще бъде умерено, в други, където натискът, упражняван от застаряването на населението, е по-силен и системите за социално осигуряване са по-неустойчиви, увеличението би могло да бъде много по-голямо – дори до 10 пр.п. от

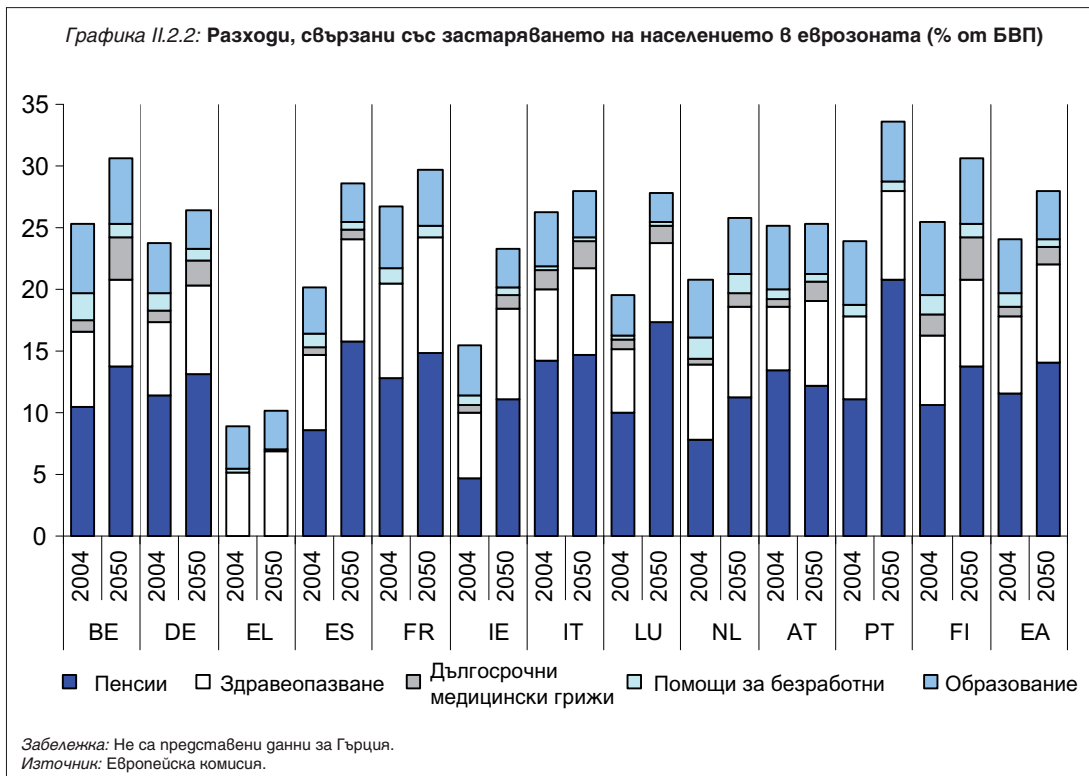
БВП (графика П.2.2). По-голямата част от прогнозния прираст на публичните разходи ще бъде за пенсии, а по-малката – за здравеопазване и дългосрочни грижи. Възможното компенсиране на спестяванията при прогнозирането на публичните разходи за образование и социални помощи за безработни следва да бъде ограничено.

Подобна тенденция на нарастване на свързаните със застаряването на населението разходи ще затрудни държавите-членки в поддържането на стабилни и устойчиви публични финанси в дългосрочен план. Ако политиката остане непроменена и в Програмите за стабилност и растеж на държавите от еврозоната не е планирана средносрочна бюджетна консолидация, съотношението *дълг/БВП* в еврозоната като цяло се очаква да започне да нараства изключително бързо към 2025 г., когато въздействието от застаряването на населението върху бюджета ще стане по-силно.

Осигуряването на устойчиви публични финанси е ключово предизвикателство за фискалната политика, което, в унисон с приоритетите, договорени от Европейския съвет в Стокхолм през 2001 г., изисква категорични ответни мерки в областта на фискалната политика от страна на всяка държава в еврозоната в три направления:

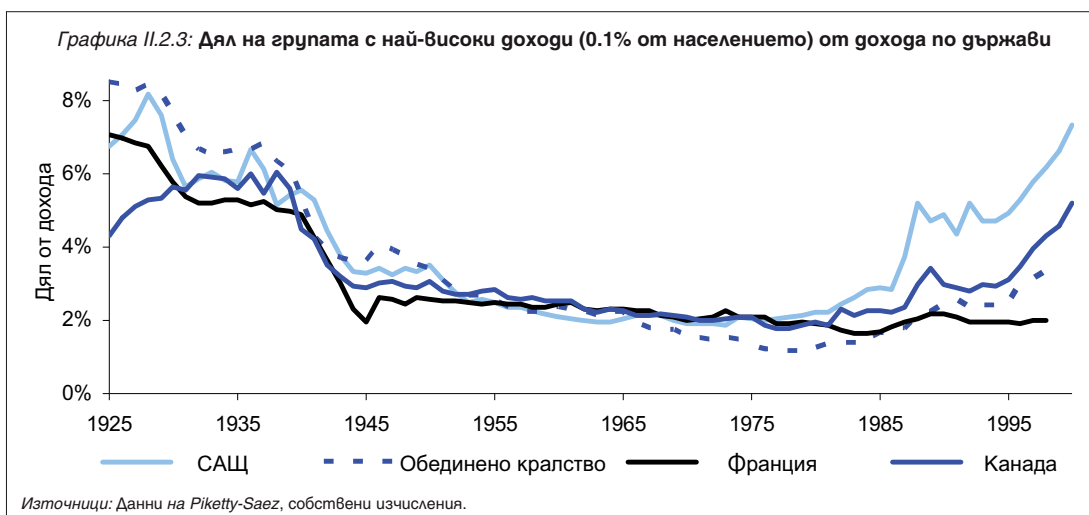
- Първо, държавите-членки от еврозоната трябва да консолидират публичните си финанси, така че да могат бързо да намалят публичния си дълг, преди влиянието на застаряването на населението да започне да се усеща с пълна сила. Консолидирането на публичните финанси съобразно текущите средносрочни бюджетни цели на държавите от еврозоната ще бъде от полза, но в отделни случаи ще са нужни даже още по-амбициозни средносрочни бюджетни цели.
- Второ, успешното изпълнение на мерките, свързани с фискалната политика, които водят до увеличаване на заетостта и производителността, съгласно целите на Лисабонската стратегия би допринесло за създаване на ресурси за финансиране на системите за социално осигуряване и за създаване на условия за бъдещо бюджетно реструктуриране.

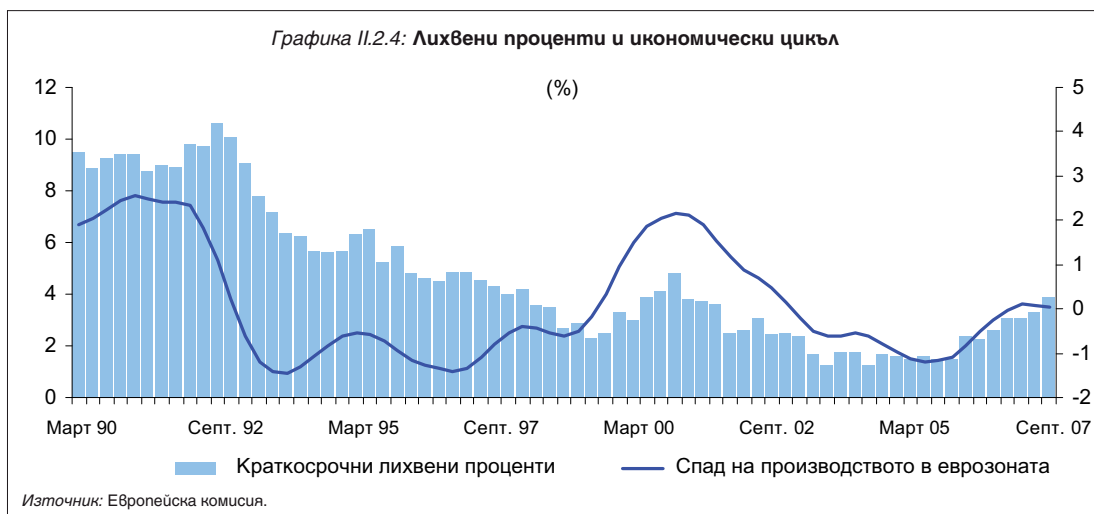
¹⁵⁹ Подробните резултати от прогнозите са предоставени от Европейската комисия (*European Commission* 2006f).



- Трето, извършването на подходящи реформи в областта на пенсионната система и на системата на здравеопазването е от ключово значение. В това отношение обаче може да се очаква силна съпротива и инерция. Намалването на щедрите пенсии, удължаването на трудоспособната възраст и налагането на ограничения върху разходите за здравеопазване не са лека задача за обществата със застаряващо население.

Някои от членките на еврозоната отбелязват напредък в тези три направления, като твърдо вземат решения, които често са трудни. Тези държави показват, че си струва да бъдат проведени реформи и амбициозна фискална политика. Остава обаче да бъдат свършени още много неща, и то незабавно, тъй като отлагането на неизбежния избор ще увеличи цената му.





2.3.5. Разпределение на доходите

Като всяка друга голяма икономическа промяна, глобализацията ражда победители и победени. Според традиционната теория за търговията тези, които ще спечелят най-много от глобализацията в развитите държави, са квалифицираните работници, докато доходите на неквалифицираните ще намалеят поради поголемия брой трудоемки стоки, които не изискват квалифициран труд, идващи от икономики с възникващи пазари, където трудовите възнаграждения са ниски. Преди около десет години между учените и специалистите, които изработват политиката, се водеше оживен дебат, чиято цел бе да се намери отговор на въпроса, доколко растящите разлики в заплащането на квалифицираните и неквалифицираните работници, наблюдавани в много развити страни, и най-вече в САЩ и Обединеното кралство, са свързани с глобализацията и доколко с технологичните промени.

Оценката, съдържаща се в анализите от миналото, е, че ролята на глобализацията за съществуването на разлика в доходите е несъществена, а за основна причина се сочеха технологичните промени, основаващи се на квалифицирания труд.¹⁶⁰ По-новите оценки отдават по-голямо значение на глобализацията по няколко причини (напр. *Krugman 2007*). Първо, погледнато в перспектива, става все по-очевидно за много

анализатори, че извършващото се интегриране в световната икономика на държавите с възникващи пазари и ниски доходи е мащабна и ще бъде продължителна.

Второ, намаляващият дял на заплатите в БВП на няколко развити икономики предполага, че голям брой работници – не само най-нискоквалифицираните, но и тези със средна квалификация, са изложени на риск да бъдат изместени от увеличаващото се предлагане на средноквалифицирана работна сила от държавите с възникващи пазари. Трето, вътрешноотрасловата търговия, изнасянето на производството извън предприятието или държавата и международното фрагментиране на производствените процеси преразпределят доходите посредством канали, различни от предвижданите съгласно принципите на традиционната теория за търговията, и между различни групи работници в общо дефинираните квалификационни степени.¹⁶¹ По-специално, разликите в заплащането се увеличават в много държави, най-вече защото се увеличава делът на получаващите най-високи

¹⁶⁰ Виж напр. *Lawrence & Slaughter (1993)*, *Krugman (1995)*.

¹⁶¹ Според *Feenstra & Hanson (1996)* изнасянето на производство в други държави може да увеличи разликите в заплащането в държавите и с ниски, и с високи възнаграждения. *Haskel & Slaughter (2007)* и *Barba Navaretti et al. (2003)* показват, че преките чуждестранни инвестиции повишават еластичността в търсенето на работна ръка, което би могло да допринесе за по-нисък прираст на договорените възнаграждения. *Manasse & Turrini (2001)* сочат, че разликите в заплащането може да се увеличат в рамките на отделни степени на квалификация и в резултат от вътрешноотраслова търговия.

доходи (виж графика II.2.3). Нещо повече, според някои оценки от 90-те години на миналия век насам хората, които губят доходи, са средноквалифицираните. Това доказва хипотезата, че тези умения все по-често могат да бъдат заменени с подобни от държавите с ниски доходи чрез възлагане на производства на подизпълнители и фрагментиране на производствените процеси (*Autor, Katz, & Kearney 2006*).

Успоредно с това все повече се осъзнава фактът, че влиянието на глобализацията върху различията в доходите се обуславя в голяма степен от специфичното институционално устройство в отделните държави. В крайна сметка не съществува единен модел на разпределение на доходите в европейските държави, а националните характеристики и опитът в отделните държави се различават значително и местната политика и местните институции ръководят този процес.

Неравенството вследствие увеличаващата се търговия с икономики с ниски доходи и възлагането на подизпълнители и фрагментирането на производството ще се комбинират с въздействието на други дългосрочни тенденции. Влошаването на условията за търговия, свързано с растящите цени на енергията и основните стоки, ще упражни натиск в посока надолу върху реалните заплати и може да повлияе твърде отрицателно върху групите с ниски доходи. Ограниченията върху публичните финанси, наложени от застаряването на населението, ще стеснят границите за компенсиране на увеличаващите се различия на дъното на скалата с широко разпространените и щедри правителствени трансфери. Следователно, погледнато в перспектива, комбинирането на предимствата, свързани със свободните пазари, с моделите за справедливо разпределение ще бъде основното предизвикателство пред правителствата на държавите от еврозоната.

2.4. ПОЛИТИКА КЪМ ДЪРЖАВИТЕ С ВЪЗНИКВАШИ ПАЗАРИ

Държавите от еврозоната лесно се адаптират към глобализацията се свят. Интегрирането на търговията и обединяването в паричната сфера бяха основните крачки напред към глобализацията, а усещането, че предизвикателствата от миналото са преодолени успешно, носи успоко-

ение за бъдещето. Икономиките на държавите от еврозоната отдавна са сравнително отворени не само към другите държави от еврозоната и Европейския съюз, но и към други търговски партньори от държави с развити, възникващи и развиващи се пазари. Търговската ориентация на еврозоната се явява предимство в контекста на съвременните икономически връзки, защото делът на износа и към динамичните азиатски пазари е по-голям в сравнение с другите региони на света, и най-вече със САЩ. Размерът на вътрешния пазар и достъпът до него, както и качеството на институционалната рамка са ключови предимства на фона на глобализацията. Фирмите в еврозоната извличат полза от икономии от мащаба, което от своя страна им позволява да функционират по-добре на глобалната сцена. Също така фирмите извън еврозоната разполагат с по-големи стимули за преки чуждестранни инвестиции в еврозоната, което може да доведе до пренос на технологии.

Участието в еврозоната носи определено предимство и по отношение на стабилните макроикономически условия. Инфлацията в еврозоната е овладяна надеждно. Големите колебания в номиналните валутни курсове и валутните спекулации вече не са проблем за икономиките в еврозоната. Еврозоната като голяма икономическа единица и емитент на една от двете основни валути има повече възможности за избор от емитентите на по-малките валути. Това дава възможност на ЕС и особено на еврозоната да играе съществена роля в оформянето на световния икономически ландшафт. И накрая, международната търговия и финансовите потоци, които са по-мощни и по-мобилни, заедно с по-широкото използване на еврото в световен мащаб ще съдействат за укрепването на взаимната зависимост между макроикономическата политика на еврозоната и на останалите основни икономически региони.

Участието в еврозоната обаче също увеличава предизвикателствата, като повишава разходите за погрешно водена политика и лошо функциониращи пазари. Членството в ИПС намалява възможността за изпадане в краткосрочни затруднения при вътрешни проблеми, най-вече номинално обезценяване с цел справяне с влошаваща се ценова конкурентоспособност или фискална експанзия, която да стимулира вътрешното търсене. По същата причина ИПС по-

вишава залога за извършване на реформите, необходими за приспособяването на моделите на специализация към променящите се сравнителни предимства и за засилване на икономическата гъвкавост, както и за полагане на публичните финанси на устойчива основа.

Очертаните по-горе дългосрочни тенденции поставят предизвикателства и за рамката на макроикономическата политика на еврозоната. По-голямата честота и сила на инфлационните шокове, засягащи предлагането, биха могли да нарушат взаимовръзката между производство и ценова стабилизация, осъществявана от паричната политика. Паричната политика в еврозоната (графика II.2.4) сега е по-тясно свързана с икономическите цикли в сравнение с 90-те години на миналия век. Силно изразената нециклическост на лихвените проценти показва, че влиянието на инфлацията върху целите на растежа засега остава ограничено в еврозоната вероятно в резултат от факта, че шоковете от страна на търсенето преобладават над тези на предлагането. Нещо повече, през миналото десетилетие много от държавите в еврозоната извлякоха полза от същественото усъвършенстване на провежданата парична политика, което също допринесе за смекчаването на алтернативата между инфлация и стабилизиране на производството (*Cecchetti et al.* 2006). В бъдеще обаче не само шоковете на предлагането, предизвикани от инфлацията, може да станат по-чести, но и не се очакват сравнителни предимства при провеждането на паричната политика.

Границите на използването на фискалната политика като средство за стабилизация също може да се стеснят. Разходите, свързани със застаряването на населението, ще нарастват в някои държави от еврозоната и ще сложат началото на тенденция, водеща до влошаване на бюджетното салдо, при положение че политиката остане непроменена.

Ако реформите не са достатъчни, за да се овладее въздействието от застаряването на населението върху бюджета, насочването на фискал-

ната политика към целите на стабилизацията, може да срещне сериозни пречки в следващите години. Ефективността на фискалната политика на фона на шоковете в предлагането, породени от инфлацията, също е по-ограничена, а е възможно дори да доведе до обратен ефект, ако забави или затрудни структурното подобрене.

Един допълнителен елемент, който трябва да бъде разгледан в този контекст, е растящото многообразие в държавите от еврозоната. Новите държави-членки, присъединили се през 2004 г., се характеризират с по-нисък доход на глава от населението в сравнение със старите членки на еврозоната и трябва да наваксват. Производителността, най-вече в сектора на търгуемите стоки, се очаква да нарасне по-бързо в повечето от тези икономики, което означава по-висок инфлационен натиск върху сектора на нетъргуемите стоки, а оттам и реално поскъпване. Повечето от новите държави-членки се отличават и с по-слабо развити финансови пазари в сравнение със старите членки на еврозоната, което би могло да се отрази върху действието на трансмисионния механизъм на паричната политика в еврозоната. Нещо повече, некоординираните структурни реформи може да доведат до повишена хетерогенност и в по-старите държави от еврозоната, особено ако реформите са по-амбициозни в гъвкавите икономики, отколкото в нееластичните.

Като обобщение, възможното засилване на напрежението между производство и инфлация по отношение на паричната политика, стесняващите се граници за стабилизация от страна на фискалната политика и нарастването на хетерогенността в еврозоната ще породят необходимост от добре функциониращи пазари и може би ще се наложи да се вземат мерки на равнище еврозона за усъвършенстване на вътрешния механизъм за приспособяване. Освен това все по-развитите и интегрирани стокови и финансови пазари и нарастващото значение на еврото повдигат въпроса за адекватната намеса на еврозоната в надзора и координирането на паричната политика в света.

3. НАСЪРЧАВАНЕ НА РАСТЕЖА И ЗАЕТОСТТА

3.1. ВЪВЕДЕНИЕ

Както бе разгледано в част I на този доклад, икономическият растеж в еврозоната е средно около 2% годишно – приблизително толкова, колкото е бил през предходните десет години. Макар че основната цел на ИПС е да установи макроикономическа стабилност, очакваше се интеграцията на търговията и финансовите пазари да повиши производителността и производството посредством засилена конкуренция и иновации. Интеграцията на финансовите и стоковите пазари, подпомогната от единната валута, заедно с нарастването на участието на населението на трудовия пазар действа като двигател на растежа, и то в по-голяма степен от предвиденото. Други фактори обаче действат като ограничители, най-вече слабият напредък в структурната политика. Ако беше отбелязан по-голям напредък в структурната реформа, растежът щеше да бъде значително по-силен.

Погледнато в перспектива, очаква се постепенно намаляване на населението в трудоспособна възраст поради застаряването. Ето защо приносът на разходите за труд за потенциалния растеж първо ще отслабне, а впоследствие ще стане отрицателен. Това ще се почувства през следващото десетилетие – потенциалният растеж се очаква да намалее под 2% годишно. Впоследствие потенциалният растеж може да намалее *наполовина* до около 1%, което е една втора от прогнозния за САЩ. Тези предвиждания за слаб растеж в дългосрочен план трябва да бъдат взети предвид при формиране политиката на ИПС.

На фона на тези факти в първия раздел на тази глава се изследват по-подробно средно- и дългосрочните прогнози за растежа в еврозоната. В следващите раздели се прави преглед на възможностите на политиката да повиши растежа посредством по-активно присъствие на трудовия пазар и по-силно нарастване на производителността.

3.2. ДЪЛГОСРОЧНИ ПРОГНОЗИ

Най-характерната черта на потенциалния икономически растеж в еврозоната, откакто беше приета единната валута, е съчетаването на засилващия се принос на работната сила, независимо от продължителния спад в обработените

човекочасове, с отслабващия принос на производителността на труда. Тази тенденция, която е регистрирана от средата на 90-те години на миналия век, е в пълен контраст с промените в САЩ, където повишаването на производителността на труда се засилва, а прирастът на трудоемкостта се забавя (но от по-високо отправно равнище). В по-голямата си част недостатъчното повишаване на производителността в еврозоната се дължи на дивергенцията на съвкупната факторна производителност (СФП), което означава, че основна причина за това е бавното навлизане на новите технологии.

Ако се използва функционална средносрочна прогноза за производството до 2012 г., ще се установи, че еврозоната ще продължава да отчита потенциален растеж от около 2–2¼% годишно през следващите пет години (таблица П.3.1). Допуска се прогресивно подобрене в темповете на повишаване на СФП в еврозоната от годишен темп 0.8% понастоящем до 1.1%. И при това положение темпът на потенциален растеж в еврозоната ще започне да намалява от 2010 г. нататък, като през 2012 г. той ще спадне под 2%, тъй като очакваното възстановяване темпа на повишаване на производителността ще бъде напълно неутрализирано от по-слабия принос на труда, тъй като нарастването на населението в трудоспособна възраст се забавя и не се очаква темповете на структурната безработица и на участието на трудовия пазар да се променят чувствително.

При непроменена политика прогнозите, засягащи демографските промени, степента на участие на трудовия пазар, интензивното увеличение на капитала и СФП до 2050 г., показват, че потенциалният растеж в еврозоната ще намалее почти наполовина. Това ще стане независимо от допускането в последните прогнози на Евростат за населението, че повишаването на СФП ще се „нормализира“ и че се дължи на отрицателни последици вследствие предлагането на работна ръка. Дългосрочните демографски различия между еврозоната и САЩ са огромни, тъй като САЩ продължават да отчитат потенциален растеж от около 2½%. Ако сегашният модел на бавно нарастваща СФП в еврозоната не се окаже погрешен, потенциалният растеж в еврозоната ще бъде дори още по-слаб.

Таблица II.3.1:
Дългосрочни темпове на потенциален растеж и техните компоненти

	Потенциален растеж (%)	Отработени часове (%)			Почасова производителност на труда (%)		
		Общо	Заетост	Отработени часове	Общо	Интензивно увеличение на капитала	СФП
Еврозона							
1989-1998	2.3	0.3	0.7	-0.4	2.0	0.7	1.3
1999-2008	2.2	0.8	1.2	-0.3	1.3	0.5	0.8
2009-2012	2.1	0.4	0.8	-0.4	1.7	0.7	1.0
2013-2020	1.9	0.1	1.8	0.7	1.1		
2021-2030	1.3	-0.4	1.8	0.7	1.1		
2031-2050	1.2	-0.5	1.7	0.6	1.1		
САЩ							
1989-1998	3.1	1.6	1.6	0.0	1.5	0.3	1.2
1999-2008	2.8	0.8	1.2	-0.4	2.0	0.8	1.2
2009-2012	2.4	0.5	0.6	-0.1	1.9	0.8	1.0
2013-2020	2.2	0.3	2.0	0.8	1.1		
2021-2030	2.0	0.2	1.8	0.7	1.1		
2031-2050	2.4	0.7	1.7	0.6	1.1		

Източник: Европейска комисия.

Както вече беше отбелязано, тези дългосрочни сценарии предполагат „непроменена политика“. Ето защо ще бъде от полза да се разгледа въпросът, доколко политиката е в състояние да заеме с проблемите на трудоемкостта и с намаляващата СФП в еврозоната.

3.3. НАРАСТВАНЕ НА ЗАЕТОСТТА

През десетте години от съществуването на ИПС повишаването на производителността на труда се забави, докато трудоемкостта се увеличи. Както е упоменато в глава I.5, нарастването на заетостта от 1999 г. насам се основава и на намаляването на равнището на безработица, и на по-голямото участие на трудовия пазар. Също така промяната в броя на хората в трудоспособна възраст допринесе с около половин процентен пункт за общия растеж на заетостта. Като се взема предвид неотдавнашният опит, в следващите раздели се разглежда ролята на политиката за увеличаване участието на трудовия пазар и намаляването на безработицата. Разглеждат се и показателите за отработени часове и начинът, по който им влияе политиката.

3.3.1. Насърчаване участието на трудовия пазар

Участието на трудовия пазар се определя отчасти от социални, културни, институционални и демографски фактори, като например продължителност на образованието, ролята на мъжете и жените, намаляването на раждаемостта, въз-

растовата структура на населението и нормалната възраст за пенсиониране.

Икономическите фактори също играят роля, особено по отношение на очакванията за заетостта, равнищата на доходите на домакинствата, дела на зетите на непълнен работен ден в общата заетост и дела на сектора на услугите в икономиката.

В таблица II.3.1 са представени точни данни за изменението в агрегирания темп на участие, включително и дългосрочна прогноза, съвместима с прогнозата за растежа, въз основа на анализ на структурните промени (каре II.3.1).¹⁶² Те показват, че демографските промени ще станат неблагоприятни в бъдеще, защото ще се увеличава делът на хората, които са в края на трудоспособната си възраст и са по-малко склонни да участват на пазара. Независимо от това по прогнози участието ще се повиши от около 72% в настоящия момент до 76% до 2050 г., тъй като се очаква по-голям дял от младите жени в най-младата възрастова група и от работещите над 55-годишна възраст да се присъединят към трудовия пазар. Това не е достатъчно, за да се поддържа настоящият темп на потенциален растеж на производството и затова е

¹⁶² Анализът на структурните промени разлага изменението в дела на участие до структурния ефект: т.е. частта от изменението, която се дължи на вариациите в теглата на различните групи от населението в трудоспособна възраст, ефекта от измененията по възрастови групи и остатъчен ефект, произтичащ от взаимодействието между другите два ефекта.

Капе II.3.1: Въздействие на пенсионната реформа върху степента на участие на работещите над 55-годишна възраст

В карето се прави оценка на въздействието на пенсионната реформа върху степента на участие на работещите над 55-годишна възраст. Данните за пенсионната реформа са извлечени от базата данни *LABREF*. Разглеждат се реформите, които намаляват стимулите за ранно пенсиониране, като променят условията за пенсиониране или условията за пенсиониране и всички или един от следните компоненти: равнище, покритие, данъчно облагане и вноски. За да се улови въздействието на реформите, се въвежда фиктивна променлива със стойност 1 за годините, в които са се извършвали реформи, и 0 за останалите години. Тя се използва в панелна регресия, като промяната в степента на участие на възрастните групи от 55 до 59 години и от 60 до 64 години е независима променлива. Факторът на реформите се въвежда с шест лага. Постоянните странови ефекти се наблюдават за откриване на ненаблюдавана хетерогенност по държави, а равнището на безработицата се включва, за да се отчете затягането на пазара на труда.

Освен това фиктивната променлива *EMU* взаимодейства с фактора на реформите, за да се открият конкретните прекъсвания, свързани с въздействието на пенсионните реформи във и извън ИПС, както и преди и след създаването му.

Въвеждането на фактора на реформите за различни лагове позволява да се провери дали се достига максимално въздействие на реформата, когато хората, принадлежащи към определена възрастова група на работещите над 55-годишна възраст, достигат средната възраст за напускане на работната сила.

Стига се до извода, че по отношение на участието на трудовия пазар след реформата поведението на хората, приближаващи пенсионна възраст, се променя. В таблицата, поместена по-долу, са представени резултатите от изследването.

Според очакванията степента на участие се променя в положителна посока съобразно затягането на трудовия пазар и пенсионните реформи. Въздействието на пенсионната реформа е по-силно по отношение на извадката, включваща ИПС, в сравнение с тази, в която той не участва. Получените коефициенти показват, че по отношение на участието на трудовия пазар на възрастовата група от 55 до 59 години пенсионната реформа влияе най-силно след шест години. За възрастовата група от 60 до 64 години максималният ефект се постига след около три години. Както може да се предположи, въздействието на пенсионната реформа върху степента на участие е по-силно за възрастовата група от 55 до 59 години, отколкото за тази от 60 до 64 години.

Таблица 1:
Изменения в степента на участие на работещите над 55-годишна възраст и пенсионните реформи

	Възрастова група 55–59 години			Възрастова група 60–64 години		
	Всички страни	Извън ИПС	ИПС	Всички страни	Извън ИПС	ИПС
Равнище на безработица (-1)	-0.09*** (-4.0)	0.02 (0.5)	-0.16 (-1.56)	-0.09*** (-2.9)	-0.02 (-0.36)	-0.02 (-0.26)
Фактор на реформите, години (-1)	0.49*** (3.27)	0.80*** (4.01)	0.36*** (2.75)	0.12 (0.62)	0.24 (1.24)	-0.14 (-0.71)
Фактор на реформите, години (-2)	0.02 (0.16)	0.18 (1.13)	0.26 (1.21)	0.35* (1.9)	0.19 (0.62)	0.12 (-1.54)
Фактор на реформите, години (-3)	-0.001 (-0.009)	0.16 (0.7)	0.19 (-1.1)	0.61*** (3.01)	0.71*** (2.93)	0.71*** (2.85)
Фактор на реформите, години (-41)	0.56*** (2.69)	0.46* (1.8)	0.39 (1.57)	0.33** (2.08)	0.17 (0.89)	0.12 (0.68)
Фактор на реформите, години (-5)	0.70*** (3.61)	0.07 (0.47)	1.20*** (4.37)	0.41** (1.96)	0.61*** (3.2)	-0.02 (-0.08)
Фактор на реформите, години (-6)	1.16** (2.12)	0.74*** (2.3)	1.38*** (3.12)	0.6 (0.82)	-0.17 (-0.85)	0.79* (-1.81)
Постоянни странови ефекти	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Брой наблюдения	285	285	285	285	285	285
R ² (изгладена)	0.19	0.2	0.28	0.14	0.28	0.28

Регресия *OLS*, наблюдаваща за характерна странова хетероскедастичност и времева корелация. Абсолютните стойности на Т-статистиката са дадени в скоби; * значимост при 10%; ** значимост при 5%; *** значимост при 1%.

необходима политика, която още повече да повиши участието на трудовия пазар.

От таблица II.3.2 може също да се заключи, че:

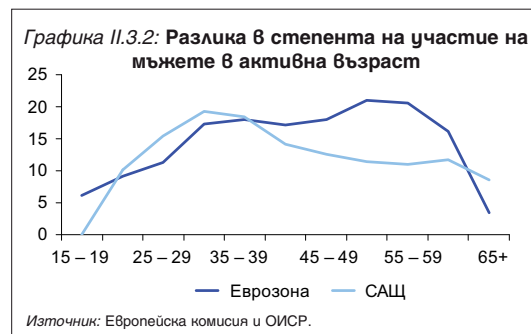
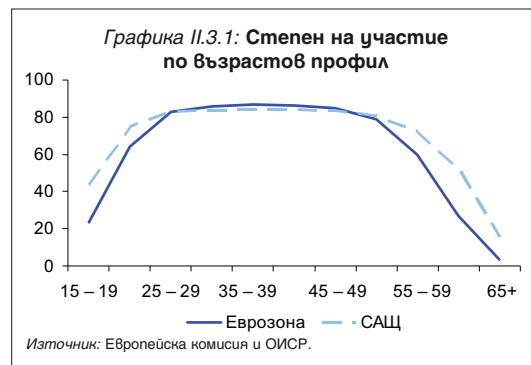
- Почти две трети от нарастването на степента на участие от 1999 г. насам се обяснява с рязко увеличение на участието на жените в най-младата възрастова група. Нарастването на активността на жените на трудовия пазар е особено голямо в държави, където степента на участие първоначално е била ниска, което е признак за сближаване. Процесът се предизвиква от социалноикономически и културни промени, макар че роля играят и политиката на институциите, свързани с трудовия пазар, и промените в тях.
- Увеличението на заетостта при работещите над 55-годишна възраст също е голямо и обяснява създаването на над една трета от общите нови работни места от 1999 г. насам. Реформите в пенсионната система са способствали за това, като са повишили в някои случаи установената възрастова граница и са намалили стимулите при ранно пенсиониране. Както се вижда обаче от глава I.5, напредъкът в това отношение е оправдан.

Таблица II.3.2:
Разлагане на приноса на различни показатели за степента на участие

	1995 – 1998	1999 – 2006	2007 – 2050
Степен на участие,			
край на периода	66.6	70.6	75.6
% промяна	1.1	3.3	4.9
Принос на промените в равнището на заетост:			
ОБЩО	0.8	3.1	5.9
Младежи (15-24)	-0.1	0.0	0.0
Активна възраст (25-54)	0.7	1.7	2.8
Възрастни (55-65)	0.2	1.3	3.0
МЪЖЕ	0.1	0.6	1.9
Младежи (15-24)	0.0	0.0	0.0
Активна възраст (25-54)	0.0	0.0	0.7
Възрастни (55-65)	0.1	0.5	1.2
ЖЕНИ	0.7	2.5	3.9
Младежи (15-24)	-0.1	0.0	0.0
Активна възраст (25-54)	0.7	1.7	2.1
Възрастни (55-65)	0.2	0.8	1.8
Принос на демографския ефект:			
ОБЩО	0.3	0.2	-1.6
Младежи (15-24)	-0.4	-0.4	-0.2
Активна възраст (25-54)	0.6	0.5	-3.2
Възрастни (55-65)	0.0	0.1	1.9
Ефект на взаимодействие	0.0	0.0	0.6

Източник: Европейска комисия.

В участието на младите хора на пазара на труда не е регистрирало нарастване от 1999 г. насам. За тези, които още учат, това не означава непременно, че са изправени пред проблем. В няколко държави обаче делът на младите хора, които нито учат, нито работят, е висок – 20% в Италия и Гърция и над 10% във Франция, Германия, Ирландия, Нидерландия и Испания (Quintini et al. 2007). Този факт означава, че трябва да се намалява процентът на напускащите училище и да се насърчава плавното навлизане на младите хора на пазара на труда. Степента на участие на мъжете в активна възраст не се е увеличила от 1999 г. насам, но тя вече е относително висока в еврозоната в сравнение със САЩ (както може да се заключи от графики II.3.1 и II.3.2).

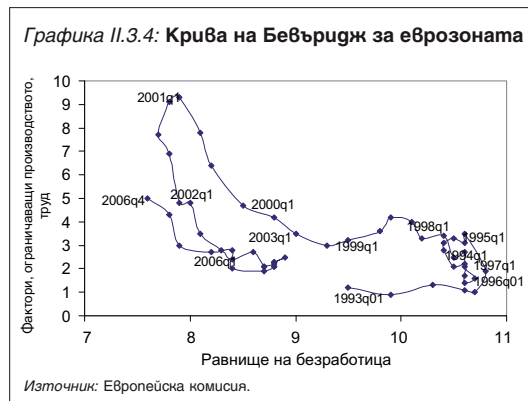
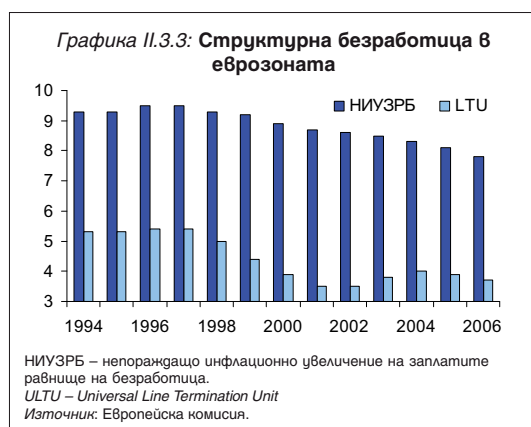


Въпреки че отчита значително нарастване, участието на жените на пазара на труда в еврозоната все още е сравнително ниско, особено при жените над 40-годишна възраст, и вероятно отразява комбинираното действие на социалните нагласи, трудния преход от пасивност към труд след периода на отглеждане на деца и демотивиращи фактори, породени от взаимодействието на данъчните системи и социалните плащания. Макар да съществуват основателни

причини тази група да привлича вниманието на политиката, свързана с участието на пазара на труда, би трябвало също така да се увеличи и участието на по-младите жени. Решението на младите жени да навлязат на пазара на труда зависи до голяма степен от фактори, като достъп до институционализирани грижи за деца (*Del Boca & Vuri 2006*), подкрепа от страна на държавата за семействата с деца, отпуск за отглеждане на дете, гъвкавост на работното време, предпочитания по отношение избора за работа на непълнен работен ден с цел отглеждане на деца (*Kramarz et al. 2006, Jaumotte 2003*). По всички тези въпроси е възможно да се постигне напредък.

3.3.2. Овладяване на безработицата

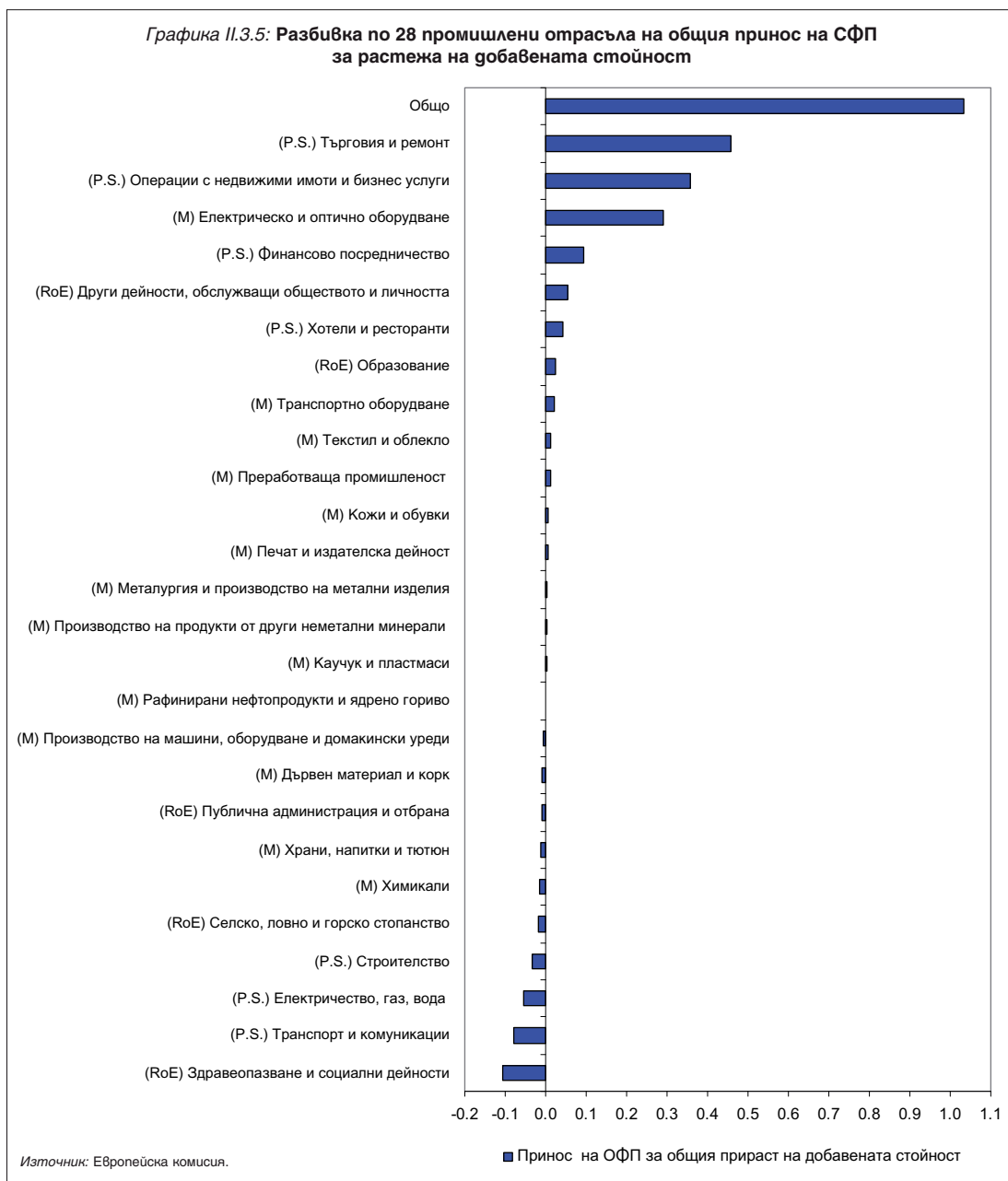
Както е отбелязано в глава I.5, спадът в структурната безработица от 1999 г. насам е чувствителен. Той се придружава от намаляване на равнището на безработица в дългосрочен план (графика II.3.3) и от по-доброто качествено съответствие между предлагането и търсенето на трудовия пазар, както се вижда от спада в „кривата на Бевъридж“ (графика II.3.4). Факторите, допринесли за това, са въвеждане на по-гъвкава организация на работа, засилване на стимулите за труд посредством данъчните и социалните системи, по-здравя връзка с политиката за активиране на неангажираните в трудовата дейност, по-голямо доверие в превантивната и целенасочена политика, свързана с активния трудов пазар, (умерено) намаляване на данъчното бреме върху трудовите доходи, особено за нискоквалифицираните и, в по-общ план, повсеместна умереност на заплатите.



Равнището на безработица обаче остава високо и твърде устойчиво в някои региони; това показва тенденция към „поляризация“, което е и предвидимо за икономическа среда, в която продуктивният и финансовият пазар се интегрират, докато трудовите пазари остават пространствено сегментирани. Влиянието на специализацията и агломерацията, предизвикани от ИПС, може да засили тези тенденции и политика, насърчаваща изглаждане на реалните работни заплати и улесняваща мобилността на работната сила, би била полезна.

3.3.3. Увеличаване на отработените часове

Средният брой отработени часове на наето лице намалява в повечето развити страни, но най-осезателен е спадът в еврозоната. Непосредствено обяснение за това е структурният ефект, изразяващ се в нарастваща заетост при жените, тъй като те често работят на непълнен работен ден (*OECD 2007b*). По-задълбоченото обяснение обаче може да се крие в несъответствията, причинени от системите за данъчно облагане и социални помощи (*Prescott 2004*). Правилниците и институциите на паричния пазар предоставят още едно обяснение, а се изтъква и становището, че спадът е предизвикан от предпочитанието на профсъюзите, което фаворизира мъжете в активна възраст (*Alesina et al. 2005*). Друго обяснение сочи изявено предпочитание изгодите от производителността да се използват за увеличаване на свободното време (*Blanchard 2004, Gordon 2007*). Тези различни обяснения обаче не се изключват взаимно. Високите пределни данъчни ставки вляят върху решението за навлизане на трудовия пазар на непълнен работен ден, най-вече от страна на съпругата/съпруга, които не работят (*OECD*



2007). Свиването на заплатите, което е сравнително силно изразено в еврозоната, има отрицателен ефект върху отработените часове (Faggio & Nickell 2007) и също може да отслаби стимулите за жените да работят на пълен работен ден. Ето защо целта на политиката би трябвало да бъде създаването на подходящи стимули за жените да отработват повече часове, което ще засили необходимостта от по-висока степен на участие на трудовия пазар от страна на жените.

3.4. ПОВИШАВАНЕ ПРИРАСТА НА ПРОИЗВОДИТЕЛНОСТТА НА ТРУДА

На няколко места в този доклад се подчертава, че е много важно да се обърне сериозно внимание на сравнително ниската СФП в еврозоната, която е от ключово значение за компенсирането на неблагоприятното влияние на застаряването на населението върху растежа. Насоките на политиката в това отношение трябва да се гърсят с помощта на адекватен анализ на силите, офор-

мящи растежа на СФП. Открояват се няколко проблема: ролята на индустриалните структури, догонване или „растеж до технологичната граница“, въздействието на конкуренцията на продуктовия пазар и ролята на обучението и научната и развойна дейност.

3.4.1. Ролята на индустриалните структури

Анализът на тенденциите в СФП на отраслово равнище показва, че по-голямата част от разликите в растежа на СФП между ЕС и САЩ през последното десетилетие се дължат на малка група отрасли: търговия на едро и дребно, други бизнес услуги, електрическо и оптично оборудване и финансово посредничество.¹⁶³ Това означава, че еврозоната не страда от общо забавяне на СФП във всички отрасли, а по-скоро от затруднения в преразпределянето на ресурси от области, където повишаването на СФП е високо, и най-вече в информационните и телекомуникационните технологии и в някои сектори на частните услуги, в които не се използват изцяло предимствата на СФП.

В няколко изследвания се изучава каква част от общия растеж на СФП може да се обясни с фирмената или отрасловата СФП и каква част се дължи на преразпределяне на ресурсите към по-продуктивни дейности. *Bartelsman et al.* (2006) използват данни за 24 държави на равнище фирми и изчисляват, че ефектът от преразпределянето би могъл да възлезе на половината от съвкупния прираст на производителността.¹⁶⁴ Интересното е, че напускането от нископроизводителните предприятия на пазара има по-голямо значение за съвкупната произ-

водителност, отколкото навлизането на нови фирми. Нещо повече, по-голямата част от приноса на ефектите от преразпределянето на ресурси за прираста на СФП се осъществява в рамките на отраслите, а не между тях. Макар и до известна степен спекулативни, тези изводи показват, че липсата на мобилност при фирмите е главната причина за бавното повишаване на СФП в еврозоната.

3.4.2. Догонване или „растеж до технологичната граница“

Все повече се налага становището, че докато догонващите страни биха имали полза от институции и политика, поощряващи ефективното използване на съществуващите технологии, държавите, въвеждащи авангардни технологии, биха спечелили от политика, лансираща най-високите постижения във висшето образование и научната и развойна дейност, финансовите пазари, подкрепящи рисковани проекти, и регулации, които не натоварват прекалено фирмите или потенциалните участници на пазара. По този начин забавянето на растежа на производителността в Европа би могло да бъде отчасти интерпретирано като бавно приспособяване на институциите в обстановка, при която прирастът на СФП все повече се определя от нововъведенията, отколкото от използването на съществуващи технологии (*Sapir et al.* 2004).

Различни изследвания са се опитвали да уловят тази отлика и като цяло споделят мнението, че и догонването, и новаторството („растеж до технологичната граница“) допринасят за промените на СФП в повечето развити държави, но това до голяма степен се отнася за отделните страни и се променя с времето. Направеното неотдавна изследване на Европейската комисия (*European Commission* 2007a) показва, че от средата на 90-те години на миналия век повишаването на СФП в Европа е била поддържано главно от растежа до технологичната граница, като несъществено влияние е оказвала променливата на технологичното отклонение. Следователно този извод е съвместим със схващането, че в Европа растежът се стимулира непрекъснато от дейността, свързана с иновациите, и в по-малка степен от използването на съществуващите съвременни технологии.

¹⁶³ Анализът е въз основа на данни от банката данни KLEMS на ЕС.

¹⁶⁴ Извършените неотдавна изследвания в САЩ, Канада и Германия подкрепят становището, че преразпределянето може да бъде по-важно, отколкото се смяташе преди (напр. *Foster et al.* 1998; *Baldwin & Gu* 2006 и *Cantner & Krueger* 2006). *Fukao & Kwon* (2006) отдават забавянето на растежа на СФП в Япония през последните няколко десетилетия на бавното преразпределяне на ресурси от фирми с ниска производителност към фирми с висока производителност. Резултатите обаче не се съвсем еднозначни при специфичните аналитични подходи (виж *Foster et al.* 2005).

Капе II.3.2: Интеграция на финансовите пазари и разпределяне на капитала

Задълбочената финансова интеграция на държавите в еврозоната е едно от забележителните постижения на ИПС. Направени са наистина редица изследвания относно въздействието на финансовата интеграция върху растежа в ЕС (напр. *Guiso et al.* 2004) или върху разпределянето на риска (напр. *Kalemli-Ozcan et al.* 2004), но много по-малко е направено за оценяване на въздействието на интеграцията на финансовите пазари върху разпределянето на капитала. По-ефективното му разпределяне в рамките на производствените дейности обаче е ключово средство, чрез което финансовото развитие и интеграция може да осигурят по-висок растеж (повишаване на СФП, свързано с по-ефективно разпределяне на ресурсите за алтернативното им използване).

На този фон в карето е представен анализ, чиято цел е да се оцени въздействието на финансовата интеграция върху ответната реакция на капитала към променящите се условия на производителността и разходите. Във връзка с това променливата на инвестициите е регресирана за измерителя на „нетния пределен продукт на капитала“, а именно разликата между пределния продукт на капитала и капиталоемкостта. Еластичността на инвестициите към тази променлива измерва с колко нараства (спада) капиталът в отговор на положителната (отрицателната) разлика между пределния му продукт и капиталоемкостта. По-високата (ниска) еластичност се свързва с по-ефективно (по-неефективно) разпределяне на капитала, т.е. такова, при което има по-ефективна (по-неефективна) реакция на капитала всеки път, когато бъдат нарушени (статичните) условия за ефективното му разпределяне. Допуска се еластичността да се променя в зависимост от това, дали страните са в ИПС и каква е степента на развитие и интеграция на финансовите пазари. Макар че подобно определяне се основава на статичен модел на инвестиции и ограничения, за да бъде реакцията на капитала същата като на неговия пределен продукт и цена за изчисляването на пределния капиталов продукт, е необходимо допускане, което е крайно желателно, тъй като чувствително намалява броя на оценяваните параметри и дава възможност да се използват резултатите от синтеза по отношение въздействието на ИПС и условията на финансовия пазар при ефективността на разпределянето на капитала.

Данните за инвестициите, производителността на капитала и цената са взети от базата данни *KLEMS* на ЕС, а данните за финансовата интеграция – от *Lane & Milesi-Ferretti* (2006). Данните варират съобразно секторите, държавите и времето. Извадката включва седем държави от еврозоната (Германия, Испания, Франция, Нидерландия, Италия, Австрия, Финландия) и три държави извън еврозоната (Дания, Обединеното кралство и САЩ). За тези държави съществува пълен набор от променливи, включително акционерен капитал, инвестиции, СФП и др. Данните са от периода 1980–2004 г. и обхващат 28 отрасли на преработващата промишленост и услугите. За да се измери пределния продукт на капитала, се прави стандартно допускане, че производствената функция показва постоянна печалба от мащаба и е от типа Коб–Дъглас. Измерителят на капиталоемкостта ни кара да използваме конкретни отраслови данни за коефициенти на обезценяване и дефлатори за инвестиционните стоки.

За да се улови устойчивият компонент на инвестициите, уравнението за оценка включва зависима лагова променлива на инвестициите с едногодишен лаг. За да се улови въздействието на евентуални пропуснати променливи, се включват постоянни странови, отраслови и годишни въздействия. Тъй като променливите са логаритмувани, регресионният коефициент на нетния пределен капиталов продукт измерва еластичността на инвестициите. Въздействието на финансовата интеграция върху разпределянето на капитала се получава чрез взаимодействието между нетния пределен продукт на капитала и показателите за обединяване (интеграция) на дълговете и капиталовите инструменти.

В таблица 1 са представени резултатите, сочещи връзката между финансовата интеграция и разпределянето на капитала. В колона 1 се анализира ролята на интеграцията по отношение на дълговите инструменти, а в колона 2 се разглеждат презгранично притежаваните капиталови активи. Регресионният коефициент на променливата на нетния пределен капиталов продукт (който не влиза във взаимодействие с други индикатори) представя еластичността на инвестициите за държави/го-

(Продължава на следващата страница)

Карта (продължение)

дини, характеризиращи се със средна степен на финансова интеграция.¹ Резултатите показват, че нарастване от 10 пр.п. на разликата между пределния продукт на капитала и цената му увеличава дела на инвестициите в акции с около 1.25%. Интеграцията и на дълговите, и на капиталовите пазари значително повишава еластичността на инвестициите. Коефициентът на общата променлива представя разликата в стойностите на еластичността при нарастване с 1 на стандартното отклонение в степента на интеграция на финансовия пазар. Влиянието на финансовата интеграция върху еластичностите на инвестициите е около 17%. Тъй като задълбочаването на финансовата интеграция донякъде съвпада с ускореното вътрешно финансово развитие, анализът се извършва повторно и се проследява делът на кредитния растеж в БВП като мярка за финансовото развитие (колони 3 и 4). Изглежда, променливите на финансовата интеграция влияят съществено върху еластичността на инвестициите и след наблюдението за ефекти от финансовото развитие.

Като цяло, резултатите подкрепят становището, че засилващата се финансова интеграция се отразява благоприятно върху разпределението на капитала по отрасли и държави. Както е посочено в част I на доклада, в държавите от еврозоната либерализацията на презграничните финансови инвестиции и общата парична и валутна политика действат като основни механизми за създаването на по-отворени и интегрирани финансови пазари.

Таблица 1: Разпределение на капитала и финансова интеграция

Зависима променлива: дял на инвестициите	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Дял на забавените инвестиции	0.558*** (19.43)	0.557*** (19.49)	0.560*** (19.51)	0.559*** (19.44)	0.557*** (19.44)
Пределен нетен капиталов продукт (ПНКП)	0.125*** (5.43)	0.123*** (5.36)	0.123*** (5.13)	0.123*** (5.11)	0.122*** (0.86)
Обединяване на дългови активи	0.047 (1.13)	0.057 (1.39)			
Взаимодействие между ПНКП и интеграцията на дълга	0.022** (2.52)	0.020** (2.10)			
Обединяване на капиталови активи	0.056 (1.17)	0.051 (0.91)			
Взаимодействие между ПНКП и интеграцията на капитала	0.024** (2.38)	0.024* (2.00)			
Финансово развитие	0.026 (0.93)	0.012 (0.353)	-0.011 (0.29)		
Взаимодействие между ПНКП и финансовото развитие	0.015* (1.86)	0.057 (1.39)	0.006 (0.86)		
Наблюдения	4365	4365	4298	4298	4298
R ²	0.48	0.49	0.48	0.48	0.48

Забележки: OLS – регресия; наблюдаване за специфична отраслова хетероскедастичност; странови, отраслови и годишни фиктивни променливи. Абсолютната стойност на t-статистиката е посочена в скоби: * значимост при 10%, ** значимост при 5%, *** значимост при 1%.

Дял на инвестициите: log (нетни реални инвестиции/забавеният реален нетен акционерен капитал).

Пределен нетен капиталов продукт: log (пределна производителност на капитала) – log (капиталоемкостта).

Обединяване на дългови активи: Презгранично притежавани активи и пасиви/БВП, дългови инструменти.

Обединяване на капиталови активи: Презгранично притежавани активи и пасиви/БВП, капиталови инструменти.

Финансово развитие: Презгранично притежавани активи и пасиви/БВП, капиталови инструменти.

Финансово развитие: Кредитът за частния сектор като дял от БВП. Стандартизирана променлива.

¹ Това тълкуване идва от факта, че променливите на финансовата интеграция са стандартизирани.

3.4.3. Пазарни сили, формиращи нарастването на СФП

Нарастването на СФП в секторите и фирмите се влияе от регулирането на *продуктовите пазари*. Нормативната уредба и институциите на продуктовите пазари може да повлияят на прираста на СФП посредством въздействието на конкуренцията и пазарната структура върху иновациите. Получените неотдавна емпирични данни показват, че зависимостта между степента на конкуренция и иновациите е двояко (*Aghion & Howitt 2005*): на иновациите пречи както прекалено силната, така и прекалено слабата конкуренция. Ако конкуренцията е прекалено слаба, фирмите нямат стимули да правят нововъведения, а засилването на конкуренцията би създавало стимули за това. И обратно, изключително силната конкуренция намалява стимулите за иновации, защото обновяващата се фирма не би била в състояние да натрупва печалби. Съществуват доказателства, според които връзката между конкуренцията и иновациите е по-силна в държави или отрасли, които са близо до технологичната граница (*Griffith et al. 2006*). Данните показват също, че регулирането на продуктовия пазар, и най-вече правните бариери пред излизането на него, както и навлизането в инфраструктурните отрасли може да изиграят положителна роля за определяне степента, в която преразпределението на ресурсите може да подпомогне прираста на СФП.

Нормативната уредба на трудовия пазар също може да формира прираста на СФП не само като въздейства върху степента на преразпределение на ресурсите към дейности, стимулиращи високия растеж, но и като влияе върху стимулите на фирмите да правят иновации. По специално, строгата законодателна защита на заетостта може да осуети реализирането на рисковани проекти и да намали вероятността фирмите да извършват радикални иновации (*Saint-Paul 2000, Scarpetta & Tresselt 2002*).

Финансовите пазари имат изключително голяма роля като двигател на СФП. Редица анализи по държави показват, че развитите финансови пазари допринасят за растежа (напр. *King & Levine 1993; Beck et al. 2000*) и изравняването на доходите (*Aghion et al. 2005*). Съществува съгласие и по въпроса, че основният принос на финансовото развитие за растежа идва по-скоро от по-ви-

соките темпове на растеж на СФП, отколкото от инвестиране във веществен или човешки капитал (*King & Levine 1993; Benhabib & Spiegel 2000*). Някои от причините за благоприятното влияние на финансовото развитие върху прираста на СФП са: по-добри възможности за преразпределяне на ресурси към дейности с висок темп на растеж на СФП, увеличени шансове за спестявания и инвестиции в капитал, свързан с нови технологии и диверсификация на риска, което позволява да се извършват рисковни дейности, свързани с иновации. В някои изследвания се потвърждава схващането, че финансовото развитие има положителен ефект върху разпределението на капитала към отрасли с перспективи за по-висок растеж.¹⁶⁵

В редица изследвания се оценяват последиците от състоянието на финансовите пазари за растежа в еврозоната и ЕС. Резултатите, отчетени от Европейската комисия (*European Commission 2007a*), показват, че по-ограниченото регулиране на финансовите пазари се свързва с по-голям принос на нарастването на СФП до технологичната граница за общия прираст на СФП. Според интерпретацията на резултатите сложната нормативна уредба може да има обратен за конкурентоспособността ефект върху пазарната структура или да спъва финансовите иновации, което ще се отрази върху достъпността на финансовите ресурси за изпълнението на рисковни иновационни проекти. Анализът, включен в каре II.3.2, показва, че степента на интегрираност и на пазара на облигации, и на капиталовия пазар чувствително увеличава реакцията на инвестициите спрямо разликата между цената и производителността на капитала. Данните подкрепят становището, че ИПС повишава ефективността на разпределението на капитала, а оттам и СФП, като продължава да свива сегментирането на финансовите пазари (за повече данни виж част I).¹⁶⁶

¹⁶⁵ Виж *Fisman & Love 2004* и *Hartmann et al. 2007*. Секторите, извличащи по-голяма полза от финансовото развитие, са тези, които разчитат повече на външно финансиране (*Rajan & Zingales 1998*), и тези, при които се наблюдава растеж най-вече в малките фирми (*Beck & Levine 2004*).

¹⁶⁶ Изводът от тази закономерност е, че при отсъствие на свързана с ИПС финансова интеграция забавянето на растежа на СФП в еврозоната след средата на 90-те години на миналия век щеше да бъде дори още по-голямо.

3.4.4. Ролята на образованието и на научноизследователската и развойна дейност

Докато икономическият растеж вече навсякъде изисква основно и средно образование, в икономиките, които са близо до технологичната граница, е нужно висше образование, най-вече в областта на природо-математическите науки и инженерните дисциплини, за да се извършват иновативни дейности. Например *Aghion & Howitt* (2005) представят данни за САЩ, от които се вижда, че влиянието върху производителността на нарасналия дял на висшистите в работната сила е най-силно в тези щати, където СФП е най-близо до технологичната граница. Според Европейската комисия (*European Commission* 2007a) делът от отраслите, изискващ висока квалификация, оказва положително влияние върху приноса от нарастването на СФП до технологичната граница за прираста на общата СФП. По същия начин въздействието на научноизследователската и развойна дейност върху СФП е по-силно в държави на технологичната граница, което наистина се потвърждава от емпиричните изследвания. Например *Scarpetta & Tresselt* (2002) последователно стигат до извода, че ефектът от разходите за научна и развойна дейност върху повишаването на СФП е по-голям при водещите в икономическо отношение държави и във високотехнологичните отрасли.

3.5. ЗАКЛЮЧИТЕЛНИ БЕЛЕЖКИ

Реформата, чиято цел е да се повиши трудоемкостта и производителността на труда в еврозоната, е от фундаментално значение за поддържането на дългосрочния потенциал за растеж. Независимо от постигнатия неотдавна напредък равнището на заетост и продължителността на работното време в еврозоната все още са ниски в международен план. Реформите на трудовия пазар и на социалноосигурителните системи, създадени с цел да се премахнат деформациите в стимулите за предлагане на работна сила, биха помогнали за компенсиране спада на вложения труд, свързан със застаряването на населението. Пенсионните реформи, увеличаващи задължителната пенсионна възраст, може да бъдат ефективни за повишаване на степента на участие на пазара на труда сред работещите над 55-годишна възраст. Полити-

ката на трудовия пазар, насочена към подобряване гъвкавостта при навлизането на пазара на труда и подкрепяща социалноосигурителните системи, би спомогнала за увеличаване степента на участие на жените на пазара на труд, а политиката, поощряваща прехода от образование към трудова заетост, би допринесла за повишаване степента на участие на младите хора. По отношение на работното време договореностите за гъвкав режим на работа между работодатели и наети лица може да създадат стимули за увеличаване на отработените часове. Напредък в усилията за намаляване концентрацията на отраслова и регионална дългосрочна безработица може да бъде постигнат посредством политика, която ще повиши гъвкавостта на реалната работна заплата и ще намали разходите за пренасочването на работници към други икономически дейности и региони.

В перспектива ключово предизвикателство за определящите политиката е да създадат адекватна рамка от условия за постигане на по-високо и устойчиво нарастване на СФП в еврозоната. Извършеният неотдавна емпиричен анализ подкрепя становището, че забавянето в прираста на СФП в голям брой напреднали европейски икономики през последните години може да бъде отдален на приспособяването на европейската политика и институции след периода на догонване след Втората световна война. Тъй като сближаването води до фаза, в която държавите от ЕС ще се приближат до глобалната технологична граница, много от тях са изправени пред задълбочаващи се трудности да достигнат успехите в СФП от предходните десетилетия. За да се справят с този проблем, политиката би трябвало да им осигури необходимата инфраструктура за засилено предлагане на научноизследователска и развойна дейност и образование, които са ключови елементи на прехода към базиран на иновациите модел на растеж на СФП. Нещо повече, развитите и добре функциониращи финансови пазари би трябвало да осигурят адекватно финансиране на иновативните дейности и да създадат условия за ефективно разпределяне на ресурсите към динамичните сектори.

Свързаната с ИПС финансова интеграция би помогнала в това отношение, както се вижда от анализа, представен в тази глава. Освен това подходящите регулации на трудовия пазар,

най-вече свързаните със защитата на заетостта, биха играли роля при осигуряването на ефективно отраслово и фирмено разпределение на ресурсите. Също така нормативната уредба на продуктите пазари би трябвало да подпомага конкуренцията, най-вече като не пречи на влизането на потенциални конкуренти и новатори на тези пазари. И накрая, системата за иновации в еврозоната би спечелила от подобряване на ръководството и стимулите в университетите и научноизследователските институти и от по-умелото използване на взаимодействието между основните играчи в системата на иновациите.

От тази гледна точка водеща е ролята на политиката на ЕС. По-конкретно, кохезионната по-

литика е ключов инструмент за увеличаване на потенциалния растеж и заетостта и в същото време за ограничаване на възникващите регионални диспропорции и за подпомагане на държавите в усилията им да следват развитието на технологиите. Лисабонската стратегия определя фокуса на кохезионната политика върху растежа, импулсиран от инвестиции в научноизследователската и развойна дейност, иновации и предприемачество, информационно общество, инфраструктура и човешки капитал. От друга страна, тази политика способства за балансирано развитие посредством намаляване на различията между европейските икономики и насърчаване на широкото използване на най-съвременните двигатели на растежа.

4. ОСИГУРЯВАНЕ НА ЕФЕКТИВНО ПРИСПОСОБЯВАНЕ И СТАБИЛИЗАЦИЯ

4.1. ВЪВЕДЕНИЕ

От въвеждането на единната валута ключов проблем е обхватът на изглаждане на неравновесията в рамките на еврозоната. Както бе разгледано в глава I.4, изглаждането чрез канала на конкурентоспособността, при който относителните цени поемат от валутния механизъм щафетата на номиналното приспособяване, с времето се засилва, въпреки че е възможно и желателно да се усъвършенства още повече. Съществува обаче безпокойство, че каналът на реалния лихвен процент, при който реалните лихвени проценти имат проциклична динамика (спадат при засилване на активността и инфлацията и обратно), все още действа доста силно.

В глава I.4 е застъпено и становището, че по-доброто функциониране на трудовия и на продуктивния пазар ще подпомогне канала на конкурентоспособността и ще ограничи риска от страна на канала на реалния лихвен процент като източник на краткосрочна финансова нестабилност. И нещо, което е особено важно – то ще допринесе за повишаване на потенциала за икономически растеж. Интегрирането и развитието на финансовите пазари се възприема и като средство за постигане на плавно изглаждане и намаляване на различията посредством разпространяване на тяхното въздействие върху по-голяма група инвеститори и потребители. Освен това благоприятният им ефект ще се прибави към положителното влияние на интегрираните финансови пазари върху разпределението на капитала и дългосрочния икономически растеж.

Тези изисквания за приспособяване са още по-съществени по отношение на бързо променящите се условия в света, разгледани в глава II.2. Тя води до промяна в типологията на икономическите шокове, което изисква допълнителни възможности за приспособяване на държавите от еврозоната. На този фон в глава II.4 се оценява способността на продуктите, трудовите и финансовите пазари, както и на бюджета ефективно да се справят с шоковете.

4.2. ПРОМЕНЯША СЕ ТИПОЛОГИЯ НА ШОКОВЕТЕ

Както се вижда от глава II.2, динамичната световна среда, изглежда, допринася за промяна в

типологията на икономическите шокове. Честотата на характерните за отделните държави шокове от страна на търсенето, които бяха главният проблем преди премахването на вътрешните валутни курсове през 1999 г. и които и досега са основният източник на различия в бизнес цикъла на държавите от еврозоната (*Giannone & Reichlin, 2006*), започват да намаляват. И нещо, което е особено важно – шоковете, произтичащи от понякога зле водената национална парична политика и от сътресенията, свързани с валутните курсове, изчезват; а причините от фискалната политика се проявяват по-рядко поради приемането на основана на правила бюджетна рамка (*Darvas, Rose, & Szapbry, 2006*), докато въздействието на „стартовите шокове“ (например спад в свързаните с валутния курс рискови премии в „периферните“ държави от еврозоната) се изчерпва. Междувременно относителното разпространение на общите шокове, свързани с колебанията на валутния курс в еврозоната, резките промени в цените на енергията и суровините и преносът на сравнителни предимства по света може да намерят явно проявление.

Съществуващата рамка на политиката на ИПС е в състояние да поеме решаването на проблемите, свързани с променящата се типология на шоковете. Паричната политика би трябвало да продължи да се справя на равнище еврозона с общите шокове от страна на търсенето. Тъй като тези шокове имат асиметрични ефекти, например поради различията в зависимостта на отделните държави от външната търговия и финансите (виж каре II.4.1), те трябва да предизвикат реакция от страна на пазара, може би подпомогната от една дискреционна фискална политика, ако стабилните бюджетни позиции позволяват това. Шоковете от страна на предлагането, например скокове в цените на енергията, също трябва да предизвикат пазарна реакция. Съответстващи на мотивацията социално-осигурителни системи, които предлагат защита срещу загуба на доходи и в същото време насърчават гъвкавото преразпределение на (трудовете) ресурси, също са добре приети. По този начин по-адекватните реакции на пазара биха донесли двойна полза под формата на по-силен растеж и на по-плавно приспособяване в рамките на еврозоната.

Карта II.4.1: Асиметрични последици от общи външни шокове: моделни симулации

Макар пряката зависимост на средна държава от еврозоната от търговията извън еврозоната да е само около 17% от БВП, многообразието е голямо, което означава, че общите шокове може да имат сериозни последици в отделните страни. Това е илюстрирано със симулации в обхващащия няколко региона двусекторен (търгуем и нетъргуем) QUEST-модел (European Commission 2006a). Симулациите се правят за три референтни държави: Германия, Италия и Ирландия. Търговската зависимост на Германия от останалия свят съответства на средната за еврозоната, докато Италия се характеризира с модел на специализация, който клони към „по-традиционните“ отрасли и е по-силно зависим от конкуренцията от страна на държавите с възникващи пазари. При Ирландия отвореността е над средното равнище, а зависимостта ѝ от търговията с останалия свят е висока.

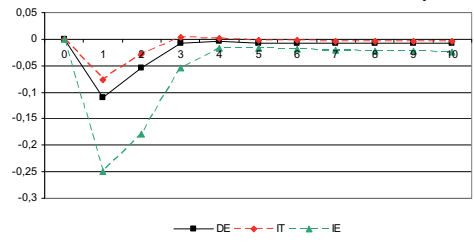
Един отрицателен шок от страна на частното търсене в САЩ (приема се, че и частното потребление, и инвестициите спадат с 1%) води до намаляване на търсенето в САЩ на вносни стоки и на износа за държавите от еврозоната. При гъвкави валутни курсове в държава като Ирландия, която е по-зависима от търговията, валутният курс би се понижил по отношение на други по-малко зависими от търговията европейски държави. В еврозоната обаче валутният курс на по-зависимите от търговията държави се понижава само в реално ефективно изражение и това изисква по-голям относителен спад на БВП, отколкото при режим на гъвкав валутен курс. Както е показано на първата графика, точно след шока БВП на Ирландия спада по-съществено, отколкото на Германия и Италия, и претърпява по-голям спад на цените на търгуемите стоки.

Изместването на предпочитанията на инвеститорите от деноминирани в щатски долари активи към такива във валути на държавите от ЕС води до шок от страна на рисковите премии, като двустранният валутен курс на щатския долар към еврото спада с около 10%. През първата година повишението на номиналния ефективен валутен курс възлиза на 2.8% за Италия, 3.7% за Германия и 5% за Ирландия. Изместването на предпочитанията на инвеститорите повишава реалния лихвен процент в САЩ и намалява реалните лихвени проценти в еврозоната, което води до засилване на вътрешното търсене в еврозоната, макар че конкурентоспособността отслабва. Нетният ефект върху производството е отрицателен през първия етап, но в средносро-

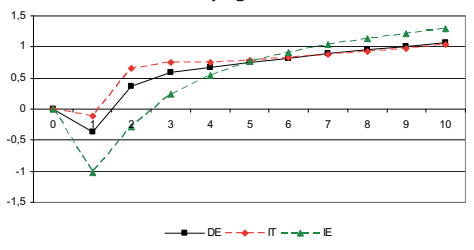
чен план става положителен. Първоначалните ефекти отново са най-силни в Ирландия и най-слаби в Италия, но средносрочното увеличение е най-голямо в Ирландия.

По-високият прираст на производителността на труда в сектора на търгуемите стоки във възникващите икономики води до по-ниски цени на вноса, което е от полза за всички държави от еврозоната, но вреди на износителите към държави, за които е характерна клоняща към по-традиционни сектори специализация, като например Италия. По ниските цени на вноса стимулират потреблението и повишават БВП. По-отворените икономики като Ирландия печелят повече от този шок. Износителите в Италия обаче са по-изложени на конкуренцията от страна на азиатските производители и губят по-голям пазарен дял. БВП на Италия спада в средносрочен план, за разлика от Германия и дори в още по-голяма степен от Ирландия.

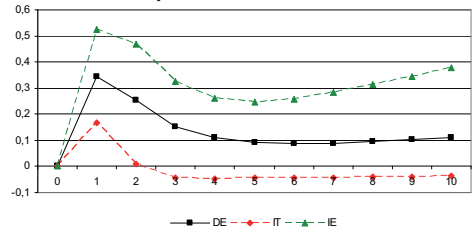
Графика 1: Странични ефекти върху БВП от забавянето на икономиката в САЩ



Графика 2: Влияние на поскъпването на еврото върху БВП



Графика 3: Влияние на по-високата производителност на труда в Азия върху растежа на БВП



Въпросът, до каква степен търговската интеграция на еврозоната може да поразда или да се справя с асиметричните последици от шоковете, е широко дискутиран. Според един от аргументите отрасловият шок, например в автомобилната индустрия след рязко поскъпване на горивата, може да има асиметричен ефект, защото с разширяването на търговията държавите се специализират по-тясно в отделни дейности.

Ирландия и Финландия наистина са пример за държави, които са по-тясно специализирани в резултат от интеграцията (*Midelfart-Knarvik et al.*, 2000). От друга страна, протича все по-отчетлив процес на вътрешноотраслова търговска интеграция, като нарастващ дял от нея се извършва в тесни продуктови категории и в различни етапи на производствения процес (*Baldwin*, 2006a). Според констатациите на *Rose* (2000) и на изследванията, извършени след него, тази форма на специализация всъщност може да отразява по-силно успоредно движение на производството в държавите от еврозоната.

В крайна сметка обаче търговската интеграция действа в полза на приспособяването в еврозоната. Тя допринася да укрепване канала на конкурентоспособността, макар че някои от страните, претърпели пазарни загуби от икономики с ниско заплащане на труда, може да не успеят да се възползват от постиженията на конкурентоспособността. Тъй като интеграцията води до по-голяма международна мобилност, в държавите от еврозоната тя също може да има своето значение. Както се споменава в раздел 4.4 по-долу, интеграцията на финансовите пазари допълнително улеснява приспособяването, като помага за пренасочване на ресурсите към съответни стопански дейности. Тя освен това улеснява и подялбата на риска, като по този начин с времето налага по-устойчив модел на потребление. Гъвкавото функциониране на продуктите и трудовите пазари обаче е изправено пред сериозни трудности.

4.3. РОЛЯТА НА ПРОДУКТИВИТЕ И ТРУДОВИТЕ ПАЗАРИ

Гъвкавостта на цените и заплатите е ключов фактор за ефективното приспособяване на еврозоната при отказа от вътрешни валутни курсове. Ако цените се движат бързо към стойнос-

ти, при които търсенето и предлагането се уравнивяват, очакванията за инфлацията остават непроменени и неблагоприятното действие на канала на реалните лихвени проценти отслабва.

Гъвкавостта на цените също има важно значение за осигуряването на гладкото функциониране на канала на конкурентоспособността. Тъй като са зависими от международната конкуренция и арбитраж, търгуемите стоки се подчиняват на „закона за единната цена“, а каналът на конкурентоспособността може да функционира правилно, само ако цените на нетъргуемите стоки са гъвкави.

Например, ако в определена държава търсенето е слабо, цените на нетъргуемите стоки ще трябва да се понижат, за да предизвикат пренасочване на ресурси в сектора на търгуемите стоки. По същата причина равнището на заплатите трябва да съответства на изменението на безработицата, за да не стане тя трайна. Относителната заплата трябва да се коригира така, че да отключи необходимото пренасочване на трудовите ресурси към отделните отрасли.

Разглеждайки способността на цените да реагират бързо, микроизследванията показват, че в еврозоната те са фиксирани средно за четири тримесечия, а в САЩ – за по-малко от две тримесечия (*Dhyne et al.* 2006). Разликите са по-малки при заплатите (*Smets & Wouters*, 2005; *Grenouilleau, Ratto & Roeger*, 2007; *Gali, Gertler & Lopez-Salido*, 2001). Оценките, извършени от службите на Комисията, показват подобни резултати (таблица II.4.1). Тъй като обаче реакцията на предлагането на труд е по-силна в САЩ, отколкото в еврозоната, шокът, засягащ търсенето на труд, изисква по-силна реакция на заплатите в еврозоната, отколкото в САЩ.

Таблица II.4.1:
Средна продължителност на периода,
в който цените/заплатите остават
фиксирани (по тримесечия)

	Еврозона	САЩ
Микроизследвания*	4.3	1.6
Макрооценки**	5.0	2.4
Макрооценки **	5.6	4.2

*Наблюдавана честота в ценовата извадка.

Източник: *Dhyne et al.*, 2006.

** Байесова оценка на параметрите на модела *QUEST DSGE*.

Източник: *Grenouilleau, Ratto & Roeger* (2007).

Капа II.4.2: Номинална нееластичност и приспособяване към шокове

Симулациите с модела *QUEST DSGE* на Европейската комисия имат за цел да илюстрират по какъв начин номиналната нееластичност засяга макроикономическото приспособяване след характерни за отделните страни шокове, предизвикани от търсенето или предлагането. Моделът (виж *European Commission, 2006a* и *Langedijk & Roeger, 2007*) разделя еврозоната на две групи – една голяма държава (чиито параметри отговарят на параметрите на Германия) и останалите държави. Извършват се отделни симулации за базовия модел и за алтернативния модел, който приема по-ниски номинални нееластичности, като разходите за изглаждане на заплатите и цените са в стойности, валидни за САЩ.

Разглеждат се следните шокове от страна на търсенето и предлагането: устойчив шок от страна на *правителственото потребление* в размер на 1% от БВП и постоянно нарастване с 1% от *СФП в сектора на търгуемите стоки*. За всеки от шоковете е обяснена динамиката на конкурентоспособността (обратна на базирания на дефлатора на БВП реален ефективен валутен курс) и на БВП.

В отговор на шока от страна на търсенето реалният валутен курс се повишава и нетният износ спада, връщайки БВП към потенциала (потенциалното производство остава непроменено). Когато номиналните нееластичности бъдат намалени, конкурентоспособността се регулира по-добре и производството се приближава по-бързо до потенциала. Нещо повече, при ниска номинална нееластичност цените първоначално скачат по-силно и очакването за последващ спад на инфлацията повишава реалния лихвен процент и води до по-голямо свиване на инвестициите.

След шок от страна на СФП се намесва дестабилизиращият ефект на канала на реалния лихвен процент. Макар че цените на търгуемите стоки спадат при по-висока производителност, общото равнище на цените нараства поради ефекта на Баласа – Самюелсън, а конкурентоспособността се влошава. При намалени номинални нееластичности загубата на конкурентоспособност е дори по-голяма: докато цените в сектора на търгуемите стоки спадат, цените в сектора на нетъргуемите стоки растат по-бързо и по-продължително. И в двата случая БВП нараства твърде много, но този растеж е по-неустойчив при повишена номинална еластичност, като

каналът на реалния лихвен процент, чието въздействие е неблагоприятно, бива овладян вследствие на по-малко очакваната устойчивост на инфлацията.

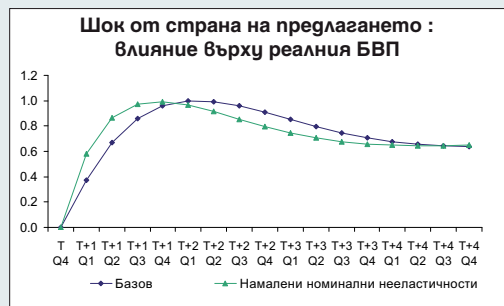
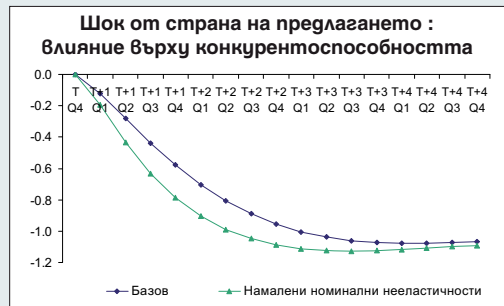
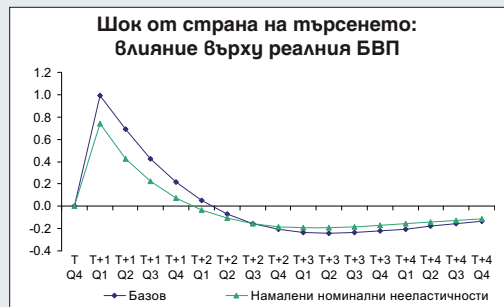
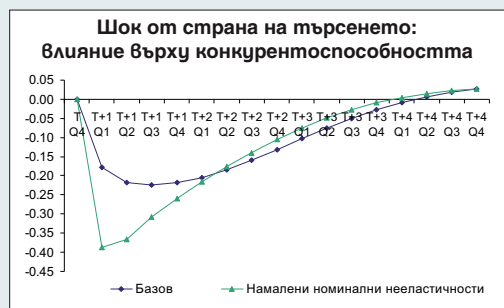


Таблица II.4.2:

Честота на изменението на потребителските цени по вид на продукта (% от цените, които се променят месечно)

Държави	Непереработени храни	Преработени храни	Енергия (петролни продукти)	Неенергийни промишлени стоки	Услуги
Белгия	31.5	19.1	81.6	5.9	3.0
Германия	25.2	8.9	91.4	5.4	4.3
Испания	50.9	17.7	n.a.	6.1	4.6
Франция	24.7	20.3	76.9	18	7.4
Италия	19.3	9.4	61.6	4.8	4.6
Люксембург	54.6	10.5	73.9	14.5	4.8
Нидерландия	30.8	17.3	72.6	14.2	7.9
Австрия	37.5	15.5	72.3	7.4	7.1
Португалия	55.3	24.5	15.9	14.3	13.6
Финландия	52.7	12.8	89.3	18.1	11.6
Евروزона	28.3	13.7	78	9.2	5.6

Източник: *Dhyne et al.* (2006).

В каре II.4.2 се дискутира до каква степен разликата в оценките при фиксирането на цените между еврозоната и САЩ се отразява върху шоковете, предизвикани от търсенето или предлагането.

Моделните симулации показват, че напредъкът в постигането на съпоставимо със САЩ равнище на номинална гъвкавост предполага значително по-бързо приспособяване посредством канала на конкурентоспособността и по-слабо действие на канала на реалния лихвен процент, чието влияние е негативно. По този начин реакцията на шоковете от страна на търсенето ще бъде по-бърза, а тази от страна на предлагането – по-устойчива към нестабилност на инвестициите и активността изобщо.

Данните сочат, че цените в еврозоната най-рядко се приспособяват в сектора на услугите (таблица II.4.2). И нещо още по-важно – намаляването на цените там е по-рядко срещано в сравнение с останалите сектори на икономиката (*Dhyne et al.* 2006).¹⁶⁷ Проучвания сред доставчици показват три основни причини за поддържане на фиксирани цени: дългосрочни взаимоотношения с клиенти, официални договори, които не допускат промени в цените, и базирани на разходите принципи на ценообразуване. Фирмите може също да предпочитат да променят цените единствено след своите конкуренти (*Fabiani et al.*, 2005). Това обаче са непосредствените причини. Дълбоките причини за нееластичността на цените се коренят в институциите и нормативните разпоредби, които препятстват конкуренцията. Извършените неотдавна иконометрични изследвания сочат, че реакцията на инфлацията спрямо цикличните диспропорции е негативно свързана с регулациите,

ограничаващи конкуренцията (*CourniOde, Janovskaia, & van den Noord*, 2005).

По същия начин институциите на трудовия пазар играят роля за нееластичността на заплатите. Колективните трудови договори, сключени за дълги, предварително определени периоди, осигуряват защита срещу рискове при икономическите променливи, засягащи бъдещата реална работна заплата, и, колкото по-голямо е влиянието на профсъюзите, толкова по-висока е средната продължителност на договорите. Степента на централизация на колективното трудово договаряне също е от значение. Поцентрализираното договаряне на заплатите се свързва с по-голяма степен на координираност, което намалява вероятността заплатите да излязат извън контрол под влиянието на циклични условия (*Calmfors et al.*, 2001). И обратно, строгото законодателство, свързано с минималните заплати или с намаляване на възможността за договаряне на равнище предприятие, намалява способността на заплатите да реагират на променящите се условия. Липсата на реакция от страна на заплатите спрямо цикличните условия може да е също вследствие поведението на институциите и регулациите за защита от безработица. Със строгата законодателна защита на заетостта и с голямото си влияние профсъюзите предпазват своите членове и укрепват договорните им права в периоди на цикличен спад, което намалява вероятността за намаляване на заплатите (виж например *Holden*, 2004). Големите помощи при безработица имат същия ефект.

¹⁶⁷ Това е така отчасти поради сравнително малкия дял на разходите за суровини в общите разходи (*Altissimo et al.*, 2006).

Таблица II.4.3:

Конкурентоспособност, приспособяване и институции на трудовете и продуктовете пазари

Институция	Взаимодействащ компонент	Извадка		
		Всички години (1970-2006)	Година >= 1999	Относително отклонение от потенциала < 0
		[1]	[2]	[3]
Продуктов пазар:				
Общ индикатор на регулиране на продуктово пазар	Относително отклонение от потенциала	-0.121 (1.23)	0.008 (0.05)	-0.13 (0.92)
	Устойчивост	0.084 (0.94)	-0.3 (2.21)**	0.226 (1.80)*
Контрол върху цените	Относително отклонение от потенциала	-0.149 (2.01)**	-0.281 (2.08)**	-0.069 (1.07)
	Устойчивост	0.067 (1.44)	-0.083 (2.68)***	0.096 (2.02)**
Трудов пазар:				
Законодателство за защита на заетостта	Относително отклонение от потенциала	-0.118 (2.39)**	-0.214 (1.87)*	-0.009 (0.15)
	Устойчивост	0.113 (10.11)***	-0.084 (1.46)	0.15 (5.76)***
Минимална заплата	Относително отклонение от потенциала	-0.097 (0.68)	-0.364 (1.21)	-0.448 (2.08)**
	Устойчивост	0.213 (4.25)***	-0.023 (0.10)	0.211 (1.50)
Влияние на профсъюзите	Относително отклонение от потенциала	-0.055 (1.52)	0.148 (6.38)***	-0.3 (3.87)***
	Устойчивост	-0.109 (1.64)	0.002 (0.03)	-0.14 (1.67)*
Коефициент на заместване на помощите при безработица	Относително отклонение от потенциала	0.119 (0.96)	-0.305 (4.82)***	-0.002 (0.02)
	Устойчивост	0.008 (0.18)	0.265 (2.65)***	-0.04 (0.73)
Висок корпоративизъм	Относително отклонение от потенциала	-0.029 (0.55)	0.112 (1.36)	-0.012 (0.12)
	Устойчивост	-0.113 (2.49)**	0.151 (1.58)	-0.126 (1.73)*
Умерен корпоративизъм	Относително отклонение от потенциала	-0.038 (0.63)	-0.106 (1.36)	-0.036 (0.34)
	Устойчивост	0.098 (2.13)**	-0.143 (1.58)	0.149 (2.18)**
Нисък корпоративизъм	Относително отклонение от потенциала	0.205 (3.75)***		0.096 (1.25)
	Устойчивост	0.012 (0.78)		-0.068 (2.85)***

Забележки: Таблицата отчита стойността на коефициента на взаимодействие на показателите на институциите на продуктово и трудовия пазар с относителното отклонение от потенциала и с инерционния компонент, използвайки същите определения, както в колони (2) в каре I.4.2 (GMM-оценка). В скобите – абсолютната стойност на z-статистиката. Обозначения: * значимост при 10%; ** значимост при 5%; *** значимост при 1%.

Източник: Европейска комисия.

За да се изследва влиянието на институциите на продуктово и трудовия пазар върху ефективността на канала на конкурентоспособността, описаните в каре I.4.2 на глава I.3 регресии се изчисляват повторно, като се дава възможност националните реакции на относителните темпове на инфлация спрямо отклонението от потенциала и спрямо техните собствени данни за инфлацията (измерващи нейната относителна устойчивост) да варират в зависимост от сравнителните резултати на измерителите за дейността на институциите на продуктово и трудовите пазари. Показателите са взети от базата данни на ОИСП (Conway & Nicoletti, 2006; Conway, Janod & Nicoletti, 2005; Bassanini & Duval, 2006), а резултатите са представени в таблица II.4.3.¹⁶⁸

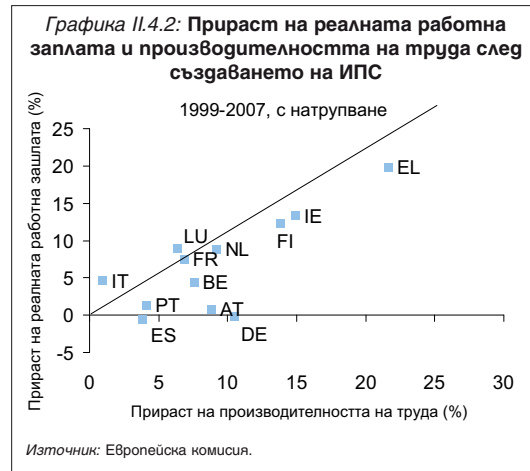
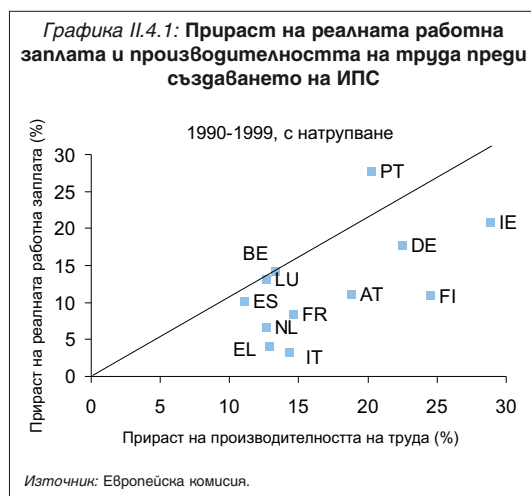
Затягането на регулирането на продуктово пазар, строгата защита на заетостта, високата минимална заплата, голямото влияние на профсъюзите и щедрите помощи при безработица или отслабват реакцията на относителните темпове на инфлация спрямо относителния спад, или

дуктово пазари са стандартизирани за вариация 0 и стандартно отклонение 1. Взаимодействието им с реакцията на ценовата конкурентоспособност спрямо цикличните различия при устойчив компонент обхваща допълнителното въздействие, свързано с увеличението на стандартното отклонение в стойността на показателя на институциите. Коефициентът на положителното взаимодействие показва, че институциите увеличават ефикасността на канала на конкурентоспособността, когато повлияната променлива представлява относително отклонение от потенциала, и го намаляват, когато тя е устойчив компонент.

¹⁶⁸ Показателите на институциите на трудовите и про-

повишават устойчивостта на относителната инфлация (понякога, когато отклонението от потенциала е отрицателно – още повече). Обхватът на влиянието на профсъюзите намалява след 1999 г., което предполага промяна в поведението на профсъюзите в ИПС. Друг проблем, който не е свързан с въпроса за реакцията на относителните цени и заплати към относителния спад, е, че самото формиране на заплатите може да бъде източник на шокове. В еврозоната се случват несъвпадения между реалната заплата и производителността, както е показано на графики II.4.1, II.4.2.

В повечето страни реалната работна заплата изостава от производителността и преди, и след приемането на еврото. В навечерието на приемането на единната валута обаче Португалия бележи рязък скок в реалната заплата по отношение на производителността. Същото се случва и в Италия след въвеждането на единната валута. Това поставя въпроси, като се има предвид, че в същото време тези държави имат (нарастващи) външни дефицити, за които естествено се изисква по-висока ценова конкурентоспособност. В другия край на спектъра е Германия, където с въвеждането на единната валута реалната заплата спада не само в сравнение с производителността, но и в абсолютно изражение, което води до натрупване на голям излишък по текущата сметка. Това даде възможност за постепенно коригиране прираста на реалния валутен курс, което настъпи като последица от обединението на Германия.



Обратно, в някои държави разминаването в динамиката на реалната заплата и производителността се дължи не толкова на реакция спрямо необходимостта от приспособяване в еврозоната, колкото на деформации при формирането на заплатите. Иконометричният анализ в каре II.4.3 показва, че подобни деформации може да имат устойчив, а вероятно и дестабилизиращ ефект. Това повдига въпроса за презграничната координация, чрез която да се постигне съгласуваност при изменението на заплатите с необходимостта от плавно приспособяване в еврозоната. Очевидно стимулите за ограничаване на заплатите се различават в отделните държави, като според една хипотеза стимулите са най-силни в най-големите държави, които субективират реакцията на паричните власти (Германия е подходящ пример), както и в най-малките държави, които поради факта, че се потворени, са по-заинтересовани да поддържат конкуренцията.¹⁶⁹ Един потенциален източник на деформации при формирането на работната заплата се намира в публичния сектор, тъй като той влияе върху динамиката на заплатите в частния сектор чрез имитационни ефекти и чрез промяна на договорните правомощия на заетите в частния сектор.¹⁷⁰

Освен агрегираното равнище на заплатите гъвкавостта на относителните заплати също е важна за приспособяването, за да се стимулира

¹⁶⁹ Posen & Gould (2006) и Marzinotto (2007).

¹⁷⁰ Виж например Demekas & Kontolemis (2000), Christou et al. (2007), Friberg. (2007) и Mizala & Romaguera (1995).

Капе II.4.3: Крива на Филипс за гържавите от еврозоната

Според *Blanchard & Katz* (1997) от модел за образуване на заплатите можем да извлечем микробазирана крива на Филипс за заплатите, където заплатите са функция от равнището на безработица, от пределната минимална работна заплата (дохода, под който работникът не желае да работи) и от производителността на труда. Ако допуснем, че тази заплата се увеличава успоредно с нарастването на помощите при безработица, частично индексирани към равнището на предишната реална работна заплата (препратка към това, което представлява „справедливата работна заплата“), и към действителното равнище на производителността на труда, и намалява при вероятност работникът да остане без работа, кривата на Филипс за заплатите може да се определи като модел за корекция на грешки, както следва:

$$\Delta w_t = c + (1 - \lambda_l) \Delta p c_t + \lambda_l \Delta p c_{t-1} + \alpha \Delta z_t - \delta u_t - a(w - pc - z)_{t-1} + \varepsilon_t,$$

където w се обозначава работната заплата, pc – индексът на потребителските цени, z – производителността на труда и u – безработицата (всички променливи са логаритмувани). В краткосрочен план инфлацията в заплатите се увеличава успоредно с инфлацията на потребителските цени, с прираста на производителността на труда и със затягането на трудовия пазар. В дългосрочен план равнището на реалната работна заплата се договаря като функция от равнището на производителността на труда (т.е. заплатите се определят така, че в средносрочен план да се осигури постоянен дял на разходите за работна заплата). Според тази формулировка, когато шоковете от страна на предлагането ерозират равнището на разходите за реална работна заплата, договореното заплащане бива ревизирано нагоре. Тези шокове ще продължат да влияят върху инфлацията в заплатите през следващия период в зависимост от скоростта на приспособяване, уловена от параметъра a . На свой ред параметърът l улавя въздействието на предишната реална работна заплата върху минималната. Трябва да се обърне внимание върху факта, че уравнение (1) се отличава от характеристиката на стандартна крива на Филипс само поради наличието на компонент за корекция на грешките $(w - pc - z)_{t-1}$. Според *Blanchard & Katz* (1997) изглаждането на заплатите към дългосрочната им зависимост на практика става незабавно в САЩ,

така че коефициентът за корекция на грешките не се отклонява значимо от 0, за разлика от този в ЕС.

За да се провери уравнение (1), като първа стъпка се проверява дългосрочната зависимост между равнището на заплатите, индекса на потребителските цени и производителността на труда. Оценената зависимост включва постоянни за отделните страни ефекти и, за да се отчете прекъсването на тази дългосрочна зависимост, се използват фиктивната променлива EMU, приемаща значение 1 след 1999 г. и 0 за предходните години, производителността на труда и индексът на потребителските цени. Ако се пренебрегнат постоянните ефекти, оценената дългосрочна зависимост е, както следва:

$$w_t = (0.98 + EMU * 0.07) * p c_t + (0.8 - EMU * 0.08) z_t + e c m_t,$$

Следователно, в дългосрочен план постоянното нарастване на равнището на цените е почти изцяло прехвърлено върху по-високите заплати, докато при производителността прехвърлянето не е пълно. При ИПС ценовият ефект се увеличава, а този на производителността – намалява. *Est* представлява компонент за корекция на грешките, който ускорява приспособяването на заплатите.

При втората стъпка *est* е включено в динамично панелно описание на заплатите, т.е. се оценява тестваното уравнение (2). Оценката на уравнение (1) води до следното:

$$\begin{aligned} \Delta w_t = & 0.34 * \Delta w_{t-1} + 0.39 * \Delta p c_t + 0.13 * \Delta p c_{t-1} - \\ & - 0.18 * u_t + [0.38 - 0.08 * EMU] * \Delta z_t - \\ & - [0.16 - 0.08 * EMU] * e c m_{t-1} \end{aligned}$$

t -статистиката е в скоби. Коефициентът на безработица е отрицателен и значим. Такъв е основният механизъм, благодарение на който пазарните реакции на заплатите спрямо затягащите се условия на трудовия пазар играят стабилизираща роля в ИПС, което предотвратява появата на асиметрични шокове. Според анализа на *Blanchard & Katz* инфлацията в заплатите зависи от компонента за корекция на грешките, като скоростта на приспособяване е сравнително

(Продължава на следващата страница)

Каре (продължение)

бавна: силните шоковете се нуждаят от повече от 6 години, за да бъдат абсорбирани (скоростта на изглаждане се получава като $1/0.16$). Това бавно приспособяване ускорява устойчивата инфлационна динамика. Оценената стойност не се различава много от тези, представени в икономическата литература (например Cahuc & Zylberberg, 2004). Резултатите показват също,

че след създаването на ИПС скоростта на приспособяване почти се удвоява, но остава ниска. Това бавно приспособяване почти изцяло се дължи на три държави: Испания, Италия и Португалия. Когато те не участват в извадката, през годините на съществуване на ИПС *est* става статистически незначим.

Таблица II.4.4:

Финансова интеграция и разпределяне на риска. Преглед на нови данни

Автори (година)	Извадка	Изпробвани ефекти от разпределянето на риска	Резултати
<i>Demyanyk, Ostergaard & Sorensen</i> (2008, публикуването е предстоящо)	Държави от ЕС (и подгрупи), 1995–2006 г., панелни данни	Подялба на риска, свързан с доходите и потреблението, с диверсификацията на портфейлите и ефекта от банковата интеграция	Доказателствата за разпределянето на риска се увеличават в последната част на модела; по-неясни са за разпределянето на риска, свързан с потреблението; често резултатите не са значими
<i>Sorensen, Wu, Yosha & Zhu</i> (2007)	Държави от ОИСР, 1993–2003 г., панелни данни	Разпределяне на риска за дохода и потреблението, отчитащо склонността към капиталови и дългови ценни книжа от собствената страна	Разпределяне на риска в ОИСР с вероятно предпочитание към дълга в собствената страна, склонността към капиталови инструменти не е значима, разпределянето на риска в държавите от ЕС не е значимо, но нараства с времето
<i>European Commission</i> (2007g)	Държави от еврозоната, ЕС-15 и ОИСР, 1999–2006 г., панелни данни	Изравняване на дохода с разбивка по: капиталов пазар, международни трансфери и кредитни пазари	Увеличаване разпределянето на риска, значимо след 1999 г., засилване на капиталовия канал, по-съществено разпределяне на риска в ОИСР
<i>Roubini, Parisi-Capone & Menegatti</i> (2007)	Държави от еврозоната, 1980–2007 г., панелни данни	Разпределяне на риска за дохода с разбивка по: капиталов пазар, международни трансфери и кредитни пазари	Нарастващо и по-значимо за последната част от периода
<i>Kalemli-Ozcan, Sorensen & Yosha</i> (2004)	САЩ, 1964–1998 г.; държави от еврозоната, 1972–2000 г., панелни данни	Изглаждане на дохода, отчитащо промишлената специализация	Незначимо за Европа, чувствително разпределяне на риска в САЩ
<i>Sorensen & Yosha</i> (1998)	Държави от еврозоната, 1966–1990 г., панелни данни	Изравняване на дохода и потреблението с разбивка	Много слабо, значимо
<i>Asdrubali, Sorensen & Yosha</i> (1996)	САЩ, 1964–1990 г., панелни данни	Изравняване на дохода с разбивка	Значимо (и съществено) разпределяне на риска

преразпределението при постоянни шокове на работната ръка към сектори, региони и съобразно квалификацията. При по-силни отраслови шокове става задължително трудовото договаряне да осигурява подходящи относителни заплати и в това отношение би способствала децентрализацията на договарянето на заплати-

те. Налице е умерена крачка в тази посока. Няколко държави от еврозоната с централизирано колективно трудово договаряне са въвели въвеждащи клаузи, които позволяват на фирмите да се отклоняват от централизирано договорените заплати и от други условия, като например нормираното работно време.

4.4. РОЛЯТА НА ФИНАНСОВИТЕ ПАЗАРИ

Финансовата интеграция е важна като средство за засилване на потенциала за икономически растеж в еврозоната, но тя е също толкова важна и като канал за приспособяване на участващите страни, които вече нямат национална парична политика и гъвкави номинални валутни курсове.

Финансовата интеграция подкрепя приспособяването в икономиката на еврозоната предимно посредством благоприятното си въздействие върху изглаждането на доходите и потреблението и преразпределянето на капитала. Освен това тя е свързана с действието и на други канали за корекции и политики на стабилизация, най-вече с трансмисионния механизъм на паричната политика, с ефикасността на фискалната политика и със стимулите за извършване на структурни реформи, които увеличават резултатността на канала на конкурентоспособността.

Финансовата интеграция обаче също може да създаде проблеми в процеса на икономическо приспособяване, свързани най-вече със засилен риск от верижна реакция и проциклично поведение на финансовите потоци, което от своя страна е свързано с динамиката на двуфазния цикъл (т.е. редуващи се фази на икономически растеж и рецесия, *boom-bust*).

4.4.1. Изравняване на доходите и потреблението

Интеграцията на финансовите пазари създава възможности за изравняване на доходите и потреблението. Изравняването на доходите може да подпомогне функционирането на икономиката в еврозоната, като даде възможност на решенията относно производството и потреблението да се вземат поотделно (във времето и пространството), което би допринесло за повишаване способността на държавите-членки да се справят със специфични шокове. При тези обстоятелства ролята на финансовите пазари все повече нараства на фона на сравнително гъвкавите трудови пазари, слабите презгранични потоци от работна сила и все още непълната интеграция на продуктовете пазари. Съсредоточаването върху финансовите пазари отразява и процеси в САЩ, които показват същест-

вената роля на частните финансови потоци за приспособяването към характерните за региона шокове.¹⁷¹

Интеграцията на финансовите пазари позволява по-гладък модел на потребление както във времето (диахронно съответствие), така и при специфичен риск (разпределяне на риска) чрез отделяне на общите потоци от доходи (т.е. включително потоците нетен финансов доход) от производствените доходи. При бързо разрастващата се диахронна размяна догонващите икономики ползват кредити от икономики с висок доход и от такива с нисък растеж. И двата типа икономики формират по-гладък модел на потребление: догонващите държави разменят бъдещо потребление срещу възможност за текущо потребление, а държавите с висок доход отлагат текущото си потребление, за да увеличат бъдещото си потребление. Намалените рискови премии на догонващите държавни-членки и увеличените им възможности за ползване на международен финансов ресурс бяха сред най-съществените шокове при стартирането на ИПС. В голяма степен тези промени отразяваха увеличените възможности за диахронна размяна (*Blanchard & Giavazzi 2002*). Посредством разпределяне на риска доходите са гарантирани срещу появата на характерни за отделна държава временни шокове: в държавите, негативно повлияни от шокове, икономическите агенти ползват заеми, а онези, които са повлияни от положителни шокове, предоставят заеми. В таблица П.4.4 е представен преглед на съществуващите данни за разпределянето на риска в развитите икономики.

Финансовата интеграция и диахронната размяна може да разпределят риска посредством обмен на пазарни финансови инструменти (канал на капиталовия пазар) и отпускане на презгранични заеми (кредитен канал). Относителната важност на всеки от инструментите зависи от

¹⁷¹ Например изследване на *Asdrubali, Sorensen & Yosha (1996)* стига до извода, че в отделните щати в САЩ се забелязва изглаждане на капиталовите и кредитните пазари съответно с над 39% и 23% от шоковете върху съответния щатски БВП в периода 1964–1990 г. в сравнение с постигнатото от федералния бюджет изглаждане, възлизащо на по-малко от 13%.

характера на шока.¹⁷² Ако капиталовите пазари са достатъчно развити и интегрирани, доходите могат да бъдат изравнени по отношение на вътрешното производство посредством потоци от приходи от презгранично притежавани активи. Изравняването на доходите посредством капиталовите пазари е възможно поради предхождащото сътресението презгранично диверсифициране на активите като предпазна мярка срещу възможни промени в производството. Следователно пазарните инструменти осигуряват защита срещу продължителни и временни шокове. Ако кредитите преминават свободно през националните граници, държавите ще изравнят приходите си и по отношение на производството посредством презгранично получаване и отпускане на заеми. За разлика от това кредитният канал може да се използва само за изравняване на доходите след шока, и то временно, тъй като отпускането на презгранични заеми не може да бъде траен избор, ако въздействието на шока е продължително.

Наличните данни показват, че в ЕС нито един от двата канала не е имал съществено значение за изравняване на доходите до края на 80-те години на миналия век (*Asdrubaldi & Kim 2004*). Съществува по-нов анализ обаче, който показва, че ролята на финансовите пазари при изравняването на доходите нараства в ЕС след създаването на ИПС, макар и да е по-маловажна, отколкото в САЩ (*European Commission 2007g*). Според същия анализ каналът на капиталовите пазари придобива по-голяма важност в сравнение с кредитния канал. Този резултат е в съответствие с данните за нарастващото значение на канала на благосъстоянието при провеждането на паричната политика (както вече беше споменато) и отразява нарасналата секюритизация и презгранична диверсификация на портфейлите с напредването на финансовата интеграция. При изчисляването на общото изглаждане на доходите (посредством капиталовите пазари, кредитните пазари и международните фискални трансфери) също изпъква специфично за ИПС въздействие върху изглаждането, което е по-голямо за еврозоната, отколкото за ЕС-15.¹⁷³

Макар че изравняването на доходите в еврозоната напредва, има още възможности и необходимост от по-нататъшни действия, като се вземе предвид относително по-малката роля на трансферите във федералния бюджет в сравнение с други парични съюзи. Данните за САЩ показват, че изравняването на доходите между отделните щати е нараснало след дерегулирането на банковия сектор с по-силно изразено подобрене за онези щати, в които малките фирми имат относително голяма тежест в икономическия продукт (*Demyanyk, Ostergaard & Sorensen 2007*). Съответният анализ за ЕС и еврозоната в общи линии разкрива подобни резултати, от които следва, че съществува връзка между презграничната банкова интеграция и увеличените възможности за изравняване на доходите (*Sorensen et al. 2007*). Важността на финансовата интеграция се подкрепя от по-обща данни, според които ограниченията за презграничните капиталови потоци и различията в националното законодателство за защита на инвеститорите може да доведат до по-слабо разпределяне на риска в международен план.¹⁷⁴

Макар че данните подкрепят важността на напредка във финансовата интеграция за подобряване на възможностите за изравняване на доходите в еврозоната, тя не е единственият източник за това. Други форми на интеграция, например на продуктовете пазари, където мултинационалните нефинансови корпорации може да определят заплатите и дивидентите въз основа на консолидираните резултати, също играят роля за изравняването на доходите. Междувременно степента и необходимостта от изравняване на доходите чрез диверсифициране на портфейлите в еврозоната намаляват в

¹⁷³ Този резултат обаче се променя, ако се включат определени страни-членки (в случая Ирландия, Люксембург, Португалия и Испания) и може също така да бъде обяснен с относителната важност на финансовия сектор за техните икономики и/или със зависимостта им от финансовите трансфери посредством бюджета на ЕС.

¹⁷⁴ *Volosovych (2006)* представя емпирични изчисления, според които придвижването от най-долния квартил в индекса на защита на потребителите (за държава като Бразилия) към най-горния квартил (за държава като Дания) би трябвало да подобри степента на разпределяне на риска от 2% средно за извадката до 10%.

¹⁷² Виж *Asdrubaldi, Sorensen & Yosha (1996), Sorensen & Yosha (1998), Asdrubaldi & Kim (2004)*.

резултат от замяната на националните валути с еврото, повишената синхронизация на бизнес циклите и по-силна презгранична корелация между доходите от активи.

4.4.2. Презгранично инвестиране на капитал

Както беше споменато в глава II.3, разширявайки обхвата на преразпределянето на капитала към отрасли и предприятия, финансовата интеграция може да допринесе за растежа, повишавайки СФП. Подобно въздействие на преразпределения капитал се отразява върху способността за приспособяване на държавите към асиметрични шокове. Със задълбочаването на финансовата интеграция капиталът реагира по-силно на разликите в степента на възвръщаемост на инвестициите при наличните алтернативни възможности, независимо от това дали тези възможности са в границите на държавата, или извън тях. Винаги, когато държава в еврозоната е засегната от шок, който води до намаляване на търсенето, факторите на производството установяват, че приходите им спадат в сравнение с това, което им се предлага на други места, и имат склонност да се преливат. Докато разходите за миграция на работната сила са високи, а възможностите – непостоянни, въпросът с миграцията на капитал е различен. Финансовите потоци от държави, засегнати от негативни шокове, към държави във фаза на подем допринасят за производителното преразпределяне и по този начин намаляват цикличната дивергенция (раздалечаване).

4.4.3. Прилагане на паричната политика

Тъй като интеграцията стимулира сближаването в структурата и поведението на финансовите пазари в страните-членки, провеждането на паричната политика би трябвало да бъде по-хомогенно в еврозоната. Според последните емпирични данни трансмисионният механизъм на паричната политика в момента в общи линии е сходен в държавите от еврозоната, а разликите са свързани най-вече с недостатъчната финансова интеграция и с хетерогенност на националните финансови структури (*Angeloni, Kashyap & Mojon, 2003*).

Обръща се внимание на прехвърлянето на лихви, когато се обясняват разликите при провеж-

дането на паричната политика в еврозоната. Изследванията на лихвените проценти при банкиране на дребно сочат известно ускоряване на общия темп на преход от парична политика към ИПС, но в същото време показват значително многообразие по държави-членки и в темпа, и в мащаба на прехода.¹⁷⁵ Лихвените проценти по корпоративните заеми, ипотечните заеми и срочните депозити се приспособяват сравнително бързо, докато приспособяването на лихвените проценти по потребителските заеми и депозитите е по-бавно. Тези резултати се свързват с липсата на интеграция в банкирането на дребно, въпреки че всички други фактори, свързани с различията в структурата на пазара (например концентрацията, пазарната позиция, равнището и разпространението на кредитния риск, излишъкът на ликвидност и капитал при банките, търсене на заеми и др.), също играят роля. По-нататъшният напредък в интегрирането на банкирането на дребно в еврозоната може още повече да изглади съществуващите различия в провеждането на паричната политика.

Анализът на провеждането на паричната политика в еврозоната показва също, че значението на канала на благосъстоянието е нараснало в сравнение с кредитния канал от началото на създаването на ИПС (*Visco 2007*). Това развитие отразява увеличаващата се тежест на финансовите и нефинансовите активи в баланса на фирмите и домакинствата в еврозоната (или пряко, или косвено посредством пенсионни или инвестиционни фондове), както и намаляващото значение на банковите кредити в икономиката на фона на разрастващата се секюритизация и увеличаващия се пазарен дял на небанковите доставчици. Независимо от това каналът на благосъстоянието е по-маловажен в еврозоната, отколкото в САЩ, като разликата до голяма степен се дължи на различната пределна склонност към потребление при трайни или временни изменения на всички нетно притежавани блага. Нещо повече, въздействията на благосъстоянието и пределната склонност към неговото потребление особено силно се различават и в еврозоната. Очаква се задълбочаването на

¹⁷⁵ Многообразието е свързано както с дългосрочното равновесие при прехода, така и със скоростта на приспособяване към това дългосрочно равновесие.

финансовата интеграция да намали вариациите във въздействието на благосъстоянието в еврозоната и по този начин да подобри провеждането на паричната политика до такава степен, че да предизвика намаление в съотношението между текущото потребление и текущото благосъстояние поради по-широките възможности за изравняване на доходите.

Специфичен фактор, влияещ върху канала на благосъстоянието при провеждането на паричната политика, е ролята на жилищното финансиране и свързаното с него ипотечно финансиране. Докато реакцията на лихвените проценти върху ипотечните кредити спрямо промените в паричната политика стават по-бързи, в еврозоната като цяло от началото на съществуването на ИПС, останалите структурни разлики в националните ипотечни пазари (от страна и на предлагането, и на търсенето) все още водят до асиметрии в провеждането на паричната политика. В това отношение напредъкът в интегрирането на ипотечните пазари трябва да се превърне в приоритет през следващите години.

4.4.4. Въздействие върху ефективността на фискалната политика

Развитието и интегрирането на финансовите пазари се отразява и върху другото основно средство за макроикономическа стабилизация – фискалната политика. Първо, ефективността на дискреционната фискална политика зависи в голямата си част от степента на участие на фирмите и домакинствата във финансовите пазари. Когато агентите се сблъскат със силни ограничения във възможността да отпускат и да получават заеми на финансовия пазар, потреблението зависи по-скоро от текущите, отколкото от постоянните доходи. Това е ситуация, при която дискреционната фискална политика е по-ефективна. Следователно развитите и интегрирани финансови пазари се явяват алтернативно средство по отношение на дискреционната фискална политика, като стабилизират доходите срещу асиметрични шокове, но също така намаляват ефективността на фискалната политика при изпълнението на тази роля (*Perotti 2005*). Освен това финансовите пазари може да заместят в известна степен фискалните трансфери в ролята им за смекчаване на временните загуби на доход, действайки като заместител на

автоматичните стабилизатори (*Bertola 2007*). В обобщение, развитите и интегрирани финансови пазари спомагат за намаляване на деформирането на фискалната политика като стабилизиращ инструмент. Трябва да се добави, че сред последиците от развитието на финансовите пазари върху ефективността на фискалната политика се наблюдават и влияния, упражнени от цените на финансовите активи върху еластичностите на приходите. Колебливите приходи от печалби на капитал на фондовата борса са сред факторите, които обясняват големите несъответствия между текущите и средната еластичност на приходите, наблюдавани в отделни години през миналото десетилетие (*Eschenbach & Shuknecht 2004, Morris & Schuknecht 2007* и глава I.5). Нужна е допълнителна работа, за да се изяснят характерът и силата на въздействието на финансовите пазари върху еластичността на приходите (виж част III, глава III.2).

4.4.5. Въздействие върху структурните реформи

Интегрираните финансови пазари може да окажат косвено въздействие върху способността на държавите за приспособяване посредством формиране на стимули за реформи на нееластичните и защитени продуктови и трудови пазари. Първо, интеграцията на финансовите пазари подобрява нагласите за очакваните ползи от реформите. Реформите, които спомагат за отстраняване на номиналните нееластичности (например по-малко разпоредби за ограничаване на конкуренцията на продуктовите пазари, не толкова строго законодателство, свързано с минималните заплати и защитата на заетостта на трудовия пазар), допринасят и за повишаване на заетостта и производителността (виж глава II.3). Следователно с помощта на лесно подвижните презгранични финансови потоци реформите в една държава ще привлекат капитал от чужбина, увеличавайки по този начин въздействието на реформите върху растежа. Подобни по-големи очаквани ползи, произтичащи от реформите, ще се превърнат в по-силни стимули за провеждане на политика, подкрепяща приспособяването. Второ, развитите и интегрирани финансови пазари може да допринесат за намаляване на очакваните разходи за реформи. Съпротивата срещу реформите на продуктовия и трудовия пазар често е свързана със за-

губа на постъпления от групи, които се възползват от съществуващите разпоредби, ограничаващи конкуренцията. Посредством улесняване на достъпа до кредити развитите и интегрирани финансови пазари ще спомогнат за покриване на временните загуби на засегнатите от реформите. Емпиричният анализ в каре II.4.4 показва, че при наличието на не толкова строго регулирани финансови пазари вероятността правителствата да бъдат преизбрани след провеждането на реформи в подкрепа на конкуренцията е значително по-голяма.

4.4.6. Трудности, свързани с финансовата интеграция

Както вече беше споменато, финансовата интеграция подкрепя ефективното разпределяне на ресурсите и изравняване на доходите в еврозоната, като дава възможност решенията, свързани с инвестициите и потреблението във всяка страна-членка, да бъдат оптимизирани в пространството и времето. По този начин интегрираните финансови пазари действат като канали, чрез които финансовите потоци се разпределят в еврозоната, докато крайното им местоположение и използване са следствие от основните икономически показатели. Докато ролята на интегрираните финансови пазари в този процес е по същество неутрална, при определени обстоятелства тя може да допринесе за предаването, разпространението и усилването на шоковете. При условията на функциониране на икономиката в еврозоната този по-малко благоприятен аспект на финансова интеграция се проявява в две основни явления – повишен риск от „зараза“, тъй като националните финансови системи стават по-силно взаимосвързани, и риск от двуфазна (подем-рецесия) проциклична динамика на финансовите потоци в условията на икономическо сближаване и при наличие на структурни нееластичности.

По принцип финансовата интеграция намалява изложеността на икономиките в еврозоната на рискове, свързани с финансовата стабилност. По-големите и по-ликвидни финансови пазари в резултат от интеграцията водят до абсорбиране и разсейване на сравнително силните шокове във финансовата система на еврозоната като цяло. Неизбежният спътник на тази по-силна способност за абсорбиране и разсейване на

външните шокове обаче е повишеният риск от „зараза“ при взаимосвързаните национални финансови системи.¹⁷⁶ Съществува по-голяма вероятност системно важните шокове в дадена държава от еврозоната да имат важни, а също и потенциално засягащи цялата система последици за други страни-членки. Подобни канали на „зараза“ действат в глобален план, както се вижда от текущите колебания на международните финансови пазари, възникнали в сравнително малкия сегмент на високорисковия ипотечен пазар в САЩ. Те обаче са свързани по специфичен начин с ЕС и еврозоната поради ангажиментите им за създаване на единен пазар за финансови, и по-специално за банкови услуги.¹⁷⁷

Независимо от растящата тежест на секюритизацията във финансовите системи на ЕС и еврозоната, презгранично „заразяване“ със системно важни финансови шокове все още може да се появи посредством банките и кредитните институции. Става дума за банки, които са относително големи спрямо мащаба на своите местни финансови системи и или извършват значими презгранични операции, или са изправени пред значими общи експозиции към международни финансови пазари. След бавния старт презграничната интеграция и консолидацията в банковата система на ЕС се ускоряват през последните години (виж коментара в глава 1.7). В противовес на ускоряващата се тенденция в презграничното банкиране в ЕС и

¹⁷⁶ Макар и да не е дадена дефиниция на думата „зараза“ в този контекст, тя обикновено се използва за означаване на случаи, в които финансовите пазари в една държава реагират на промените на финансовите пазари в друга държава по-силно, отколкото би било оправдано от пазарните принципи. Емпирично „заразата“ се измерва с вероятността кризата в една държава да се разпростре в други държави, с презграничните вторични колебания или със структурни прекъсвания на презгранични връзки между финансовите пазари. Виж например *Pericoli & Sbracia* (2003) и *Forbes & Rigobon* (2002).

¹⁷⁷ Втори източник на „зараза“ може да бъде по-добрата синхронност на бизнес циклите в държавите-членки, което означава, че нефакторният шок ще се разпространи по-бързо през границите. Този източник на верижна реакция се отнася особено силно за еврозоната, като се имат предвид данните, представени в глава 1.2.

Каре II.4.4: Каква е политическата цена на структурните реформи

В теоретичната литература са анализирани подробно вероятните причини за нежеланието на правителствата да се впуснат в решителни структурни реформи (виж общ преглед например в *Drazen*, 1996). Основното обяснение за инертността, съпътстваща реформите, се крие в присъщото „късогледство“ на правителствата, изправени пред цикличността на изборите. Дългосрочните предимства на структурната реформа често са несигурни, докато непосредствената ѝ политическа цена се усеща по-ясно, което разколебава извършването на решителна реформа.

При определени условия обаче гласоподавателите може по-скоро да подкрепят, отколкото да отхвърлят правителства, които провеждат решителни реформи. Гарантирането на дохода на финансовите пазари и/или преразпределянето на доходите посредством държавния бюджет може да спомогне за преодоляването на политическата съпротива спрямо структурната реформа, тъй като и двата фактора удължават времеви хоризонт в нагласите на домакинствата (*Bertola* 2007). Нещо повече, поради наличието на ефективно действащи финансови пазари въздействието на структурната реформа върху засилването на дългосрочния растеж се проявява още в настоящето посредством печалбите на капитала от финансови активи, притежавани от населението. Това от своя страна би изградило своеобразна общност от избиратели в подкрепа на структурната реформа.

Тази хипотеза е проверена емпирично в извършено неотдавна изследване (виж *Buti et al.*, 2008). Авторите обясняват вероятността за преизбиране на правителства, които са на власт и са изправени пред структурна реформа, използвайки емпиричен модел, който наблюдава степента на развитие на финансовите пазари и размера на преразпределяния доход.

Използвани са данни за преизбирането на правителства в 21 държави от ОИСР в периода 1985–2004 г.

Според *Duval* (2005) за решителна реформа може да се говори, ако в дадена държава през определена година настъпва значителна промяна най-малко в един от структурните показатели, който обобщава състоянието на политиката в следните области: системата за помощи при безработица, данъците върху трудовите доходи, законодателната защита на заетостта, регулациите на продуктовите пазари и пенсионните системи. Освен това съгласно изследването на *Brender & Drazen* (2005) бяха включени контролни данни за специфични за отделните държави политически условия и структури.

От резултатите се вижда, че при равни други условия решителните структурни реформи наистина намаляват вероятността за преизбиране на заемащите политически постове. Оказва се обаче, че политическата цена на реформите в това отношение е по-ниска в държави, които имат по-агресивни регулации на финансовия пазар, в съзвучие с хипотезата, че по-добре развитите финансови пазари правят избирателите по-далновидни. Резултатите също така потвърждават предположението, че политиката за преразпределяне на доходите намалява отрицателния ефект на изборите върху реформите.

Общо взето, резултатите съответстват на данните за неотдашните реформи в развитите икономики: държави с по-добре развити финансови пазари (например английскоговорящите) или с ясно изразено преразпределяне на доходите (например скандинавските) имат по-добри резултати по отношение на свързаната с реформите активност.

еврозоната надзорните споразумения остават доста статични и се отнасят предимно за отделните държави. Резултатът е неефективност на надзорната рамка и управлението на финансовите кризи, което води до значителни непосилни разходи за финансовата индустрия и потенциално неадекватна реакция към рисковете от „зараза“ в интегрираната финансова система.

Докато финансовата интеграция е очевидно благоприятна за догонващите икономики, в същото време тя може да предизвика затруднения за тях и на макро-, и на микроикономическо равнище. На макроикономическо равнище тя буди тревога, че е възможно финансовите пазари да се „надскочат“ при циклична икономическа експанзия, дотолкова че притокът на капитал на интегрираните пазари да спомогне за възникването на проциклични тенденции в расте-

жа на кредита и цените на акциите и да доведат до бърза експанзия на нетъргуемия сектор и реално поскъпване. На микроикономическо равнище по време на силна кредитна експанзия качеството на заемите може да се влоши при неуместно разхлабване на кредитните стандарти. Подобна динамика на финансовия сектор носи явна опасност от спекулативен излишък и макронадзорен риск, което в крайна сметка би могло да доведе до отлив на капитал и до двуфазен (подем-рецесия) сценарий.¹⁷⁸

Трудностите, произтичащи от финансовата интеграция, може да бъдат по-големи за догонващите икономики в еврозоната, където националната парична политика и валутният курс вече не съществуват като инструменти за управление на притока на капитал и кредитната експанзия. При тези обстоятелства поведението на финансовия сектор може да стане силно проциклично, особено ако нееластичността в другите сектори на икономиката доведе до инфлационни очаквания, които слабо съответстват на целта за ценова стабилност в еврозоната и следователно се дължат на отчетена в миналото инфлация, специфична за конкретна държава (устойчивост на инфлацията). Негативното влияние на канала на реалния лихвен процент би било силно. Тъй като усещаният реален лихвен процент в сближавашите се страни-членки става съотносим със съответния в еврозоната, може да последват взаимно усилващи се процеси на увеличаваща се инфлация и нарастващ приток на капитал. В резултат от това ще настъпи бум на съвкупното търсене спрямо предлагането и ще се появи риск от евентуални неприемливи вътрешни и външни диспропорции. Колкото по-силна е реакцията на усещаните реални лихвени проценти към инфлацията и на търсенето към реалните лихвени проценти, толкова по-голяма ще бъде вероятността да възникне подобен бум. В еврозоната продължителността му може да нарасне поради пълното отсъствие на валутен риск, който отслабва способността на финансовите пазари да подават сигнали и да имат дисциплинираща роля. В резултат от това крайната неприемливост на вътрешните и външните диспропорции може да

остане неясна дълго време, позволявайки на тези диспропорции да придобият големи размери и съответно да увеличат вероятността за висока цена на приспособяването.

Естествено двуфазният сценарий, описан по-горе, в никакъв случай не е неизбежният изход. Успешният процес на догонване се характеризира с благоприятни шокове от страна на производителността и с намаляване на рисковите премии, които водят до повишени равнища на цените на кредитите и активите, приток на чуждестранни спестявания и тенденция към повишаване на реалния лихвен процент. Рязкото нарастване на тези променливи може да бъде явление, свързано с равновесието, и да не предизвиква притеснения относно водената политика. Неблагоприятните резултати обаче не могат да бъдат изключени, а опитът на догонващите държави-членки от еврозоната дава противоречиви примери в това отношение. Предимствата на финансовата интеграция за догонващите държави-членки от еврозоната може да бъдат гарантирани, ако се вземат мерки за намаляване на номиналните нееластичности и за минимизиране на риска от нерационално разпределяне на ресурсите.

4.4.7. Пътят за преодоляване проблемите на интеграцията

За справянето с риска от „зараза“ и от резки трусове от съществено значение са споразуменията за финансова стабилизация на ЕС и еврозоната да не изостават от променящата се финансова среда. Натискът за увеличаване на международния аспект на тези споразумения нараства във финансовата индустрия и сред определящите политиката. Обсъждат се разнообразни възможни модели – от засилено използване на сега действащата децентрализирана рамка (т.нар. комитетите от трето ниво на Рамката *Ламфалуси*), до определяне на водещи наблюдатели, а дори и на един-единствен наблюдаващ за ЕС.

При обсъждането на относителните достойнства на предложенията за преразглеждане на споразуменията за финансова стабилност в ЕС и еврозоната е от особена важност да се разграничат процедурите и практиките от институционалните споразумения. Текущите споразумения се характеризират не само с национално

¹⁷⁸ Относно преглед на основните факти и обяснения на резките трусове в икономиките със среден доход виж например *Tornell & Westermann* (2002).

Каре II.4.5: Разходни принципи за обуздаване на фискалната процикличност в добри времена

В Заключенията на Съвета от март 2005 г. относно реформирането на Пакта за стабилност и растеж се подчертава ролята на националото управление на бюджета за допълване на фискалната рамка на ЕС. Неотдавнашни изследвания (*European Commission* 2006с, *Ayuso et al.*, 2007) разкриват значителния дисциплиниращ ефект на числово изразените фискални правила на национално равнище. Числово изразените правила също така въздействат и върху стабилизиращата функция на фискалната политика.

Обикновено се предполага, че *правилата за бюджетното салдо или за дълга* предизвикват проциклично поведение в лоши времена.¹ До каква степен обаче това е вярно, зависи от характера на правилата. Ако са циклично приспособени или се използват за оценка на съответствието за по-дълъг период от време, процикличността не би трябвало да представлява проблем.

Разходните принципи не пречат на действието на автоматичните стабилизатори в лоши времена. Нещо повече, те спомагат за ограничаването на наблюдаваната проциклична тенденция в добри времена, свързана с бавното разпознаване на условията на подем и на натиска за допълнителни разходи. Както в случая с правилата за бюджетното салдо, от значение е дали принципът изключва показатели, чувствителни към цикличността, и каква времева рамка се използва. Освен това таваните на съотношението *разходи/БВП* може да бъдат по-неефективни от таваните за темпа на нарастване на разходите. В първия случай разходите може да нарастват по-бързо в добри времена, без да се надхвърля таванът, докато това не е вярно за втория случай.

Правилата за приходите, които определят условията за използване на извънредните приходи, са потенциално ефективни при ограничаването

на процикличността в добри времена, но онези, чиято цел е определен обем данъчни постъпления, може да породят процикличност.

Съществуващите данни подкрепят тези положения до известна степен, сочейки, че разходните принципи са най-ефективни при ограничаването на процикличността в добри времена (*Ayuso et al.* 2007, *Turrini* 2008). Като допълнителна проверка функциите на емпиричната реакция на разходите се оценяват за държавите от ЕС, като се прави разграничение между държави с по-строги или по-свободни разходни принципи и извадката се ограничаваша с добрите времена, т.е. с положително отклонение от потенциала.² Таблица 1 представя резултатите.

² Двете групи се определят като държави със средна стойност на индекса на разходния принцип (по дефиницията в *European Commission*, 2006с) съответно над и под средната стойност за цялата извадка.

Таблица 1:
Национални разходни принципи и тенденция към процикличност в добри времена: данни от пресмятане функциите на фискалната реакция

Зависима променлива :	Извадка: ЕС-25, 1990-2005, производство	
	Страни с по-свободни правила	Страни със строги правила
Независими променливи	[1]	[2]
Константа	12.246*** (4.76)	7.907 (5.75)
Циклично приспособени с лаг	-0.191* (0.1)	-0.162 (0.11)
Дълг с лаг/БВП	-0.069** (0.03)	0.002 (0.01)
Отклонение от потенциала	-0.203 (0.375)	-0.078 (0.58)
Фиктивна променлива 1992	-0.85 (0.77)	-0.986 (0.73)
Фиктивна променлива 1999	0.461 (0.38)	0.361 (0.52)
Няма наблюдения	49	61
R ² в рамките на	0.3	0.16

Бележки: Метод на изчисление: постоянни ефекти, регресия на инструменталните променливи. Отклонението от потенциала е съставено от неговия собствен лаг и от лагов индикатор на чуждестранното отклонение от потенциала. Лаговият индикатор на чуждестранното отклонение от потенциала представлява експортно претеглено отклонение от потенциала на три основни експортни пазара на всяка държава. Всички бюджетни променливи са изразени като дялове от потенциалното производство. Стандартният коефициент на грешките е даден в скоби. *, ** и *** означават съответно значимост при равнище от 10%, 5% и 1%. Коефициентите за характерните за страните ефекти не са посочени. *Source:* Обработка на данни, включени в базата данни *DG ECFIN AMECO*.

¹ Съществуващите анализи за САЩ на щатско равнище разкриват данни за засилена процикличност, свързана с действието на числово изразените принципи за дълга (*Poterba*, 1994; *Sorensen et al.*, 2001). Вместо това *Alesina & Bayoumi* (1996) отчитат слаба зависимост между индекса на строгост на принципите за дълга на равнище държава и чувствителността на щатските бюджетни салда към БВП в САЩ.

(Прогължава на следващата страница)

Каре (продължение)

Коефициентът, който представлява интерес, е свободният член – той показва дали съществува тенденция съотношението между първичните циклично изгладени разходи и потенциалното производство да нарасне доста над това, което се обяснява с основните детерминанти на политиката по разходите, т.е. той е измерител на тренда на разходите в добри времена. Свободният член е значимо положителен само за група държави с по-свободни разходни принципи, което показва, че разходните принципи може да спомогнат за предотвратяване на процикличната тенденция в разходите в добри времена.

Рамките за националното управление на бюджета, базирани на средно- и дългосрочните цели на фискалната политика, може да подпомогнат овла-

дяването на процикличността в добри времена. В някои държави са учредени Бюджетни комитети за изработване на макроикономически прогнози в областта на бюджетното планиране или за кръстосана проверка на официалните прогнози (*European Commission, 2005d; Jonung & Larch, 2006*).

Това спомага за разкриване и намаляване на изоставането и за ограничаване стратегическото използване на предубедени прогнози. Бюджетните комитети може също да стимулират дискусиите и да допринесат за по-добрата осведоменост на политическата общественост, на академичните кръгове и общественото мнение по въпроси, свързани с провеждането на фискалната политика по времето на икономическия цикъл.

сегментиране, но и с големи разлики в процедурите и практиките на разпределяне на контролните отговорности. Тези разлики съществуват сред контролните органи и между контролните органи и другите органи на политиката (централни банки и министерства на финансите).

4.5. РОЛЯТА НА ФИСКАЛНАТА ПОЛИТИКА

От самото начало фискалната политика се смята за основен инструмент за изглаждане на сътресенията, специфични за отделните държави в рамката на ИПС за стопанско управление. Както обаче е отбелязано в глава I.5, съществуват данни, показващи, че епизодите на процикличност не са нещо необичайно, особено в добри времена, което очевидно не е от полза за гладкото приспособяване в еврозоната, макар че държавите отчитат леко по-добри резултати след приемането на единната валута. Свързан с този факт е и въпросът, че фискалните показатели, дори и циклично изгладените, може да представят една прекалено розова картина на структурна бюджетна позиция в подем, особено ако е съпроводена с подем на пазарите на активи (включително на пазарите на имоти); което води до извънредни данъчни приходи, които може да не бъдат разпознати като временни. При тези обстоятелства фискалната позиция може да бъде прекалено слаба, особено ако външнотърговското салдо се увеличава. Изследване, извършено при подготовката на този доклад от *Allsopp & Vines (2008)*, показва

в този контекст, че бюджетната политика може да бъде използвана най-добре за насочване на реалния ефективен валутен курс към неговото равновесно равнище, за да се избягнат прекалено високите или прекалено ниските стойности, а оттам и да се улесни изглаждането в еврозоната.

Изследванията, разгледани в каре II.4.5, показват, че националните фискални правила, и най-вече разходните принципи, може да предизвикат проциклично фискално поведение.

В бъдеще бюджетната политика като инструмент за стабилизиране в ИПС вероятно ще се сблъсква с редица пречки. Първо, както вече беше отбелязано, интеграцията на финансовите пазари действа като заместител на фискалната политика и намалява ефективността ѝ. Второ, както споменахме в началото на тази глава, променящият се характер на шоковете – при преобладаване на шокове от страна на предлагането – означава, че дискреционната фискална политика губи голяма част от ефективността си. Що се отнася до автоматичните стабилизатори, те също са с намалена ефективност, но тъй като насърчават гъвкавото преразпределение на трудовите ресурси независимо от шоковете, те ще отслабят тези пречки. Трето, въпросът за устойчивостта, породен от застаряването на населението, ще ограничи възможностите за водене на стабилизационна фискална политика. Този проблем ще бъде разгледан в следващата глава.

5. КАЧЕСТВО И УСТОЙЧИВОСТ НА ПУБЛИЧНИТЕ ФИНАНСИ

5.1. ВЪВЕДЕНИЕ

Основното предизвикателство пред определящите политиката на еврозоната в средносрочен и дългосрочен план ще бъде да се трансформират европейските социални модели така, че да могат да решават проблемите на утрешния ден. Това предизвикателство има три аспекта:

- Първо, постигането на бюджетните цели, заложи в средносрочните програми на държавите, е необходимо условие за фискална устойчивост и е потребно за създаването на буферите, евентуално необходими за справяне с трудностите. Надеждните публични финанси са дори по-важни за държавите от еврозоната, тъй като големият и невъзможен за поддържане бюджетен дефицит в една държава засяга цялата зона чрез по-рестриктивната позиция на паричната политика.
- Второ, Лисабонската стратегия за растеж и заетост изисква стратегии на икономическата политика, които да осигуряват повишаване на трудоемкостта и производителността на труда. Макар и важно само по себе си като средство за повишаване на жизнения стандарт, повишаването на трудоемкостта и производителността на труда е необходимо също и за устойчивите публични финанси предвид застаряването на населението. Увеличаването на трудоемкостта чрез засилване стимулите за по-възрастните работници да останат активни по-дълго време работи в две насоки. Като стимулира създаването на работни места и растежа, то улеснява финансирането на социалноосигурителните системи, като същевременно намалява разходите им.
- Трето, ориентирането на публичните разходи и данъчното облагане към подпомагачи растежа насоки също дава добри резултати, като осигурява по-ефективно използване на обществените средства, с по-слаби деформации, по-добро фокусиране върху човешкия капитал и инфраструктурата и засилени стимули за създаването на работни места и развитието на бизнеса.

Краткосрочните политически съображения често работят срещу по-дългосрочното ориентиране на бюджетите. Фискалната рамка на ЕС спомага за компенсирането на тази тенденция дори в по-голяма степен, ако е подкрепена със строга рамка за фискално управление на национално ниво. На този фон настоящата глава разглежда първо предизвикателствата пред фискалната устойчивост, а след това и стратегиите за повишаване качеството на бюджетите.

5.2. ФИСКАЛНА УСТОЙЧИВОСТ

Както е подчертано на различни места в този доклад, числеността и възрастовата структура на населението в еврозоната ще претърпят драматични промени през идните десетилетия поради ниската раждаемост (която се очаква да остане устойчиво под естествения прираст) и непрекъснатото удължаване на продължителността на живота. Нетният миграционен приток има само ограничено влияние, а възрастовата структура, т.е. броят на хората на и над 65-годишна възраст към тези на възраст 15–64 г., според прогнозите ще се удвои до 53% през 2050 г.¹⁷⁹

Дори и при това положение общото равнище на заетостта в еврозоната се прогнозира да се повиши от сегашните 65% до 67% през 2010 г. Целта от 70%, заложи в Лисабонската стратегия, ще бъде достигната през 2035 г. (*Carone et al.* 2005). Тя се обуславя от повишаването на заетостта при жените и по-възрастните работници (виж глава П.2). Очаква се заетостта при по-възрастните работници да отбележи особено рязко увеличение – от близо 40% понастоящем до 47% през 2010 г. и 59% през 2025 г. Това е доста над заложената в Лисабонската стратегия цел от 50%, която ще бъде постигната до 2013 г. – благодарение на пенсионната реформа, включително и схемите за ранно пенсиониране. Макар и желана, тази тенденция ще осигури само временно облекчение. Демографските фактори евентуално ще доведат отново до спад на общото равнище на заетост.

¹⁷⁹ Трябва да се има предвид, че населението на еврозоната ще се увеличава до 2025 г., след което ще се върне до нивото си от 2003 г.

В съответствие с прогнозите се очаква потенциалният годишен растеж на БВП да спадне от средно около 2% през предходните две десетилетия до 1¼% през идните две и до 1¼% през следващите десетилетия. Тъй като прирастът на заетостта постепенно ще намалява, докато евентуално достигне отрицателна стойност, производителността ще стане доминираща, а в някои държави единствен източник на растежа в дългосрочен план.¹⁸⁰

На база действащите сега политики съотношението на разходите, свързани със застаряването на населението, към БВП в еврозоната се прогнозира да се повиши с почти 4 пр.п. до 2050 г. По-голямата част от прогнозираното повишение ще бъде за пенсии, а по-малката – за здравеопазване и дългосрочни грижи.¹⁸¹ Потенциалът за компенсиране на тези разходи чрез свиване на прогнозираните публични разходи за образование и помощи при безработица вероятно ще бъде ограничен.

Като част от контролната дейност Европейската комисия е разработила показател за отклонение от устойчивата фискална позиция, който измерва изискваното незабавно и постоянно изглаждане на бюджетната позиция като процент от БВП, така че съотношението на публичния дълг към БВП да спадне значително и да позволява преориентиране на публичните разходи от лихвени плащания към плащания, свързани със застаряването на населението.¹⁸² Този показател може да бъде разложен на два компонента: а) частта, която е необходима за поддържане на дълговото съотношение на сегашното му ниво при всички случаи, т.е. без да се взема предвид прогнозираното повишаване разходите по застаряването; и б) ефекта от прогнозираното увеличаване на самите разходи по застаряването. Отклонението от устойчивата фискална позиция се оценява на около

2½% от БВП (виж таблица II.5.1).¹⁸³ Общият ефект от застаряването на населението върху отклонението от устойчивата фискална позиция е по-голям, около 3½%, но началната първична фискална позиция е достатъчно голяма, за да има компенсиращ ефект от около 1% от БВП. На графика II.5.1 е показан дългосрочният сценарий по отношение на дълга, който се разработва при допускане, че политиките ще останат без изменение. Първоначално дългът ще спадне под прага от 60% от БВП, но ще започне да се повишава отново в средата на 20-те години, за да достигне 120% от БВП през 2050 г.

Ситуацията варира значително в различните държави-членки от еврозоната. Почти всички те имат отклонения от устойчивата фискална позиция. Това означава, че въз основа на бюджетната позиция за 2007 г. и без промяна във фискалните политики е необходима корекция, за да останат публичните финанси устойчиви в дългосрочен план в повечето държави-членки от еврозоната.

В някои държави-членки от еврозоната публичните финанси са неустойчиви дори и ако се абстрахираме от дългосрочния ефект от застаряването на населението върху бюджета.

За да се съпоставят държавите по показателя *устойчивост на публичните финанси*, са определени три категории риск: нисък, среден и висок. Това подреждане се основава на оценка за отклонението от устойчивата фискална позиция, на сегашното равнище на дълга и на оценка на качеството на дългосрочните прогнози, върху които почиват програмите за стабилност. Въз основа на информацията, предоставена в осъвременените програми за стабилност от 2007 г., три държави се считат за високорискови, десет имат среден, а две нисък риск (таблица II.5.2).

¹⁸⁰ Пълна информация за допусканията и методологията на прогнозиране може да се намери в *Economic Policy Committee and European Commission (DG ECFIN) (2005)*.

¹⁸¹ Подробните резултати от прогнозите са дадени в *European Commission (2006f)*.

¹⁸² Изчерпателен анализ на фискалната устойчивост и подробните характеристики на показателите за отклонение от устойчивата фискална позиция са предоставени в *European Commission (2006f)*.

¹⁸³ Тези оценки на показателите за отклонение от устойчивата фискална позиция и прогнозите за дълга са направени въз основа на: а) дългосрочните бюджетни прогнози, изготвени съвместно от Центъра за европейска политика и Комисията в доклада за застаряването на населението; и б) средносрочните фискални оценки и планове, включени в осъвременените програми за стабилност и сближаване от 2006 г. Повече подробности са дадени в част I.4 от *European Commission (2007h)*.

Таблица II.5.1:
Показатели за отклонение на устойчивостта

	Сценарий 2007 S2			Сценарий на ПС S2		
	IBP	LTC		IBP	LTC	
BE*	2.8	-2.5	5.3	2.5	-2.8	5.3
DE	1.8	-1.3	3.1	0.9	-2.2	3.1
EL*	1.4	0.5	0.9	-0.9	-1.7	0.9
ES	2.7	-3.2	5.9	3.3	-2.7	5.9
FR	3.0	0.4	2.6	1.1	-1.6	2.6
IE	4.9	-1.1	6.0	6.1	0.1	6.0
IT	1.1	-0.8	2.0	-1.3	-3.2	2.0
CY	4.1	-4.4	8.5	6.3	-2.1	8.5
LU	8.1	-0.2	8.3	7.1	-1.2	8.3
MT	-0.6	-0.5	-0.1	-2.4	-2.3	-0.1
NL	3.9	-0.5	4.4	2.8	-1.7	4.4
AT	0.3	-0.8	1.1	-0.3	-1.3	1.1
PT	3.6	0.4	3.2	2.0	-1.2	3.2
SI	7.0	0.0	7.1	6.5	-0.5	7.1
FI	-0.5	-4.6	4.2	1.3	-2.8	4.2
EU27	2.5	-0.6	3.1	1.4	-1.7	3.1
EA	2.3	-1.1	3.4	1.2	-2.2	3.4

Забележка: Белгия (BE) не е представила осъвременена Програма за стабилност за 2007 г. и данните са от рутинната оценка за устойчивото потребление и производство от 2006 г. В новите общи прогнози няма прогнози за пенсиите в Гърция и затова повишаването на разходите по застаряването на населението е подценено. В гръцката Програма за стабилност от 2002 г. се прогнозира разходите за пенсии в Гърция да се повишат с 10.2% в периода 2005–2050 г.

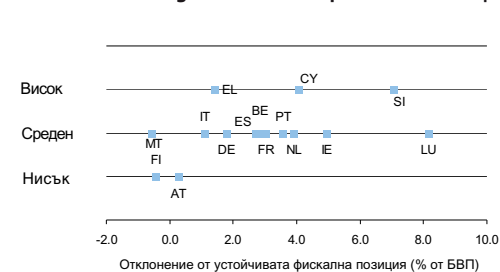
Източник: Европейска комисия.

Таблица II.5.2:
Класификация на общия риск

Категория риск	Държава
Нисък	Австрия, Финландия
Среден	Белгия, Германия, Испания, Франция
	Ирландия, Италия, Люксембург, Малта, Нидерландия, Португалия
	Гърция, Кипър, Словения

Източник: Европейска комисия.

Графика II.5.2: Класификация на общия риск и отклонение от устойчивата фискална позиция

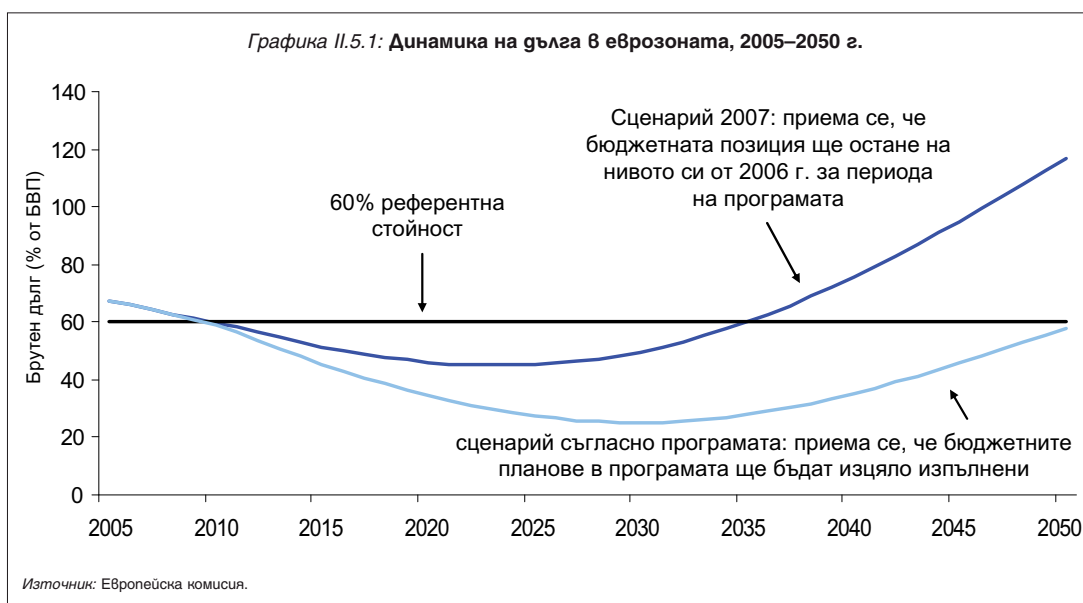


Източник: Европейска комисия.

Графика II.5.2 показва, че категоризацията по общ риск като цяло съответства на отклонението от устойчивата фискална позиция. Тя води до следните допълнителни констатации:

- *Държавите с висок риск* (Гърция, Кипър и Словения) се характеризират с особено значително нарастване на разходите по застаряването в дългосрочен план. Гърция също има голям дефицит и много високо начално ниво на дълга.
- *Групата от държави със среден риск* (Белгия, Германия, Испания, Франция, Ирландия, Италия, Люксембург, Малта, Нидерландия и Португалия) има противоречиви характеристики. Някои са с относително силни бю-

Графика II.5.1: Динамика на гълга в еврозоната, 2005–2050 г.



Източник: Европейска комисия.

джетни позиции, но с големи разходи по застаряването, за които са необходими структурни реформи. В тази група попадат Испания, Ирландия, Люксембург и Нидерландия. Други имат по-малки проблеми с разходите по застаряването, обикновено защото вече са реформирали своите пенсионни системи, но при тях началните условия са по-неблагоприятни. Така е в Германия, Франция, Малта, Португалия и Италия. Белгия има общи характеристики и с двете групи.¹⁸⁴

- *Държавите с нисък риск* (Австрия и Финландия) или имат силна бюджетна позиция, и/или са осъществили цялостни пенсионни реформи. Това не означава, че в тези държави няма никакви рискове за устойчивостта на публичните финанси. В Австрия ситуацията зависи от успешното провеждане на пенсионните реформи. Във Финландия се прогнозира високи разходи по застаряването, но тя има много силна начална позиция.

Осигуряването на фискална устойчивост е от особена важност за еврозоната. В един паричен съюз няма премии за валутен риск, поради което правителствата са изправени пред по-слаб ефект на дисциплиниращото въздействие на пазара. Същевременно разпространяването на ефекта от проблемите с фискалната устойчивост – чрез лихвените проценти и валутния курс в цялата зона – върху други държави-членки е по-голям в условията на паричен съюз. Така осигуряването на устойчиви публични финанси се превръща в ключово предизвикателство за политиката, което изисква неотклонни политически мерки в три направления, а именно: а) намаляване на дълга; б) повишаване на заетостта и производителността; и в) реформиране на програмите, свързани с разходите по застаряването.¹⁸⁵ Уместното съчетаване на тези три насоки зависи от предизвикателствата и приоритетите на политиката, които са си определили държавите-членки. Няколко държави-

членки от еврозоната постигнаха напредък и в трите направления. Трябва обаче да се работи още и скоро отлагането на неизбежните решения по тези въпроси на политически избор ще струва скъпо.

5.3. КАЧЕСТВО НА ПУБЛИЧНИТЕ ФИНАНСИ

Качеството на публичните финанси има много измерения, включително степента, в която фискалната политика осигурява дългосрочна устойчивост и обезпечава стабилизирането на реакцията по отношение на шоковете от страна на търсенето и корекциите в реакцията спрямо шокове от страна на предлагането и дългосрочния икономически растеж.¹⁸⁶ Всички тези аспекти на качеството на публичните финанси са дълбоко взаимосвързани. Например задачата за постигане на устойчиви публични финанси би била улеснена от фискални политики, подкрепящи дългосрочния икономически растеж. Лисабонската програма подчертава тези зависимости между фискалната устойчивост, качеството на публичните финанси и дългосрочния растеж. Интегрирани насоки № 3 на Лисабонската стратегия обобщават това, както следва: „За насърчаване ефективното разпределение на ресурсите, ориентирано към растеж и заетост, държавите-членки трябва, без да противоречат на насоките за икономическа стабилност и устойчивост, да пренасочат обществените разходи към области, засилващи растежа, в съответствие с Лисабонската стратегия, да адаптират данъчните структури за повишаване на потенциала за растеж, да осигурят наличието на механизми за оценка на обвързаността между обществените разходи и постигането на целите на политиката, и да осигурят цялостна съгласуваност на пакетите от мерки за реформи.“

Качеството на публичните финанси очевидно е по-всеобхватно от самата структура на публичните разходи. Наистина, става въпрос за компромисен избор не просто между различни разходни пера, а също и между нивото на разходите, от една страна, и данъчното бреме, от друга: една ефективна разходна програма, финансирана от деформиращи данъци, може в крайна сметка да не работи за повишаване на растежа.

¹⁸⁴ Трябва да се отбележи, че оценката на Белгия се отнася до рутинната оценка за устойчивото потребление и производство от 2006 г.

¹⁸⁵ Тристълбовата стратегия, приета от Европейския съвет в Стокхолм през март 2001 г.

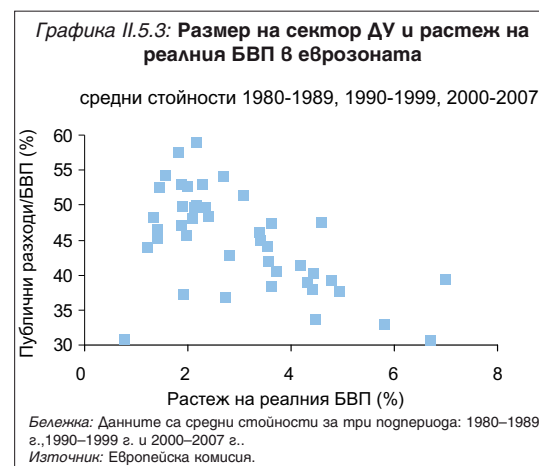
¹⁸⁶ За допълнителен анализ на качеството на публичните финанси виж *European Commission* (2008c).

Освен това разходните програми и данъчните системи се създават, за да служат на много други цели освен чисто макроикономическите – като борба с бедността, обезщетения при безработица и загуба на доход, осигуряване на правов ред, обществена и културна солидарност и пр. – и оценката на тяхното качество трябва да включва и тези цели. Те по принцип не са несъвместими с макроикономическите цели за стабилизация, изравняване и растеж. Но определени характеристики при планирането на разходните програми и данъчните системи може да доведе до деформации с вреден икономически ефект. На този фон се определят шест аспекта на качеството на публичните финанси: размерът на сектор „държавно управление“ (ДУ), нивото на дефицита и дълга, структурата на публичните разходи, данъчното облагане, фискалното управление и нормативната и законовата уредба.

5.3.1. Размер на сектор ДУ

Големият сектор ДУ може да се окаже голямо бреме за икономиката, доколкото високите нива на данъчно облагане, които го съпътстват, изкривяват икономическото поведение и намаляват потенциала за икономически растеж (виж графика II.5.3).¹⁸⁷ Но един голям сектор ДУ има също така и важна роля на автоматичен стабилизатор по отношение на бизнес цикъла. Тази характеристика е особено валидна в контекста на паричен съюз предвид липсата на валутни курсове в рамките на общата зона и на национален паричен инструмент. Дори и така стабилизационната функция на големия сектор ДУ не може да се приеме за даденост. Различни изследвания показват, че голямото данъчно бреме, свързано с него, всъщност може не само да унищожи потенциала за растеж на икономиката, но и да повлияе отрицателно върху способността ѝ да се адаптира добре към промените.¹⁸⁸ Оценките показват, че при размер над около 40% от БВП способността за автоматична стабилизация на сектор ДУ намалява, а не се повишава. Извън този аспект автоматичните стабилизатори могат по-скоро да увеличат, от-

колкото да смекчават инфлационния ефект от шоковете на търсенето и да потискат активността след неблагоприятни шокове от страна на предлагането. Комбинацията от високи данъци и щедра субституция на доходи, която обикновено се свързва с голям сектор ДУ, усилват реакциите от страна на реалните заплати, поради което провокират вторични инфлационни сътресения. При тези условия по-икономичният начин за поддържане на стабилизационната функция е да се намали размерът на сектор ДУ в икономиката. Като алтернатива функционирането на социалноосигурителните системи, институциите на трудовия пазар и данъчните системи може да се адаптира така, че да гарантира съответствието на стимулите, които те пораждаат, с изискванията за гъвкав трудов и продуктов пазар и за повишаване способността на икономиката да се адаптира добре към промените.



5.3.2. Дълг и дефицит

Фискалната рамка на ИПС е предназначена за постигане и поддържане на надеждна бюджетна позиция в средносрочен план. Тя има за цел да ограничи потенциалното разпространяване на отрицателния ефект, който една неподходяща фискална политика може да окаже върху общата парична политика, като същевременно гарантира, че държавите ще осигурят на фискалната политика пространство за маневриране в трудни времена. След ревизирането през 2005 г. на Пакта за стабилност и растеж (виж глава I.10) участващите държави-членки трябва да следват специфични за всяка страна средносрочни бюджетни цели, така че: а) да създа-

¹⁸⁷ Afonso et al. (2005), Agell et al. (1997).

¹⁸⁸ Виж Martinez-Mongay and Sekkat (2003), Buti et al. (2003), Buti and van den Noord (2005) и изследванията, направени за този доклад, отчетени в Debrun, Pisany-Ferry and Sapir (2008).

дат солидна начална позиция при нормални обстоятелства, с което да осигурят поле за стабилизация при шокове от страна на търсенето, като същевременно не нарушават 3-процентовия таван за дефицита; и б) понижават нивата на дълга и гарантират дългосрочна устойчивост. Устойчивостта се приема за предварително условие, за да може фискалната политика да започне да играе стабилизиращата си роля. Ако нивата на дълга са високи и неприемливи, едва ли е вероятно икономическите субекти да реагират на временните фискални стимули. Доколкото се прилага дискреционна фискална политика, тя трябва да се използва антициклично. Досега обаче това не се прави системно, както се подчертава в глава I.5.

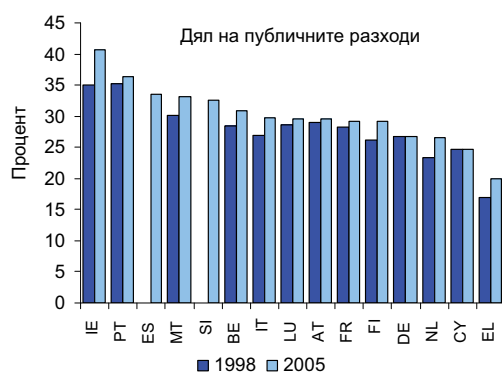
5.3.3. Структура на публичните разходи

Структурата на публичните разходи е от значение не само за потенциала на страната за растеж, но също и за способността ѝ за изглаждане след шокове. Правителството може да реагира по-гъвкаво при висок дял на дискреционните разходи – като инвестиционни разходи и разходи за междинно потребление – в разходния си портфейл. Техният дял в общите публични разходи варира от 11% в Белгия до 24% във Финландия, а за еврозоната като цяло той е средно около 16%. В същия дух голям дял от заплатите в публичния сектор по постоянни трудови договори усложнява гъвкавото изглаждане на бюджета, най-вече ако поради противостоящ шок от страна на предлагането се налага понижаване на (реалните) заплати (*Grenouilleau et al. 2007*). В противовес високият дял на разходите за научноизследователска и развойна дейност и образование може да повиши както производителността, така и способността за справяне с отрицателни шокове. Емпиричните доказателства за това какви видове разходи стимулират растежа варират и в резултат оценките за еврозоната са между 20% и 45% от общите разходи (виж за преглед на публикациите *European Commission 2003* и *2004*). При разширяване на обхвата (с публичните разходи за образование, здравеопазване, защита на околната среда и опазване на обществения ред и сигурност) дялът на стимулиращите растежа публични разходи леко се повишава от въвеждането на еврото насам (графика II.5.4), но различията между държавите остават значи-

телни. Важно е да се отбележи, че устойчивите публични финанси не позволяват такива стимулиращи растежа разходи да бъдат измествани от повишаване на пенсиите и на другите социални разходи (виж *Mandl et al. 2008*).

Изправени пред макроикономически ограничения за публичните разходи, лицата, формиращи политиката, трябва все повече да се концентрират върху повишаване ефективността и ефикасността на своите разходни програми. По-голямата ефикасност означава да се намерят решения, които позволяват предоставянето на публични блага на същото равнище с по-малко ресурси (техническа ефективност) или предоставянето на по-широка гама от публични блага при същото ниво на разходите (ефективност на разпределението). Емпиричните изследвания за ефективността на публичните разходи в научноизследователската и развойна дейност, образованието и здравеопазването показват големи възможности за усъвършенстване в еврозоната и в Европа като цяло (виж например *Sutherland et al. 2007*, *Afonso and St. Aubyn 2006*, *Verhoeven et al. 2007* г.). Решенията на политиката включват по-голяма насоченост към резултатите, стремеж към пазарно финансиране, използване на публичноправно партньорство и възлагане на подизпълнители.

Графика II.5.4: Стимулиращи растежа публични разходи



Бележка: Стимулиращите растежа публични разходи се дефинират тук като обхващащи публичните разходи за образование, здравеопазване, опазване на околната среда и обществения ред и сигурност.
Източник: Европейска комисия.

5.3.4. Данъчно облагане

Равнището и комплексът от данъчни мерки оказват влияние върху капацитета за приспособяване и върху дългосрочния растеж на икономиките, най-вече като засягат разпределението на работната сила и капитала. По отношение на капацитета за приспособяване, колкото по-висок е пределният данъчен клин за трудовите доходи (разликата между реалната цена на труда и чистата реална работна заплата, т.е. без данъци), което може да е резултат от силно прогресивния характер на подоходните данъци, толкова по-малко еластично е предлагането на труд и по-голяма колебливостта, породена от шокове на предлагането (*Buti et al. 2003*). По отношение на дългосрочния растеж изследванията показват, че относително по-голям дял на косвените данъци се свързва с по-бърз растеж вследствие по-голямо натрупване на капитал, тъй като косвените данъци са неутрални към диахронния избор между сегашно или бъдещо потребление – за разлика от преките данъци, които се стремят към санкциониране на спестяванията и инвестициите (*OECD 2007c*). Още повече че простите и прозрачни данъчни системи намаляват разходите по събиране на приходите и административните разходи, което също благоприятства растежа. В ИПС се наблюдава преориентиране от пряко към косвено данъчно облагане и преките данъци върху труда се понижиха (*Carone et al. 2007* и *Alworth and Arachi 2008*). Общо взето обаче, реформите на данъчното облагане са малки и частични (виж раздел I.5).

5.3.5. Управление на бюджета

Фискалното управление прониква във всички аспекти на качеството на публичните финанси. От гледна точка на еврозоната особено значение има ролята на националните фискални рамки за по-голяма фискална дисциплина и осигуряване на устойчивост с цел избягване разпространението върху други участващи държави-членки на някои ефекти, които биха изисквали реакции на паричната политика в еврозоната като цяло.

Емпиричните изследвания показват, че различните елементи на фискалните рамки допринасят за по-добро изпълнение на бюджета (*von Hagen et al. 2005, European Commission 2006c*

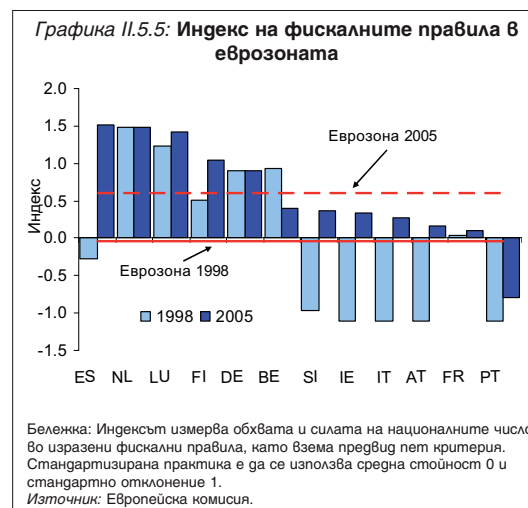
и 2007h). Преди всичко фискалните правила са от значение за бюджетните резултати. Изследвания на Европейската комисия (*European Commission 2006c*) показват, че строгите числово изразени фискални правила с широк обхват подобряват бюджетното изпълнение, докато строгите правила с общи изисквания за разходите се свързват с по-ниски съотношения на първичните разходи към БВП (таблица II.5.3). Резултатите по държави според индекса на Комисията за фискалните правила (графика II.5.5) явно са се подобрили в редица случаи, като се вижда очевидно сближаване на резултатите.

Таблица II.5.3:
Влияние на фискалните правила върху първичното циклично изгладено бюджетно салдо (ЕС-25, 1990–2005 г.)

Независими променливи	Зависима променлива: първично циклично изгладено бюджетно салдо (ПЦИБС)
Отклонение от потенциала	0.09 (1.4)
Константа	-0.90 (-2.0)**
Лаг на ПЦИБС	0.63 (15.8)***
Лаг на съотношението дълг/БВП	0.02 (3.1)***
Индекс на фискалните правила	0.25 (2.1)**
Модел 1992 г.	0.63 (2.0)**
Модел 1999 г.	-0.53 (-2.9)***
Няма наблюдения	260
R ² в рамките на	0.59
R ² между	0.94
R ² общо	0.81

Бележки: Метод на оценка: фиксирани ефекти, регресия на инструментални променливи. Отклонението от потенциала се изчислява на база на собствения му лаг и лага на показателя за чуждестранното отклонение от потенциала. Показателят за чуждестранното отклонение от потенциала е претезелено с износа отклонение от потенциала на три главни експортни пазара за всеки пазар. Всички фискални променливи са изразени като дял от потенциалния резултат. Стойностите за *t* се отчитат в скоби. *, ** и *** сочат значимост съответно при 10%, 5% и 1%. Коэффициентите за фиксираните ефекти по страни не се отчитат.

Източник: Европейска комисия.



Същевременно силните средносрочни бюджетни рамки спомагат за по-добро изпълнение на националните средносрочни програми. При подробна оценка на Европейската комисия (*European Commission 2007h*) бе установено, че в две трети от случаите планираните подобрения на сащата на държавния бюджет в Програмите за стабилност и сближаване (ПСС) са занижени главно поради превишения по разходните планове. Иконометричният анализ показва, че държавите с по-силни средносрочни фискални рамки средно са по-малко податливи на такова поведение (виж таблица II.5.4). Силни са тези средносрочни бюджетни рамки, които обхващат целия държавен сектор, имат добра координация между различните нива на управление, по-добре съответстват на бюджета, изготвени са с участието на парламента и имат силни механизми за принуда и мониторинг.

Таблица II.5.4: Разлика между наблюдаваното и планираното повишаване на реалните първични разходи, обяснени за страните от ЕС-15 през 1990-2006 г.

Независими променливи	Коефициент	t-стат.
Константа	0.1 (***)	4.6
Планирано изменение на нормата на първичните разходи	-1.0 (**)	-2.3
Начално ниво на нормата на първичните разходи	-0.2 (***)	-3.8
Фиктивен договор (0) за делегиране (1)	-0.2 (***)	-3.4
Неочакван растеж на реалния БВП	-0.1	-0.9
Общ индекс на средносрочните бюджетни рамки или ПСС	-0.6 (**)	-2.5
Фиктивна променлива t+2	0.1 (***)	3.8
Фиктивна променлива t+3	0.2 (***)	3.5
Няма наблюдения	282	
R ²	0.48	

Бележки: Метод на оценка: OLS с фиксиран ефект и устойчиви стандартни грешки. *, **, *** сочат значимост съответно при 10%, 5% и 1%.

Източник: Европейска комисия.

Накрая, националните фискални институции могат да играят важна дисциплинираща роля. Опитът показва, че правителствата имат тенденцията да проявяват прекален оптимизъм при макроикономическите си допускания, на базата на които се изготвя бюджетът. Поради тази причина прогнозната функция може да бъде делегирана на независими институции или агенции, които същевременно ще наблюдават и оценяват фискалното изпълнение. На практика информацията за прогнозите на тези институции е освободена от предубеждението, често проявявано от лицата, формиращи политиката (*Jonung & Larch 2006*). Повечето държави-членки от еврозоната имат фискални институ-

ции, действащи като консултанти и наблюдаващи фискалното изпълнение, но само две (Белгия и Нидерландия) разчитат на независими институции за предоставянето на макроикономически прогнози за бюджета и средносрочните бюджетни програми.

Докладът на Съвета от март 2005 г. относно реформирането на Пакта за стабилност и растеж (виж глава I.10) изрично признава важноста на националните правила и институции. Той призовава държавите-членки да „гарантират, че националните процедури в бюджетната област им дават възможност да посрещат задълженията си“. Наскоро (9 октомври 2007 г.) Съветът ЕКОФИН препотвърди значението на националните фискални правила и институции и призна, че многогодишните фискални рамки, основани на националните правила, могат да спомогнат за спазването на средносрочните бюджетни програми. Той освен това отрежда специално място за прогнозите на Европейската комисия относно бюджетния контрол, по-конкретно при оценяването на Програмите за стабилност и сближаване.

В допълнение към подпомагането на надеждността на публичните финанси фискалното управление може да играе важна роля за повишаване ефективността на разходите. Един пример за това са законите за обществените поръчки, както са заложили в Директивите на ЕС за обществените поръчки. Те имат значителен принос за засилване на прозрачността и премахване на корупцията. Друг пример са бюджетните процедури, ползващи информация за изпълнението. Счита се, че те повишават ефективността, като преместват фокуса от факторите на производство към продукцията и резултата (*Currstine et al. 2007*).

5.3.6. Регулиране и законодателство

Структурните реформи в съчетание с ефективна нормативна и законова рамка са от ключова важност за осигуряване гладкото функциониране на трудовия пазар, продуктовия пазар и пазара на услуги. Публичните финанси имат особена роля чрез влиянието си върху определянето на заплатите (напр. заплатите в публичния сектор и програмите за минималните доходи), участието на пазара на труд (напр. данъч-

на и социалноосигурителна система), факторната мобилност (напр. регулирането на трудовия пазар и системите за социални плащания) и в по-общ план бизнес средата (напр. чрез осигуряването на обществената инфраструктура и функционирането на съдебната система). При всички случаи еврозоната се счита за по-нееластична от САЩ. В този контекст се ползват усилия за намаляване на нееластичността на еврозоната, но напредъкът често се забавя и е различен в отделните държави (виж глава I.6).

5.4. ОБЩА ОЦЕНКА

Като цяло напредъкът в повишаване качеството на публичните финанси е неравномерен по аспекти и държави от еврозоната. Създаването на паричния съюз все още не е оказало в достатъчна степен натиск за реформи и не са постигнати устойчиви публични финанси в отделни държави-членки от еврозоната. От критична важност е да не се бавят повече усилията за реформи, насочени към повишаване качеството на публичните финанси, по-специално в светлината на по-слабите дългосрочни перспективи за растеж вследствие застаряването на населението и повишения риск от макроикономическа нестабилност в краткосрочен план.

В реформирания Пакт за стабилност и растеж от 2005 г. се подчертава колко важно е осигуряването на устойчиви публични финанси в дългосрочен план.

Преодоляването на предизвикателствата пред устойчивостта изисква далновидни политики, които решават проблема с бюджетните диспропорции, преди да се прояви влиянието на застаряването. Така политическата програма на еврозоната все повече се фокусира върху съответствието между средносрочните бюджетни цели и дългосрочната устойчивост. Наистина при определянето на средносрочни бюджетни цели (ССЦ) трябва да бъдат взети предвид подразбиращите се задължения, свързани с нарастващите разходи предвид застаряването на населението¹⁸⁹. Фискалната политика обаче не е единственото средство за постигане на стабилност. Надеждната фискална политика трябва да бъде подкрепена от структурни реформи, осигуряващи по-добро функциониране на икономиките от еврозоната. Лисабонската стратегия за растеж и заетост дава подходяща основа за напредъка на програмите за реформи. Освен това е необходимо приспособяването на социалните системи в еврозоната, за да бъдат готови за предизвикателствата на утрешния ден. Това е свързано с постигане на устойчивост на пенсионните системи, като същевременно се осигури достъп до достатъчни по размер пенсии. Това предполага също и необходимостта от преразглеждане на системите за здравеопазване и дългосрочни грижи и тяхното бъдещо финансиране при повишаващия се стандарт на живот, макар той да нараства с по-бавен темп от наблюдавания през последните десетилетия.

¹⁸⁹ Европейският съвет одобри доклада на Съвета ЕКОФИН от 20 март 2005 г., озаглавен „Подобряване прилагането на Пакта за стабилност и растеж“, и прие неговите констатации и предложения, по-специално вземайки предвид подразбиращите се задължения при определянето на средносрочни цели, след като условията за това бъдат създадени и договорени от Съвета. Виж *Council of the European Union, European Council* (2005).

6. РАЗШИРЯВАНЕ НА ЕВРОЗОНАТА

6.1. ВЪВЕДЕНИЕ

От въвеждането на единната валута през 1999 г. еврозоната се разшири от единадесет на петнадесет държави. Няколко от държавите-членки, които се присъединиха към Европейския съюз през 2004 г. и 2007 г. като „държави-членки с дерогация“, имат намерение да последват останалите, тъй като са поели ангажмента да въведат еврото веднага щом като изпълнят необходимите условия. Този процес вероятно ще бъде в голяма степен завършен в рамките на следващото десетилетие. Затова следващите години ще бъдат период на преход.

В тази глава се проучват основните предизвикателства, пред които са изправени новите кандидати за членство в еврозоната, за да отговорят на изискванията за успешното си интегриране в нея. Тук се разглеждат също и последиците за еврозоната като цяло, по-специално по-голямата хетерогенност, която вероятно ще се получи като резултат. Всички нови държави-членки са на различни етапи от процеса на изравняване на доходите и опитът на някои от сегашните държави-членки от еврозоната дава ценна информация в тази връзка. Основната констатация е, че гъвкавото изглаждане на цените и заплатите спрямо асиметричните шокове наред с устойчивите публични финанси са от ключова важност за гладкото функциониране на тези икономики при условията на единна валута (виж глава I.8), което подчертава критичната важност на адекватната подготовка, включително и чрез целенасочени усилия в структурната и фискалната област.

6.2. ПЪТЯТ КЪМ ВЪВЕЖДАНЕТО НА ЕВРОТО

Членството в ЕС предполага изискването за въвеждане на еврото, когато държавата-членка изпълни необходимите икономически и правни изисквания.¹⁹⁰ Дотогава валутните политики остават в компетенциите на националните органи, макар и да са въпрос от общо значение (чл. 121 от Договора за създаване на ЕС), свър-

¹⁹⁰ Два протокола, приложени към Договора, дават на Дания и Обединеното кралство възможността да се откажат от условията на Икономическия и паричен съюз и по този начин да решат дали и кога желаят да въведат еврото (при условие че отговарят на изискванията).

зан по-специално с гладкото функциониране на единния пазар (без устойчиво отклонение на реалните валутни курсове от равновесното ниво и прекомерна колебливост на номиналния валутен курс)¹⁹¹. Разширяването на еврозоната е непрекъснат процес, задвижван от напредъка, постигнат от държавите-членки за изпълнението на условията за членство. Словения беше първата от новите държави-членки, която отговаряше на изискванията за въвеждане на еврото, и на 1 януари 2007 г. стана тринадесетата държава-членка от еврозоната. След положителните оценки за сближаването, направени през 2007 г., Кипър и Малта се присъединиха към еврозоната година по-късно.

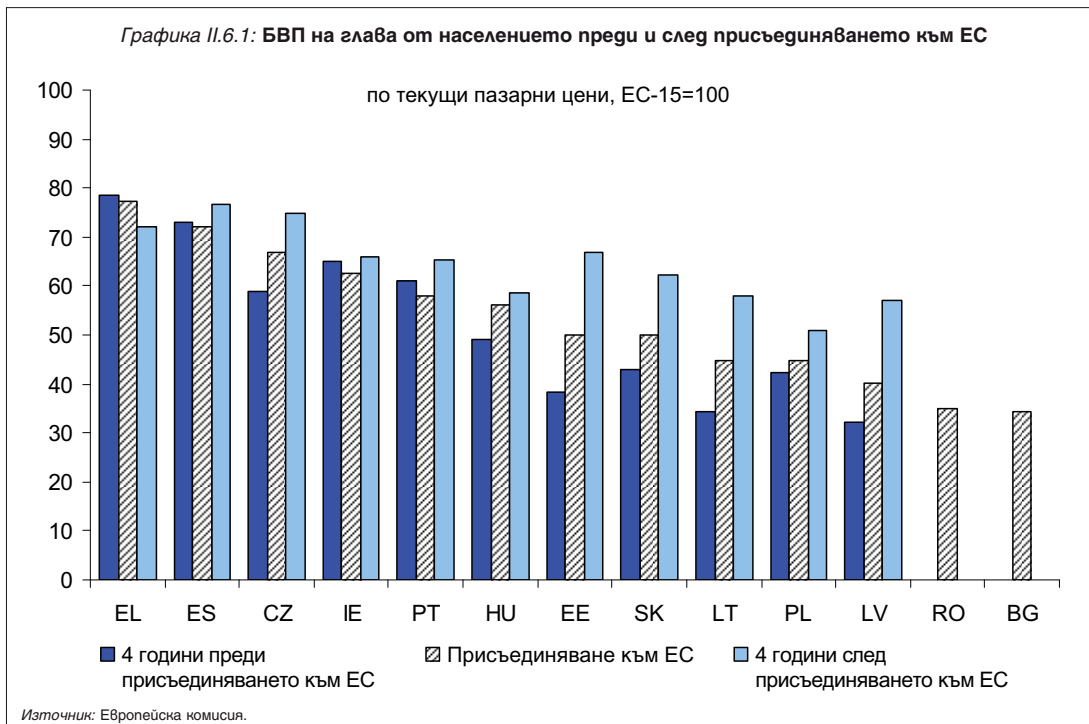
Институционалният път към еврото се основава на подробните разпоредби в Договора и общо включва три етапа:

- **Първи етап: участие във Валутния механизъм (ВМ II).** ВМ II осигурява насочена към стабилност валутна рамка за държавите – членки на ЕС, които не влизат в паричния съюз, като подпомага процеса на сближаване. Валутният механизъм предоставя номинална „котва“ за валутите в периода преди въвеждането на еврото. Участието в механизма е на доброволен принцип, но се очаква държавите-членки да влязат в него. Курсовете на валутите във ВМ II могат да се колебаят в определен диапазон от $\pm 15\%$ по отношение на централния си курс към еврото. ВМ II може да приеме набор от валутни режими, но не и свободно плаващ курс.¹⁹² Сега четири от новите държави-членки участват във ВМ II (Естония и Литва от 2004 г., Латвия и Словакия от 2005 г.).¹⁹³

¹⁹¹ Резолюция на Европейския съвет, Амстердам, 16 юни 1997 г.

¹⁹² Пълзящо фиксирани и фиксирани обменни курсове към валути, различни от еврото, също са несъвместими с участието във ВМ II. Твърдото фиксиране, както при паричните съвети, може да се приеме като едностранен ангажимент въз основа на оценка на съответствието и устойчивостта на съответния паричен съвет.

¹⁹³ Дания участва в механизма от приемането ѝ през 1999 г., но поддържа валутния си курс в най-тесния коридор на колебание от $\pm 2.25\%$ спрямо централния курс.



- **Втори етап: изпълнение на номиналните конвергентни критерии.** Договорът за създаване на ЕО осигурява институционалната рамка за оценяване дали кандидатът за присъединяване към еврозоната е постигнал висока степен на устойчиво сближаване. Това се измерва въз основа на набор от официално дефинирани критерии, включващи ценова стабилност, валутна стабилност, надеждни публични финанси и сближаване на дългосрочните лихвени проценти.¹⁹⁴ Основаната на правила рамка има за цел да осигури прозрачност и предсказуемост и дава юздите на паричната интеграция в ръцете на самите държави.
- **Трети етап: въвеждане на еврото.** Обменният курс се фиксира необратимо и държавата приема паричната политика, прилагана в цялата еврозона, и европейското законодателство, свързано с еврото. Тя участва в съвместната отговорност за управлението на зоната на единната валута, най-вече чрез участие в определянето на паричната политика от Еврогрупата и ЕЦБ.

Тази правна рамка означава, че евентуалната крайна цел на паричната интеграция е ясно дефинирана, но държавите имат значителна свобода на действие при избора на сроковете за своите действия за постигане на висока степен на устойчиво сближаване (напр. чрез момента на влизане във ВМ II, стратегиите за фискална консолидация и пр.).

6.3. НАПРЕДЪК НА РЕАЛНАТА КОНВЕРГЕНЦИЯ

Повечето нови държави-членки доскоро бяха икономики в преход, които все още са в процес на реална конвергенция към еврозоната, напр. нивата на доходите и икономическите структури все повече се доближават до тези на еврозо-

¹⁹⁴ За да отговаря на изискванията, дадена държава трябва да е спазила следните критерии: инфлацията да не превишава с повече от 1½ пр.п. тази в трите държави-членки с най-добри показатели по отношение на ценовата стабилност и устойчивата динамика на цените; дългосрочните лихвени проценти да не превишават с повече от 2 пр.п. лихвите в тези три държави; да не е обект на Решение на Съвета за наличие на прекомерен дефицит; и да спазва нормалните граници на отклонение във Валутния механизъм без сериозни напрежения за срок най-малко от две години.

ната.¹⁹⁵ Основният напредък вече е постигнат, задвижван наред с другото и от процеса на присъединяване към ЕС. Приключването на реалната конвергенция обаче ще остане основна задача години напред.

По отношение на *дохода на глава от населението* в новите държави-членки (НДЧ)¹⁹⁶ той е доста под средното ниво за държавите от ЕС-15, а също и под стойностите, регистрирани от повечето „стари“ държави-членки. В групата на НДЧ картината е разнородна, като БВП на глава от населението в сравнение с ЕС-15 варира от 33% в България до 71% в Чешката република (таблица II.6.1).

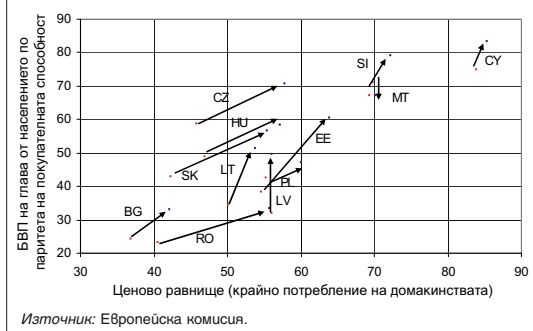
Макар че БВП на глава от населението в НДЧ е нисък и в сравнение с по-рано приетите в ЕС държави-членки (напр. Ирландия, Испания, Гърция и Португалия) преди тяхното присъединяване към ЕС, той продължава бързо да се повишава (графика II.6.1). В резултат те бързо доближиха нивата, достигнати от по-рано приетите държави-членки за същия период от време след влизането си в ЕС. Така че нямаме основания да смятаме, че НДЧ ще покажат по-лоши резултати от предходните ги държави. Дори и така екстраполациите показват, че при сегашните темпове на растеж ще им е нужно повече от десетилетие, за да достигнат около 70% от средното ниво на БВП на глава от населението в ЕС-15 (Sampo, 2007).

Основният фактор за разликата в БВП на глава от населението на НДЧ спрямо ЕС-15, изглежда, е слабата почасова производителност на труда. В няколко НДЧ това е отчасти компенсирано от сравнително силното използване на трудови ресурси (а именно в Чешката републи-

ка и в балтийските държави, виж таблица II.6.1), но не и в другите НДЧ. Причините за разликите в производителността на труда могат да се сведат до три основни елемента: използван капитал за отработен час (или капиталоемкост на производството), съвкупна факторна производителност (СФП, мярка за технологична въоръженост) и качество на труда. Първите два елемента, изглежда, обясняват основната част от различията в производителността, защото по принцип качеството на труда е на същото равнище като средното в ЕС-15.

Конвергенцията на БВП на глава от населението, изглежда, върви ръка за ръка с *конвергенцията на ценовите равнища* (реално поскъпване спрямо равновесното ниво).¹⁹⁷ Ценовите равнища в новите държави-членки все още са значително по-ниски от средното за ЕС-15, но при тях протича конвергенция успоредно с тази на реалните доходи (графика II.6.2). Разликата в ценовите равнища е особено подчертана при услугите, където цените са средно повече от наполовина по-ниски от нивото в ЕС-15, докато при стоките съотношението е 2:3 (графика II.6.3).

Графика II.6.2: НДЧ – БВП на глава от населението и ценови равнища (2000 г. и 2006 г., ЕС-15 = 100)

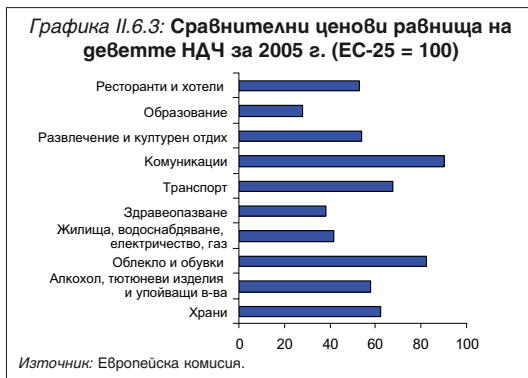


Източник: Европейска комисия.

¹⁹⁵ Няма единно и общоприето определение за реална конвергенция. Показателят, най-често използван за измерване на реалната конвергенция, е доходът на глава от населението. Понякога се използват и други показатели, като например производителността, равнището на безработица и ценовите равнища. Синхронизацията на бизнес цикъла и сходните структури на икономиката са други аспекти на реалната конвергенция.

¹⁹⁶ Ако не е посочено друго, изразът „нови държави-членки“ (НДЧ) в тази глава ще означава групата от девет държави-членки, които се присъединиха към ЕС през 2004 г. и през 2007 г. и все още не отговарят на изискванията за въвеждане на еврото. Ето защо Словения, Малта и Кипър не се разглеждат основно в тази глава.

¹⁹⁷ Конвергенцията на ценовите равнища по дефиниция означава повишаване на реалния обменен курс, с който се измерват вътрешните ценови равнища спрямо търговските партньори в обща валута. Както бе разгледано в глава I.2, за измерване на реалните обменни курсове за различни цели се използват различни дефлатори и не всички те отразяват в еднаква степен конвергенцията на ценовите равнища. Например валутните курсове, дефлирани с разходите за труд на единица продукция в преработващата промишленост (като представител на търгуемия сектор), които често се използват за измерване на конкурентоспособността на разходите, не улавят чистия ефект на Баласа–Самюелсън (който действа чрез нетъргуемия сектор).



Канал за ускоряването на ценовата конвергенция е добре известният ефект на Баласа–Самюелсън, съгласно който големите различия в повишаването на производителността между търгуемия и нетъргуемия сектор водят до силна инфлация по линия на заплатите във втория сектор, с което повишават нивото на вътрешните цени.

Емпиричните доказателства за размера на ефекта на Баласа–Самюелсън обаче не са убедителни. Оценка за НДС показаха широк диапазон от резултати, като новите изследвания клонят към откриване на по-слабо влияние. Последните изследвания показват ефект на Баласа–Самюелсън върху инфлацията в НДС под 1% за повечето държави, с малко по-високи нива за големите НДС като Полша (Égert et al. 2005). Наистина, някои от предварителните условия за значителен ефект на Баласа–Самюелсън може да не са изпълнени във всички НДС (т.е. сравнително по-нисък прираст на производителността при услугите, силно изравняване на заплатите между секторите, нетъргуемост на

услугите и съответствие на „закона за единната цена“ за търгуемите стоки). В бъдеще има основания да очакваме, че значението на ефекта на Баласа–Самюелсън може да намалее с течение на времето, когато наближи завършването на реалната конвергенция. От друга страна, нарастването дела на потреблението на услуги може (механично) да повиши ефекта на Баласа–Самюелсън (Leon-Ledesma et al. 2007).

Конвергенцията на ценовите равнища вероятно също ще се задвижва от поредица други фактори, свързани със структурните промени в икономиките на новите държави-членки (за общ преглед виж Égert 2007, Leon-Ledesma et al. 2007). Първо, структурата на търсенето може да се промени вследствие повишаващите се доходи, когато потребителските предпочитания вероятно ще се преориентират от храните и други основни продукти към услугите (което механично повишава инфлацията, тъй като има тенденция инфлацията при услугите да бъде по-висока от инфлацията при стоките). Второ, наблюдава се повишаване на качеството както в търгуемия, така и в нетъргуемия сектор, което води до повишаване на цените.¹⁹⁸ Трето, корекциите на административно определяните цени вследствие фискалната консолидация (напр. комунални услуги, здравеопазване) също имат принос за повишаване на цените в НДС (графика II.6.4), макар че нейното влияние вероятно ще спада с течение на времето.

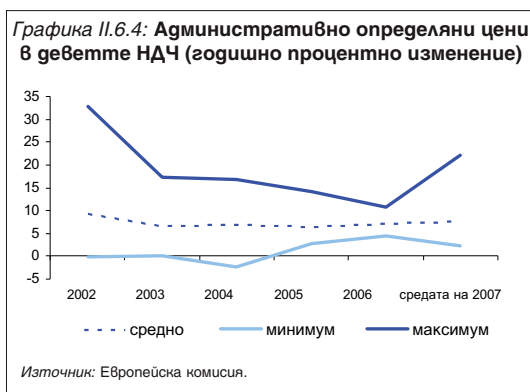
¹⁹⁸ Égert & Lommatzsch (2007), Bruha & Podpiera (2007).

Таблица II.6.1

Източници на различията в БВП на глава от населението спрямо гържавите от ЕС-15 през 2006 г.

	БВП на глава от населението	Трудо-емкост	Почасова производителност на труда	Капитало-емкост	Съвкупна факторна производителност	Качество на труда
Малта	-32.8%	-9.1%	-26.1%	13.8%	-28.4%	-9.2%
Кипър	-16.4%	21.9%	-31.4%	-6.7%	-27.7%	1.7%
Словения	-20.9%	10.5%	-28.5%	-15.6%	-16.1%	1.0%
Словакия	-43.4%	3.1%	-45.1%	-22.3%	-30.1%	1.1%
Унгария	-41.9%	6.5%	-45.4%	-25.0%	-27.9%	0.9%
Чешка република	-29.4%	29.2%	-45.3%	-20.0%	-31.9%	0.3%
Полша	-52.9%	4.8%	-55.0%	-32.0%	-35.0%	1.8%
Естония	-39.5%	33.9%	-54.8%	-29.4%	-39.0%	5.0%
Литва	-48.6%	12.2%	-54.2%	-34.4%	-33.3%	4.6%
Латвия	-50.3%	22.6%	-59.5%	-34.3%	-39.4%	1.6%
Румъния	-66.5%	8.2%	-69.1%	-38.7%	-47.7%	-3.5%
България	-67.1%	6.7%	-69.2%	-40.3%	-49.2%	1.5%
ЕС-15, стандартно отклонение	12.2%	9.3%	15.9%	5.9%	10.3%	3.2%

Източник: Европейска комисия.



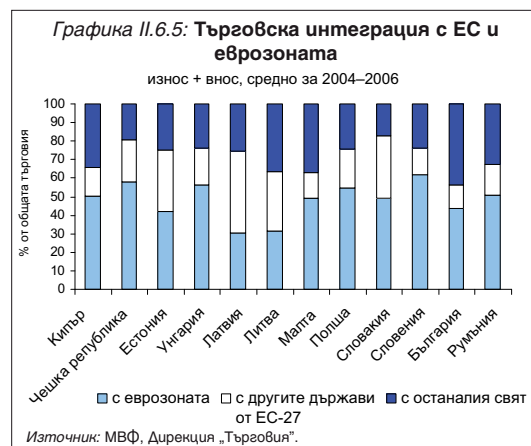
Сигурно е, че конвергенцията на ценовите равнища може да варира значително в по-кратък хоризонт. Вътрешните бизнес цикли, колебанията на номиналните валутни курсове, както и световната динамика на цените на суровините и стоките (усилвана от сравнително голямото тегло на храните и енергията в потребителската кошница на НДЧ) може да окажат инфлационен натиск, който за известно време да ги отклони от техния път към сближаване. Някои структурни фактори може да действат и за понижаване на инфлацията в по-рано приетите държави-членки на ЕС; те включват по-специално ефекта от либерализацията на търговията и интеграцията в ЕС и свързаната с тях по-силна конкуренция на продуктите пазари.

Очаква се с напредването на търговската и финансовата интеграция с икономиката на ЕС отрасловите структури и цикличните модели в НДЧ да съответстват все повече на тези в ЕС и еврозоната.¹⁹⁹

Що се отнася до *търговските потоци*, НДЧ са вече добре интегрирани в еврозоната (графика II.6.5). НДЧ като група са вече по-интегрирани от по-рано приетите държави-членки на сходен етап след приемането им. Което е важно, вътрешноотрасловата търговия е увеличила значението си, макар и да е малко под нивото в еврозоната (Backé & Thimann 2004). И все пак структурата на износа в редица НДЧ все още е по-силно ориентирана към суровини или продукция с ниска добавена стойност, което може

¹⁹⁹ Angeloni et al. (2007) установяват систематична корелация между различията в доходите и структурните различия между НДЧ и еврозоната, макар че трябва да се имат предвид и специфичните за отделни страни обстоятелства.

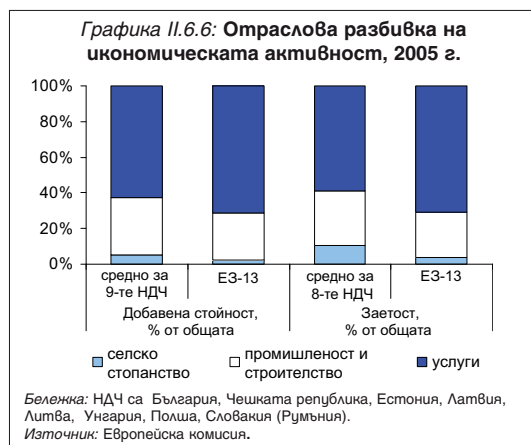
да повиши уязвимостта им към асиметрични шокове.



Съществуват данни за прогресивно изравняване на широкообхватни *отраслови структури* в НДЧ с еврозоната, макар все още да има различия (графика II.6.6). Въпреки че селското стопанство губи почва в повечето НДЧ, в техните икономики в общи линии по-голям дял заема промишлеността и по-малък – услугите. Разликата в равнищата на безработица е по-голяма, отколкото в добавената стойност, което отваря място за преразпределение на труда в условията на структурна промяна.

Данните за циклично съответствие между НДЧ и еврозоната не са съвсем безспорни; общо взето, през последното десетилетие растежът в НДЧ беше едновременно по-бърз и по-колеблив. Backé & Thimann (2004) с комбинирана методология установяват, че бизнес циклите в НДЧ показват корелационни коефициенти спрямо тези на еврозоната, които са като цяло сравними с периферните икономики на еврозоната. Картината обаче е по-разнородна на национално ниво (по-висока корелация за държавите от Централна и Източна Европа, по-ниска за балтийските държави). Метаанализът на наличните проучвания, предприет от Fidrmuc & Korhonen (2006), потвърждава това общо заключение. Чрез групов (кълъстърен) анализ, за да изследват честотата на шоковете, Schadler et al. (2005) също установяват, че НДЧ като група са „поне толкова подготвени“ за влизането в паричния съюз, колкото са били и държавите от периферията на сегашната еврозона през 1998 г. Нещо повече, те отбелязват, че цикличното отклонение изглежда по-голямо, отколкото

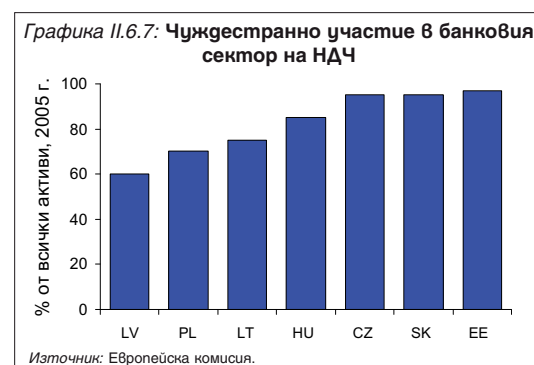
то може да се предположи на базата на структурните фактори; това показва намаляваща чувствителност към асиметрични шокове в бъдеще. Очевидно има основание да се изисква внимателно тълкуване на резултатите от оценките за НДЧ предвид късите динамични редове и структурните прекъсвания.



Има тенденция измерителите за гъвкавостта на трудовия пазар да показват НДЧ в по-добра позиция от старите държави-членки, поради което те ще се адаптират по-бързо към асиметричните шокове в паричния съюз. Това отразява, наред с другото, не толкова строгото законодателство за защита на заетостта и относително високата степен на гъвкавост на заплатите в контекста на общо взето децентрализираното определяне на заплатите (Boeri & Garibaldi 2006, Angeloni et al. 2007). Данните обаче не са безспорни и ситуацията е специфична за всяка отделна държава. В редица НДЧ високата структурна безработица и ниското равнище на заетост показват слабости в разпределението на ресурсите на трудовия пазар и отрасловата и регионалната мобилност на работната ръка са недостатъчни в някои случаи (макар че за някои НДЧ частичното отваряне на пазара на труда на ЕС повиши презграничната мобилност с измерим ефект върху местното предлагане на работна ръка). Като цяло, понататъшният напредък в осигуряване функционирането на ефективен трудов пазар обикновено се определя като едно от основните предизвикателства (виж напр. Bonello 2007, CNB 2007, Rybinski 2007).

Фискалните позиции значително се подобриха през последните години и броят на държавите,

които все още имат позиции с прекомерен дефицит, бързо намалява. Докато публичният дълг е средно по-нисък, отколкото в еврозоната, демографските тенденции поставят значителни дългосрочни предизвикателства пред редица НДЧ. Автоматичните стабилизатори са в известна степен по-слаби, отколкото в държавите от ЕС-15, но това може да се компенсира с по-висока фискална гъвкавост (Schadler et al. 2005). Разликите във фискалната стабилност и в качеството на публичните финанси на отделните държави са големи. Един общ проблем, възникващ в икономики с бърз растеж и структурни промени, е несигурността относно базисните фискални позиции и той изисква особено благоразумие при определяне на фискалната позиция (дори и когато водещата инфлация изглежда приемлива). От друга страна, рискът от шокове, породени от фискалната политика, намаля в НДЧ със спазването на рамката на фискалната политика на ЕС (Darvas, Rose & Szapary 2005).



Постигната е значителна *финансова интеграция* с държавите – членки на еврозоната, най-вече чрез финансови посредници – чуждестранна собственост, в НДЧ. Освен положителните ефекти по отношение на достъпа до финансиране, чуждестранната собственост спомогна и за трансфера на знания и предлагането на продукти. Спазването на *acquis communautaire* в областта на финансовите услуги, общо взето, беше вече постигнато с присъединяването към ЕС и имаше добър напредък в транспонирането на законодателството, прието съгласно Плана за действие в областта на финансовите услуги. Степента на развитие на финансовите пазари е различна в отделните страни, но в повечето НДЧ остава слаба в сравнение със средната за държавите от ЕС-15.

Структурните различия в трансмисионния механизъм на паричната политика в реалната икономика може да доведат до не най-оптимални резултати дори и при корелация на бизнес циклите. Като равностетка обаче тези различия намаляват благодарение на бързата финансова интеграция (Coricelli et al. 2006, Angeloni et al. 2007 г.). За групата като цяло има данни за малко по-непропусклив канал на лихвените проценти за прехвърляне на паричната политика поради по-ниската степен на развитост на финансовите пазари, докато каналът на валутния курс е сравнително по-пропусклив – макар и в процес на отслабване. Каналът на лихвения процент е по-слаб, защото притежаваните активи са по-малко в сравнение с по-развитите икономики, но бързото нарастване на кредитирането и големият дял в БВП на инвестициите поддържат канала на лихвените проценти. В бъдеще привеждането на финансовите сектори в съответствие с еврозоната ще намали още различията в прехвърлянето на паричните въздействия (Backé & Thimann 2004).

6.4. ПОЛЗИ ОТ ВЪВЕЖДАНЕТО НА ЕВРОТО

Участието в ИПС вероятно ще ускори допълнително процеса на интеграция в съответствие с допускането за „ендогенната оптимална валутна зона“, според което когато дадени държави имат обща валута, те стават по-отворени една за друга и поради това нарастват сходствата между техните икономики:²⁰⁰

- Допълнителна *търговия* може да се генерира от присъединяването към еврозоната, макар че членството в ЕС, изглежда, вече е стимулирало значително активността на търговията с държавите-членки от еврозоната, като вероятно е ограничило допълнителния ефект върху търговията вследствие въвеждането на еврото.²⁰¹

²⁰⁰ Frankel & Rose (1997) и De Grauwe & Mongelli (2005) и Mongelli (2008).

²⁰¹ Schadler et al. (2005) изчисляват дългосрочния ефект от търговията върху БВП на около 18–20% за повечето НДЧ (и около половината за Полша – най-голямата и затворена НДЧ). Това като цяло съответства на неотдашните констатации на Schnabl (2007), който отчита положителна корелация между стабилността на валутния курс и растежа за държави от „периферията на ИПС“.

- Със сближаването по отношение на премията за риск по държавни ценни книжа към нивата в еврозоната се осигуряват по-добри условия за финансиране и се повишава инвестиционната активност. За НДЧ, прилагащи фиксиран обменен курс, този ефект може да е по-малък, тъй като конвергенцията на лихвения процент е по-напреднала, макар и спредовете в сравнение с еврозоната да се разшириха неотдавна вследствие глобалните финансови сътресения. Но дори и в НДЧ, прилагащи по-гъвкави валутни режими (водещи до комбинация между валутен и странови риск), членството в ЕС, изглежда, е оказало забележим понижаващ ефект върху рисковите премии (Luengnaruemitchai & Schadler 2007). Още повече че тъй като кредитите се отпускат в евро, премии за валутен риск вече не съществуват.

- Приемането на еврото се очаква да подобри условията за преките чуждестранни инвестиции (ПЧИ), като то не само осигурява относително стабилен начин за финансиране на вътрешния недостиг на спестявания/инвестиции (осигурявайки по този начин намаляване на рисковете, свързани с диспропорциите по текущата сметка – обща особеност на новоприсъединените държави-членки), но и генерира трансфер на технологии и знания, с което повишава производителността и потенциалния растеж. Като казваме това, държим да отбележим, че потоците ПЧИ вече са доста големи в повечето НДЧ много преди въвеждането на еврото, за което процесът на присъединяване към ЕС послужи като важен катализатор. Има предположения, че ефектите, свързани с ПЧИ, може да обясняват част от валутния ефект върху търговията, установен в литературата.²⁰²

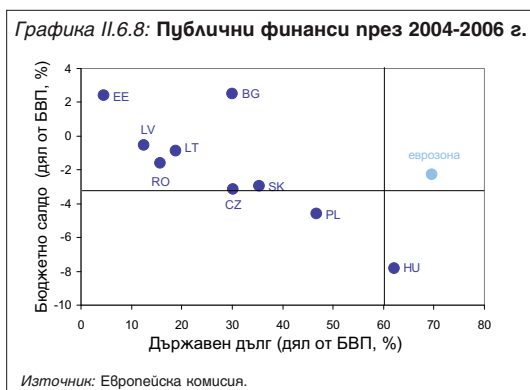
- С въвеждането на еврото *валутният курс отпада* и вече не действа като генератор на сътресения (Gros & Hobza 2003, Borghijs & Kuijs, 2004, Darvas & Szapáry, 2008). В дебата относно разширяването на еврозоната редица автори (напр. Eichengreen 2003,

²⁰² Виж Schadler et al. (2005). За комплексно разглеждане на ролята на ПЧИ в НДЧ виж Liebscher et al. (2007).

Buiter & Sibert, 2006) виждат рисковете, свързани с номиналния валутен курс, като пораждат шокове и основен и решителен аргумент в полза на ранното въвеждане на еврото от НДЧ (дори и без да са изпълнили критериите).

- Ефектът от въвеждането на еврото върху *финансовата интеграция* и промените във финансовия сектор на НДЧ може да бъде доста силен, като се има предвид, че техните финансови сектори са още относително по-слабо развити в сравнение с тези на държавите от еврозоната. Същевременно ефектът вероятно ще бъде по-малък, отколкото при някои от новоприетите държави-членки от еврозоната. Презграничната собственост върху финансовите активи вече е значителна, по-специално свързана с доминиращото присъствие на банки от ЕС във финансовите сектори на НДЧ. В някои НДЧ финансовите сектори са също силно евроизирани, така че въвеждането на еврото вероятно няма да представлява голям шок за финансовите им системи, но може да се очаква да засили действащата тенденция към интеграция (*Brzoza-Brzezina 2005*).
- Въвеждането на *ориентирана към стабилност рамка на паричната политика* във влизашите в еврозоната държави очевидно е в основата на доводите за парична интеграция на НДЧ. Обаче рамката за ИПС в Договора (в общия ѝ смисъл, т.е. включително и институционалните разпоредби, приложими по отношение на кандидатките за членство) спомогна за установяването в НДЧ на институционална рамка за доверие в паричната политика много преди въвеждането на еврото (независимост на централната банка, ценовата стабилност като цел). Това от своя страна улеснява сближаването на политиката с тази на еврозоната, като централните банки на НДЧ показват като цяло сходни с тези на ЕЦБ предпочитания към политиката (*Angeloni et al. 2007 г.*). В това отношение може да се изтъкнат аргументи, че НДЧ вече отчасти жънат от ползите от ИПС много преди влизането си в еврозоната.

- Не е очевидно, че членството в еврозоната ще окаже по-широк *дисциплинаращ ефект върху политиките на НДЧ*, най-вече върху фискалната политика. С въвеждането на еврото стимулите за фискална дисциплина може фактически да намалеят поради отпадането на остатъчния валутен риск, който поддържа пазарната дисциплина, а това налага да се внимава с „умората от консолидацията“ след въвеждането на еврото.
- На микроикономическо ниво ползите от участието в зоната на единната валута включват по-ниски трансакционни разходи и по-голяма прозрачност на цените и разходите, подобряване ефективното разпределение на ресурсите и засилване на конкуренцията. Същевременно по-голямата съпоставимост може да ускори конвергенцията на ценовите равнища (чрез цените и заплатите), като по този начин стимулира водещата инфлация в догонващата държава.



Като цяло, потенциалните ползи от членството в еврозоната за НДЧ като група са значителни. Същевременно ефектът от въвеждането на еврото сам по себе си вероятно ще бъде не толкова ясно изразен, колкото при държавите от първата вълна, тъй като редица ползи вече са частично материализирани в условията на тясна интеграция с еврозоната (а при някои държави – и поради стабилността на валутния курс спрямо еврото).

6.5. ТРУДНОСТИ ПО ВРЕМЕ НА ПРЕХОДА

НДЧ са изправени пред две основни предизвикателства в периода до въвеждането на еврото: а) управлението на големите капиталови потоци и бързата финансова интеграция, и б) управлението на сближаването на ценовите равнища.

6.5.1. Управление на капиталовите потоци

НДЧ получават значителен приток на капитали в контекста на изравняването и високи доходи от инвестициите. Тъй като капиталът е сравнително недостатъчен, този модел вероятно ще продължи да функционира известно време. Големият капиталов приток може да представлява предизвикателство за макроикономическата и финансовата стабилност в процеса на изравняване на доходите, включително и чрез създаване на уязвимост към условията на външно финансиране (Begg et al. 2003, Lipschitz et al. 2005). При НДЧ обуславяната от конвергенцията динамика на капиталовия приток допълнително се утежнява от бързия напредък във финансовото развитие и интеграция в условията на присъединяването към ЕС и намаляването на структурните пречки пред мобилността на капитала. Това по принцип е знак за все по-добро функциониране на европейския финансов пазар, но може в краткосрочен план да задълбочи проблемите.

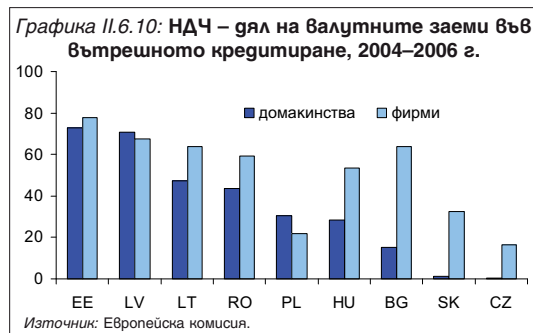
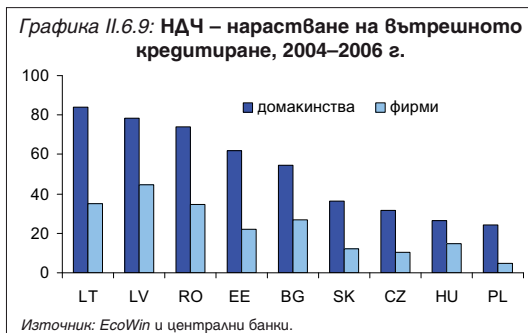
Потенциално деформиращият ефект от големия приток на капитали принципно зависи от структурата и използването на входния ресурс. В сравнение с други региони на възникващи пазари (и по-специално тези в Азия преди кризата от 1998 г.) структурата на *притока на капитали* към НДЧ ни дава увереност. Около две трети от него през последните години е под формата на ПЧИ, които обикновено се считат за сравнително стабилна (макар и не съвсем безрискова) форма на външно финансиране. Докато първоначално ПЧИ бяха силно свързани с приватизацията, през последните години нарасна значението на ПЧИ на зелено. Презграничното кредитиране също се увеличи значително през последните години; това е потенциално поподатлив на колебания начин на финансиране, но при НДЧ голяма част от финансирането идва от банките-майки от ЕС с дългосрочни интереси

в икономиката, в която се инвестира.

НДЧ с фиксиран валутен курс са получили големи капиталови потоци (като процент от БВП), включително ПЧИ, отколкото държавите с плаващ курс, и отчитат по-високи дефицити по търговската сметка. Това може би е свързано както с по-ниския валутен риск, така и с като цяло благоприятния инвестиционен климат (по отношение на макроикономическата и структурната политика). Още повече че измежду НДЧ тези с фиксиран валутен курс са започнали своя процес на реална конвергенция от по-ниски производствени равнища, които предполагат потенциално по-висока възвръщаемост на капитала и следователно по-голям приток на капитал.

Дългосрочният ефект от големите входящи капиталови потоци върху икономиката и върху уязвимостта зависи не само от финансирането, но особено силно и от *използването на чуждестранен капитал*. Входящите капиталови потоци, които финансират повече инвестиции, насочени към повишаване на производствения капацитет на държавата, наистина благоприятстват дългосрочния растеж като отражение на ефективното презгранично разпределение на ресурсите. Високият процент на инвестиции в повечето НДЧ през последните години е доказателство за такава базова тенденция. В много случаи това се свързва с големи дефицити по платежния баланс, които обаче не са непременно причина за тревога, доколкото нетните изходящи потоци се използват за подобряване на дългосрочния капацитет за погасяване на задълженията (чрез нарастване на производителността в търгуемия сектор). Наскоро обаче увеличаващият се дял на инвестициите в сектори, които не допринасят пряко за производствения потенциал (по-специално в недвижими имоти), породил притеснения по отношение на някои НДЧ (напр. балтийските държави).

Естественят резултат от това развитие е масовото нарастване на ипотечните кредити за домакинства (често в чуждестранна валута, т.е. пораждащо косвен валутен риск за банковата система). По-общо, нарастването на кредитирането и в сектора на домакинствата, и в този на нефинансовите предприятия беше изключително високо в НДЧ през последните години, ма-



кар и да започна от ниски нива на развитие на финансовите пазари. В края на 2006 г. задлъжнялостта на частния сектор към банките варираше от висока в размер на около 80% от БВП в Латвия и Естония, до под 30% от БВП в Румъния, в сравнение с около 130% от БВП в еврозоната. Високият прираст на кредитите в НДЧ е отражение на структурните промени в банковите сектори (приватизация, навлизане на пазара чужди фирми, по-силна конкуренция, нарастващи по разнообразие и сложност финансови продукти), допълнително стимулирани от изключително ниските лихвени проценти в световен мащаб. Усъвършенстването на надзорните рамки в условията на присъединяването към ЕС е фактор, поддържащ доверието на инвеститорите в региона (засилване на предлагането на кредитния пазар), докато нарастващото търсене на кредити отразява високите очаквания за доходи и печалба на домакинствата и фирмите. Нарастването на кредитирането е особено силно в държави с режим на фиксиран валутен курс (балтийските държави и България), макар че те също започнаха от най-ниските нива на развитие на финансовите пазари и отчетоха особено високи темпове на нарастване на доходите (заедно с Румъния, която отчете най-високи темпове на растеж на кредитирането измежду държавите с плаващ валутен курс). През последната година темпът на нарастване на кредитите се успокои на по-умерени нива в редица държави вследствие по-ограничителните условия на ликвидност, както и осъзнаването от кредиторите и кредитополучателите на потенциално по-високия риск (в някои случаи подпомагано с надзорни и/или фискални мерки за предотвратяване поемането на прекомерен риск).

Валутното кредитиране е широко разпространено в повечето НДЧ, като страните с фиксиран валутен курс измежду НДЧ отчитат относително висок размер на валутните заеми както за домакинствата, така и за нефинансовия корпоративен сектор. Това вероятно може да се свърже с усещането за по-нисък валутен риск като следствие от доверието във фиксираните валутни курсове. Не е напълно ясно до каква степен очаквания за „ранно“ членство в еврозоната на тези НДЧ може да са допринесли за тази тенденция; фактът, че не се наблюдаваше забавяне на валутното кредитиране след отлагането на въвеждането на еврото (спрямо планираното) от Литва и Естония през 2006 г., може би показва, че пряката връзка е лимитирана. Размерът на валутното кредитиране сред страните с плаващ валутен курс от групата на НДЧ е доста различен; големият дял на валутните кредити в Унгария навежда на мисълта, че склонността към теглене на валутни кредити е силно обусловена от разликата в доходността (а не от очакванията относно средносрочното движение на валутния курс, в сравнение с ниския дял на кредитите в евро в Чешката република и Словакия).

В перспектива, докато кредитните съотношения вероятно са още под дългосрочните равновесни стойности за повечето НДЧ (Backé et al. 2006, Kiss et al. 2006)²⁰³ и дългът на домакинствата остава ограничен, бързото нарастване на балансите представлява предизвикателство за

²⁰³ И двете изследвания обаче посочват свръхвисоките темпове на растеж на кредитирането в някои НДЧ (Естония, Латвия и България, разгледана само в едното изследване). Също така в някои случаи равновесните съотношения *кредити/БВП*, изглежда, са вече достигнати след няколко години бърза кредитна експанзия.

управлението на риска и надзора и създава уязвимост при влошаване на условията за финансиране. Въвеждането на еврото само по себе си може вече да не е много значим шок за НДЧ по отношение на капиталовите потоци²⁰⁴ – особено за НДЧ с валутни курсове, фиксирани към еврото, – но то може да задълбочи сегашните тенденции и схеми, като способства за финансовата интеграция и елиминира оставащите ограничения върху платежния баланс (след като страновият риск бъде трансформиран в обособени кредитни рискове). По отношение управлението на капиталовите потоци преди присъединяването към ИПС може да се спори, дали степента на гъвкавост на валутния курс може да спомогне за стимулиране на адекватна оценка на рисковете, свързани със съответната държава, да намали кредитирането в чуждестранна валута и да ограничи рисковете от хаотично адаптиране при влошени условия на финансиране. Същевременно трябва да се вземе предвид предначертаният път, който ограничава възможностите за избор на НДЧ. Например в редица НДЧ с фиксирани валутни курсове евроизацията на пасивите е преобладаваща, което създава силна уязвимост за валутни рискове за балансите на домакинствата.

Като цяло, макар че рисковете, свързани с капиталовите потоци и кредитната експанзия, не трябва да бъдат подценявани, няма основания да се оспорва, че НДЧ са в по-силна позиция да устояват на неблагоприятни шокове, отколкото сравними с тях икономики в други региони. Сравнителните предимства включват: а) по-силна институционална рамка за финансов надзор, усъвършенствана в контекста на присъединяването към ЕС; б) по-стабилен финансов сектор благодарение на силното чуждестранно участие и свързаните с него по-добри умения за управление на риска; и в) по-благоприятна „нагласа на пазара“ като следствие от членството в ЕС (хипотезата за „щита на ЕС“). Наистина неотдашните изследвания показват, че НДЧ плащат между 50 и 100 б.т. по-малко по

²⁰⁴ С други думи, ефектът от въвеждането на еврото върху ограниченията за платежния баланс може да е не толкова изявен, колкото при първата вълна от страни, приети в еврозоната, където този фактор изигра важна роля за обясняване на промените след въвеждането на еврото (Blanchard & Giavazzi 2002).

дълга си от другите възникващи икономики с подобно макроикономическо състояние (Luengnaruemitchai & Schadler 2007).

Ролята на предстоящото въвеждане на еврото за този ефект на „щита“ не е напълно сигурна. Прякото влияние на конвергенцията не изглежда толкова очевидно, колкото при първата вълна от държави-членки от еврозоната, предвид присъщата неопределеност във времето на приемането на отделните НДЧ в еврозоната (в сравнение с определената дата за преминаване към третия етап на ИПС). По-скоро институционалната рамка за сближаване – постъпателното движение на държавите по пътя към въвеждането на еврото и насърчаването на дисциплина на политиката – изглежда, играе важна роля за поддържане доверието на инвеститорите. От тази гледна точка кога се планира въвеждането на еврото би било от по-малко значение от един път на постъпателно средносрочно сближаване.

6.5.2. Абсорбиране на ценовата конвергенция

Както е разгледано по-горе, НДЧ като група са в процес на конвергенция на ценовите равнища с тези в еврозоната („поскъпване на реалния равновесен валутен курс“). По същността си това е преходно явление, но като се имат предвид значителните оставащи различия в ценовите равнища, то трябва да се отчете при определянето на политиката в непосредствено бъдеще. В зависимост от валутния режим и стратегията по паричната политика поскъпването на реалния равновесен валутен курс може да се абсорбира чрез *по-висока вътрешна инфлация и/или номинално поскъпване*. При фиксиран валутен режим, с още по-голямо основание в рамките на ИПС, НДЧ ще имат по-стръмен тренд на инфлация, отколкото зоната на валутата-котва. Важно е да се отбележи, че по-високата инфлация в условията на поскъпване на реалния равновесен валутен курс сама по себе си не означава, че съответните държави-членки ще загубят конкурентоспособността си. Същевременно е очевидно, че не всички инфлационни диференциали при изравняването са доброкачествени. Високата инфлация, задвижвана от неустойчив прираст на търсенето, отключена от прекалено оптимистични очаквания за бъ-

дешите доходи и/или неподходяща икономическа политика би била знак за нездрави промени, които в даден момент ще се наложи да се коригират.

Макар и да е трудно предварително да се направи разлика между „равновесна“ и „неравновесна“ инфлация в НДЧ, смята се, че в рамките на паричен съюз тя може да се прехвърли и върху приеманите за ниски реални лихвени проценти²⁰⁵, с което да породи висока неравновесна инфлация и свръхтърсене (аналогично на „критическия анализ на Walters“). От своя страна те могат да отключат неустойчив бум на кредитирането, който подхранва цените на активите и прекомерните вътрешни инвестиции и потребление. Рано или късно ще бъде необходима потенциално болезнена корекция (Kröger & Redonnet 2001, Backé & Thimann 2004, Ahearne & Pisani-Ferry 2006). Ако нееластичностите са устойчиви, държавите могат да навлязат в продължителни цикли на прегряване и прекомерно охлаждане (European Commission 2006a и Deroose, Langedijk & Roeger 2004). Продължителността на адаптирането зависи отчасти от комбинацията от шокове, довели до бума: обикновено връщането към нормалното състояние след подем, задвижен от разхлабването на кредитните ограничения, е по-болезнено, отколкото при подем, задействан от благоприятен скок на производителността в търговския сектор (виж каре II.6.1).

Ако искаме да дадем оценка на последствията от тези рискове за политическите решения на НДЧ, трябва да направим редица уговорки.

- При условията на перфектна мобилност на капитала и ефикасно оценяване на риска експанзионистичният ефект от реалното покачване на валутния курс, породено от тренда, се наблюдава при *режим и на фиксиран, и на плаващ валутен курс*. Кредити от чужбина ще се привличат съответно и поради ниските реални лихвени проценти, и поради очакваното поскъпване на номиналния валутен курс (Lipschitz, Lane &

Mourmouras 2004). На практика обаче и двете предпоставки не са налице. Предпочитанието към местни капитали на капиталовите пазари е преобладаващо сред държавите с плаващ валутен курс, докато премиите за риск са с тенденция да проявяват нелинеарност (с особено силно свиване, вероятно под нивата, съответстващи на фундаменталните макроикономически фактори, за държави с радващи се на доверие режими на фиксиран курс).

- Тези *недостатъци/нееластичности на пазара* подсказват, че на практика има тенденция експанзионистичният ефект на породеното от тренда покачване на реалния валутен курс да бъде най-ясно изразено, след като дадена държава е фиксирала по надежден начин валутния си курс към валутата-котва. Лихвените спредове се свиват и ограниченията на платежния баланс отпадат. Същевременно възможната допълнителна свобода за държавите с плаващ валутен курс трябва да се претегли спрямо рисковете от прекалени колебания на премиите за риск и номиналния валутен курс, които могат да бъдат отключени от екзогенни фактори. Те могат също да се откажат от потенциално благоприятни входящи капиталови потоци.
- За ограничаване постепенното нарастване на натиска от страна на свръхтърсенето поради потискането на реалния лихвен процент предизвикателството е преди всичко да се насърчи *ефективното управление на риска* от кредиторите и кредитополучателите в съответните държави (включително чрез надзорни и/или фискални мерки за ограничаване поемането на прекомерен риск). Колкото по-добре действат сигналите на финансовия пазар, толкова по-ниски са рисковете за значително неправилно разпределение на ресурсите и евентуално хаотично изглаждане.

По-общо, потенциално процикличният ефект от породеното от тренда реално поскъпване чрез потискане на реалния лихвен процент дава премия за подпомагащите го вътрешни политики. Това е ключово съображение за държавите, подготвящи се за присъединяване към еврозоната. Опитът на някои държави-членки от еврозоната от първата вълна (като Ирландия,

²⁰⁵ Доколкото се предлага презгранично кредитиране, чуждестранният лихвен процент (за НДЧ в повечето случаи това е еврозоната) се превръща в отправна точка, която се влияе малко или никак от местните макроикономически условия.

Капе II.6.1: Адаптиране към шокове от страна на кредитирането и производителността в новите гържави-членки

Симуляционен модел на динамичното стохастично общо равновесие (ДСОР), изготвен от *DF ECFIN*, изследва ефекта от два вида шокове върху икономиките в процес на сближаване, а именно благоприятен шок на производителността в сектора на търгуемите стоки (пораждащ влияние от типа ефекта на Баласа-Самюелсън) и намаляване на кредитните ограничения за домакинствата (моделирано като нарастване на съотношението *размер на кредита/стойност на имота* за ипотечни кредити).

Резултатите от симулацията показват, че в краткосрочен план и двата вида шокове са видимо сходни. И двата водят до устойчиви дефицити по текущата сметка и преориентиране на производствени мощности от сектора на търгуемите към сектора на нетъргуемите стоки и услуги. Тези промени означават, че в дългосрочен план ще трябва да се обслужва по-голям дълг, за което се изисква поддържането на положителни салда по платежния баланс и реструктуриране в посока сектора на търгуемите стоки.

Пътищата за адаптиране при шокове на предлагането, съответно на търсенето, обаче се различават като отражение на разликите в ефекта от двата вида шокове върху производствения капацитет на икономиката. По-специално, след шок на производителността обслужването на по-голям дълг и реструктурирането към сектора на търгуемите стоки може да се постигне, когато нивата на производителност в този сектор се повишат. Тогава това ще позволи в крайна сметка увеличаване на производството и в двата сектора. В резултат потреблението, както и основният капитал може да се увеличат. Обратно, след кредитния шок по-големият дълг трябва да се обслужва при непроменени нива на доходите.

Ето защо равнището на дългосрочното потребление спада, а основния капитал не нараства в никой от секторите.

Относителното ценово изглаждане също е различно след двата вида шокове. Докато шокът на производителността в сектора на търгуемите стоки води до дългосрочно поскъпване на нетъргуемите в сравнение с търгуемите стоки, кредитният бум е свързан само с временно покачване на относителните цени, последвано от обрат в модела. Реалният валутен курс следва сходна схема, демонстрирайки дългосрочно поскъпване след шока на производителността за разлика от прогресивното обезценяване след първоначалното поскъпване, следващо кредитния шок.

Като цяло, симулациите подсказват, че дългосрочната адаптация, необходима след кредитния бум, може би е по-трудна и потенциално по-продължителна, отколкото при шока на предлагането. Това е толкова по-вярно, колкото по-нееластични са пазарите на факторите на производство и/или колкото повече това „предпазва“ относителните цени от бързото им приспособяване. Отклоненията от отличните предвиждания (прекален оптимизъм, подценяване на риска), които не са взети предвид от модела, могат доста да изострят шоковете, пред които в действителност са изправени НДЧ.

Двата вида шокове не са взаимноизключващи се и има вероятност наистина елементи и от двата да действат на практика в НДЧ, както и някои други механизми, които не са разгледани при анализа.

Испания и Португалия) е показателен за подценяване на рисковете от динамика „подем–рецесия“ при разширяването на еврозоната и идентифицирането на възможните последствия за политиката.²⁰⁶ Докато техният опит подсказва, че, изглежда трудно да се избегне изцяло подхранваният от кредитирането временен бум на търсенето, разнообразният опит на догонващите държави-членки от еврозоната от първата вълна посочва някои ключови фактори с решаващо влияние върху начина, по който тези държави се справят със свързания с еврото подем и съпътстващите го рискове. Това са: а) ефективността при разпределянето на ресурсите по време на фазата на подем (инвестиции или потребление, търгуеми или нетъргуеми стоки и услуги); б) ролята на фискалната политика за задържане или увеличаване натиска на търсенето; и в) способността на трудовия и продуктивния пазар да осигурят гладкото адаптиране на икономиката чрез една устойчива средносрочна програма.

Изглежда, решаващото различие между НДЧ и държавите от еврозоната от първата вълна се състои в това, кога се задейства *ефектът на реалния лихвен процент*. За разлика от първата вълна държави конвергенцията на лихвения процент е вече доста напреднала в НДЧ (особено в тези с фиксиран валутен курс) в условията на засилена финансова интеграция.

Предвид доверието в техните режими на фиксиран валутен курс краткосрочните лихвени проценти са се доближили до нивата в еврозоната и в резултат са налице много ниски или отрицателни последващи реални краткосрочни (и дългосрочни) лихвени проценти. НДЧ с погъвкави валутни режими също отчетоха спад на

реалните лихвени проценти от началото на десетилетието, отразяващи повишеното доверие в рамките на паричната политика, както и в някои случаи – очаквания за продължително номинално поскъпване. Средното ниво на реалните краткосрочни лихвени проценти обаче е забележимо по-високо, отколкото при държавите с фиксиран валутен курс, макар че в някои от държавите с плаващ валутен курс валутното кредитиране „пуска през прозореца“ конвергенцията на лихвените проценти.

Като цяло, съществуващата висока степен на лихвена конвергенция означава, че НДЧ с *фиксиран валутен курс* вече са изправени пред предизвикателства, сравними с тези в еврозоната (като се прибави и остатъчният валутен риск, който увеличава тяхната уязвимост), създавайки силна нужда да се реагира със силни фискални и структурни политики независимо от въвеждането на еврото. За тези НДЧ, които все още прилагат *по-гъвкави валутни режими*, перспективата за бърза лихвена конвергенция при фиксиран валутен курс много преди въвеждането на еврото може да има значение при определянето на стратегическия им избор относно ВМ II, включително и степента на гъвкавост на валутния курс, който да се прилага в рамките на механизма.

6.6. ПОСЛЕДИЦИ ОТ РАЗШИРЯВАНЕТО НА ЕВРОЗОНАТА

Общият БВП на дванадесетте НДЧ (в евро) е около 10% от БВП на еврозоната понастоящем²⁰⁷, така че *съвкупно* тяхното присъединяване няма да окаже значително въздействие върху икономиката на еврозоната. Още повече, че като се има предвид по-ниската степен на развитие на финансовите им пазари, техният дял в паричните агрегати е дори по-малък. Развитие на новите държави-членки няма да засегне съществено и съвкупния темп на растеж и процента на инфлация в еврозоната. По-високите темпове на растеж, породени от тренда, трябва да доведат до постепенно повишаване на относителното значение на НДЧ (както стана през последните години с дела на БВП на НДЧ спрямо този на еврозоната, който се повиши с око-

²⁰⁶ Натискът от страна на кредитирането и търсенето във връзка с въвеждането на еврото може да отразява както първоначалния шок (най-вече свързан с премиите за риск) и фундаменталните структурни отклонения (отразявани от равновесните реални лихвени проценти). Има факти, които подсказват, че за първата вълна от държави в еврозоната началната парична експанзия при въвеждането на еврото е била основният шок (*Langedijk & Roeger 2007*), докато за НДЧ структурните фактори може да са доминиращи предвид вече по-напредналата конвергенция на лихвения процент в комбинация с по-големи различия в доходите.

²⁰⁷ От него около 40% са отчетени от Полша, а от Чешката република и Унгария – други 30%.

ло 2 пр.п. след присъединяването), но общият ефект ще остане скромнен.

С приемането на НДЧ обаче *многообразието* на еврозоната вероятно ще нарасне. Между 1999 г. и 2006 г. непретегленият средногодишен растеж на реалния БВП на НДЧ възлезе на около 5.3%, в сравнение с 2.1% в еврозоната. Инфлацията е по-колеблива в НДЧ, като отражение на циклични и структурни фактори (напр. промените в пазарните структури, корекциите на административно определяните цени, голямото тегло на енергията). Секторните структури все още не са напълно приспособени, което повишава вероятността за асиметрични шокове. Различията в моделите на производството и потреблението също може да генерират ефект на дивергенция при едни и същи шокове. Например неотдавнашният скок на световните цени на храните и енергоносителите засегна по-силно инфлационните модели в НДЧ предвид по-голямото тегло на тези позиции в потребителските им кошници – средно около 44%, или с около 15 пр.п. по-високо, отколкото в еврозоната.

Само по себе си такова разнопосоечно развитие не е сигнал за диспропорции, които трябва да се изглаждат. По-скоро то е присъща характеристика на широко базирания паричен съюз и реакцията на политиката трябва да се фокусира главно върху ограничаване на свързаните рискове и избягване отклоняването от пътя на развитие на благотворната във всяко друго отношение реална конвергенция (напр. чрез поставянето на специален акцент върху механизмите за корекции и върху реформите за насърчаване на потенциалния растеж, така че да се ускори приключването на процеса на реална конвергенция).

Потенциално по-разрушителен вид дивергенция може да възникне като следствие от реакция под оптималната спрямо преориентирането на режима, предизвикан от въвеждането на еврото. Основна роля в това отношение има финансовата интеграция. Тя спомага за гладкото приспособяване към шоковете в паричния съюз чрез по-добри възможности за разпределяне на рисковете (виж глава II.4).²⁰⁸ Кредитният бум в

²⁰⁸ Виж също *Asdrubali, Sørensen & Yosha* (1996). За отбелязване е, че това се отнася за изглаждането на

среда на бърза финансова интеграция обаче може да доведе до временен (неравновесен) натиск за повишаване на реалния валутен курс, който евентуален тренд трябва да бъде пречупен (*Székely & Watson* 2007).

Ако това пречупване на тренда бъде затруднено от недостатъчна адаптация (напр. поради номинални нееластичности), държавите могат да се окажат в клопката на дълъг период на нисък растеж, който може да спре или дори да обърне процеса на реална конвергенция – имайки предвид опита на Португалия (виж глава I.8).

По-голямата нееднородност сред държавите, принадлежащи към разширената еврозона, ще трябва, що се отнася до еврозоната, да намери отражение в процедурите от *политиката на ЕС за координация и контрол*.

По отношение на *фискалната политика* някои НДЧ традиционно имат фискални позиции съвсем близо до таваните, предвидени в Договора (а в някои случаи и над средносрочната цел, ССЦ, за близо до балансиран бюджет или бюджетен излишък). Обаче мнозинството държави се оказваха обект на процедури при прекомерен дефицит след присъединяването си към ЕС. Повечето от тях успешно приключиха тези процедури, докато други постигнаха значителен напредък към тази цел. Двойната функция на Пакта за стабилност и растеж (като рамка на политиката и сам по себе си като елемент от оценките на сближаването), макар и оспорвано, изигра ключова благоприятстваща роля в това отношение, която ще продължи да играе и след приемането в еврозоната (а това естествено може да се случи след преодоляването на прекомерния дефицит). Два въпроса може да изискват специално внимание при формулирането и оценката на програмите за стабилност на новоприеманите в еврозоната държави:

- За държави с особено бърз темп на реална конвергенция постигането на техните ССЦ може да не е достатъчно за контролиране на

цикличните колебания. Някои автори твърдят, че на структурно ниво по-силната финансова интеграция може да доведе до по-голяма специализация, а оттам и до по-асиметрични макроикономически колебания, виж напр. *Kalemli-Ozcan et al.* (2003).

натиска от страна на вътрешното търсене. Затова може би трябва да се положат усилия да се надмине значително бенчмаркът. Така този аспект (който все повече намира място в оценките на програмите за сближаване и становищата на Съвета) ще става все по-честа характерна особеност на конкретните за всяка държава от еврозоната фискални препоръки.

- В обстановка на реално сближаване – с голям капиталов приток и поскъпване на активите – е оправдано да се подхожда благоразумно при оценката на базисните фискални позиции (Jaeger & Schuknecht 2004; Martinez-Mongay et al. 2007). Това налага особена предпазливост при определянето на границите на безопасност спрямо тавана от 3% за дефицита, така че да се даде възможност на автоматичните стабилизатори да функционират ефективно в случай на икономически спад. В това отношение фискалният опит на Португалия в годините след въвеждането на еврото може да бъде предупредителен пример за новоприетите в еврозоната държави (глава I.8).

По отношение на *структурните политики* надзорът трябва да се справи с редица въпроси. Първо, непълноценното използване на трудовите ресурси – често в комбинация с ниска географска мобилност – в редица НДЧ може да доведе до трудови пазари с повече търсене, отколкото предлагане, и до прегряване. Второ, трябва да се наблюдават дерегулирането на цените и приключващото приспособяване на административно регулираните цени до нивата на възстановяване на разходите. Има нужда да се насърчава икономиката, основана на знания, и ориентирана към по-висока добавена стойност, тъй като това е критично важен елемент на устойчивата реална конвергенция и конкурентоспособността в средносрочен план (виж Székely & Watson 2007). Четвърто, усъвършенстването на инфраструктурата и административния капацитет (включително чрез уместно използване опита на ЕС) трябва да бъде предмет на задълбочено проучване. Продължават сравнително големите различия в бизнес средата и инвестиционния климат, по отношение на които някои държави (най-вече измежду балтийските страни), изглежда, се представят добре на базата на

сравнителни оценки, докато други изостават (виж напр. World Bank 2007). Обединяването на приоритетите на структурната политика в контекста на националните програми за реформи играе важна роля за повишаване на информираността и мобилизирането на по-широк кръг участници. Това ще бъде полезно средство и след въвеждането на еврото. Същевременно в еврозоната Лисабонският процес ще се сблъсква с все по-разнообразни предизвикателства, характерни за всяка отделна държава.

И накрая, въпросите, свързани с *финансовата стабилност*, заслужават голямо внимание в рамките на разширената еврозона предвид бързото развитие на финансовите пазари на НДЧ и тясната интеграция на капиталовия и кредитния пазар в еврозоната. Това може наред с другото да наложи по-силно презгранично сътрудничество между надзорните органи на държавите-членки от еврозоната (както между изпращащите и приемащите държави, така и между самите приемащи държави, като се имат предвид регионалните вторични ефекти). Същевременно тясната финансова интеграция на някои НДЧ (напр. балтийските държави) с държавите-членки извън еврозоната трябва също да намери подходящо отражение, показвайки, че тези въпроси ще останат важни в един по-широк състав на ЕС.

6.7. ЗАКЛЮЧИТЕЛНИ БЕЛЕЖКИ

Анализът в предходните раздели подчертава дългосрочните ползи за НДЧ от присъединяването към един ориентиран към стабилност паричен съюз, но сочи и конкретните предизвикателства в контекста на изравняването на доходите. По-специално, рисковете, свързани с двуфазната динамика „подем–рецесия“ при наличието на големи капиталови потоци и ниски реални лихвени проценти, изискват политика, ориентирана към стабилност и гъвкави продуктови и трудови пазари.

На този фон стратегиите за въвеждането на еврото трябва да излязат отвъд рамките на изпълнение на конвергентните критерии в момента на приемане в еврозоната. Критериите за номинална конвергенция, заложили в Маастрихтския договор, са свързани със запазването на макроикономическата стабилност в еврозоната.

Макар че това очевидно е ключово съображение (за обезпечаване сигурността на политическото сближаване на всички членове), изпълнението на номиналните критерии вероятно не е достатъчно за осигуряване на силно дългосрочно икономическо присъствие на НДЧ в рамките на паричния съюз. Затова приеманите в еврозоната държави трябва да се стремят към по-нататъшен напредък по отношение на фискалната и структурната политика в съответствие с Пакта за стабилност и растеж (а по възможност и още по-голям напредък) и с програмата на Лисабонската стратегия. В това отношение НДЧ трябва също да се възползват максимално от предоставяната им помощ чрез кохезионната политика, имаща за цел насърчаване сближаването в структурата на икономиките от ЕС. По този начин тя спомага за намаляване на риска от асиметрични шокове между тези икономики и допринася за повишаване синхронността на техните бизнес цикли, доближавайки европейското икономическо пространство до оптимална валутна зона.

Изключително важни са данните, че предизвикателствата, свързани с големите капиталови потоци, бързата финансова интеграция и конвергенцията на лихвените проценти, вече засягат НДЧ преди въвеждането на еврото, което означава, че ефектът от него сам по себе си може да не е толкова изявен, колкото беше за някои от сегашните държави-членки от еврозоната. Това е особено вярно за тези НДЧ, които вече прилагат режими на фиксиран валутен курс към еврото.

Заклученията относно политиката, които могат да се направят от анализа на отделните НДЧ, съдържат някои нюанси по отношение на преобладаващите валутни режими.

Макар че като цяло репутацията на НДЧ с режими на *фиксиран валутен курс* дава известна увереност в техните възможности да се справят с ограниченията вследствие фиксирания валу-

тен режим, натрупаният опит може да не е надежден ориентир за бъдещето. Предизвикателствата вероятно ще останат значителни, тъй като страните са изправени пред големи (и в някои случаи нарастващи) диспропорции, докато инструментите на политиката остават ограничени (а възможностите за избор са предначертани, напр. предвид силно евроизираните баланси). Що се отнася до политиките, няма бърз начин за решаване на проблемите. По-скоро от критична важност остават политиките за ограничаване на диспропорциите и улесняване на приспособяването (силна фискална позиция, гъвкави пазари), които изискват устойчива дисциплинираща политика. Въвеждането на еврото няма да елиминира фундаменталните диспропорции. В това отношение освен остатъчният риск от валутни кризи сегашните предизвикателства пред политиката на държавите с фиксиран валутен курс вече са сходни с проблемите, пред които те ще се изправят, когато влязат в еврозоната.

НДЧ, които все още имат в известна степен *валутна гъвкавост*, трябва да се стремят да вървят по един последователен път към въвеждането на еврото, но може да предпочетат да поставят ударението върху добрата подготовка, а не върху времето за приемане. Запазването на средносрочната перспектива за сближаването е важно за поддържане на доверието на финансовия пазар, включително чрез прилагането на ориентирани към стабилност политики. Желаните цели на политиката включват осигуряване на балансирана съвкупност от политики (имайки предвид по-специално ориентирана към стабилност фискална позиция, тъй като рамките на паричната политика по принцип са надеждни и добре функциониращи) и механизми за улесняване на вътрешното приспособяване, включващи политиките на заплащането и на трудовия пазар. Потенциалната свобода на действие, предлагана от независимостта в паричната сфера, трябва да се допълва от устойчиво укрепване на рамките на политиката.

7. УПРАВЛЕНИЕ НА НАРАСТВАЩАТА МЕЖДУНАРОДНА РОЛЯ НА ЕВРОЗОНАТА

7.1. ВЪВЕДЕНИЕ

Както е разгледано в глава I.9, след въвеждането си еврото бързо спечели признание и стана втората международна валута в света след щатския долар. В съчетание с големия икономически и финансов мащаб на еврозоната и съществуването на единна парична и валутна политика и координиращи рамки за другите политики решенията по политиката и икономическото развитие в еврозоната стават все по-значими за световната икономика.

На фона на зараждащата се нова световна среда, характеризираща се с нарастващ конкурентен натиск от страна на възникващите икономики и растяща финансова глобализация, новата световна роля на еврозоната носи както възможности, така и предизвикателства. В тази глава се прави оценка на потенциалните възможности за по-нататъшно нарастване на международната роля на еврото, на възможните предимства и недостатъци за еврозоната и на последиците от ИПС за световната стабилност. В заключение са очертани главните предизвикателства, които тези процеси поставят пред политиката на еврозоната.

7.2. МЕЖДУНАРОДЕН ПОТЕНЦИАЛ НА ЕВРОТО

7.2.1. Какво превръща еврото в световна валута?

Потенциалната международна роля на една валута по принцип, и по-специално на еврото, се корени в следните четири характеристики²⁰⁹:

- *Мащаб на икономиката.* Изчислявайки БВП по пазарни обменни курсове, на еврозоната през 2006 г. се падат около 22% от световния БВП – дял, доста по-голям от съответните дялове на Япония и Китай, макар и по-малък от този на САЩ, който е 27% (виж таблица II.7.1). Делът на ЕС в световния БВП обаче е 30%, малко по-голям от този на САЩ, и при очакването еврозоната да продължи да се разширява през следващите години, делът на еврото в световния

БВП би трябвало да се доближи до този на САЩ. По отношение на населението еврозоната изпреварва много САЩ, но, разбира се, не и Китай.

Значение на нейните външнотърговски потоци. Еврозоната е вече най-голямата търговска сила в света. Изключвайки търговията в рамките на еврозоната, през 2006 г. на нея се падат над 13% от световната търговия със стоки и услуги – дял, надвишаващ малко този на САЩ, два пъти по-голям от дела на Япония и доста над дела на Китай (таблица II.7.1).

Таблица II.7.1:

Основни характеристики на големите икономики, 2006 г.

	Население (млн.)	Дял от световния БВП (%) (а)	Дял от световната търговия със	
			стоки (%) (б)	услуги (%) (б)
ЕС	493	30.3	16.9	17.4
Еврозона	317	21.9	12.9	13.3
САЩ	300	27.3	16.1	13.1
Обединено кралство	61	5.0	2.3	6.1
Япония	128	9.1	6.7	7.1
Китай	1314	5.5	9.6	NA

Забележка: а) БВП, измерен по пазарни обменни курсове, оценки за 2006 г.; б) среден дял в световния внос и износ без търговията в рамките на еврозоната (или в рамките на ЕС).

Източник: МВФ, база данни „Световни икономически перспективи“, октомври 2007 г., СТО, Европейска комисия.

- *Доверие във външната стойност на валутата.* В това отношение еврозоната е също добре позиционирана. ЕЦБ със своята висока степен на устройствена автономия и ясен мандат да поддържа ценовата стабилност удържа инфлацията в еврозоната ниска и стабилна, откакто е поела отговорност за единната парична политика през 1999 г. (виж глави I.2 и I.5 – виж също таблица II.7.2). Освен това рамката на фискалната политика на ЕС спомага да се осигури провеждането от държавите в еврозоната на благоразумни фискални политики, които не застрашават тяхната обща парична политика. В допълнение от 1999 г. насам текущата сметка на еврозоната се характеризира с положително или поне нулево салдо, докато нетният ѝ външен дълг възлиза само на 12% от нейния БВП (графики II.7.1 и II.7.2). Тя е в по-благоприятно положение в сравнение с външната позиция на САЩ, които имаха порядъчно голям дефицит по текущата сметка в близкото минало и от най-големия нетен кредитор в света в началото на 70-те години на XX в. се превърнаха в най-големия нетен длъжник.

²⁰⁹ Този набор от критерии е изведен главно от Bergsten (1997) и Eichengreen & Frankel (1996).

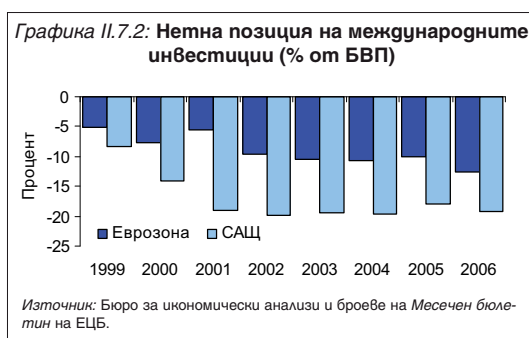
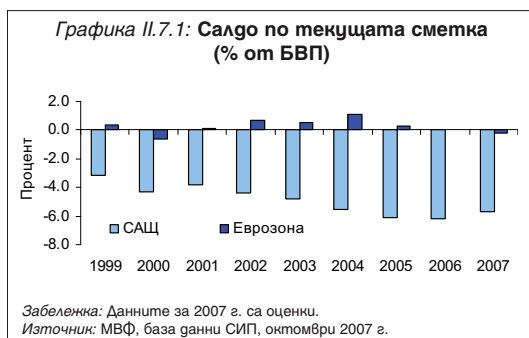


Таблица II.7.2: Инфлация, фискално салдо и салдо по текущата сметка

(Средно 1999–2007 г.)

	Инфлация (изменение)	Държавно управление – салдо (% от БВП)	Салдо по текущата сметка (% от БВП)
ЕС	2,0 (0,1)	-1,8	-0,3
Еврозона	2,0 (0,2)	-2,0	0,3
САЩ	2,6 (0,6)	-2,2	-4,9
Обединено кралство	1,5 (0,3)	-1,5	-2,3
Япония	-0,4 (0,2)	-6,3	3,2
Китай	0,4 (3,9)	-1,6	4,6

Забелжка: Данните за 2007 г. за сектор ДУ и салдата по текущата сметка са оценки на МВФ за световните икономически перспективи; инфлацията е измерена с ХИПЦ за ЕС, еврозоната и Обединеното кралство и с ИПЦ за останалите.
Източник: EcoWin, МВФ, база данни „Световни икономически перспективи“, октомври 2007 г. Статистически годишник на Китай.

• *Обхват, ликвидност и ефективност на капиталовите пазари на еврозоната.* Както е показано в таблица II.7.3, размерът на финансовата система на еврозоната (53 трилиона щ.д. в края на 2006 г.), измерен с размера на капитализация на фондовия пазар, дълговите ценни книжа и активите на търговските банки, е приблизително същият като този на САЩ (57 трилиона щ.д.) и много по-голям от този на Япония (20 трилиона щ.д.).²¹⁰

Относно ролята на капиталовите пазари в поддържането на международната роля на еврозоната следва да се направят някои допълнителни уговорки. *Първо*, размерът на пазарите на капиталови и дългови ценни книжа има по-голямо значение от размера на банковата система и, както се вижда от таблица II.7.3, капитализацията на фондовия пазар на САЩ е два пъти по-голяма от тази на еврозоната. Това отразява факта, че фирмите от еврозоната финансират своите дейности предимно чрез банкови заеми, а не чрез емитирането на облигации и акции, докато корпоративният сектор на САЩ разчита в по-голяма степен на финансиране чрез облигации и акции. *Второ*, както е показано на таблица II.7.3, делът на еврото в оборота на световния валутен пазар е доста под този на САЩ (който от своя страна е незначителен в сравнение с валутния оборот на Обединеното кралство).

²¹⁰ Съответната стойност за ЕС като цяло е доста по-висока (73 трилиона щ.д.), значително над тази на САЩ. Това в голяма степен е резултат от присъствието на Обединеното кралство, чийто фондов пазар е третият по големина в света, което навежда на мисълта, че размерът на финансовите пазари на еврозоната може да бъде значително повлиян от решението на Обединеното кралство да се присъедини към нея.

Таблица II.7.3: Избрани показатели за размера на капиталовите пазари, 2006 г.

(млрд. щ.д., ако не е посочено друго)

	Капитализация на фондовия пазар	Общо дългови ценни книжа	Активи на търговските банки	Акции, дълг и банкови активи	Облигации, акции и банкови активи (% от БВП)	Географско разпределение на оборота на валутния пазар (% от общия размер)
ЕС	13069	23203	36642	72914	534.4	49.0
Еврозона	8419	18768	25838	53269	503.1	10.8
САЩ	19569	26736	10205	56509	428.3	16.6
Япония	4796	8719	6415	19931	456.5	6.0
Обединено кралство	3794	3298	9213	16305	680.9	34.1
Китай	—	—	—	—	—	0.2

Източник: МВФ, Доклад за глобалната финансова стабилност, септември 2007а (статистическо приложение) и Тригодишно проучване на БМР за централните банки, 2007 г.

Трето, докато преди началото на ИПС еврозоната изоставаше значително от САЩ по отношение на ефективността на финансовия пазар – измервана с показатели като средните спредове, отчитани от дилърите, и коефициентите на обръщаемост на облигационния пазар²¹¹ – тя се промени драстично след въвеждането на еврото. Както е разгледано в глава I.7, еврото допринася за интеграцията на финансовите пазари в еврозоната, с което спомага за задълбочаването им и за тяхната ликвидност и ефективност. Този процес, засилен от прилагането на законодателството на ЕС в областта на финансовите услуги, укрепва интернационализацията на еврото. Обратно, развитието на международната роля на еврото насърчава инвестициите и кредитирането в евро от чужденци и с това повишава допълнително ефективността и развитието на финансовите пазари на еврозоната. Неотдавнашни данни показват, че финансовите пазари на еврозоната наистина догонват тези на САЩ по ефективност и ликвидност.²¹²

Накрая, макар че финансовите пазари на еврозоната биха имали значителни ползи по отношение на размера, ликвидността и сложността си от влизането на Обединеното кралство в еврозоната, финансовият център на Лондонското сити вече значително допринася за развитието на финансовите европазари.²¹³ Банките, базирани в Обединеното кралство, имат достъп до системата за големи плащания в евро (ТАРГЕТ) и играят активна роля на междубанковия пазар на депозити в евро. Те заемат дял от около 75% от всички депозити в евро, държани в банки извън еврозоната. Също така емитентите от Обединеното кралство имат значителен дял от международните дългови ценни

книжа в евро (ECB 2007d). Търговията на Лондонското сити с валута и с деривати в евро представлява съответно една трета и една втора от общия оборот (BIS 2007).

7.2.2. Ще надмине ли еврото долара

Историческият опит показва, че предимствата на утвърдеността и инерцията поддържат международната роля на една валута дори и след като обстоятелствата, довели до нейната международна експанзия, са се променили. Добре известен пример е английската лира, която остана доминираща международна валута до 30-те години на миналия век, доста след края на икономическата хегемония на Обединеното кралство.

Поради икономите от мащаба и мрежовите ефекти е по-вероятно икономическите агенти да използват дадена валута за своите трансакции, ако всеки друг я използва. Има тенденция мрежовите ефекти да довеждат една валута до доминиращо положение на пазара и да го поддържат, след като вече е факт. Те са особено важни за функционирането на валутата като резервна. По същия начин поради предимствата от използването на единна разчетна единица на международните стокови пазари е много трудно, както вече беше отбелязано, тази роля да се изпълнява от повече от една валута. Инерцията може да произтича и от правни и административни ограничения в дейността на централните или големите банки (Truman & Wong 2006).²¹⁴

Тези инерционни сили вероятно действат поне известно време за продължаващото използване на щатския долар над нивата, обусловени от структурните характеристики на икономиката на САЩ. Тези инерционни сили обаче трябва да се претеглят спрямо предимствата на валут-

²¹¹ Виж напр. *Portes & Rey* (1998).

²¹² Според *Galati & Wooldridge* (2006) пазарите на щатския долар все още имат предимство пред пазарите на еврото по размер, кредитно качество и ликвидност. Дори и така *Dunne et al.* (2006) считат, че спредовете между курс „купува“ и курс „продава“ на пазарите на държавни облигации в евро не са много по-високи от тези на пазарите на щатски ДЦК, а *Biais et al.* (2006) смятат, че спредовете на пазарите на корпоративни облигации в евро са по-малки от тези на съответните доларови облигации. Някои неотдавнашни проучвания също показват, че на валутните пазари трансакционните разходи за еврото се доближават до тези за долара (*Papaioannou & Portes*, 2008).

²¹³ Виж *Townend* (2001), *Ardy et al.* (2002) и *HM. Treasury* (2003).

²¹⁴ Както подчертават *Krugman* (1984) и *Alogoskoufis & Portes* (1997), значението на мрежовите ефекти се състои в това, че изборът на основна международна валута или валути се характеризира с наличието на множество стабилни равновесия и историята и институциите играят основна роля при определянето кое равновесно състояние ще преобладава, както и пътя на преход от едно равновесно състояние към друго.

ната диверсификация за икономическите агенти от публичния и от частния сектор. Преди създаването на еврото мрежовите ефекти благоприятстваха съществуването на една международна валута, тъй като размерът на пазара и ликвидността на алтернативните валути бяха твърде малки.

Както беше отбелязано от *Papaioannou & Portes* (2008), положението вече не е такова, откакто ликвидността и трансакционните разходи на финансовите европазари се сближават с тези на доларовите. Опасенията от сътресения на американската икономика може също да са спомогнали за по-голямата привлекателност на диверсифицирането с други валути. При функционирането на една резервна валута, когато мрежовите ефекти са по-маловажни и ползите от диверсификацията по-очевидни, изборът между авоарите в активи, деноминирани само в една валута, и диверсифицирането на рисковете между няколко валути може би наистина се променя (виж каре II.7.1).

Очевидно относителните дялове на еврото и долара при устойчиво състояние са трудни за прогнозиране на този етап. Но както е документирано от *Eichengreen* (2005) и *Papaioannou & Portes* (2008), историческият опит отпреди световните войни показва, че може да има повече от една международна валута. Дори в апогея на световната икономическа хегемония на Обединеното кралство британската лира споделяше ролята на международна валута с германската марка и френския франк. Ето защо ориентирането към биполярна (или мултиполярна) парична система със споделяне на водещата позиция между долара и еврото е определено възможно.²¹⁵

²¹⁵ Напр. *Chinn & Frankel* (2005) разглеждат сценарий, при който всички държави-членки извън еврозоната ще въведат еврото до 2020 г., и предвиждат, че в този случай еврото ще надмине щатския долар като основна международна валута няколко години след това.

7.3. ПРЕДИМСТВА И НЕДОСТАТЪЦИ НА МЕЖДУНАРОДНАТА ВАЛУТА

Често се счита, че международната валута носи икономически предимства за държавата или региона-емитент. Тези предимства произтичат, наред с другото, от приходите от сеньораж, от възможността държавата-емитент да получава кредити в своята собствена валута и от възможните конкурентни предимства за местните предприятия и финансови институции с дейност в чужбина. Емитирането на международна валута има и своите недостатъци, като например възможния ефект върху стабилността на паричното търсене и потенциално повишената отговорност на паричните власти на емитиращата валутата зона в качеството им на кредитори от последна инстанция. Този раздел разглежда евентуалните основни предимства и недостатъци за еврозоната от интернационализацията на еврото.

7.3.1. Международен сеньораж

Международен сеньораж е подразбиращият се доход, получаван от паричните власти на една държава поради факта, че нерезиденти на тази държава държат големи количества от нейната валута, по които тя не плаща лихва. Това позволява на емитиращата валутата държава да получава реални ресурси (нетен внос) в замяна на банкноти, които не ѝ струват почти нищо. Тези печалби от сеньораж са умерени. Наличните оценки за САЩ (*Alogoskoufis & Portes* 1991, *Rogoff* 1998) определят потока от международен сеньораж на около 0.1% от БВП. Тези оценки се основават на традиционни оценки, според които щатските долари в обращение в чужбина са 50–60% от БВП.

Както е отбелязано в глава I.9, макар че общият обем евробанкноти и евромонети в обращение постоянно нараства от въвеждането му насам и през последните години се е изравнил с обема на доларите в обращение както като процент от БВП, така и в абсолютно изражение, това в голяма степен отразява нарастването на авоарите в евро на глава от населението, държани в рамките на еврозоната. *ECB* (2007d) оценява стойността на евробанкнотите, държани от нерезиденти, на около 100 млрд. евро (или 1.2% от БВП на еврозоната), в сравнение с около 450 млрд. щ.д. (или 3.6% от БВП

на САЩ) за щатския долар. Въз основа на изчисленията за приходите от сеньораж на САЩ и различните съотношения на доларовите наличности, държани в чужбина, към БВП, приходите от сеньораж за еврозоната трябва да възлизат само на 0.03% от БВП. Очевидно тези приходи биха се доближили до получаваните от САЩ, ако международното използване на еврото като паралелна валута се повиши в бъдеще.

Друг компонент от сеньоража, получаван от емитента на международната валута, произтича от факта, че централните банки и международ-

ните инвеститори държат голяма част от своите наличности в ДЦК, емитирани от техните правителства, което повишава ликвидността им. Това позволява на министерството на финансите на съответната държава да плаща понисък лихвен процент върху своите ценни книжа. *Portes & Rey* (1998) преценяват, че тази „отстъпка за ликвидност“ може да варира между 25 и 50 б.т. Като имат предвид наличните авоари от американски държавни дългови книжа, държани от нерезиденти, авторите преценяват, че тази отстъпка за ликвидност може да носи годишен паричен поток от същия мащаб като валутния компонент на сеньоража.

Каре II.7.1: Диверсификация, постигната от инвеститорите чрез преориентиране към валути, различни от долара – преглед на публикациите

Притесненията за устойчивия дефицит по текущата сметка на платежния баланс на САЩ и съображения за диверсифициране на портфейлите, най-вече от страна на централните банки или държавните инвестиционни фондове (ДИФ), могат да доведат до постепенно или рязко преориентиране на международните инвеститори от долара към еврото, а възможно е и към други валути. По този въпрос обаче няма консенсус и, както показват данните в глава I.9, досега не се наблюдава голямо диверсифициране чрез преориентиране от долара към други валути.

Подкрепящите вероятността за преориентиране от долара към еврото посочват, че устойчивият голям дефицит по текущата сметка на САЩ зависи от готовността на чуждестранните инвеститори да продължават да увеличават доларовия дял в своите портфейли, което изглежда неправдоподобно (*Mussa* 2005). *Gourinchas & Rey* (2007) отбелязват, че САЩ може скоро да се окажат в положение, при което ще трябва да извършват нетни трансфери на доход към останалия свят. Достигането на тази „повратна точка“ може да подкопае доверието в долара като стабилна международна валута. *Eichengreen* (2005) твърди, че ползите от запазването на сегашната международна валута са по-маловажни за функцията на резервна валута и че тъй като финансовите пазари на еврозоната продължават да повишават своята ликвидност и ефективност, това ще допринесе за диверсифицирането на резервите чрез преориентиране от долара към други валути.

В този контекст беше отбелязано също, че голям дял от дефицита по текущата сметка на САЩ се финансира от чуждестранни централни банки и че централните банки са изправени пред все по-голям риск от концентрация и може да поискат диверсификация чрез преориентиране от долара към други валути.¹ Още повече че, както е отбелязано в глава I.9, тъй като нивата на резервите на някои държави с големи резерви са повече от достатъчни за покриване на нуждите им при интервенции, има тенденция да се създават ДИФ, които да управляват излишните резерви по по-ефективен начин за повишаване на средната възвръщаемост. Докато официалните резерви трябва да се държат под формата на ликвидни и сигурни активи, деноминирани във валута с ниски разходи за превалутиране (за което доларът изглежда по-подходящ), ДИФ имат по-голяма свобода да избират своите инвести-

¹ *Roubini & Setser* (2005) твърдят, че по-специално азиатските централни банки поради няколко причини имат силни стимули да намаляват темпа си на натрупване на резерви в щатски долари. През последните години няколко централни банки, включително държави с големи резерви, като Русия, Обединените арабски емирства и Швеция, обявиха публично намерението си да диверсифицират валутната структура на своите резерви, преориентирайки се от долара към други валути. Някои китайски ръководители също намекнаха неотдавна за такава възможност. За преглед на неотдаващите политики за управление на резервите виж *Rietveld* (2007).

(Продължава на следващата страница)

Каре (продължение)

ции. Както е дискутирано в глава I.9, ако ДИФ продължават своята експанзия и наистина повишат средния дял на активите, деноминирани в евро, в своите портфейли спрямо резервите, поддържани от централните банки, те ще допринесат за частично преориентиране от щатския долар (*De Beaufort, Wijnholds & Sundergaard 2007*).

Други наблюдатели обаче оспорват, че диверсификацията чрез отлив от долара към други валути е малко вероятна или ще бъде умерена и бавна. Те твърдят, че финансовата глобализация и свързаното с нея увеличаване на глобалния пул от средства, които могат да се инвестират, улесняват САЩ при финансирането на големия дефицит по текущата сметка. Например симулационните модели на ОИСР предполагат, че при разумни допускания големият дефицит по текущата сметка на САЩ може да продължи да съществува, като същевременно САЩ запази като цяло дела си от световния външен дълг през 2050 г. на нивото от 2005 г. въпреки постоянните големи входящи капиталови потоци (*OECD 2007a*). *Dooley et al.* (2003, 2005) от своя страна твърдят, че сегашната международна парична и финансова система може да се разглежда като възродената система от Бретън Удс, в която централните банки на държави, поддържащи големи резерви и положителни салда по текущата сметка, особено тези в Азия, си сътрудничат със своите правителства за прилагане на стратегии за растеж, основан на износа, и поддържат своите валути стабилни по отношение на долара. Те са заинтересовани също така да избягват хаотични корекции на обменния курс на долара поради голямата си експозиция към активи, деноминирани в долари. Този тип поведение на централните банки, твърдят те, спомага за поддържане на доминиращата международна роля на долара и сегашната съвкупност от глобални диспропорции. Тази версия се допълва от довода за „глобалният недостиг на активи“ (*Caballero 2006, Rajan 2007 и Mendoza et al. 2007*), според който както централните банки, така и частният сектор извън САЩ имат интерес да вложат излишните си спестявания в доларови активи поради липсата на по-добри алтернативи. Това, твърдят те, отразява сравнителното предимство на САЩ да предлага силно ликвидни търгуеми ценни книжа.

Ето защо литературата, която дава оценка на вероятността за значителна допълнителна диверсификация на международните портфейли в евро, е неубедителна. Според някои предвиждания сегашният модел на големи глобални диспропорции и бързо натрупване на доларови активи от държави с положително търговско салдо много скоро ще бъде изоставен. Според други този модел може да издържи неограничено време, тъй като е отражение на финансовата глобализация, на превъзходството на доларовите финансови пазари и на предимствата на утвърдеността.

При условие че държаните от нерезиденти ДЦК на САЩ се увеличиха значително, откакто Портес и Рей публикуваха своето проучване, приходите от отстъпката за ликвидност трябва да са се повишили значително.

7.3.2. „Извънмерна привилегия“

По-общ подход за измерване на предимствата от използването на международна валута, който включва отстъпката за ликвидност, но също и други съображения, е предложен от *Gourinchas & Rey (2007)*. Тези автори го наричат „извънмерна привилегия“, термин, за който се смята, че е използван от президента Дьо Гол през 1965 г. в по-общ смисъл относно предимствата, на които се радват САЩ като емитент на доминиращата световна валута. „Извънмерната привилегия“ може да се дефинира като до-

пълнителния приход на държава – емитент на международна валута – от превишението на брутните и чуждестранни активи над брутните и чуждестранни пасиви. В нея може да се диференцират приходен ефект (в резултат от по-високите приходи за всеки отделен клас активи) и „структурен ефект“ (поради факта, че структурата на външния баланс е асиметрична, като по-нискодоходните активи са от страната на пасива).

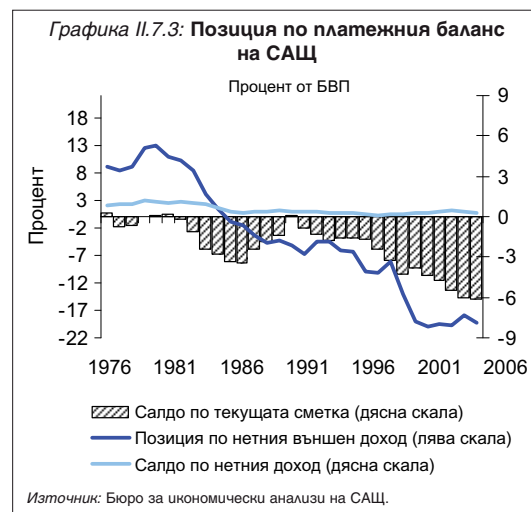
Има две основни причини, поради които приходите по всеки клас активи може да са по-високи. Първо, налице е влиянието на гореспоменатата отстъпка за ликвидност. Второ, възможни са капиталови печалби вследствие колебанията в цените на активите и обменните курсове. Като предоставяща световната резервна валута, държавата-емитент може да емитира на практи-

ка целия си брутен дълг в собствената си валута. По този начин тя не само преориентира валутния риск и свързаните с него разходи за хеджиране към останалия свят, но което е по-важно, тя се радва на капиталови печалби, когато валутата ѝ се обезценява, тъй като нейните активи в чужбина са в по-голямата си част деноминирани в чуждестранна валута. Печалбите (или загубите) по активите и пасивите, деноминирани в чуждестранна валута, вследствие тяхната преоценка по текущи обменни курсове може да са значителни. Данните от Бюрото за икономически анализи на САЩ показват, че в периода 2002–2004 г. обезценяването на долара е довело до нетни капиталови печалби за резидентите на САЩ в размер на 920 млрд. щ.д., които са компенсирани повече от половината от съвкупния дефицит по текущата сметка на САЩ (1622 млрд. щ.д.) за същия период.²¹⁶

Gourinchas & Rey (2007) откриват силни доказателства за допълнителни приходи от превишението на брутните чуждестранни активи на САЩ над брутните чуждестранни пасиви. В по-голямата си част тази извънмерна привилегия се дължи на приходния ефект и само незначителна част – на структурата на външния баланс на САЩ (т.е. нискодоходните активи са доминирали в пасивната страна на баланса, докато чуждестранните активи имат по-голям дял във високодоходните по-рискови активи). Извънмерната привилегия на САЩ се увеличава след срива на системата от Бретън Удс: разликата между средните приходи по активите и пасивите на САЩ е нараснала от около 26 б.т. в периода на действие на споразумението от Бретън Удс до около 3.3 пр.п. след 1973 г. Това отчасти отразява факта, че тъй като финансовата глобализация е по-интензивна, активите на САЩ постепенно са се преориентирали от дългосрочни банкови заеми към по-високодоходни и рискови инвестиции (най-вече ПЧИ и капиталови инструменти).

Важно следствие от извънмерната привилегия е, че държавата – емитент на валутата, може да натрупва големи нетни външни задължения, без това да предизвика съответно реструктуриране на плащанията по нетния външен доход. Това помага да разберем защо очевидното вло-

шаване на нетните външни задължения на САЩ в периода 1970–2004 г. не е придружено от съответстващо нарастване на плащанията на нетен доход (виж графика II.7.3).



7.3.3. По-ниски трансакционни разходи за резиденти

Резидентите на държавата – емитент на международна валута (износители, вносителите, кредитополучатели и кредитори, туристи и пр.) – се възползват пряко от това, защото могат да осъществяват международни сделки в своята собствена валута. Първо, по-малка е нуждата да правят разходи за конвертиране на валута при международни търговски и финансови сделки. В едно основополагащо изследване Европейската комисия даде оценка, че намаляването на трансакционните разходи на валутния пазар от преориентирането на около 10% от търговията на еврозоната (включително и търговията в рамките на еврозоната) от долара към еврото може да възлезе на около 0.05% от нейния БВП (*European Commission 1990*). Намаляването на трансакционните разходи отразява не само намаляването на броя на операциите по обмяна на валута, но също и факта, че резервната валута вероятно ще развие по-големи и по-ефективни валутни пазари, характеризиращи се с по-тесни спредове между курс „купува“ и курс „продава“.

Други микроикономически ползи произтичат от по-ниския валутен риск (и свързаната с него нужда от скъпо хеджиране) и от факта, че съпоставянето на цените на стоките и услугите

²¹⁶ По този въпрос виж също *Clarida (2007)*.

е по-прозрачно за резидентите, ако са деноминирани в тяхната местна валута.

7.3.4. Стимулиране на вътрешните финансови пазари

Вероятно е една международна валута да осигурява по-активна дейност за резидентните банки и други финансови институции. Възможността да извършват операции в чужбина или международни трансакции в собствената си валута дава на тези институции конкурентно предимство по отношение на трансакционните разходи и познаване на валутата. Освен това те могат да се възползват от икономии от мащаба, свързани с по-големите възможности да работят в своята собствена валута. Те могат да се възползват също и от по-лесния достъп до местния паричен пазар и кредитора от последна инстанция в зоната, емитираща международната валута.

Международната валута може също да помогне за развитието на по-конкурентни и ликвидни вътрешни финансови пазари. Както беше отбелязано, развитите и ефективни вътрешни финансови пазари са от ключово значение за създаването на еврото като международна валута. Но процесът работи и в двете посоки: интернационализацията на еврото чрез насърчаването на инвестиции и кредитиране в евро за чужденци и чрез създаването на икономии от мащаба за местните финансови институции трябва да повишава ефективността и развитието на финансовите пазари на еврозоната.

В един свят на финансова глобализация и с нарастването на относителното значение на финансовите услуги в икономиката на еврозоната тласъкът, който еврото дава като международна валута на вътрешното финансово развитие, вероятно ще бъде особено голям. Делът на финансовите и бизнес услугите в БВП на еврозоната вече превишава този на преработващата промишленост и държавите от еврозоната са сред най-големите износители и вносители на финансови услуги в света, с дял на финансовите услуги в общата търговия на еврозоната, нарастващ от началото на 90-те години на миналия век (*European Commission 2005c*). Като подкрепя конкурентоспособността и развитието на финансовите институции и пазари на ев-

розоната, нарастващото международно използване на еврото може да помогне за справяне с предизвикателствата на конкурентоспособността вследствие глобализацията.

7.3.5. Недостатъците

Един възможен недостатък за държавата – емитент на международна валута, е, че това може да усложни провеждането на нейната парична политика. Първо, по-широкото използване на еврото в чужбина може да засегне информационното съдържание на паричните агрегати, наблюдавани от ЕЦБ като част от двустълбовата рамка на нейната парична стратегия (виж глава I.5). Освен това се очаква интернационализацията на еврото да повиши взаимозаменяемостта между активи, деноминирани в евро, съответно в долари, с което да улеснява реструктурирането на международните инвестиционни портфейли. Неочакваното и често реструктуриране на портфейлите може да повиши нестабилността на паричното търсене в еврозоната. Такива шокове на ликвидност могат да затруднят паричните власти при поддържането на устойчив курс на поведение с течение на времето. Те могат да доведат и до повишена нестабилност на обменния курс (макар и да има малко доказателства за това; виж глава I.2) и имат отрицателен ефект върху финансовата стабилност, тъй като увеличават финансовата експозиция на банките към неочаквани промени в условията на ликвидност.

Отделно от въпроса за краткосрочното парично търсене и колебливостта на обменния курс международното използване на една валута, чрез повишаване търсенето на тази валута и притока на капитали, може да доведе до устойчиво поскъпване на тази валута с отрицателен ефект върху външната конкурентоспособност и текущата сметка на съответната държава. Както бе дискутирано по-горе, като улеснява финансирането на текущата сметка на САЩ и спомага за отклонението между общите приходи по чуждестранните активи и пасиви на страната, международното използване на долара наистина допринесе за влошаване на дефицита по текущата сметка на САЩ. Това може да се счете за обратната страна на извънмерната привилегия. Както бе отбелязано напр. от *Gourinchas & Rey (2007)*, това положение не

може да се поддържа безкрайно, ако води до бурно нарастване на нетния външен дълг.

Обсъжда се и въпросът, че определящите политиката в икономиката – емитент на международна валута, по-специално паричните власти, могат да се окажат под нарастващ натиск да спасяват чуждестранни финансови институции или да посрещат конкретни нужди на други икономики при провеждането на своите политики. Този евентуален недостатък може да стане особено актуален, когато международната валута се използва като законно платежно средство от други държави (виж напр. *IMF* 1999 и *Bogetic* 2000). Други характеристики на международната валута, а именно големият обем и важността ѝ за глобалната стабилност на финансовите сделки, извършвани в тази валута, може също да оказват такъв натиск върху властите в зоната-емитент.

Накрая, преходът към ново равновесно състояние при по-значима световна роля на еврото може да се извърши по хаотичен начин, при което диверсификацията с преориентиране от долара към еврото да окаже засилващ се натиск върху обменния курс на еврото. Макар че е възможен и по-постепенен и организиран преход, не трябва да пренебрегваме риска той да бъде по-хаотичен (*Mundell* 2000).

7.4. ЕВРОЗОНАТА И ГЛОБАЛНАТА СТАБИЛНОСТ

От началото на 80-те години на миналия век светът беше свидетел на значително намаляване на макроикономическата и финансовата ко-

лебливост, явление, което често наричат „голямото спокойствие“ (виж глава I.3). ИПС може да е допринесъл за този процес както чрез положителните вторични ефекти от прехвърлянето на ниската колебливост от еврозоната към останалия свят, така и чрез други механизми, т.е. чрез улесняване разпределянето на рисковете в световен мащаб, макар че като все още млада валута еврото не е упражнило напълно своето дългосрочно влияние.

Преди въвеждането на еврото се ширеха прогнози за влиянието на единната валута върху международната стабилност. Бяха определени няколко начина, по които ИПС може да повлияе върху стабилността в световен мащаб (*Duyhring & Temprano-Arroyo* 2008). Някои са свързани със стабилизиращи ефекти; други предполагат потенциално нарастване на колебливостта, най-вече на обменните курсове. Като значими бяха определени три от тях:

- *Износ на стабилност.* Очакваше се рамката на ориентираната към стабилност макроикономическа политика на еврозоната да окаже косвено стабилизиращо влияние върху световната икономика по силата на самия мащаб на еврозоната. Освен това еврото трябваше да функционира като валутакотва за държави със силни търговски и парични връзки с ЕС и слаби институционални рамки. Тези ефекти се считаха за засягащи най-вече държавите от Централна и Югоизточна Европа, както и някои региони в Африка. Каре II.7.12 описва това влияние за Западните Балкани и за държавите от зоната на *CFA*-франка.

Каре II.7.2: Регионални стабилизационни въздействия на ИПС – Западните Балкани и държавите от зоната на *CFA*-франка

ИПС оказва преки стабилизационни въздействия върху съседните региони и върху други региони с тесни икономически и институционални връзки с ЕС. Тези ефекти се реализират чрез няколко канала, три от които са описани в литературата: а) приемането на еврото като валутен курс или парична котва; б) безусловната гаранция, която изгледите за присъединяване към ЕС или географската и политическата близост с ЕС могат да дадат на дадена страна за намаляване вероятността от финансови кризи; и в) приемането на макроикономически правила и рамки, породени от модела на ИПС, които засилват местната макроикономическа дисциплина. Карето разглежда два случая: Западните Балкани и страните от зоната на *CFA*-франка.

(Прогължава на следващата страница)

Каре (продължение)

В периода непосредствено след кризите от 90-те години на миналия век **Западните Балкани** бяха изправени пред сериозни предизвикателства от гледна точка на своята стабилизация. В този смисъл въвеждането на нови парични и валутни режими, в основата на които лежи еврото, като режима на паричен съвет и режимите с едностранна евроизация в Черна гора и Косово (виж глава I.9), спомогнаха за обуздаване на вече неконтролируемата инфлация почти до нивата на инфлацията в ЕС. Официалното прикрепване към еврото и доста широкото му използване от частния сектор като валута за финансови операции и паралелна валута (виж глава I.9) допринесе за ремонетизация на икономиките, възстановяване на местните спестявания и задълбочаване на финансовата и търговската интеграция с ЕС. Цялостният резултат е подобряване на макроикономическата стабилност и сравнително силен икономически растеж въпреки трудностите, съпътстващи процеса на изравняване на доходите (виж *Macovei et al. 2008*).

Перспективата за присъединяване към ЕС е друг основен фактор на стабилизацията и процеса на изравняване на доходите в страните от Западните Балкани. От държавите-кандидатки се изисква да изпълнят Копенхагенските икономически критерии за присъединяване, което налага наличие на функционираща пазарна икономика в състояние да се справи с конкурентния натиск в ЕС. За целта те провеждат широк кръг от реформи за осигуряване на макроикономическа стабилност, либерализация на пазарите, реструктуриране и приватизиране на отраслите – собственост на държавата, и подобряване на бизнес средата. Европейската комисия наблюдава процеса на присъединяване, което е допълнителна гаранция за международните капиталови пазари относно надеждността на публичните политики в страните от Западните Балкани. Създадената в тази връзка предприемчивостна процедура за фискално наблюдение, прилагана за страните от ЕС, се провежда съвместно от Комисията и страните от Западните Балкани. Тя включва приемането на фискалните счетоводни правила на ЕС и редовното предаване на средносрочните фискални програми. Допълнително се организират макроикономически обсъждания и ЕС периодично предоставя макрофинансова подкрепа. Всичко това засилва доверието и финансовата стабилност в региона.

Фиксирането на франка към еврото в **страните от зоната на CFA-франка в Западна и Централна Африка** (виж раздел I.9) спомогна регионът да постигне по-голяма макроикономическа стабилност в сравнение с повечето други райони на юг от Сахара – по-конкретно става въпрос за по-ниските нива на инфлация и на неустойчивост. Прикрепването към еврото, в комбинация с основните парични съюзи, функциониращи на базата на CFA-франка, дава стабилна парична институционална рамка на участващите страни, много от които страдат от слабо управление. Гаранцията за конвертируемост, зад която стои Министерството на финансите на Франция, улеснява външните трансакции и засилва доверието в този режим.

Във връзка с обезценката на CFA-франка през 1994 г. страните от зоната на франка въведоха процедури и цели на макроикономическо наблюдение в региона, пресъздаващи заложените в Маастрихтския договор и Пакта за стабилност и растеж на ЕС. Основните критерии за сближаване са балансиран бюджет (без включване на субсидиите), под 70% съотношение *дълг/БВП*, под 3% темп на инфлация и избягване на неизплатени бюджетни задължения. Схемата също включва приемане на всеобхватни насоки на икономическата политика на Министерския съвет, разработване на постоянно осъвременявани многонационални програми за сближаване и процедура за отстраняване на отклоненията от макроикономическите цели, заложен в схемата. Макар че тази рамка допринася за акцентирание върху необходимостта от разумна фискална политика в региона, спазването на заложените в нея критерии се оказва недостатъчно в някои от страните в региона. В контраст с процесите в ЕС валутната интеграция не бе предшествана от значителна икономическа интеграция, което навежда на мисълта, че може би е необходимо фискалната политика да играе по-значима роля като коригиращ механизъм при асиметрични шокове (виж *Hallet 2008*).

- Съществуват също и факти, които свидетелстват, че членство в ЕС, потенциално членство в ЕС или перспектива за членство в еврозоната намалява риска от финансова нестабилност в страни с големи дефицити по текущата сметка и ускорен растеж на кредитирането като част от процеса на изравняване на доходите (*Darvas & Szapáry 2008*).

От друга страна, ИПС би могъл да оказва дестабилизиращи въздействия дотолкова, доколкото засилва едновременното действие на икономическите и финансовите показатели на еврозоната, а отгук и сумарното им въздействие върху останалата част от света (за примери виж глава I.3).

- *Споделяне на риска в международен план.* Еврото може да улесни международното диверсифициране на риска и изглаждането на потреблението, с което да повлияе положително на глобалната стабилност. По-силно интегрираните и по-широки финансови пазари, за създаването на които ИПС би спомогнал, в комбинация с интернационализацията на еврото, може да увеличат възможностите за диверсифициране на рисковете както в еврозоната, така и в света като цяло.
- *Неустойчивост на валутния курс.* В крайна сметка се очакваше ИПС да повлияе върху колебанията на валутния курс. Бяха направени няколко предвиждания с противоположни резултати. Бяха изказани мнения, че тъй като еврозоната ще бъде по-голяма и по-затворена икономика спрямо отделните съставляващи я икономики, вземащите решения по икономическата политика биха възприели политика на „благотворна ненамеса“ при формиране на валутния курс (*Kenen 1995, Wyplosz 1997*).²¹⁷ Бе отбелязано също, че появата на еврото като международна валута би повишило заменяемостта на акти-

вите в долари и евро, увеличавайки по този начин вероятността за неблагоприятни портфейлни преструктурирания, а отгук и за неустойчивост на обменния курс. Други наблюдатели твърдяха, че с премахването на ИПС, на базата на който се формират валутните курсове в еврозоната, вътрешните за еврозоната шокове биха се пренесли върху валутния курс на еврото спрямо трети валути и върху лихвените проценти на еврозоната. Допускането е, че съществува определена колебливост в системата и ако не бъде абсорбирана от движението на лихвените проценти в еврозоната, тя ще трябва да се прояви другаде. Това виждане обаче бе оспорвано от други наблюдатели, които твърдяха, че смяната на режима, т.е. преходът към ИПС би оказал влияние върху базисната колебливост, например чрез намаляване вероятността от асиметрични шокове. Нещо повече, *Flood & Rose (1995)* показаха, че фиксирането на валутните курсове не води непременно до засилване на колебливостта на други променливи в системата. Освен това преминаването към ИПС се очакваше да намали неустойчивостта на валутните курсове в глобален план, тъй като периодично възникващите напрежения в рамките на Европейската парична система (ЕПС), които се пренасят върху световната парична система, биха изчезнали (*Mundell 2000*).

В разделите по-долу се разглеждат фактите относно всяко от тези три явления през първите десет години от функционирането на ИПС.

7.4.1. Вторични стабилизационни въздействия в международен план

От началото на века глобалните *финансови пазари* навлизат в период на благоприятни финансови условия и ниска колебливост (*Panetta et al. 2006; IMF 2007*). Тази намалена колебливост е свързана отчасти със структурни промени от рода на финансови нововъведения и интеграция.²¹⁸ Тя е и отражение на по-ниски тем-

²¹⁷ Това виждане се подкрепя и от *Hau (2002)*, който открива обратна зависимост между колебливостта на валутния курс и отвореността на търговията. То обаче се оспорва например от *Masson & Turtelboom (1997)*, които твърдят, че недостатъчното познаване на свойствата на паричното търсене и поведението на основните за еврозоната показатели вероятно ще доведе до това, ЕЦБ да разчита в голяма степен на валутния курс като показател.

²¹⁸ Ефектът от финансовата интеграция за стабилността е предмет на разгорещени спорове в литературата. Изследванията от последно време имат за свой основен фокус съществуването на прагови ефекти, чрез които високоразвитите икономики са облаго-

Таблица II.7.4:

Тримесечна колебливост на лихвените проценти (стандартно отклонение)

	BE	DE	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI	EL	UK	US	JP	CA	CH
3-месечни междубанкови лихвени проценти																	
1990-98	0.5	0.3	0.7	0.8	1.9	1.1	0.5	0.4	0.4	0.8	1.2	5.1	0.6	0.4	0.4	0.9	0.5
1999-07					0.3							0.5	0.4	0.5	0.1	0.4	0.3
Доходност по 10-годишните държавни облигации																	
1990-1998	1.6	1.3	3.0	1.7	1.6	3.0	-	1.4	1.3	3.5	2.8	5.6	1.7	1.1	1.9	1.2	1.6
1999-2007	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	-	0.7	0.7	0.7	0.7	1.0	0.4	0.7	0.3	0.6	0.7

Обърнете внимание, че със създаването на единния паричен пазар на еврозоната през 1999 г. в нея съществува единен 3-месечен междубанков лихвен процент.

Източник: Европейската комисия (CA & CH: EcoWin).

пове на инфлация и лихвени проценти и прилагане на разумна парична политика в много страни, включително и чрез приемане на по-усъвършенствани рамки на паричната политика. Финансовите трусове от последно време обаче показваха, че съществува и известно самоуспокоение, изразено в очаквания за трайно благоприятни финансови условия.

Таблица II.7.4 показва, че всички страни от Г-7 с изключение на САЩ, а също и Швейцария, отчитат намаляване в краткосрочната колебливост на лихвените проценти от 1999 г., а всички държави – по-малки колебания в дългосрочните лихвени проценти. Това явление се свързва със силното низходящо сближаване на лихвените нива в еврозоната, разгледано в глава I.7.

детелствани в по-голяма степен от стабилизиращото въздействие на финансовата интеграция, докато тя може да бъде дестабилизиращ фактор за другите икономики. Виж Kose et al. 2003 и обзора на Европейската комисия (2005).

Gerlach & Hoffmann (2008) откриват характерно за ИПС отслабване на колебливостта както при краткосрочните, така и при дългосрочните лихвени проценти. С други думи, отчетеното по-слабо колебание на лихвените проценти в еврозоната не може да се обясни изцяло с т.нар. „голямо спокойствие“, наблюдавано в световен план. То е отчасти резултат от функционирането на ИПС. Колебливостта на лихвените проценти в страните от еврозоната отслабва по-значимо в периода на формиране на ИПС, отколкото след 1999 г., което се дължи на процеса на сближаване, предшестващ участието в ИПС. Авторите откриват и слабо вторично въздействие на Организацията за икономическо сътрудничество и развитие върху други икономики, породено от смекченото колебание на краткосрочните лихвени проценти в еврозоната.

Обратно, липсват данни за повишаване стабилността на цените на акциите както в еврозоната, така и в страните от Г-7 от 1999 г. насам. Това се дължи най-вече на подема и рецесията при дотком-компаниите. Не може да се открие свързано с ИПС отражение върху колебливостта на фондовите пазари нито в еврозоната, нито в останалата част от света.

Таблица II.7.5:

Колебливост на макроикономическите променливи

	EA***	BE	DE	EL	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI	UK	CH*	US	JP	CA*
Инфлация (стандартно отклонение на месечната инфлация на годишна база)																		
1980-1989	3.6	2.8	2.1	4.2	3.8	4.3	-	5.7	3.4	2.6	2.0	7.1	2.1	4.4	1.8	3.5	2.3	3.2
1990-1998	1.4	0.9	1.2	5.6	1.7	0.9	0.9	1.6	1.0	0.8	1.1	3.9	1.8	2.6	2.1	1.1	1.2	1.7
1999-2007	0.4	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6	1.2	0.4	1.1	1.3	0.6	0.9	0.9	0.6	0.5	0.8	0.5	0.8
Реален БВП (стандартно отклонение на тримесечните темпове на растеж, %)																		
1981-1989	-	1.8	-	3.4	2.0	1.3	-	1.4	-	2.4	-	-	1.7	2.1	2.1	2.5	1.7	**
1990-1998	1.3	1.9	1.3	2.7	2.2	1.4	-	1.4	-	1.2	1.3	-	4.2	1.8	1.8	1.5	2.4	2.2
1999-2007	1.2	1.3	1.4	0.8	0.9	1.1	2.9	1.3	2.6	1.6	1.2	1.7	1.7	0.9	1.5	1.2	1.4	2.4
Реално потребление на домакинствата (стандартно отклонение на тримесечните темпове на прираст на годишна база, %)																		
1981-1989	-	1.4	-	-	2.6	1.4	-	1.7	-	2.3	0.4	-	1.7	2.6	1.3	1.7	1.3	**
1990-1998	1.1	1.2	1.2	-	2.2	1.4	-	2.0	-	1.6	1.8	-	3.6	1.8	1.0	1.4	2.0	2.0
1999-2007	0.9	1.3	1.4	1.0	1.2	0.8	3.0	1.0	2.1	1.9	1.4	1.7	1.2	1.1	0.9	0.9	0.7	0.9

*** Съвкупният БВП обхваща 98% от еврозоната; съвкупното потребление обхваща 96% от еврозоната.

Източник: Европейска комисия (с изключение на *EcoWin, ** IMF); собствени изчисления

„голямото спокойствие“ в *бизнес цикъла и инфлацията*, наблюдавано в световната икономика от средата на 80-те години, е подробно описано в литературата (виж глава I.3 и напр. *Stock & Watson 2005, Summers 2005 и IMF 2007a*). Могат да бъдат направени следните заключения (виж таблица II.7.5):

- Силно отслабване на колебанието в темпа на *инфлацията* се наблюдава и през 90-те, и след 1999 г. както в страните от еврозоната, така и в контролната група (други страни от Г-7 и Швейцария). Това е период, когато всички водещи икономики преживяват силна дефлация след предимно инфлационния период на 70-те години. *Gerlach & Hoffmann (2008)* установяват характерно проявление на ИПС в понижената колебливост на инфлацията в страните от еврозоната в периода на създаването му, но не и след 1999 г. Те констатирали още, че това намаление в колебанието на инфлацията се е пренесло към други страни от ОИСР.
- В периода 1999–2007 г. спрямо 1990–1998 г. колебанието в *растежа* на БВП намалява в повечето страни от Г-7 с изключение на Германия и Канада. По-ниска колебливост се наблюдава също и при общия за еврозоната показател. Колебливостта на производството в еврозоната и в САЩ сега изглежда доста сходна. Все пак в еврозоната картината е по-разнообразна със засилване на колебанията в производството след 1999 г. в Австрия, Белгия, Франция и Португалия. *Barrel et al. (2008)* потвърждават, че ИПС е допринесъл за отслабване на колебливостта на производството в еврозоната. *Gerlach & Hoffmann (2008)* също откриват стабилизиращо въздействие на ИПС върху колебливостта на производството в еврозоната, въпреки че това въздействие е по-слабо от въздействието върху колебливостта на инфлацията и лихвените проценти. Те откриват още свидетелства за стабилизиращи вторични въздействия на ИПС върху колебливостта на производството в страните извън еврозоната.
- Както бе разгледано в глава I.3, съществуват данни за това, че бизнес циклите са станали по-синхронизирани в еврозоната и че

това може отчасти да е свързано с ИПС²¹⁹. Бизнес цикълът в еврозоната е синхронизиран в по-голяма степен и с тези на други страни от ОИСР, особено на някои съседни държави, като Обединеното кралство и Швейцария. Според *IMF (2007a)* по-тясната взаимовръзка между производството на отделните страни на глобално ниво (принос за което имат страните от еврозоната) е фактор, спиращ отслабването на глобалната колебливост на производството, наблюдавано от средата на 80-те години (виж глава 7.4).

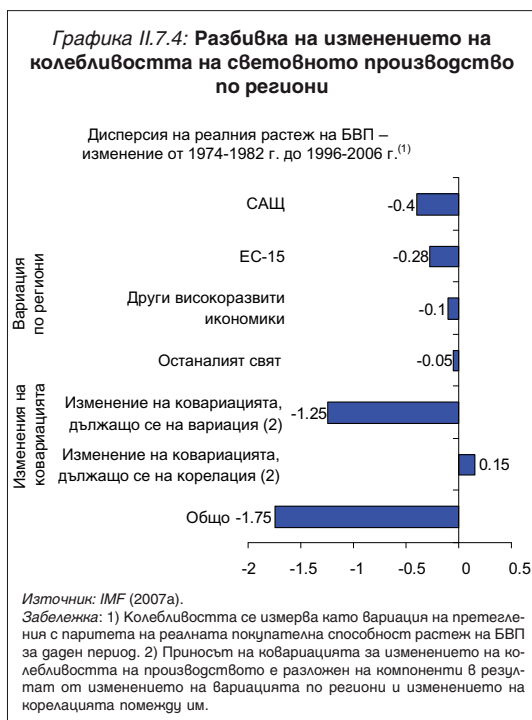
7.4.2. Еврото и международното разпределяне на риска

Степента на диверсификация на риска в международен план обикновено се преценява като все още доста ограничена (напр. *Kose et al. 2007, European Commission 2007c*, за еврозоната). Някои последни проучвания обаче, в това число *Artis & Hoffmann (2007)* и *Sorensen et al. (2007)*, откриват статистически значима връзка между изглаждането на потреблението и интеграцията на финансовите пазари и допускат, че разпределянето на риска е нараснало между страните от ОИСР през последния период на финансова глобализация, отразявайки спадащ интерес към националните активи.

Последната част на таблица II.7.5 по-горе показва, че колебливостта в прираста на потреблението е намаляла в повечето високоразвити страни след въвеждането на еврото. Тя показва също, че колебливостта на потреблението сега е значително по-малка от тази на БВП в повечето страни, сочейки известна степен на изглаждане на потреблението. Нещо повече, в много държави от еврозоната колебливостта на потреблението е намаляла в значително по-малка степен от тази на БВП след въвеждането на еврото.

Gerlach & Hoffmann (2008) констатирали, че ИПС е допринесъл значително за засилване на международното разпределяне на риска между

²¹⁹ Както е посочено в глава I.3, нарасналото синхронизиране на бизнес цикъла може отчасти да отразява също процеси на ниво ЕС, и по-конкретно въздействието на програмата за търговска и финансова интеграция на Единния пазар.



страните в еврозоната. Те твърдят, че спомогат за задълбочаване на финансовите пазари в еврозоната, ИПС е повишил устойчивостта на потреблението в еврозоната към колебания на производството (които, както бе разгледано по-горе, са намалели).²²⁰ Според авторите страните от еврозоната си разпределят значително повече рискове, отколкото средно страните извън еврозоната. Нещо повече, те откриват и международно измерение на положителното въздействие на ИПС върху разпределянето на рисковете. Всъщност те установяват, че голяма част от разпределяните рискове в еврозоната, наблюдавани от 1999 г., имат отношение към страни извън еврозоната. По същия начин изследването сочи, че независимо от донякъде по-малкия риск, който страните извън еврозоната разпределят помежду си от 1999 г. насам, те за сметка на това си разпределят дори в по-голяма степен риска със страните от еврозоната. Ето защо разпределянето на риска между дър-

²²⁰ Това тълкуване е подкрепено и от емпиричните резултати от изследванията на *Bekaert et al.* (2006), които сочат, че колебливостта на потреблението, изглежда, намалява повече в сравнение с колебливостта на производството в резултат от финансова либерализация.

жавите от и извън еврозоната, изглежда, съставлява по-голямата част от глобално нарасналото разпределяне на риска, наблюдавано от 1999 г. насам.

По-слабото разпределяне на риска между държавите от еврозоната е стимул за инвеститорите от нея да диверсифицират портфейлите си с активи извън еврозоната. Тези въздействия биха могли да се подсилват от нарастване на международната роля на еврото, което, както бе отбелязано, би намалило цената на международните финансови трансакции за резидентите от еврозоната и би повишило допълнително ликвидността на пазарите на ценни книжа в еврозоната, а оттук и привлекателността им за чуждестранните инвеститори и кредитополучатели.

Положителното въздействие на ИПС за изглаждане на международното потребление е от особено значение поради пряката връзка между потребление и благосъстояние. То би следвало да допринесе и за подобряване функционирането на ИПС чрез по-гладкото приспособяване към асиметрични международни шокове. Констатациите в този раздел показват, че финансовата интеграция в еврозоната засилва устойчивостта към сътресения в резултат от асиметрични процеси, като улеснява разпределянето на риска не само вътрешнорегионално, но и с останалия свят. Засилването на международната роля на еврото би дало допълнителен тласък на този процес.

7.4.3. Еврото и стабилността на валутните курсове

Средносрочните колебания и краткосрочната колебливост на валутните курсове имат различно отражение върху реалната икономика.²²¹ Значителните колебания на валутните курсове в *средносрочен план* водят до преразпределяне на ресурсите, и по-конкретно между търгуемия и нетъргуемия сектор на икономиката. В случаите, когато подобно преразпределяне не е безболезнено, то води до разходи за реструктуриране и свързаните с това пропуснати икономич-

²²¹ За по-задълбочен анализ на отражението на ИПС върху колебливостта на валутните курсове виж *Dnehring & Temprano-Arroyo* (2008).

мически ползи.²²² Освен това експозицията към средносрочни колебания на валутните курсове при износа и вноса се управлява трудно, тъй като финансовите инструменти за хеджиране с дълг матуритет обикновено не са леснодостъпни или са доста скъпи. Дълго време се е считало, че *краткосрочната колебливост* на валутните курсове има незначително или нулево влияние върху реалните променливи, но емпиричните изследвания от по-ново време сочат значителни негативни отражения на колебливостта на валутните курсове върху търговията.²²³ Това виждане се потвърждава от наскоро излязла поредица емпирични изследвания, според които паричните съюзи дават тласък на вътрешнорегионалната търговия.²²⁴ Колебливостта на валутните курсове също увеличава рисковете при презграничните портфейлни инвестиции и така поддържа предпочитанията към местните активи²²⁵ и неефективното презгранично разпределяне на рисковете.

Както бе разгледано в глава I.2, диапазонът на колебания на валутните курсове в *средносрочен план* (както ефективно, така и двустранно) намалява през 80-те и 90-те години практически за всички основни световни валути, а в ефективно изражение продължава да намалява и след 1999 г. Обхватът на това намаление сочи, че то е предимно отражение на наблюдаваното глобално „голямо спокойствие“. Конкрет-

но въздействие на еврото не може да бъде установено.

Все пак разграниченото действие на двустранните валутни курсове от 1999 г. налага следните две пояснения. *Първо*, докато еврото намалява средносрочната си амплитуда на колебание в страните-участнички с по-слаби национални валути, мащабът на средносрочните му колебания спрямо долара и йената е по-съществен от този на участващите национални валути, взети заедно. Това донякъде говори в подкрепа на предвижданията, направени от *Kenen* (1995) и *Wyplosz* (1997), които излагат довода за „благогтворна ненамеса“. То предполага още, че валутният курс продължава да играе важна роля като абсорбиращ фактор по отношение на асиметрични икономически процеси в еврозоната и САЩ/Япония. *Второ*, ИПС е съпътстван от понижаване на дългосрочните колебания спрямо британската лира и швейцарския франк, както и между тези две валути. Тази констатация сочи евентуално регионално стабилизационно въздействие на ИПС върху валутните курсове. Сравнително високата и бързо растяща синхронизация на бизнес цикъла в Обединеното кралство и Швейцария, разгледана в глава I.3, с цикъла в еврозоната, както и сравнително тясната връзка между техните лихвени проценти и тези на еврото (виж таблица II.7.6) изглежда съответства на това тълкование.

Таблица II.7.6:

Връзка между дългосрочния лихвен процент и лихвения процент на еврозоната, 1999–2007 г.

	US	JP	UK	CH
1999-2007	0.72	0.19	0.85	0.97

Източник: Европейска комисия.

Що се отнася до възможното отражение на ИПС върху *краткосрочната колебливост на валутните курсове*, глава I.2 показва, че въпреки временното ѝ засилване през първите три години от ИПС краткосрочната (дневна, тримесечна) колебливост на еврото за периода на действие на ИПС средно е значително по-ниска от тази на предшестващите го валути. Това е вярно по отношение на колебливостта както при двустранния, така и при номиналния ефективен валутен курс. В известен смисъл то е механично отражение на премахването на валутните курсове в еврозоната. Но то отразява и

²²² Виж *Williamson* (1983), *Obstfeld* (1985), *Dixit* (1989).

²²³ За обзор виж *Baldwin et al.* (2005).

²²⁴ В основното си изследване *Rose* (2000) констатира много голямо влияние на паричния съюз върху търговията. Това изследване подтиква започването на поредица от проучвания, посветени на отражението на ИПС (напр. *Micco et al.* 2003, *Baldwin et al.* 2005), в които се правят изводите, че ИПС е допринесъл за значително разрастване на търговията (макар и не чак в степената, която *Rose* посочва в първоначалното си изследване). Виж също глава I.2.

²²⁵ Виж *Fidora et al.* (2006). Красноречив пример за отражението на колебливостта на валутните курсове върху капиталовите потоци е т.нар. „търговия за пренос“ (т.е. привличане на заемни средства във валута с ниска лихва с цел инвестиране във валута, която носи по-висока лихва). Свързаният с тези операции риск зависи от степената на колебание на валутния курс и в няколко случая се наблюдава рязък отказ от операции в контекста на повишена колебливост на валутния курс (например отказ от операции от типа „търговия за пренос“, в които се използва йената, през 1998 и 2007 г.).

по-ниска колебливост спрямо долара и други основни валути на трети страни. Ето защо, обратно на някои предвиждания, премахването на вътрешните за еврозоната валутни курсове не е довело до повишаване на колебанията на валутния курс на еврото спрямо валути на трети страни.

7.5. ЗАКЛЮЧИТЕЛНИ БЕЛЕЖКИ

Макар че мащабът и други структурни характеристики на еврозоната говорят, че еврото може да оспорва световното първенство на долара, предимствата на утвърдеността най-вероятно ще забавят и дори ще задържат процеса на международно утвърждаване на еврото. Дали и за колко време тези инерционни сили ще бъдат преодолені, зависи от:

- способността (възможността) на еврозоната да създаде по-интегрирани, по-дълбоки и по-ефективни капиталови пазари;
- крайния мащаб на еврозоната и по-конкретно от това, дали Обединеното кралство в последна сметка ще се присъедини към нея (което може да даде значителен тласък не само на мащаба, но и на ликвидността и ефективността на финансовите пазари в еврозоната);
- бъдещата сравнителна еволюция на икономиките на еврозоната и на САЩ, и по-конкретно доколко САЩ ще успеят да стабилизират текущата си сметка;
- и стратегиите за диверсифициране на портфейлите, прилагани от централните банки с големи валутни резерви и от основните държавни инвестиционни фондове, които на свой ред ще бъдат значително повлияни от надеждността на макроикономическите политики съответно в САЩ и в еврозоната.

Трудно е да се предскаже какво ще бъде устойчивото равновесие на международната парична система и колко време ще бъде необходимо за нейното постигане. Напълно възможно е доларът и еврото да съществуват паралелно за дълъг период от време със съизмерими по важност позиции. Това, което обаче изглежда сигурно, е, че в средносрочен план съществуват

изгледи еврото да продължи да засилва международните си позиции, особено в регионите, съседни на еврозоната.

Международното утвърждаване на еврото може да носи редица дългосрочни предимства на еврозоната, като емисионни доходи, възможност за пласиране на ценни книжа сред чуждестранни инвеститори с отстъпка при недостатъчна ликвидност, и накрая, по-голяма възможност за финансиране на дефицитите по текущата сметка. То може също да насърчи международната дейност на финансовите институции от еврозоната и да допринесе за развитието на финансовите ѝ пазари. В свят на растяща финансова глобализация тези въздействия най-вероятно ще се засилват. От политическа гледна точка международният статут на еврото може да се разглежда като признак за успеха на интеграционния процес в Европа.

Страните от ЕС извън еврозоната могат също да се възползват непряко от част от изгодите предвид тесните си икономически и финансови връзки с еврозоната.

Така например, макар че Лондонският финансов център не се ползва пряко (и може да се разглежда като губещ конкурентно предимство) от намаляването на разходите за трансакции и други предимства, които международното опериране с еврото дава на финансовите институции от еврозоната, той може непряко да печели от засилените позиции на еврото на пазарите за деноминирани в евро финансови инструменти в еврозоната предвид сегашното си предимство по линия на финансови договори в евро.

Съществуват също и потенциални разходи и рискове, свързани с държането на международна валута, в това число по-непредсказуемо парично търсене и по-висока изложеност на внезапни промени в портфейлните предпочитания, дължащи се на по-голямата взаимозаменяемост на еуровите и доларовите активи. Въпреки че плюсовете и минусите не могат да бъдат точно оценени, фактите говорят, че плюсовете по всяка вероятност са повече от минусите. В дългосрочен план следователно се предполага еврозоната да печели от формирацията се международен статут на еврото.

ИПС не само е допринесъл за стабилизирането на редица финансови и макроикономически променливи в еврозоната, но също така е пораздал и вторични ефекти за намаляване на колебливостта в световната икономика. Стабилизирането на лихвените проценти и на инфлацията в еврозоната е допринесло за повишаване стабилността на тези променливи в други страни от ОИСР, макар че това въздействие се проявява още в периода на създаване на единната валута през 90-те години. Силни и устойчиви вторични стабилизационни въздействия на еврозоната върху световната икономика са регистрирани в областта на международното диверсифициране на риска и изглаждането на потреблението. В същото време, макар че дългосрочните колебания при двустранните валутни курсове на еврото (или основните му съставни валути) към долара или йената са по-чувствителни в условията на ИПС, ефективните валутни курсове на всички основни валути са повишили стабилността си при ИПС. Нещо повече, краткосрочната колебливост на валутния курс като цяло намалява след създаването му. ИПС оказва и допълнителни стабилизационни въздействия в определени региони, където се въвежда макроикономическа дисциплина чрез използване на еврото като номинална котва или се приемат фискални правила, следващи тези

на ЕС. По този начин въздействието на ИПС не се ограничава само до еврозоната. Създаването на нов икономически субект, сравним по мащаб само със САЩ, формирането на еврото като водеща международна валута и мощният стимулиращ ефект на ИПС за интегриране и развитие на финансовите пазари в еврозоната се очаква да имат съществено отражение върху световната икономика, а също и за международната парична система. ИПС и международната роля на еврото засилват значимостта на решенията на паричната политика за икономическите агенти и финансовите пазари в световен мащаб. Нещо повече, със своята ориентирана към стабилност макроикономическа рамка еврозоната оказва положителни вторични въздействия върху световната стабилност, особено в съседните ѝ региони.

Всичко това потвърждава силното участие на еврозоната в световното управление и координирането на политиката както в макроикономическата област, така и в сферата на финансовия надзор и регулиране. Ето защо тя трябва да може да се изказва по един по-убедителен и последователен начин на международните форуми. Евентуалните възможности за постигане на тази цел са разгледани в част III от доклада.

8. ИЗПОЛЗВАНЕ НА ПОЛИТИЧЕСКОТО ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ И НА ИЗГОДИТЕ ОТ КООРДИНАЦИЯТА

8.1. ВЪВЕДЕНИЕ

През следващите десет години еврозоната ще бъде изправена пред значителни предизвикателства, сред които са застаряването на населението, промените в климата, ограниченията в предлагането на основни ресурси и глобализацията. Влиянието на тези тенденции вече се наблюдава и разкрива някои нерешени проблеми във функционирането на ИПС, сред които се нареждат най-вече неравномерното провеждане на структурните реформи и свързаната с това нееластичност на продуктите и трудовите пазари, липсата на унифицирана рамка за регулиране и надзор на финансовите пазари, рисковете за фискалната устойчивост и необходимостта от по-висока ефективност на държавните разходи и тяхното финансиране, а също и отсъствието на обща ясна позиция в изявите и диалозите с външния свят. Общите насоки за политическо действие са ясни. Необходимо е те да включват насърчаване на нововъведенията и участието на пазара на труда, премахване или намаляване на пазарните ограничения, които забавят или прекомерно оскъпяват приспособяването, повишаване на качеството и устойчивостта на държавните финанси, равномерно и безпроблемно разширяване на еврозоната и усъвършенстване управлението на нарастващата ѝ международна роля.

Оптималното съчетаване на тези политически насоки невинаги е лесно, тъй като наред с ефективното взаимодействие биха могли да се наложат компромиси или да възникнат открити разногласия, например по отношение на целите, свързани с разпределението на доходите. От полза би било да се разгледат по-детайлно тези възможни конфликти и синергии, което е и целта на тази глава. Налага се една основна констатация, а именно, че на пръв поглед повечето насоки на политиката, очертани в предходните глави, не би трябвало да влизат в противоречие помежду си, а по-скоро взаимно да се подсилват:

- Политиките, които са насочени към насърчаване на потенциален растеж в условия на застаряване на населението, спомагат за поддържане на стабилна линия на развитие на публичните финанси. Реформите, чиято цел е повишаване на гъвкавостта на стоко-

вите и факторните пазари и намаляване на разходите по пренасочване на работна сила от едни икономически дейности и региони към други, способстват за растеж на заетостта и производителността, като в същото време засилват устойчивостта на икономиките от еврозоната към шокове. Подобренията в надзора и регулирането на финансовите пазари ограничават рисковете от сътресения и допринасят за макроикономическата стабилност.

- Стратегиите за разпределение на доходите често се разглеждат като противоречащи на целта за насърчаване растежа на икономиката, но ако те са внимателно планирани с оглед минимизиране на евентуални отклонения и пречки, то вероятността от подобни конфликти намалява. По същия начин добре планираните политики, насочени към пониска дългосрочна безработица, намаляват неравнопоставеността по отношение на най-ниските доходи в подоходната скала. Политиките, насочени към човешкия капитал с цел повишаване квалификацията на най-слабо квалифицираните работници, засилват производствения потенциал на икономиката, като същевременно намаляват неравенството при доходите. Схемите за разпределение, които са обвързани с пропорционални стимули, облекчават трудностите от глобализацията или техническите промени, налагащи повишаване на квалификацията, и съдействат за ефективността в дългосрочен план. Развитието и интеграцията на финансовите пазари съдействат за растежа и намаляват неравенството в покупателната способност чрез облекчаване на условията за кредитиране на домакинствата с най-ниски доходи.

Компромиси и взаимодействие съществуват не само между различните цели на политиката, но също и между отделните държави от еврозоната при преследването на конкретна цел. Това се прави във всички случаи, когато провежданите в дадена държава действия имат значителни отражения върху останалата част от еврозоната. Типичен пример за това е бюджетната политика: рискът страните да пренебрегнат последиците, които поддържаните от тях дефицити биха имали за лихвените проценти в цялата евро-

зона, оправдава съществуването на основана на правила рамка на фискалната политика. Както асиметричните шокове в една страна оказват въздействие върху останалата част от еврозоната, така също се усеща и отражението на политиките, усилващи потенциала за приспособяване и устойчивост на икономиката. Макар че опасенията от вторични ефекти на бюджетната политика доведоха до създаване на основана на правила разширена рамка за координация на фискалната политика, координацията в други области, като структурна политика, политика за надзор и регулиране на финансовите пазари, до момента остава сравнително разхлабена. Това повдига въпроси, свързани с управлението на еврозоната, което е разгледано подробно в част III от доклада.

8.2. ПОЛИТИЧЕСКИ КОМПРОМИСИ И ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ

8.2.1. Растеж и фискална устойчивост

За да поддържат разумен темп на потенциалния растеж, страните от еврозоната ще трябва да компенсират намаляването на трудовия ресурс в резултат от застаряването на населението с увеличаване процента на трудово участие и по-висок прираст на производителността. Съответно поддържането на устойчиви държавни финанси ще изисква контрол върху фискалните позиции. Тези цели на политиката се подсилват взаимно по няколко причини:

- По-високият процент на трудово участие води до нарастване на частта от населението, която допринася за социалноосигурителния фонд, а отгук и за устойчивостта на бюджета.
- Ускореният растеж на производителността води до нарастване на доходите и ресурсите, необходими за финансиране на разходите за населението в пенсионна възраст.²²⁶

²²⁶ На теория нарасналият потенциал за растеж може да има отрицателен ефект върху устойчивостта на публичните финанси, ако по-високото потенциално производство системно налага заделяне на пропорционално по-високи бюджетни средства. Един емпиричен тест обаче отхвърля тази хипотеза за държавите от ЕС (Arpaia & Turrini 2008).

- Устойчивите бюджети избягват риска от свиване на инвестициите (а отгук и на потенциалния растеж) посредством повишаване на лихвените проценти.

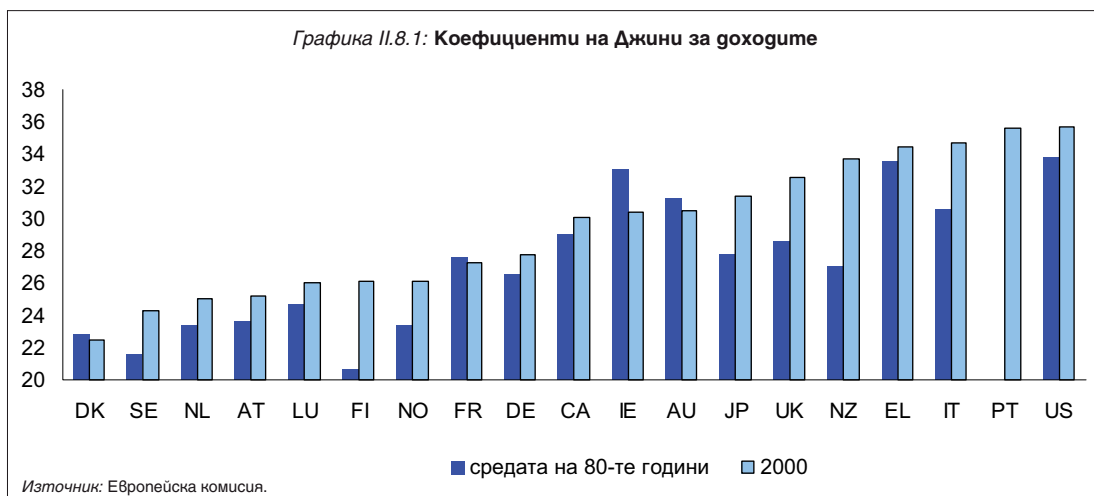
Евентуален компромис между фискалната дисциплина и политиките, благоприятстващи растежа, може да съществува дотолкова, доколкото те са свързани с краткосрочни бюджетни разходи (Beetsma & Debrun 2003). Макар че наличните емпирични данни сочат, че краткосрочните бюджетни разходи за реформи често са ниски (Deroose & Turrini 2005; van den Noord & Courneade 2006), непроведените поради високата им цена реформи по дефиниция не се включват в тези изследвания. Реформата от 2005 г. на Пакта за стабилност и растеж (виж глава I.10) съдържа клауза за решаване в известна степен на този въпрос чрез предоставяне на относителна свобода на действие на страните при наличие на належащи и добре обосновани нужди от структурна реформа.

8.2.2. Растеж и пазарна гъвкавост

Взаимодействието изглежда взема връх над компромисните решения също и по отношение на политиките за растеж и политиките за увеличаване на приспособимостта на еврозоната. Както бе подчертано в глава II.4, ефективното приспособяване изисква намаляване на нееластичността при формиране на заплатите и цените заедно с по-голяма мобилност на трудовите ресурси между отделните отрасли и региони. Пълното премахване на бариерите, които спират развитието и интеграцията на финансовите пазари, ще спомогне за по-добро приспособяване, като улесни пренасочването на капитала и разпределянето на риска. Тези политики водят и до засилване на растежа, тъй като спомагат за оптимално разпределяне на ресурсите. По-високият потенциал за растеж, от друга страна, прави приспособяването по-лесно. Така например, ако е необходимо да се възстанови конкурентоспособността посредством дефлация, една среда на силен растеж би позволила това да стане по един по-безболезнен начин.

8.2.3. Растеж и макроикономическа стабилност

Целта за постигане на по-висок растеж е достижима също и при наличието на стабилна макро-



икономическа среда. Теоретично връзката между растежа и колебанията на производството може да не е ясно очертана, но повечето емпирични резултати показват обратна зависимост между растежа и колебанията (*Ramey & Ramey 1995, Martin & Rogers 1995, Kneller & Young 2001, Norrbin & Yigit 2005*).²²⁷ Експериментални данни в подкрепа на теоретично очакваната обратна зависимост между колебливостта на инфлацията и растежа се изтъкват в множество изследвания (*Judson & Orphanides 1999, Kahn & Senhadji 2000, Kneller & Young 2001*). Освен това подобреният надзор и регулиране на финансовите пазари улучва с един куршум два за ека – намалява препятствията пред финансовата интеграция и ограничава рисковете от мошенически схеми, създавайки по този начин благоприятни условия за растеж и макроикономическа стабилност. По същия начин политиките за насърчаване растежа на производителността ще улеснят паричните власти при справянето им с циклични шокове на предлагането, водещи до инфлация. И накрая, структурните реформи благоприятстват трансфера на паричната политика и устойчивостта на икономиката към шокове и по този начин улесняват краткосрочния избор между инфлацията и производството.

²²⁷ Теории, които сочат възможна права зависимост между колебливостта и растежа, се основават предимно на идеята за „съзидателното разрушение“ или на нейни варианти (виж напр. *Aghion & Saint-Paul 1993, Saint-Paul 1997 и Caballero & Hammour 1994*). Теориите, доказващи обратната зависимост, се основават на цената на несигурността по отношение на колебливостта, присъща на капиталовите разходи (виж напр. *Martin & Rogers 2000*).

8.2.4. Свързаност с разпределението на доходите

Прогресивното нарастване на разликите между доходите в много от високоразвитите страни през последните две десетилетия е довело до ширещо се безпокойство от неравенството при доходите. Особено изразена е поляризацията в доходите в англоговорещите и средиземноморските страни от еврозоната, а от 80-те години насам неравното разпределение на доходите в повечето страни е приело по-остри очертания (графика II.8.1). Това засилване на неравенството в доходите и съпътстващата промяна в разпределението на богатството се приписва обикновено на наблюдаваната промяна в търсенето на квалифициран за сметка на неквалифициран труд в резултат от глобализацията и ориентирания към по-висококвалифициран труд технически прогрес (*Checchi & Garcia-Pecalosa 2005*). Както се посочва в глава II.2, тези тенденции най-вероятно ще се засилват през следващото десетилетие от съществуването на ИПС.

Независимо от това, предвид разнообразието от национален опит, местните институционални фактори ще трябва да играят роля както по отношение на мащаба, така и на сроковете за извършване на промените в разпределението на доходите (*Atkinson 2003, Harjes 2007*). Трудовият пазар и институциите за социално осигуряване са изиграли ключова роля при пренасяне на шоковете чрез търговията и технологичните нововъведения към съответните ставки на работните заплати и процента на безработните (*Gottschalk & Smeeding 1997, Atkinson*

2000, 2003). В страните, където цените и заплатите са гъвкави (например САЩ и Обединено кралство), промяната в търсенето в полза на по-висококвалифициран труд е отразена напълно в нарастващи разлики в заплащането, докато в други страни нарастването на диференциацията в заплащането на труда е ограничено, а изменението в търсенето е довело до повишаване на безработицата (например в повечето страни от континентална Европа).²²⁸

Политиката, насочена към насърчаване на растежа, устойчивостта и приспособяването, потенциално би могла в още по-голяма степен да влоши резултатите от разпределението на доходите:

- Разпределението на располагаемите доходи е явно засегнато от политиката на преразпределение (виж графика II.8.2). Но тъй като тя е скъпоструваща, това предполага, че насочената към фискална устойчивост политика ще доведе до по-голямо неравенство.
- Реформите, благоприятстващи растежа и приспособяването на трудовите пазари, биха могли да имат и неблагоприятно отражение върху разпределението на доходите. Така например намаляването на обезщетенията за безработица улеснява временните съкращения и води до засилване на движението на работна сила от заетост към безработица и обратно, което въвежда в разходи засегнатите работници. Освен това рискът от дългосрочна безработица при изместените работници (предимно нискоквалифицирани), които имат по-малки възможности за устройване на работа, би могъл да нарасне.
- Повишената адаптивност на реалните работни заплати към пазарните условия може да засили дисперсията на заплатите. Тъй като емпиричните резултати потвърждават, че институциите предпочитат минимални работни заплати, а обединяването в съюз во-

ди до свиване на скалата на заплащане, то връщането на процеса би имало противоположен ефект (*Checchi & Garcia-Pecalosa 2005, de Mooij & Tang 2006*).



Някои условия биха могли да улеснят това компромисно решение или дори да доведат до взаимодействие между политики, благоприятстващи растежа и приспособяването, и разпределението на доходите:

- Силният потенциал за растеж е задължителното условие за поддържане на сравнително щедри системи за социално подпомагане в повечето икономики от еврозоната.
- По-голямото неравенство, свързано с редица реформи на трудовите пазари, би било в общи линии преходно явление, ако тези реформи са съобразени със съответните материални стимули. Намаляването на бариерите пред мобилността на труда ще способства допълнително за снижаване на временните разходи за замяна на работна сила.
- Някои държави от ЕС отчитат по-силни показатели както в равнището на растежа и заетостта, така и по отношение на неравенството и бедността, докато други отчитат слаби резултати и при двете (*Sapir 2004*). Това показва, че може да бъде направено още за

²²⁸ Възможно е институциите по труда и работната сила, които вземат решения за свиване на работните заплати, също да са допринесли за задълбочаване на тенденцията към търсене на квалифициран труд посредством насърчаване използването на технологии, допълващи неквалифицирания труд (*Acemoglu 2003*).

подобряване на икономическите показатели, без да се излага на риск разпределението на доходите, чрез повишаване ефективността на институциите – допускане, подкрепено от последни емпирични изследвания (*Afonso et al.* 2007).

- Преди всичко в няколко области почти липсват реални компромисни решения по отношение на разпределението на доходите. Политиките за повишаване на квалификацията способстват за ограничаване на дисперсията на доходите чрез задържане на диференциацията на работните заплати между квалифициран и неквалифициран труд.²²⁹ Реформите на продуктовете пазари допринасят за нарастващото търсене на труд и по този начин намаляват неравенството при доходите. Политиките, целящи по-ниска дългосрочна безработица, също водят до намаляване на неравенството. Мерките за намаляване на пречките пред интеграцията на финансовите пазари спомагат за облекчаване на условията за кредитиране на хората с ниски доходи (*Levine* 2005).

8.3. ВЪПРОСИ, СВЪРЗАНИ С КООРДИНАЦИЯТА НА ПОЛИТИКАТА

Залегналото в основата на Маастрихтския договор виждане е, че освен чрез централизираната парична политика координацията при ИПС трябва да се ръководи чрез рамка от правила, която да гарантира фискална стабилност в еврозоната и по този начин да се ограничи възможността за мерки на политиката, водещи до отрицателни вторични ефекти за останалата част от еврозоната (виж глава I.10). От друга страна, форми на координация, насочени към насърчаване на „добро“ поведение, са станали неделима част от управленската структура на ЕС, особено с нарастване ролята на програмата от Лисабон.

На този етап вижданията относно необходимостта от координиране на политиката в ИПС, изглежда, вървят в две посоки. Сред определящите политиката и наблюдателите съществува виждането, че ИПС се нуждае от по-засилени

форми на координация предвид уникалното му устройство, включващо суверенни държави, които споделят паричната политика и в същото време запазват значителен контрол върху други области на икономическата политика (напр. *De Grauwe* 2006). На другия полюс са мненията, според които по-висока степен на координиране не е необходима, а дори би била вредна, както и че е достатъчно страните да поддържат „дома си в ред“ (*Alesina et al.* 2001, *Issing* 2002). Други наблюдатели подкрепят засилването на координацията в определени области (напр. *Sapir et al.* 2003, *Pisani-Ferry* 2006). Според още едно мнение координацията се обезсмисля, ако общият интерес не надвишава достатъчно сбора от индивидуалните интереси и е трудно да бъде наложен ангажимент (напр. *Tabellini & Wyplosz* 2006). Параграфите по-долу разглеждат тези въпроси в по-голяма дълбочина.

8.3.1. Общият случай на координиране на политиката

Принципно съществува основание за координиране на икономическата политика, ако ефектите от политиките в една страна се пренасят към останалите страни. Разграничават се следните видове вторични ефекти:

- *Вторични икономически ефекти.* Примери за такива ефекти са непазарни външни ефекти (напр. замърсяване на околната среда) или външни ефекти от финансов характер (напр. промени в условията на търговия). Наличието на „клубни блага“, т.е. блага, произведени в една страна, от които се ползват група страни без изключение и на неконкурентна основа, би могло също да доведе до външни икономически ефекти. Наличието на „клубни блага“ налага колективни действия (*Olson* 1965), тъй като в противен случай страните биха се ползвали безотговорно от тях.
- *Споделяне на опит и натиск от членовете на групата.* Посредством редовна обмяна на опит и на информация група от държави може да подобри процеса на формиране на политиката си, като се учи от успехите и неуспехите на останалите в групата. Държавите биха могли да използват натиска на другите членове с цел отслабване на евентуална местна съпротива срещу реформи.

²²⁹ За данни от емпирични проучвания виж *Gottschalk & Smeeding* (1997).

Вторичните икономически ефекти са толкова по-големи, колкото по-интегрирани са продуктовете и факторните пазари. При силно интегрираните икономически зони вероятността от извличане на ползи от общите позиции в многостранната политика и за ползване в по-голяма степен от клубните блага е също по-голяма. И все пак цената за постигане на координация не е малка. Нужно е да се създадат подходящите институции, да се хармонизират съответните стандарти между страните, да се постигнат компромиси и да се пожертва в известна степен свободата на действие в политиката. Освен това координирането на политиката може допълнително да забавя процедурите на одобрение и решение в процеса на формиране на политиката. Нещо повече, отговорностите във връзка с целите биха могли да се размият и доверието в определящите политиката да спадне (*Rogoff 1985*).

В известна степен координацията може да се настройва за по-лесно намиране на баланс между ползите и разходите. Полезно е да се прави разграничение между твърда и мека форма на координация (напр. *Begg, Hodson & Maher 2003*):

- *Твърда форма на координация.* Най-радикалната форма на координация е централизацията, при която определянето на политиките се делегира на наднационален орган (например общия пазар, политиката за конкурентоспособност и търговия на ЕС, паричната политика на еврозоната). Други форми на твърда координация оставят прилагането на политиката в ръцете на националните власти, но неспазването на ангажмента за съобразяване с правилата води до предприемане на мерки за обезпечаване на изпълнението от наднационален орган. Корективният лост на Пакта за стабилност и растеж (виж глава I.10) може да се разглежда като форма на такава координация.
- *Мекa форма на координация.* Съществуват по-необвързващи форми на координиране, основаващи се обикновено на механизми на лека принуда, като например определянето на насоки, кодекси на поведение или просто редовно провеждане на диалози между страните. Целта е да се поеме ангажимент между група държави при отстояването на

общ интерес, например за постигане на консенсус при определяне на многостранната политика. Тя може да бъде сведена до обмен на информация и дискусия за националния опит и възможни най-добри практики с оглед насърчаване на добри политики. Стратегията от Лисабон е пример за такава координация.

Ако ползите от координацията категорично превишават недостатъците поради значителни вторични ефекти за икономиката, биха могли да се възприемат по-твърди форми на координиране, макар че политически или институционални ограничения биха могли да доведат до значителни отклонения от този общ принцип.

8.3.2. Координиране на икономическата политика при паричен съюз

Вторичните ефекти на икономическата политика в ИПС се различават от тези, които възникват при режими на гъвкав валутен курс. Членовете на ИПС споделят значителни по обем клубни блага, в това число паричната стабилност, лихвените проценти, външния валутен курс и позицията по текущата сметка (*Cohen & Wyplosz 1999, Jacquet & Pisani Ferry 2000, von Hagen & Mundschen 2001*). Както бе отбелязано, наличието на клубни блага поражда въпроса за безотговорното поведение, проявяващо се в подбуди за пренебрегване на специфичните за паричен съюз вторични ефекти (виж напр. *Beetsma 2001*). Освен това доброто функциониране на един паричен съюз (което е клубно благо) отчасти зависи от: а) ефективността на регулирането вътре в еврозоната при отсъствие на вътрешен валутен механизъм, и б) способността за постигане на общи позиции при формиране на глобалната макрофинансова политика и конструктивното им следване (*von Hagen & Mundschen 2001*).

Вторичните ефекти на фискалната политика са два вида:

- *Дългосрочни вторични ефекти, породени от склонността към поддържане на високи дефицити* Дългът, емитиран от страните, участващи в паричен съюз, става близък заместител (*Detken et al. 2005*), така че отсъствието на фискална дисциплина в дадена страна не би довело до по-високи спредове

между лихвените проценти, а по-скоро до по-висока доходност по държавните облигации в целия съюз (Faini 2004). Освен това загубата на номиналния валутен курс предполага също и загуба на съответния дисциплиниращ механизъм за фискалните органи. И накрая, реална или предполагаема възможност за отпускане на субсидии от общия паричен орган по-скоро би увеличила склонността към поддържане на дефицити. Ето защо във всяка държава, участваща в паричен съюз, съществува по-засилена тенденция към поддържане на високи дефицити, водещи до по-високи лихвени проценти и забавяне на икономическия растеж.

- *Краткосрочни външни ефекти, свързани с фискални шокове.* Този вид ефекти по същество не е уникален за парични съюзи (виж каре II.8.1), но премахването на вътрешните валутни курсове и на националните парични политики поражда засилена фискална намеса. Това може да доведе до небалансирано съчетание от мерки между фискалната и паричната политика (виж глава I.5).²³⁰ Вторичните ефекти от структурната политика са многообразни. Регулирането и надзорът на финансовите пазари във всяка страна имат своите последствия чрез пренасяне на импулсите на паричната политика. Регулирането на трудовите и продуктовете пазари влияе върху нееластичността на заплатите и цените, което на свой оказва влияние върху приспособимостта на страните към асиметрични шокове. Пакетите от данъчни реформи могат да бъдат насочени към облекчаване на търгуемия сектор. Така например намаляването на ДДС, при което се начисляват мита върху вносните стоки, докато експортните стоки се освобождават от мито, съчетано с по-ниско облагане на труда, се пренася към съответните конкурентни позиции. Същото се отнася и за политиките за поддържане на умерен ръст на заплатите. Страните, които се приспособяват към негативен шок, могат да се изкушат

²³⁰ Количествена оценка на фискалните вторични ефекти при даден паричен съюз на базата на DSGE симулации е направена от *European Commission* (2006a). Експериментални данни за вторични ефекти въз основа на структурни стойности при риск дават *Bénassy-Quéré & Cimadomo* (2006).

да прибегнат към политики на „конкурентно обезценяване“. Това обаче би имало отрицателен ефект върху търговското салдо на държавите-партньори, което би могло да ги накара да отговорят по същия начин. Координацията в тази област може да спомогне за ограничаване на решаването на вътрешни проблеми за сметка на съседна страна.

Общите финансови въпроси имат значение и за благосъстоянието на всяка държава-членка на паричния съюз. Ефективните механизми за глобално координиране са част от клубните блага, които паричният съюз предоставя, и тяхната ефективност поражда вторични ефекти за всички членове. На пръв поглед по-големите възможности за максимално използване на кредитирането, които паричният съюз дава, поощряват взаимодействието в тази област. От друга страна, хипотезата за ненамеса („благоотворна ненамеса“) (виж глава I.10) води в обратната посока.

Като цяло, съществуват специфични ползи от координацията в един паричен съюз, но има и недостатъци. Особено показателен пример за това е координирането на фискалната и паричната политика. Ефективността на ангажимента на паричните власти за стабилност на цените произтича от строгата независимост на паричния орган, която поставя ограничение пред координирането на фискалната и паричната политика (напр. *Alesina et al.* 2001). Освен това желанието за координация на политиките между фискалните и паричните органи при паричните съюзи е ограничено предвид факта, че политиките за фискална стабилност се осъществяват с много по-голямо забавяне на процедурите за решаване и одобряване в сравнение с паричната политика. Също така необходимо е да бъдат изпълнени редица специфични условия, за да може координирането между фискалната и паричната политика да постигне по-добри резултати.²³¹ Избраната в ИПС алтернатива е пред-

²³¹ За теоретична оценка на случая с фискалната консолидация при паричен съюз виж напр. *Dixit & Lambertini* (2003), *Bamboni et al.* (2007) и *Hughes-Hallett* (2008) относно координирането на фискалната и паричната политика и *Beetsma, Debrun & Klassen* (2001) и *Uhlig* (2003) относно координацията на фискалната политика. Резултатите сочат, че координацията е оптимална само ако участват всички заинтересовани страни в политиката и техните

варително координиране на политиките чрез ясно възлагане на целите и отговорностите между паричните и фискалните органи и споделянето на общи принципи и насоки за провеждането на фискални политики, закрепени в Договора и в Пакта за стабилност и растеж, в рамките на редовен диалог по макроикономическите въпроси, провеждан в Еврогрупата и в Съвета.

Условията на Договора са насочени главно към приемане на мерки за коригиране на вторични икономически ефекти от фискалната сфера, и по-конкретно дългосрочните фискални вторични ефекти, свързани със склонността към поддържане на дефицити при паричен съюз. Корективният лост на Пакта за стабилност и растеж (виж глава I.10) е най-красноречивият пример за това. Краткосрочните вторични ефекти, свързани с фискалната устойчивост, са визиращи най-вече в чл. 99 от Договора, който посочва, че „държавите-членки провеждат икономическите си политики като въпрос от общо значение и ги координират в рамките на Съвета“ и в предпазния лост в Пакта за стабилност и растеж. Общите насоки на икономическата политика и използването на препоръките за ранно предупреждение са инструменти, които Съветът може да използва, за да сигнализира за наличие на фискална позиция, която се преценява като несъответстваща на общия интерес. Като цяло, предимството, което се отдава на фискалната стабилност в съществуващата координационна рамка на ИПС (в противовес с политиката за фискална стабилизация), е в съответствие с формиращото се общо виждане за това, че фискалните власти няма пълен контрол върху фискалните импулси и не биха могли при всички случаи да имат подходящи стимули за направляване на фискалната политика по стабилна траектория.

Що се отнася до структурната политика, устройството на ИПС не позволява поставяне на конкретни ограничения пред определящите националната политика освен това, че те трябва

да се провеждат в съответствие с „принципа на отворената пазарна икономика със свободна конкуренция“, да се разглеждат като въпрос от „общо значение“ и да се координират „в рамките на Съвета“ (чл. 99).²³² Институционалният механизъм за координиране на структурните политики е претърпял значително развитие, особено с повторното привеждане в действие на стратегията от Лисабон. Независимо от това устройството на ИПС придава по-малка тежест на координирането на структурните реформи, отколкото на условията на финансовата политика. Това може би се дължи на по-малкото значение, придавано на вторичните ефекти от структурните политики в ИПС в сравнение с възникващите по линия на дефицитите. Възможно е и да съществува сляпа вяра в тезата за отсъствие на алтернатива, т.е. очакване, че стимулите за осъществяване на реформи за страните в еврозоната биха нараснали значително, ако каналът на конкуренцията стане определящ за осигуряване на ефективно приспособяване и при ограничена възможност за фискална експанзия. Доказателствата в подкрепа на тази теза обаче са недостатъчни, ако не се явяват дори и контрааргументи (виж глава I.6).

Сегашният механизъм на икономическа координация в ИПС не е достатъчно приспособен за осигуряване на съгласуваност между националните политики с пряко въздействие върху конкурентоспособността. В този смисъл, докато изравняването на обменния курс при Валутния механизъм се възприема като въпрос от „общо значение“ и е обект на общоустановени принципи, то подобна рамка за обсъждане на вътрешните процеси на девалвация и други политики с преки последици за конкурентоспособността при ИПС не съществува. Една от причините за такава асиметрия може би произтича от трудността за определяне на бариери за политиките, които са обект на координиране, предвид факта, че потенциално голям брой политики влияят върху вътрешната динамика на регулирането.

цели изразяват целите на обществото. Ако тези допускания бъдат нарушени, ефективността на координацията ще зависи от редица фактори, свързани предимно с конкретната форма на взаимодействие между политическите власти, съответната сила на вторичните ефекти на търговията и лихвените нива и вида на шоковете (симетрични или асиметрични).

²³² Член 121 в текста на Договора за Европейския съюз, изменен с Договора от Лисабон.

8.3.3. Перспективна далновидност

Динамиката на международната търговия и инвестиции изисква от страните в еврозоната способност за приспособяване към изменящите се сравнителни предимства и усъвършенстване на възможностите за конкуриране „на границата“ на най-новите технологични изобретения. Евентуалното по-нататъшно напрежение на пазарите във връзка с предлагането на суровини и енергийни ресурси може да затрудни намирането на баланс между стабилизиране на цените и на производството. Необходимостта от балансиране в условията на намаляващ потенциален растеж и растящо напрежение в публичните финанси поради разходите, свързани със застаряването на населението, поражда необходимостта от осигуряване на по-висок процент участие на трудовата сила и увеличаване на потенциалния растеж с помощта на политики, ускоряващи растежа на общата производителност на факторите на производство. Разширяването на еврозоната с нови държави налага съществуването на надеждна рамка и ефективен надзор на финансовите пазари. Нарасналата нееднородност на еврозоната също поражда въпроси за ефективното функциониране на действащите механизми за приспособяване. Засилващата се международна роля на еврото и на еврозоната усилва отговорностите на еврозоната и потенциалните ползи от глобалната координация и надзор на макроикономическите политики.

Може да възникне необходимост от засилване на сътрудничеството с оглед да се насърчат добрите практики при структурните реформи, за да се гарантира безпроблемна динамика на финансовите пазари в условия на по-нататъшно разширяване на финансовата интеграция и навлизане на нови държави в еврозоната, и с оглед да се улесни изразяването на единна позиция на еврозоната в изявите ѝ на многостранните форуми за макроикономически политики. Възможно е да възникнат тенденции, които да увеличат разходите за координация, като нарастващия брой държави-членки и тяхната разнородност. Възможно е също стремителното поскъпване на енергийните суровини и на други стоки да подложи Европейската централна банка на натиск да дискредитира целта за ценова стабилност, което носи последици за по-високата потенциална цена на координиране на

фискалната и паричната политика. И накрая, необходимостта от координация може прогресивно да намалее в някои области, като например разширяването на еврозоната, след като процесът бъде доведен докрай.

Като се претеглят всички възможности, се очертава сериозно основание за ускоряване на координацията в следните области:

- *Единен пазар.* Най-общо, съществува значителен консенсус сред определящите политика и нейните анализатори за това, че пълното осъществяване на Единния пазар е необходима предпоставка за функционирането на ИПС (Sapir et al. 2004).
- *Реформи в продуктите и трудовете пазари.* И тук също ползите от функционирането на ИПС са значителни. Макар че еврозоната вече разполага с инструменти за координиране на структурните реформи, т.е. Лисабонската стратегия, структурните реформи са определящи за усилване на канала на конкурентоспособността при ИПС. Както е показано в каре II.8.1, вторичните ефекти биха намалели, което също ще доведе до по-ниска вероятност от симетрични шокове, водещи до асиметрични ефекти (De Grauwe 2000, Ciccarelli & Rebucci 2002).
- *Финансово регулиране и надзор.* Една последователна рамка за финансово регулиране и надзор за всички държави в ЕС е от основно значение за осигуряване на адекватна реакция по отношение на рисковете за финансовата стабилност, свързани с динамично развиващите се и интегриращи се пазари. Освен това асиметриите между отделните държави при регулирането и надзора на финансовите пазари имат последици за пренасянето на паричната политика.
- *Политика, засягаща конкурентоспособността.* Динамиката на конкурентоспособността е резултат не само от действието на пазарните сили. Данъчните и социалните политики, които формират съответната динамика на цените и заплатите, се обуславят в известна степен от политическите решения – заплатите в държавния сектор са красноречив пример в това отношение. В този смисъл съществува общ интерес от подоб-

Карта II.8.1: Вторични ефекти при паричен съюз с номинални нееластичности

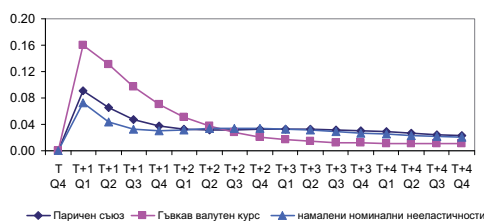
Ако приспособяването към асиметрични шокове се пренася върху други страни в ИПС, може да възникне необходимост от координиране на политиките. Все пак следва да се вземат под внимание два момента. Първият е, ако преносът на вторични ефекти към други страни при паричен съвет се различава от стандартния случай (случаите, при които се използва референтна стойност), при който паричните политики са независими и номиналните обменни курсове могат да се регулират. Вторият е, че реформите, намаляващи степента на номинални нееластичности, могат да влияят върху мащаба на вторичните ефекти вътре в зоната. Тези въпроси са проучени с версията на модела *QUEST III*, при която са заложили два сектора и две държави (виж *European Commission 2006a, Langedijk & Roeger 2007*).

Графика 1 по-долу отчита въздействието върху БВП на останалата част от зоната, предизвикано от шок на държавно потребление в размер на 1% от БВП в голяма държава от еврозоната (Германия) в три случая: при гъвкави валутни курсове, при съществуващия паричен съюз и при теоретичен бенчмарк, като в случая на паричен съвет заложили номинална нееластичност на заплатите и цените за цялата еврозона е равна на тази в САЩ. Шок в дадена страна, участваща в паричен съюз, се пренася върху други членки на съюза посредством три канала. Първо, преките ефекти от търсенето имат отражение върху нетния износ. Второ, налице е отражение на относителните цени върху нетния износ. Трето, от значение са промените в централно определяния лихвен процент, които паричните власти правят, за да отговорят на шока. При гъвкави валутни курсове последният ефект не е налице, докато каналът на търговията, свързан с промени в относителните цени, е по-силен поради корекцията на номиналния валутен курс.

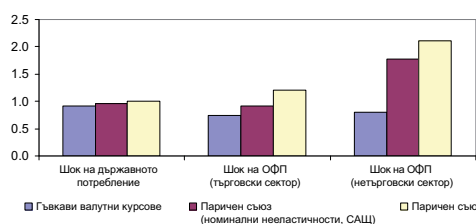
При режим на гъвкав валутен курс краткосрочните вторични ефекти са около два пъти по-големи от тези при паричен съюз. В първия случай централно определяните лихвени проценти в страната, към която се е пренесъл шокът, се повишават, което води до покачване на обменния курс и следователно до засилване на вторичния ефект към нетния износ на останалата част от зоната. Вторичните ефекти в паричния съюз обаче са по-трайни. Тъй като приспособяването към шока е по-бързо при номиналните обменни курсове, пренесеният ефект също по-бързо изчезва. Същият по вид резултат е свързан с различни по характер шокове. Както е показано на графика 2, кумулативният вторичен ефект (за десет години) принципно би бил по-висок при паричен съюз, отколкото при гъвкави валутни курсове. Фактът, че вторичните ефекти са по-трайни при паричните съюзи, води до по-продължителни колебания в други държави от съюза в отговор на асиметрични шокове.

Моделните симулации показват също, че реформите, водещи до общо намаляване на номиналните нееластичности в еврозоната, намаляват размера на вторичните ефекти при всички видове асиметрични шокове, разгледани в графика 2. Както е показано в глава II.3, по-малките номинални нееластичности предполагат по-ефективно приспособяване към шокове за засегнатата от проблема страна, тъй като едновременно и уравновесяващият канал на конкурентоспособността функционира по-ефективно, и съществува по-малък риск от отклонения в поведението на реалния лихвен процент. Резултатите от симулациите, показани тук, също сочат, че по-ниските номинални нееластичности в еврозоната се свързват предимно с по-малки вторични ефекти от асиметрични шокове.

Графика 1: Шок на държавно потребление: Вторични ефекти върху БВП в останалата част на зоната



Графика 2: Кумулативни вторични ефекти при алтернативни валутни режими



ряване на наличната информация и поддържане на редовен диалог за насърчаване на информационния обмен в областта на данъчната политика и политиката на заплащането на труда, които влияят пряко на конкурентоспособността.

- *Фискална стабилизация.* Минусите, произтичащи от по-голяма координация на политиката за фискална стабилизация, не трябва да се пренебрегват. Все пак засиленият бюджетен контрол при ИПС ще спомогне за създаване на комбинация от политики, която съответства на общите цели. Нещо повече, един засилен ангажимент на фискалните власти в ИПС ще способства за паричане на натиска от определени заинтересовани групи и ще ограничи (про)цикличното поведение на фискалната политика в благоприятни за икономиката времена. Обмяната на опит и най-добри практики за фискално управление, както и високо качество на публичните финанси ще спомогнат за подобряване приноса на фискалната политика за растежа и стабилизацията.
- *Управление на глобалната макрофинансова стабилност.* И накрая, потенциалните ползи от подобряване на координационния механизъм, изглежда, са налице в областта на глобалното управление на макрофинансите. Постигането на единна позиция на еврозоната в изявите ѝ на многостранните форуми ще повиши нейното влияние.

8.4. ЗАКЛЮЧИТЕЛНИ БЕЛЕЖКИ

Главните предизвикателства в бъдеще налагат политиката да отговори чрез засилване на синергиите за сметка на компромисните решения. Политиките, насочени към повишаване на потенциалния растеж, спомагат за развитие на публичните финанси по стабилна траектория. Реформите, целящи подобряване на ценовите сигнали при стоковите и факторните пазари и за намаляване на разходите по пренасочване на работна сила от едни икономически дейности и региони към други, в същото време ще способстват за повишаване на заетостта и производителността и за заздравяване устойчивостта на икономиките от еврозоната към шокове. Подобряването на надзора и регулирането на фи-

нансовите пазари ограничава рисковете от резки трусове, допринасяйки с това за макроикономическата стабилност на опериращите в еврозоната компании, и улеснява намирането на компромисни решения за страните, които все още не са въвели еврото и са в процес на сближаване.

Макар че политиките за насърчаване на растеж, устойчивост и приспособяване изглеждат взаимно съгласувани, биха могли да възникнат напрежения между тях и резултатите от разпределението и равенството (при доходите), особено що се отнася до реформите в сферата на социалното осигуряване, насочени към осигуряване на стабилност на трудовите пазари. Независимо че компромисният избор между растежа и разпределението може да е предимно временно решение, произтичащо най-вече от разходите, свързани с пренасочването на работна ръка между сектори и региони, увеличаващото се неравенство заслужава бърз и адекватен политически отговор, включително и за да се гарантира, че то няма да подейства като спирачка за по-нататъшния напредък на програмата за реформи, целящи растеж, приспособяване и устойчивост. Засилването на ефективността на системите за социално осигуряване, особено чрез усъвършенстване на стимулите, ефективността на публичните политики в социалната сфера и даването на приоритет на програмите в областта на социалното осигуряване – в съответствие с модела „сигурност срещу гъвкавост“ – ще улеснят постигането на компромисни решения.

На повечето от гореизложените предизвикателства ще трябва да се намери отговор в политическата програма на самите държави-членки. Дори от самия факт, че страните от еврозоната споделят обща валута, произтича ползотворността на усилията за постигане на координация по тези въпроси. Предпоставка за координиране на политиките възниква преди всичко от наличието на вторични икономически ефекти. Това става при всички случаи, когато въздействието от провежданата в една държава политика има значителни отражения за икономическото благосъстояние на останалата част от зоната. Друг източник на ползи от координацията е изучаването на вторичните ефекти, което подобрява качеството на процеса на формира-

не на политиката на национално ниво. Кохезионната политика е добър пример и може в значителна степен да допринесе за този процес не само защото е пряко насочена към структурни реформи и сближаване на регионите в ЕС, но и защото начинът, по който е формулирана и прилагана, насърчава координацията на икономическите политики в целия ЕС. Ползите от координацията трябва да се съпоставят с разходите, които се състоят главно в намалена възможност за нагаждане на политиката съобразно специфичните нужди на страната, удължаване на сроковете при вземане на решения, както и възможно влошаване на стимулите. Докато по-твърдият стил на координация може да бъде основателен при наличие на силни вторични ефекти и ниски разходи за координация, то в други случаи могат да бъдат по-уместни по-меките форми на координиране.

Като цяло, макар че при паричните съюзи съществуват и повече области на политиката, в които възникват вторични икономически ефекти, а евентуално и допълнителни разходи за координация, изглежда, се появяват и някои спе-

цифични области, в които настоящата рамка за координиране на политиката може да бъде засилена. Първо, осигуряването на оптимално ефективна работа на Единния пазар би било решаващо за безпроблемното функциониране на механизма за приспособяване на еврозоната. Нещо повече, макар че признаването на вторичните икономически ефекти в областта на бюджетната политика е довело до разработването на рамка за координиране на фискалната политика, основана на предварително формулирани правила, координацията в други области, особено в областта на структурната политика – политиката с пряк ефект върху конкурентоспособността (най-вече тази на формиране на заплатите) – и политиката на надзор и регулиране на финансовите пазари, към момента остават сравнително разхлабени независимо от възможните вторични ефекти. В някои от тези области засилената координация между държавите-членки от еврозоната може да бъде решаваща за постигане на по-добри резултати на равнище ЕС. И накрая, налице е и сериозно основание ИПС да формулира и да отстоява общи позиции на световните форуми.

Част III

Икономическа политика и управление
на еврозоната

РЕЗЮМЕ НА ОСНОВНИТЕ КОНСТАТАЦИИ

Предпоставки за съвместно действие

ИПС е голямо икономическо постижение. Той съставлява може би най-значимата глобална парична реформа след тази от Бретън Удс. И макар че целите и постиженията му имат предимно икономически характер, той никога не е бил насочен единствено към парични реформи или фискална дисциплина, а има дълбок политически смисъл. От самото си начало ИПС е разглеждан като крайъгълен камък на интеграционния процес в ЕС. Тази роля дори нараства с разширяването на ЕС след 2004 г. Икономиките на новоприсъединените държави-членки изминават пътя на изравняване на доходите със стандартите на ЕС, което е и основна цел на всеобхватната стратегия за интеграция в ЕС, насърчавани от перспективата за присъединяване към еврозоната. Тези по-широки мотивации за присъединяване към ИПС със сигурност ще се засилват в бъдеще. Един добре функциониращ ИПС е от интерес за целия ЕС не само в икономическо отношение, но и от гледна точка на засилване на обществената подкрепа за интеграция в ЕС. Това ще има положителни ефекти и за други области на политиката, в които ЕС желае да играе ролята на световен лидер, като например устойчивото развитие, подкрепата за развиващите се страни, търговската политика, конкуренцията и човешките права.

Тези политически съображения засилват икономическата обосновка за действия, насочени към по-добро функциониране на ИПС. През тези десет години ИПС в значителна степен постигна основната си цел за насърчаване на макроикономическата стабилност. И все пак, независимо от значимостта на целите за поддържане на дисциплина в макроикономическата политика и постигнатите в това отношение резултати, това не води автоматично до по-гъвкава, устойчива и бързо растяща икономика или до по-ефективно взаимодействие между разширяващия се ИПС и други глобални икономически играчи. Това, което е необходимо, е напредък в структурните реформи и пазарната интеграция, високо качество и устойчивост на публичните финанси, безпроблемно завършване на процеса на сближаване на новоприсъединилите се държави – членки на ЕС, и силно присъствие на еврозоната на световната политическа сцена.

Нещо повече, както е посочено в част II на този доклад, Европа заедно с повечето развити икономики е изправена пред бързо променяща се глобална обстановка, застаряване на населението и нарастваща загриженост във връзка с енергийните ресурси и промените в климата. Тези глобални тенденции се очаква да имат важни последици за еврозоната в следващите десет години. Важно е да се подчертае, че „типологията“ на икономическите шокове, изглежда, се променя. Честотата и размерът на специфичните за всяка страна шокове на търсенето (включително и обусловените от политиката), които бяха основна грижа преди премахването на вътрешните валутни курсове през 1999 г., са намалели. В същото време най-вероятно ще расте относителната честота на общите шокове на търсенето (например свързаните с формиращите се пазарни икономики, със задълбочаване на световни диспропорции и с трусовете на световните финансови пазари) и шоковете на предлагането (например във връзка с недостатъчните енергийни и хранителни ресурси, климатичните промени и технологиите).

Паричната политика ще може да посреща общите шокове на търсенето на ниво еврозона, тъй като това съответства на целта за ценова стабилност в средносрочен план. Въпреки това шоковете на предлагането ще трябва да бъдат посрещани главно чрез пазарни реакции с помощта на автоматичните фискални стабилизатори, ако бюджетните позиции позволяват и ако механизмите, на които те разчитат, са съвместими с гъвкавите пазари. Когато шоковете на търсенето водят до асиметрични ефекти поради разлики в икономическата структура на отделните страни и съответен риск по отношение на външната търговия и финанси, то и тогава ще се подхожда по същия начин. Така усъвършенстваните пазарни реакции, подкрепени от социални модели на сигурност срещу гъвкавост, ще дадат умножен резултат под формата на засилен растеж и по-гладко приспособяване в еврозоната.

Друга важна икономическа предпоставка за политически действия в еврозоната произтича от нарастването на доминиращата роля на финансовите пазари. Финансовите пазари могат да спомогнат за абсорбиране на асиметричните шокове, като предоставят възможност за разп-

ределяне на риска във времето и пространството. Все пак в условия на преобладаваща нееластичност те биха могли и да засилят действието на вторичните ефекти от шоковете, независимо дали са положителни или отрицателни, сред участващите страни. Вторичните ефекти са основната причина за координиране на икономическите политики в еврозоната, като необходимостта от координация нараства със задълбочаване на интегрираността на финансовите пазари.

Амбициозна програма на политиката

Във връзка с това част III от доклада предлага програма, включваща три дяла, и по-конкретно вътрешна, външна политика и управление. Що се отнася до **вътрешнополитическата програма**, има предложения за разширяване и задълбочаване на макроикономическия надзор на ИПС и насърчаване на структурните политики за постигане на по-добре функциониращи пазари в разширяващия се обхват на ИПС. По отношение на **външнополитическата програма** предложенията са насочени към засилване ролята на еврозоната на международните форуми за управление на икономиката. И накрая, направени са предложения за засилване на **управлението** на еврозоната с оглед на повишената необходимост от координация.

В тези три области началото вече е поставено; ето защо е необходимо разгръщане, а не радикална промяна в насоките. Възлагането на политически отговорности в рамките на ИПС изглежда подходящо и предложените действия на политиката съответстват напълно както на буквата, така и на духа на Договора, който възлага важна роля на доброто икономическо управление. Предложенията на политиката имат отношение главно към въпроси, пряко свързани с функционирането на ИПС и на участващите в него икономики. Но тъй като страните от ЕС, както участващите, така и неучастващите в ИПС, са в тесни икономически връзки помежду си, а също и поради факта, че двете законодателства постепенно ще се сближават през следващото десетилетие, то предложенията на политиката се отнасят и за ЕС като цяло.

Вътрешната програма: преминаване към по-всеобхватен икономически надзор

Целта е да се подобри ефективността на надзорната рамка на ИПС в рамките на възможностите, които Договорът предлага. Основна констатация, съдържаща се в доклада, е, че независимо от разработената и съгласувана в ИПС всеобхватна рамка за фискален надзор страните може и да се съобразяват с разпоредбите на Пакта за стабилност и растеж, но въпреки това продължават да трупат вътрешни и външни диспропорции, като например устойчиво по-високи или по-ниски от средната за еврозоната инфлация и/или нарастващи диспропорции по текущата сметка. Това налага интегриран подход към макроикономическия надзор, при който Европейската комисия ще продължи да следи за съблюдаването на правилата и ангажиментите, поети от участващите страни. Подходът ще наложи задълбочаване и разширяване на надзора.

Надзорът следва да се **задълбочи** посредством подсилване на аналитичната база. Това се отнася най-вече за предпазния лост на ПСР. Той следва да бъде насочен за направляване на фискалното поведение през този икономически цикъл, и по-конкретно в благоприятни времена, като средство за овладяване на възможно проциклично поведение и да следи фискалните политики да са съобразени с корективните процеси в ИПС. Втората причина за по-задълбочен икономически надзор произтича от общия интерес на страните от еврозоната да избягват прегриване или неадекватна динамика на конкурентоспособността, тъй като това поражда вторични ефекти в еврозоната. По-конкретно, инфлационният или дефлационният натиск на трайни отклонения в производствения потенциал в група страни би предизвикал реакция на паричната политика за възстановяване на ценовата стабилност в еврозоната като цяло с цената на отклонения от производствения капацитет в останалата част на еврозоната с цел уравновесяване. Освен това специфичните за отделните страни равновесни механизми трябва да се поддържат в съответствие с изискването за надеждна макроикономическа политика в еврозоната като цяло, така че да не затруднят способността на паричната политика за поддържане на стабилност на цените или на фискалната политика за осигуряване на устойчиви публични бюджети.

Съществуващата рамка на ИПС не се нуждае от сериозни промени. Тя е добре пригодена за справяне с непрекъснато променящата се типология на шоковете: паричната политика реагира на ниво еврозона, докато пазарните реакции, евентуално подпомагани от фискална стабилизация (независимо дали е автоматична или дискреционна), са на ниво държава, при условие че не са насочени срещу функционирането на пазарите и не противоречат на условията на ПСР – в този смисъл биха били от полза и мощни средносрочни фискални рамки, приети на национално ниво. В идеалния случай такива рамки биха включвали добре насочени правила за разходване на средства, което ще позволи на автоматичните фискални стабилизатори да действат в границите на ПСР, заедно с привездането в съответствие на структурата на публичните разходи към структурните и цикличните нужди на икономиката или други нерешени политически въпроси.

Надзорът следва също и да се **разшири**, за да обхване и области, които не засягат само фискалната сфера. Той следва да включва анализ на динамиката на основните фактори на конкурентоспособността и икономическото изглаждане, а също и пренасянето както на паричната, така и на фискалната политика. Целта е да се създаде система за ранно предупреждение с оглед предотвратяване появата на макроикономически диспропорции и проблеми на конкурентоспособността. Това би трябвало да спомогне за намаляване на вероятността от конфликти на политиката, възникващи от отклоняващи се макроикономически процеси или от национални политики, които не отчитат в достатъчна степен периметъра на действие на националните политики в еврозоната. Наблюдаваните трусове на финансовите пазари нарушават гладкото движение на паричните потоци в еврозоната и в ЕС и водят до увеличаване на рисковете за финансирането на големи дефицити по текущата сметка (*European Commission 2008d*). Въпреки че необходимостта от засилване на надзорната функция се отнася както за настоящите, така и за бъдещите държави-членки от еврозоната, съществуват макрофинансови предизвикателства, които са по-специфични за страните, които предстои да се присъединят към еврозоната. В тези страни се наблюдава значителен приток на капитали в условия на висока

възвръщаемост. Местните кредити бързо нарастват (в повечето страни от ниска база) в среда на ниски реални лихви (както общо, така и по отношение на спредовете), с високи очаквания за доходност и бързо развиващи и интегриращи се финансови сектори, водещи до значителни външни диспропорции. Ето защо е необходимо да се наблегне в по-голяма степен и да се провеждат по-често консултации по тези въпроси (както на техническо, така и на политическо ниво), за да не се допусне такива диспропорции да прераснат в заплаха за макроикономическата стабилност.

Една възможност за засилване структурата на надзора на нови държави – членки на ЕС извън еврозоната, се предлага чрез рамката на ВМ II, която е едновременно елемент на критериите за въвеждане на еврото и сама по себе си инструмент за насърчаване на номиналното сближаване. Тъй като все по-голям брой от тези страни се очаква да се включат в този механизъм през следващите години, то ВМ II би трябвало да се превърне в централна платформа за всеобхватен надзор, включващ въпроси както от макро-, така и от микроикономически характер, сходна с предлаганата на сегашните членки на ИПС. Това ще даде конструктивни насоки за бъдещите членки на еврозоната в процеса им на подготовка за влизане в ИПС.

Вътрешната програма: насърчаване на по-добре функциониращи пазари

Както вече бе отбелязано, реформите за подобряване функционирането на пазарите, макар да са в интерес на всички държави в ЕС, имат допълнително значение за еврозоната. Много от участващите в еврозоната страни се нуждаят от по-добре функциониращи пазари, които да дадат тласък на растежа, да увеличат способността на страните за приспособяване към специфични за тях икономически шокове и да компенсират загубата на инструмента на паричната политика. Както тук, така и в други доклади се признава, че от особено важно значение за ефективното функциониране на ИПС е постигането на напредък в засилването на конкурентоспособността и интеграцията на продуктовете пазари и пазарите на услуги, в това число и пазара за финансови услуги, адекватна динамика на заплатите, гъвкавост и сигурност на пазара

рите. Освен това системите за социални грижи трябва да бъдат изградени така, че да умножават ефекта от автоматичните фискални стабилизатори и генерираните от тях механизми за изглаждане, като създават стимули за работещите с цел адаптирането им към променящите се икономически условия, вместо да ги обричат на бездействие. Следва да се обърне внимание на това, че тези мерки на политиката са възложени като отговорност на държавите-участнички (например като политики на трудовия пазар) или са свързани с политики, в които ЕС играе важна роля (например интеграция на финансовите пазари, инфраструктурата и др.). Тези мерки на политиката са вече заложили в същността на Лисабонската стратегия за растеж и заетост, меродавна за всички държави в ЕС, и по този начин необходимата координационна рамка е вече в ход, макар че има още какво да се желае за по-нататъшното ѝ усъвършенстване.

Независимо от особеното значение, което структурните реформи имат за еврозоната, опитът показва, че присъединяването към еврозоната не е достатъчна мотивация за държавите-участнички да ускорят темпа на реформите. Дори напротив, в някои от случаите това е довело до забавяне на темпа на реформите. Задържащият фактор не е разногласие в целите и насоките на тези реформи, а по-скоро сериозни пречки на етапа на реализация. Ето защо е необходимо да се обмислят стъпките, които да бъдат предприети, за да бъдат увеличени стимулите за определящите политиката да провеждат структурни реформи. И действително, определящите политиката трябва да вземат предвид не само цената на структурната реформа в краткосрочен план, а да отчетат положителните ѝ ефекти за икономическите резултати в дългосрочен план. Това включва необходимостта от: а) разработване на механизъм за преглед на структурната реформа, чрез който да се проверяват очакваните ефекти от реформите върху потенциалния растеж, цените, финансовите пазари и публичните финанси, като се използват анализите, извършени в контекста на Лисабонската стратегия за растеж и заетост; б) използване на резултатите от този механизъм за преглед като база за координиране на структурната реформа, така че да се възприемат положителните вторични ефекти от реформите посредством паричната политика или други канали;

в) използване, когато е уместно, на съществуващите клаузи в ПСР, за да може в годишните оценки на програмите за стабилност и сближаване да се отчитат всички етапи на пакетите от реформи, наложили фискални разходи в краткосрочен план, които са покрити от фискални ползи на по-късен етап.

Икономиката на еврозоната вече се ползва от положителните ефекти, които финансовата интеграция в ЕС има върху изглаждането на растежа и потреблението. И все пак съществуват причини страните от еврозоната да искат да ускорят процеса на финансова интеграция на ниво ЕС. Първо, споделянето на обща валута позволява на тези страни да задълбочат интеграцията на определени финансови пазари, като например паричните пазари, пазарите на облигации и ипотечните пазари на едро. Съответно ползите за ефективността от финансовата интеграция могат да бъдат по-високи вътре в еврозоната. Второ, интегрираните финансови пазари насърчават по-унифицирано, а оттук и по-ефективно пренасяне на единната парична политика в цялата еврозона. Трето, еврото се очертава като потенциален конкурент на щатския долар в ролята му на световна валута. Потенциалът на еврото в този аспект обаче е неизбежно ограничен от факта, че то остава валута без поддръжката на единен финансов пазар. При отсъствието на адекватни финансови инструменти за портфейлни инвестиции еврозоната никога няма да може да се конкурира със САЩ като добро място за финансови инвестиции.

Сред областите, в които членките на еврозоната биха могли да се намесят, за да ускорят процеса на финансова интеграция, са механизмите за пазарно регулиране и надзор в рамките на ЕС. Рамката *Ламфалуси* служи като основно средство за изработване на последователна и ефективна регулаторна и надзорна рамка за ЕС. Все пак от значение е тази рамка да се развива бързо, за да е в крак с напредъка във финансовата интеграция. За тази цел членките на еврозоната могат да съдействат, като поемат необходимия политически ангажимент за осигуряване на по-висока степен на сближаване в областта на регулирането и надзора в ЕС като цяло. По същия начин те биха могли да поемат водеща роля за подобряване на механизмите на ЕС при управление и решаване на евентуални

презгранични финансови кризи с оглед значимостта на опазването на стабилността в една интегрирана финансова среда. От по-конкретен интерес за членките на еврозоната би било предприемането на мерки за увеличаване на ефективността на пазарите за деноминирани в евро държавни ценни книжа. Макар че тези пазари са в значителна степен интегрирани, тяхното функциониране може да се подобри, особено по линия на предлагането. Пазарът на държавни ценни книжа в еврозоната съответства по мащаб на щатския пазар на държавни облигации, но е значително по-слабо ликвиден поради фрагментираност на емисиите. Сега, изглежда, е подходящото време да се обмислят мерки, които да гарантират, че след десет години пазарът на държавни ценни книжа в еврозоната ще функционира с пълен потенциал.

Външната програма: засилване на глобалната роля на еврозоната

Предвид големия мащаб на икономиката на еврозоната, сравним само с този на САЩ, и ролята на еврото като основна международна валута ефектите от решенията на политиката и икономическите процеси в еврозоната се усещат в целия свят – и не на последно място защото глобалните финансови пазари действат като международен трансмисионен канал както никога преди. ИПС, с ориентираната си към стабилност рамка на икономическата политика, се е превърнал в опора на стабилността за световната икономика. В същото време растящият международен статут на еврото излага еврозоната на смущаващо портфейлно реструктуриране между основните международни валути. Еврозоната трябва да има готовност да посрещне тези нови отговорности и предизвикателства и да заеме и отстоява по-активно позициите си в международните икономически и финансови отношения както на многостранните форуми, така и чрез двустранните си диалози със стратегически партньори. Това може реално да се постигне само ако тя говори единогласно и въз основа на обща позиция. Това ще увеличи преговорната мощ на еврозоната на международната арена и в същото време ще намали разходите за международна координация както за еврозоната, така и за основните ѝ партньори. Общата външнотърговска политика на ЕС може да послужи за пример в това отношение.

Единогласието въз основа на обща позиция на международните форуми е амбициозна цел, която обаче е улеснена от общата парична и валутна политика, съчетана с координационните рамки в други области на политиката. Външното представителство на еврозоната обаче остава фрагментарно, а координацията между страните от еврозоната в него – недостатъчна. Това принизява икономическата тежест на еврозоната на международните форуми, макар че и ЕС, и еврозоната често се възприемат от другите страни като поддържащи прекомерно представителство (както по отношение на места, така и на гласове). Единственият възможен начин за еврозоната да приведе на практика влиянието си в синхрон с икономическата си тежест е посредством консолидиране на представителството си. Чрез засилване на ефективното си изборно право еврозоната същевременно ще успее да освободи така необходимото място за страните с формиращи се пазарни икономики да засилят участието си в международната финансова архитектура. Ползотворно би било това да се допълни с изборително засилване на двустранните макроикономически диалози със стратегически партньори и региони. Очевидно е, че тези цели не могат да бъдат постигнати за един ден; ето защо една стратегия за поетапно реализиране на целите изглежда реалистична насока.

Насърчаване на по-ефективно управление

Като цяло системата за икономическо управление на ИПС доказва, че отговаря на предназначението си. Възложените политически отговорности на институциите и инструментите за управление на икономическата политика на ИПС са надеждни и съобразени с необходимостта еврозоната да отговори на очертаните по-горе политически предизвикателства. Ето защо радикална промяна не се налага. Независимо от това институциите и практиките ще трябва да се развият с оглед засилване на ефективността и легитимността и за посрещане на бъдещи предизвикателства. Договорът предоставя възможности за по-нататъшно засилване ролята на системата за икономическо управление на ИПС.

От самото си създаване Съветът ЕКОФИН е форумът за вземане на решения по икономическата политика в ЕС. Предвид нарастващото припокриване между еврозоната и ЕС Съветът ЕКОФИН трябва да запази централна позиция в системата. Диапазонът му на действие, който обхваща целия ЕС, трябва да се използва за засилване на капацитета му, а където е уместно, и взаимодействието с други структури на Съвета. Това би могло да допринесе за по-последователен подход в рамките на неговите сфери на компетентност – и по-конкретно макроикономическа политика, финансови пазари и данъчно облагане.

От създаването на ИПС Еврогрупата е основната платформа за координиране на политиките по въпроси, свързани с конкретните отговорности на финансовите министри по отношение на единната валута. Неформалната роля на Еврогрупата насърчава открит и честен дебат и с времето доби популярност и значимост, особено след като определи първия си постоянен председател през януари 2005 г. Това изигра основна роля за създаването на по-балансирана програма и улесни диалога с другите институции и съответните социални партньори. Предвид неформалния си характер Еврогрупата е в подходящата позиция да продължи да играе активна роля за положителната координация на политиките и би било естествено да разшири тази си роля за координиране на структурните реформи, допълващи координационните процеси в целия ЕС. Като способства за макроикономическата перспектива на структурната реформа, Еврогрупата може да спомогне за намиране на балансиран отговор на предизвикателствата пред политиката, които излизат извън сферата на компетентност на финансовите министри, чрез въвеждане на макроикономическите и фискалните аспекти на структурните реформи в своите дискусии. По такъв начин Еврогрупата ще може да даде нови импулси в

дискусиите за реформите в държавите-членки и в ЕС като цяло.

С надграждане върху досегашния положителен опит би било възможно и ползотворно да постигне по-нататъшен напредък за ефективното функциониране на Еврогрупата. Това обаче изисква от членовете на Еврогрупата и да споделят отговорностите, целите и предизвикателствата, произтичащи от управлението на общата валута. Необходимо е участващите страни да покажат ясна политическа воля и да оглавят процесите, за да превърнат общото разбиране в целенасочено политическо действие по отношение както на вътрешно-, така и на външно-политическите програми. По вътрешната програма е нужна съвместна отговорност за рамката за макроикономическа стабилност на ИПС, което ефективно да предпази ЕЦБ от неспирни и неоснователни претенции, с които се цели дискредитиране на неговия мандат. По-доброто разпределяне на отговорностите също е необходимо за засилване капацитета на еврозоната за постигане на общи позиции, което ще позволи на председателя на Еврогрупата да стане пълноправен партньор в диалога по макроикономическата политика. Това, разбира се, означава, че ориентацията на Еврогрупата, израз на която дава нейният председател, ще се превърне в отправна точка за по-настойчивото преследване целите на общата програма на еврозоната. Еврогрупата трябва също да си постави за цел улесняване процеса на изграждане на доверие между настоящите и бъдещите членове на еврозоната. През следващите години най-значимото предизвикателство ще бъде осигуряването на безпроблемно и успешно разширяване на еврозоната, тъй като броят на участващите страни, както и тяхната разнородност, ще продължат да нарастват. Системата за управление трябва да бъде готова да посрещне това предизвикателство.

1. ВЪВЕДЕНИЕ

През първите десет години от съществуването си политическата програма на ИПС имаше за цел поддържане на макроикономическа стабилност посредством закотвяне на инфлационните очаквания и отстояване на фискалната дисциплина. Тази програма бе подкрепяна от политиките на ЕС за насърчаване на структурните реформи на стоковите, трудовите и финансовите пазари и справяне с отклоненията в макроикономическите показатели на страните. Все пак независимо от постигнатия напредък във всички тези цели на политиката е необходима още работа.

В част I на този доклад се прави една важна констатация за това, че изискването за поддържане на дисциплина в макроикономическата политика и постигнатите в това отношение резултати не водят автоматично до напредък в структурната реформа и пазарната интеграция, както и не гарантират високо качество и устойчивост на публичните финанси в дългосрочен план, нито безпроблемно разширяване и силно глобално присъствие на еврозоната. И все пак това са необходими условия за засилен растеж, гъвкаво приспособяване към сътресенията и гладко функциониране на ИПС като цяло и следователно трябва да присъстват с по-голям акцент в програмата за политиката. Нещо повече, както се посочва в част II от доклада, редица общо наблюдавани глобални тенденции изменят характера на тези политически цели и условия и засилват допълнително необходимостта от координирани политически действия на ниво еврозона.

Налице са също така силни политически основания за разработване на подходящи мерки на политиката на ниво еврозона за посрещане на новите предизвикателства:

- От самото си начало ИПС се смята за крайтъгълен камък в процеса на интеграция, обхващащ целия ЕС. Очевидно е, че разширяването на еврозоната трябва да бъде добре управлявано, но това трябва да се разглежда предимно като въпрос от временен характер. Въпреки че преходът към разширено членство в еврозоната е поэтапен процес, по презумпция в средносрочен план еврозоната и (сегашният) ЕС ще се сблизят. В крайна сметка еврозоната ще обхване всички страни в ЕС с изключение на тези,

които са избрали да не участват в еврозоната, в случай че продължават да поддържат избора си.

- Един добре функциониращ ИПС ще даде дивиденди и за функционирането на ЕС като цяло. Често се повдига въпросът за наличието на спорни въпроси между еврозоната и други държави-членки. От дългосрочна гледна точка обаче поддържането на една добре функционираща еврозона е от интерес за всички държави – членки на ЕС. Засилването на управлението на ИПС би било от полза еднакво и за сегашните, и за бъдещите членки на еврозоната, а в крайна сметка и за ЕС като цяло.
- Един добре функциониращ ИПС ще подпомогне ЕС в неговата роля на световен лидер. От решаващо значение е ИПС да си изгради обща позиция по глобалните въпроси както в макроикономическата сфера, така и в областта на финансовия надзор и регулиране. Доказаната му способност за засилване на външното представителство и поемането на отговорности в области, в които вече е световен лидер, ще има положително отражение в други области на политиката, в които ЕС желае да упражнява ролята на лидер извън обхвата на чисто икономическите въпроси, например устойчивото развитие, подкрепата на развиващите се страни, търговската политика, конкуренцията и човешките права.

Като отчита общите предизвикателства, пред които е изправен ЕС, и мотивацията за действие на ниво еврозона, част III на доклада предлага програма от три основни точки:

- По отношение на **вътрешнополитическата програма** – разширяване и задълбочаване на макроикономическия надзор на ИПС и насърчаване на националните политики за постигане на по-добре функциониращи пазари в ИПС (глава III.2);
- По отношение на **външнополитическата програма** – засилване ролята на еврозоната на световните форуми за икономическо управление в условията на бързо променящата се глобална обстановка (глава III.3);

- Подобряване ефективността на управлението на еврозоната (глава III.4).

Тъй като в повечето области началото вече е поставено, необходимо е развитие, а не радикални промени в курса на политиката.

Възлагането на отговорности в политиката в рамките на ИПС изглежда адекватно, а предлаганите политически действия напълно съответстват както на буквата, така и на духа на Договора по отношение на икономическото управление.

2. ВЪТРЕШНА ПРОГРАМА

2.1. ПРЕДПОСТАВКИ

Опитът по прилагане на политическата рамка на еврозоната в различните области на политиката е различен. Паричната политика поддържа ценовата стабилност без неоправдано високи лихвени проценти и с дългосрочни инфлационни очаквания устойчиво близо до дефиницията на ЕЦБ за ценова стабилност. Фискалните политики са допринесли за поддържане на макроикономическата стабилност в ИПС. За последната година е постигнат внушителен напредък във фискалната консолидация, така че с дефицит от само 0.6% от БВП за 2007 г. – сравнено със средно 4% и през 80-те и през 90-те години – еврозоната постигна един от най-добрите резултати за десетилетия. Фискалната консолидация, основана главно върху ограничаване на публичните разходи, подкрепя макроикономическата стабилност, а процикличността на фискалните политики, макар и не напълно премахната, е намалала значително от въвеждането на еврото. Премахването на националната парична политика и на валутния курс като инструмент се очакваше да ускори структурните реформи в полза на растежа. Но противно на първоначалните очаквания структурните реформи се провеждат със забавен темп и частично. Въпреки ролята на единната валута за тласък на производителността потенциалният растеж остава нисък. Докато заетостта стремително нараства, производителността забавя темп главно поради недостатъчна модернизация и инвестиране в човешкия капитал.

В бъдеще глобалните тенденции, очертани в част II, ще поставят високи изисквания пред макроикономическото управление в еврозоната. Глобализацията, поскъпването на храните и на енергийните ресурси и ускореното застаряване на населението ще поставят предизвикателства по отношение на растежа, макроикономическата стабилност, капацитета за изглаждане, устойчивостта на социалноосигурителните системи и разпределението на доходите и богатството. Те ще породят политически предизвикателства, които са особено актуални за еврозоната предвид относително ниския ѝ потенциал за растеж, сравнително по-слабия ѝ капацитет за изглаждане и уязвимостта ѝ предвид застаряването на населението.

Съществуващата политическа програма на ИПС е по принцип добре пригодена за справяне с непрекъснатите промени в типологията на шоковете, като тези по линия на предлагането (например във връзка с енергията, храните, климата и технологиите) и общите шокове (например световните финансови сътресения), които взимат връх над класическите, специфични за дадена страна шокове на търсенето (в това число и шоковете, произтичащи от политиката). От една страна, паричната политика трябва да е в състояние да се справи с общите шокове на търсенето на ниво еврозона. Все пак, тъй като тези шокове водят до асиметрични ефекти – поради различията между страните по отношение на икономическата структура и зависимостта от външната търговия и финанси, – те, в съвкупност с шоковете на предлагането, ще трябва да бъдат посрещани главно чрез пазарни реакции и с помощта на автоматичните фискални стабилизатори, доколкото бюджетните позиции позволяват това. Важно е да се отбележи, че подобрените пазарни реакции, подкрепени от социалните модели на сигурност срещу гъвкавост, ще дадат дивидент под формата на засилен растеж, по-спокойно вътрешно изглаждане и по-добри социални резултати.

Макар че притесненията относно разочароващите показатели за растеж и устойчивите диспропорции вътре в еврозоната се споделят от всички, липсва политическата воля за решаване на тези проблеми. Възможно е принос за това до известна степен да имат промените, които ИПС въведе в институционалната среда. Преди ИПС на конкурентоспособността се гледаше като на приоритетна област както от определящите политиката, така и от финансовите пазари предвид възможността за (потенциално скъпо) изравняване на номиналния валутен курс. Структурните реформи бяха допълнително мотивирани от необходимостта да се подготви икономиката за ИПС. Вътре в еврозоната, напротив, приоритетите на надзора се пренасочиха към устойчивостта на публичните финанси в качеството им на крайъгълен камък на един добре функциониращ паричен съюз. Вниманието, което се отделяше на инфлационните диференциали, реалните валутни курсове и текущите сметки, намалая. Присъединяването към общата валута, изглежда, отслаби стимули-

те за предприемане на структурни реформи, тъй като проблемите с конкурентоспособността в зоната вече не водеха до натиск върху валутните курсове и рисковите премии.

Тази глава предлага на съответните политически дейатели, т.е. Комисията, Съвета, Еврогрупата, Европейския парламент, ЕЦБ и държавите-членки, да задвижат вътрешна за еврозоната програма, съдържаща три компонента:

- *Задълбочаване на координацията и надзора на фискалната политика.* Ефективният фискален надзор не трябва да спира, когато дадена държава престане да отчита прекомерен дефицит.

Координацията на фискалната политика трябва да насочва националните бюджети през икономическите цикли и в благоприятни, и в неблагоприятни времена. Надзорът трябва да се използва за осигуряване на устойчивост на публичните финанси с оглед на бъдещите поколения и да бъде настроен да направлява публичните разходи и данъчното облагане в благоприятстваща растежа насока. Ефективните средносрочни фискални рамки на национално ниво ще позволят на автоматичните фискални стабилизатори да функционират в рамките на ПСР, докато същевременно ще приспособяват структурата на публичните разходи към структурните и цикличните потребности на икономиката.

- *Разширяване на макроикономическия надзор в ИПС извън рамките на фискалната политика.* Въпреки разработената и съгласувана всеобхватна рамка за фискален надзор в ИПС страните може да се съобразяват с изискванията на ПСР и в същото време да продължават да трупат вътрешни и външни диспропорции, като например устойчиво по-висока инфлация и/или растящ дефицит по текущата сметка. Налице е явна нужда от разширяване на надзора за преодоляване на макроикономическите отклонения, и по-конкретно с цел оценка на това, дали отчетените отклонения са благоприятни, т.е. следствие от процеса на изравняване на доходите или като част от обичайното изглаждане, или са опасни, т.е. отразяват неефективно изглаждане, и съответно да бъде оказано съдействие на засегнатите страни за

намиране на ефективни решения, преди отклоненията да са се задълбочили.

- *По-добро интегриране на структурните реформи в подхода за общо координиране на политиките в рамките на ИПС.* При отсъствието на номинално изглаждане чрез вътрешни валутни курсове от основно значение е засилването на други канали за абсорбиране на шоковете. Ето защо ускоряването на реформите – разбира се, приветствани в ЕС като цяло – е абсолютно задължително за еврозоната. Предвид значението на структурните реформи като източник на растеж и гъвкаво изглаждане става необходимо да се усилят стимулите за държавите-членки, за да ги осъществят. Трябва да се следват три насоки: по-засилено наблюдение на препоръките на еврозоната, посочени в Лисабонската стратегия; засилване на политическите стимули, залегнали в координационната рамка на ИПС, и набелязване на подходящата последователност от реформи.

Страните, желаещи да се присъединят към еврозоната, са изправени пред сходни предизвикателства за растежа и изглаждането, независимо от известна разлика в сроковете и мащаба. Предприемането на такива реформи преди въвеждане на еврото е от решаващо значение за тези държави, за да са сигурни, че ще се възползват напълно от присъединяването към еврото.

Предложените действия на политиката като част от вътрешната програма на еврозоната са важни предпоставки за успешното завършване на външната програма. Макар че нарастващата международна роля на еврозоната предоставя много възможности, тя носи и предизвикателства и отговорности, на които може да се намери ефективно решение само ако се постигне напредък по вътрешната програма.

2.2. ЗАДЪЛБОЧАВАНЕ НА БЮДЖЕТНИЯ НАДЗОР

Както е посочено в глава I.5 и глава II.5, системата за фискален надзор на еврозоната е подобрена фискалната дисциплина, но все още не е осигурила дългосрочна устойчивост. Положи-

телното е, че фискалната политика е по-добра след стартирането на ИПС в сравнение с един по-дълъг период преди това. Като цяло, фискалната рамка на ИПС е довела до най-добрите бюджетни позиции от 1973 г. насам. Все пак координирането на усилията на държавите-членки за такова изглаждане се оказва тежка задача, особено в началните години от функционирането на ИПС, и не е ясно дали всички държави-членки следва да поддържат импулса за консолидация. Що се отнася до цикличните характеристики на фискалната политика, две наблюдения правят впечатление. Първо, прекомерните дефицити в някои държави-членки могат да се проследят назад до момента на фискално разточителство при цикъла на подем, което не е напълно елиминирано. Второ, клаузите на ПСР все още не предоставят ясни стимули за държавите-членки за постигане на разумни позиции, близки до баланс или излишък, което на свой ред води до риска от фискално затягане при забавяне темповете на икономиката, ако държавите-членки не са формирали достатъчно буфери в благоприятни периоди.

2.2.1. Укрепване на предпазния лост на Пакта за стабилност и растеж

Задълбоченият бюджетен надзор следователно ще трябва да включва непрекъснато щателно прилагане на корективния лост на ПСР и подобрен предпазен лост. От реформата на ПСР през 2005 г. прилагането на корективния лост – който придава конкретна форма на процедурата при прекомерен дефицит, посочена в Договора, и е от съществено значение за подкрепата на единната валута – е категорично подобро. След реформата процедурата е успешно прилагана във всички случаи, в които фискалните дефицити са превишавали 3% от БВП, като засегнатите страни положиха съвестни усилия, за да постигнат съответствие с изискванията, и по този начин затвърдиха действието на основаната на правила рамка на ИПС. В резултат през 2007 г. нито една държава от еврозоната не отчита дефицит над референтната стойност.

Ефективният фискален надзор не трябва да спира, когато дадена страна престане да отчита прекомерен дефицит. Координацията на фискалните политики трябва да насочва национал-

ните бюджети през икономическите цикли както в благоприятни, така и в неблагоприятни времена. Надзорът в благоприятни за икономиката периоди трябва да служи за недопускане на прегряване и да предотвратява неустойчиво развитие на публичните финанси в резултат от фундаментални бюджетни нарушения, маскирани с прекалено благоприятни прогнози за растеж, какъвто бе случаят в началото на 2000 г. Надзорът в неблагоприятни за икономиката периоди трябва да помага на страните, които имат свобода по отношение на фискалната политика, да се ползват мъдро от нея, а на страните с фискални ограничения – да следват устойчив курс на консолидация.

Предпазният лост на Пакта има за свой основен фокус планиране в средносрочен план, подкрепа и натиск от останалите членове на групата и обмен на най-добри практики. Принудителните механизми, които правната рамка предвижда, са също по-меки от тези на предпазния лост. За разлика от процедурата, която предпазният лост на ПСР прилага при прекомерен дефицит, той не предвижда предварително дефинирани и систематизирани корективни действия, а разчита на насърчаване и съблюдаване на общите цели и изисквания, за да се даде възможност за циклично изглаждане и същевременно подобряване на дългосрочната устойчивост на публичните финанси.

Рамката на ревизирия ПСР и сегашните клаузи на Договора съдържат три инструмента, които изглеждат особено обещаващи за постигане на по-засилен предпазен лост. Те се отнасят за: а) приемане на средносрочни фискални рамки, б) общи правила за поведение при формирането на фискалната политика, и в) повишаване точността на диагностициране на показателите, които носят информация за циклични позиции. Четвъртото предложение се отнася до проучване на възможността на ПСР за повишаване на стимулите за провеждане на структурни реформи. То е разгледано по-долу в тази глава.

2.2.2. Средносрочни фискални рамки

Фискалният надзор трябва да бъде приспособен за направляване на фискалното поведение през икономическите цикли, и особено в бла-

гоприятни за икономиката периоди, като средство за справяне с проциклично ориентирани фискални политики и за да се гарантира, че фискалните политики по-скоро способстват, отколкото утежняват процесите на изглаждане в ИПС. Предвид близкото предизвикателство, произтичащо от застаряването на населението, ясно е, че стои важната задача за привеждане на предпазния лост на ПСР в максимално ефективна форма. Надзорът трябва да бъде използван за осигуряване на устойчиви публични финанси за бъдещите поколения.

Приемането на средносрочни фискални рамки на национално ниво би могло да бъде от значителна полза за постигане на стабилни и устойчиви публични финанси. За да бъдат ефективни, тези рамки трябва да обхващат добре разработени правила за разходване на средства, което ще позволи на автоматичните стабилизатори да действат в рамките на ПСР, и в същото време да привеждат структурата на публичните разходи в съответствие със структурните и цикличните нужди на икономиката.

Анализ на опита на държавите-членки в постигането на целите, начертани в програмите им за стабилност, показва, че в две трети от случаите реалните резултати не достигат планираните. Разликата между планирано и постигнато обикновено е по-голяма в началните години от прилагане на програмите и основните причини за непостигане на заложените бюджетни цели трябва да се търсят в разходната страна на бюджета. В категорично по-голямата част от случаите (75%) правителствените разходи нарастват по-бързо от планираните. Тези резултати ясно показват, че в механизмите на текущите бюджети на държавите-членки липсват основни елементи за успешното изпълнение на средносрочните цели. Такъв един елемент е например отчитането на бюджетната динамика за дълъг период с помощта на многогодишни бюджетни рамки, институционални похвати, които дават възможност на фискалните власти да разширят хоризонта на определяне на фискалната политика извън рамките на годишния бюджетен календар.

Наличните данни потвърждават, че при контролирането на други фактори разчитането на работена средносрочна бюджетна рамка може

значително да допринесе за намаляване на несъответствието между планове и резултати (*European Commission 2007h*).

Надзорът трябва също да бъде приспособен да съдейства за направляване на публичните разходи и данъчното облагане в благоприятстваща растежа насока посредством получаване на по-добра равностойност срещу парите на данъкоплатците, с по-малко отклонения, по-засилен акцент върху човешкия капитал и инфраструктурата и по-високи стимули за разкриване на работни места и дейности. Реформите в програмите за разходи за социални цели, чиято цел е гарантиране на по-добра защита на доходите и засилване на стимулите за труд (т.нар. сигурност срещу гъвкавост) също биха допринесли значително за засилване на устойчивостта и качеството на публичните финанси, както и за по-добри характеристики на бюджетите от гледна точка на макроикономическата стабилизация.

2.2.3. Набор от общи принципи

ПСР е критикуван за това, че е „обстоятелствен в правилата и лаконичен в принципите“. Идеята тук е била да се въведат редица правила, които насочват формирането на фискалната политика в ИПС, така че да се избегне прекомерна намеса, която е особено опасна в условия на паричен съюз. Общите правила на поведение при определяне на фискалната политика могат да спомогнат за избягване на безотговорно поведение, и по-конкретно за по-добро реагиране на икономически шокове с последици за бюджета.

Реформата на ПСР в известна степен отговори на тази критика, като определи, че основание за устойчивост в една средносрочна фискална стратегия надхвърля прага от 3% от БВП по Договора, и посочи общи принципи на поведение на фискалната политика във връзка с условията на цикличност.

Би могло да се предвиди по-нататъшно развитие на принципите, заложи в Договора и в ПСР. Това би могло да се осъществи под формата на кодекс на поведение на фискалната политика. Елементите на този кодекс на поведение биха могли да включват:

- *принципа и основанието за по-активен отговор на фискалната политика при шокове на предлагането.* Такъв е случаят, в който засилената в условия на паричен съюз склонност към намеса е изключително непродуктивна. Потенциалът за конфликт с паричната политика би се влошил в случай на експанзионистични реакции на фискалните политики спрямо нежелателни шокове на предлагането, тъй като това би наложило насочване на усилията за стабилизиране на производителността около „погрешното“ равновесно ниво. Пример в това отношение е фискалното разхлабване като реакция спрямо петролния шок;
- *правила на поведение при управление на шокове на публичните финанси в средносрочен хоризонт.* Те биха могли да обхванат в частност и начина, по който бюджетната политика се очаква да реагира на „непредвидено високи (или ниски) данъчни постъпления“.²³³ Както колебливостта на съвкупната данъчна еластичност, така и тенденцията за увеличаване на разходите предполагат принципа на разпределяне на извънредните приходи от данъци в съчетание с придържане към номинална средносрочна траектория на разходите. Освен че ще бъде в съответствие със стандартните изисквания за изглаждане на доходите, този принцип ще отразява и многобройни доказателства за условията за успешна фискална консолидация, които потвърждават ключовата роля на контрола върху разходите;
- *принципа и методите за обща оценка на ефектите от националните фискални политики за еврозоната като цяло.* В момента прегледът на програмите за стабилност се прави само по отделни страни, като се акцентира изрично върху устойчивостта на бюджета. Ето защо прегледите не дават възможност за оценка на вторичните ефекти от икономическата политика, които ИПС се предполага да засилва. Прилагането на съвместен анализ на отраженията от националните фискални планове за еврозо-

ната като цяло може да доведе до систематично наблюдение на презграничните последици от националните фискални политики. Това може да включва проверка на презграничната съгласуваност на макроикономическите сценарии, особено по отношение на динамиката на търговията и конкурентоспособността.²³⁴ Оценката на вторичните ефекти трябва да се основава на иконометрични симулации на ефекта от промените във фискалната политика, предвидени в програмите, например спрямо изходно положение на политиката без предвидени промени²³⁵ и други алтернативни сценарии за регулиране;

- *аналитична рамка за оценка на ефекта на разходите за структурни реформи върху бюджета,* която може да оправдае отклонения от средносрочната цел. Този въпрос е разгледан по-нататък като предложение за засилване на стимулите за структурни реформи;

- *дефинирането на обхвата и методите за преценка на това какви и в кои случаи други, различни от фискални, мерки биха били от полза за избягване появата на значителни макроикономически диспропорции или за тяхното преодоляване.* Например регулирането на диспропорции на финансовите пазари или влошаване на конкурентоспособността може да наложи мерки на политиката, пряко насочени към въпросната област, при което на фискалната политика се отрежда само ограничена роля. Както е разгледано по-долу като част от разширяването на надзора, това ще бъде от особено важно значение за страните, които, въпреки че формално спазват посочените в Договора критерии, са изложени на макрофинансови рискове.

²³⁴ От програмите се очаква да се основават на общи външни допускания, предоставяни от Комисията, например за световната търговия, растежа в ЕС, цените на петрола. На практика не при всички случаи е така, и което е по-важно, това оставя значителни празноти, които водят до несъгласуваност на прогнозираната динамика във вътрешната за еврозоната търговия и конкурентоспособност.

²³⁵ Например прогнозите на Комисията предоставят естествена референтна стойност.

²³³ В миналото извънредните постъпления от данъци водеха до прекалена намеса от страна на определящите фискалната политика и засягаха стабилизационната ѝ функция.

Цел: доразвиване на Договора и на фискалната рамка на ПСР под формата на набор от общи принципи за фискално поведение.

2.2.4. Подобряване на диагностициращата точност на цикличните бюджетни показатели

Набраният опит показва, че процикличната фискална политика до известна степен се е дължала на проблеми с измерването.²³⁶ Това е възпирало постигането на устойчиви фискални позиции по следните начини: погрешна оценка на условията на цикличност, погрешно тълкуване на извънредните бюджетни приходи, и подценяване на реалната динамика на разходите. Едно по-добро познаване на краткосрочните колебания е предпоставка за по-точна оценка на съответната бюджетна позиция. По този начин една по-вярна оценка на условията на цикличност в реално време и подобрени методи за проследяване на краткосрочните изменения в еластичността или извънредните данъчни приходи, както и по-строги принципи за формулиране на макроикономическите допускания биха довели до чувствително подобрение на инструментариума за фискален надзор. Две конкретни предложения за формиране на по-разумни показатели, които биха спомогнали да се избягнат неприятни изненади в неблагоприятни икономически периоди, включват:

- *Оценката на условията на цикличност в реално време може да се подобри чрез комбиниране на приблизителни оценки на спада в производителността с допълнителни показатели.*²³⁷ Броят на потенциалните кандидати е сравнително голям. По принцип всички показатели, които се очак-

ва да отразяват или симулират циклични процеси, биха били от полза, например темп на инфлация, промени в равнището на безработица, лихвени проценти, реални валутни курсове и/или салдо по текущата сметка. Основното предимство се състои в това, че за разлика от приблизителните оценки на производствения дефицит в реално време, които се приближават към „действителната“ стойност едва след няколко години, допълнителните показатели в реално време обикновено подлежат на по-малко промени. Тъй като тези допълнителни показатели са във взаимовръзка с „действителния“ производствен дефицит, измерен впоследствие, те биха могли да се подобрят при оценка на цикъла в реално време.

- *По-точна оценка на приходите от данъци за установяване на извънредни приходи.* Общоприетият метод за изчисляване на циклично изгладените салда, използван в рамката за фискалния надзор на ЕС, допуска постоянна взаимовръзка между данъчните приходи и икономическата дейност.²³⁸

Този подход може да има нежелателни последици за анализа на фискалната политика в случай на значителни автономни увеличения на данъчните постъпления, тъй като те биха могли да бъдат оценени като структурни и да изкушат определящите политиката да увеличат разходите или да намалят данъчната тежест. От концептуална гледна точка съществува относително добро разбиране за причината, поради която връзката между данъчните приходи и съкупното равнище на икономическата дейност не остава стабилна във времето. Главните причини за краткосрочните колебания в данъчната еластичност са свързани или със структурата на растежа на БВП, или с колебания в цените на активите.²³⁹ Така например стимулираният от потреблението растеж обикновено води до по-високи данъчни приходи в сравнение с растежа, при който определящ фактор е износът.

²³⁶ Недостатъкът на прогнозите при разпознаване на повратни моменти е общопризнат и съществуват данни за това, че държавите-членки са склонни да базират бюджетите си на твърде оптимистични прогнози. За приложенията в ЕС виж например Melander et al. (2007) по първа точката и Jonung & Larch (2004) по втора точка.

²³⁷ По този начин също ще се вземат предвид клаузите на кодекса на поведение, според който „определянето на даден период като икономически благоприятен трябва да бъде предхождан от цялостна икономическа оценка“.

²³⁸ Този метод се основава на спецификата на упражняването на бюджетен надзор, което включва предвиждания. Най-добрият прогностичен показател за данъчна еластичност за бъдещи периоди е средната величина за изминал период.

²³⁹ Виж Girouard & Price (2004), Morris & Schuknecht (2006), Deruennes & Larch (2007).

Бумът в цените на активите може да даде гласък на данъчните приходи посредством ефекта на благосъстоянието.

Цел: по-систематична и точна оценка на цикличните позиции в реално време; по-вярна оценка на цикличните колебания в данъчните постъпления с оглед засилване на предпазния лост на ПСР.

2.3. РАЗШИРЯВАНЕ НА МАКРОИКОНОМИЧЕСКИЯ НАДЗОР

Макар че паричната политика ще продължи да осигурява ценова стабилност, а задълбоченият бюджетен надзор ще се стреми да подобрява устойчивостта и да осигурява по-добро качество на публичните финанси, съществува очевидна нужда от разширяване на надзора за справяне с макроикономическите отклонения. Вторичните ефекти, произтичащи от силната взаимосвързаност на държавите – особено на споделящите обща валута, – са една от главните причини за макроикономическа координация и надзор, нуждата от които нараства с все по-засилващата се интеграция на икономиките. Ето защо е необходимо да се направи оценка на наблюдаваните отклонения, за да се види дали те са благоприятни (т.е. отразяват процеса на изравняване на доходите или са част от нормалното изглаждане) или опасни (т.е. отразяват неефекасно изглаждане) и съответно да се помогне на засегнатите страни да намерят навреме решения, преди отклоненията да са се задълбочили.

2.3.1. Измерение, специфично за ИПС

Многостранният надзор се прилага за всички държави – членки на ЕС. С оглед на общата валута, а заедно с това и с оглед невъзможността за коригиране дори на много големи макроикономически диспропорции с помощта на паричната или валутната политика ефективният икономически надзор придобива допълнително значение за държавите-членки от еврозоната.

Макар премахването на движението на вътрешните валутни курсове да означава, че проблемите на конкурентоспособността не са толкова неотложни, в смисъл че не налагат незабавно действие от страна на политиката, те все пак

оказват влияние върху функционирането на икономиката. В глава II.4 бе показано, че изглаждането с помощта на пазарните механизми, и главно чрез канала на конкурентоспособността, се осъществява с бавни темпове. Държавите-членки могат да предприемат дискреционни политически мерки за преустановяване на тези диспропорции или да смекчат техния ефект. Евентуалното преустановяване на тези диспропорции би могло да има значително отражение върху фискалната позиция или върху цялостната икономика на страната, а отгук и да породи смущения за еврозоната като цяло. В зависимост от мерките на политиката, предприети за справяне с тези диспропорции, някои от останалите държави-членки биха могла да се окажат с отслабени конкурентни позиции в еврозоната.

Причината за по-задълбочен надзор идва от общия интерес на държавите-членки да избягват прегряване или подчертано и продължително изглаждане на конкурентоспособността, тъй като това води до пренасяне на вторични ефекти чрез паричната политика. Тъй като поддържането на ценова стабилност за еврозоната като цяло е равностойно на поддържане на производителност близо до потенциала, продължителните отклонения от потенциала в група страни би имало последици за останалата част от еврозоната, изразени в трайно нереализиране на производствения потенциал. Нещо повече, необходимо е специфичните за отделните страни механизми на изглаждане да се поддържат в съответствие с надеждна насока на макроикономическата политика в еврозоната като цяло и по този начин да не затруднят възможностите на паричната политика да поддържа ценова стабилност и на фискалната политика да осигурява устойчиви държавни бюджети.

Друго предизвикателство за макроикономическия надзор в ИПС произтича от ролята на финансовите пазари да влияят върху стимулите за провеждане на стабилизационна фискална политика и насърчаване на структурните реформи.

Ползите от финансовата интеграция за стимулиране на икономическия растеж и улесняване абсорбирането на шокове в рамките на ИПС са съпътствани от специфични рискове от икономически спад. По-конкретно, съчетанието от

по-слаба финансово-пазарна дисциплина при отсъствие на валутен риск и по-голям достъп до международния капитал чрез пазарната интеграция предоставя по-голяма възможност на държавите-членки да трупат вътрешни и външни диспропорции, които след време биха могли да излязат извън контрол.

Един допълнителен важен аспект е очакваното нарастване на хетерогенността на икономическите структури в еврозоната. Докато, от една страна, специализацията дава възможност за повишаване на благосъстоянието по пътя на търговските взаимоотношения, навлизането на малки, високо специализирани икономики може да увеличи риска от отраслови шокове. Повечето от новоприсъединените държави в ИПС ще бъдат в процес на изравняване на доходите, някои от които най-вероятно ще имат значителни дефицити по текущите си сметки, което допълнително засилва важността на непрекъснатото наблюдение на динамиката на факторите, определящи конкурентоспособността и икономическото изглаждане, и пренасянето както на паричната, така и на фискалната политика.

Поради споделянето на единна валута всички държави-членки имат интерес партньорите им да не допускат прегряване или подчертано и продължително изглаждане на конкурентоспособността. Те също така имат общ интерес от това държавите-членки да не решават проблеми на конкурентоспособността с помощта на мерки, които са за сметка на съседни държави или на общата политика на ЕС, или на отворените пазари изобщо. Легитимността на ИПС и приемането на ограничения обхват от инструменти на политиката, които паричният съюз предлага, биха могли да бъдат дискредитирани от слабо функциониране на икономиките в отделните държави-членки, и по-конкретно, ако определящите политиката се изкушат да използват ИПС като изкупителна жертва за неуспеха на националните си политики.

Цел: по-бързо и систематично сигнализиране за вътрешни и външни диспропорции, както и за фискалните диспропорции, между страните-членки и страните-кандидатки за еврозоната.

2.3.2. Надграждане върху съществуващата схема

Основната цел на макроикономическата координационна рамка на ЕС е да гарантира, че икономическите политики, провеждани на ниво ЕС и на национално ниво, водят до цялостна последователна политика и, когато е възможно, до синергии. Поради тази причина Договорът предвижда, че „държавите-членки провеждат икономическите си политики като въпрос от общо значение и ги координират в рамките на Съвета“ (чл. 99). Икономическите политики се координират чрез двата инструмента, посочени в Договора. Първият инструмент е приемането на „общи насоки за икономическите политики на държавите-членки и на Общността“, които сега се приемат като част от пакет от Интегрирани насоки, представляващи опорни точки на Стратегията за растеж и заетост. Вторият инструмент засяга наблюдението на икономическите процеси във всяка една държава-членка и в ЕС въз основа на докладите на Европейската комисия. Първият инструмент осигурява рамка за предварително обсъждане на мерките на националната политика от гледна точка на еврозоната, а вторият позволява последваща оценка.

По-широкият надзор може да се доизгради върху съществуващата схема, използвана за бюджетния надзор. В това отношение макроикономическата координация се фокусира върху програмите за стабилност и сближаване, които представят бюджетните стратегии на държавите-членки, съдържащи наред с другото и средносрочната бюджетна цел на държавата, базисните икономически допускания, както и описание и оценка на мерките, чрез които ще се постигне целта на програмата. Съветът ЕКОФИН прави все по-задълбочена оценка на икономическите процеси и промените в бюджета във всички държави от ЕС в рамките на годината посредством оценяването на тези програми. В този контекст Еврогрупата прави оценка на Програмите за стабилност на държавите-членки от еврозоната, като използва своя неформален характер, за да дискутира по-задълбочено съдържанието на програмите и икономическите последици от тях, и следи за евентуални макроикономически диспропорции. Заключениеята от дискусиите в Еврогрупата подпомагат официалния процес на консултации и надзор на ЕКОФИН.

Въз основа на докладите на Комисията Еврогрупата може да разменя становища по насоките на политиката, отнасящи се до функционирането на ИПС, и да наблюдава спазването на тези насоки от страна на държавите-членки. По отношение на фискалната политика тя вече е част от рамката на годишния средносрочен преглед на бюджета, който се осъществява през пролетта на всяка година, преди националните бюджетни процедури. По време на този средносрочен преглед на бюджета Еврогрупата оценява промените в националните бюджети и последствията от тези промени за еврозоната като цяло в хоризонтална перспектива. Подобен механизъм съществува и за структурните политики. Еврогрупата се договори за насоки и препоръки като част от Интегрираните насоки, които се прилагат изключително за държавите-членки от еврозоната. Оценката на тяхното изпълнение стана съществена част от процеса на координиране на политиките, изискван от Интегрираните насоки, като включва доклад на Комисията, неформални дискусии в Еврогрупата и официално приемане от ЕКОФИН.

Тъй като държавите-членки ще останат основните фигури, механизмите трябва да се доразработят така, че по-добре да отчитат предизвикателствата за политиката, общи за цялата еврозона, презграничните вторични ефекти от реакциите на политиката и ползите от общите подходи. Целта е да се засили механизъмът на експертната оценка, за да се насърчат държавите-членки да предприемат адекватни мерки за решаване на проблемите с конкурентоспособността. Наблюдението на ниво еврозона трябва да насочи вниманието на министрите на финансите все повече към значимостта на въпросите от гледна точка на еврозоната. Това може да предизвика и национални дискусии и да съдейства за своевременни и ефективни действия на ниво държава-членка.

Въпреки че не е необходимо основно преразглеждане на сегашните процедури на политиката в ИПС, все пак няколко процедурни нововъведения може да допринесат за подобряване ефективността на икономическата координация. От гледна точка на практическите последици за политиките разширяването на рамката на икономическия надзор ще се осъществи на три етапа:

- задълбочаване на общото разбиране на основните икономически концепции и ролята, която политиките играят в този процес;
- създаване на инструменти за диагностициране и на показатели, които ефективно регистрират и своевременно оценяват съответните промени, като подпомагат смисления обмен на политически решения;
- разработване на насоки за политиките;
- въвеждане на рамка за наблюдение на мерките на политиките, която включва и предварителна размяна на информация.

С времето бе създадена сложна аналитична рамка за фискалната политика, обхващаща тези аспекти. Реформирането на Пакта за стабилност и растеж доказа, че съществуването на кодекс на поведение за бюджетните политики оказва съществено влияние върху начина на провеждане на политиките.²⁴⁰ Като поука от този опит могат да се създадат кодекси на поведение в други области, като се базират на отмяната на чл. 99, и евентуално да доведат до допълнително вторично законодателство. Таква кодекси на поведение представят едно общо разбиране на даден проблем и най-добрите начини за решаването му. Те може да дават дефиницията на проблема, да изясняват процедурите и да предоставят насоки за уместните реакции.

Основното при формулирането на икономическата политика в еврозоната все още е функционирането на националните икономики. По-доброто интегриране на процесите в ЕС с националните процеси ще бъде полезна крачка към управлението на една голяма и много по-затворена икономика. Относно сроковете на бюджетните процедури представена бе идеята за шестмесечен срок в ЕС, последван от национален шестмесечен срок. Макар предложението да бе прибързано при първото му представяне през 2004 г., оттогава е постигнат напредък в това отношение с дискусиите за средносрочния преглед на бюджета. Подобен процес на плани-

²⁴⁰ То обхваща самия реформиран ПСР, както и по-подробния кодекс на поведение за неговото прилагане.

ране може да се предвиди и за други области, като евентуално се основава на намеренията, декларирани в Националните програми за реформи от Лисабон, а дори и да бъде по-регламентиран, отколкото при бюджетните процедури, с цел да се постигне по-силно взаимодействие на националните политики с тези на ЕС.

Въпреки че се предлага да се усъвършенства координацията от надзорен тип, тази линия може да се доразвие в общо разбиране за подходящите реакции на политиката при шокови ситуации в отделни държави (виж по-горе предложението за широките принципи на поведение при фискалните политики). В дългосрочен план се очаква определящите политиката от участващите държави-членки да постигнат съгласие, например под формата на кодекс на поведение, относно процедурите за издаване на препоръки към членовете на еврозоната в тази област и относно очакваните действия от страна на държавите-членки в отговор на препоръките.

Като се фокусира върху широките икономически процеси и оценява икономическите предизвикателства, една интегрирана координационна рамка има възможността да установява подходящите реакции на политиката, гледайки повече в перспектива. Освен че дава насоки за определяне на политиката на национално ниво, тази система може да помага за изготвянето на стратегии, насърчаващи последователното изпълнение на ключови политически решения през следващите години на ниво ЕС. По този начин икономическият надзор в еврозоната може да бъде началният момент на иницирането на политически дискусии, например първо с неформален характер в Еврогрупата, а по-късно и официално в ЕКОФИН, по въпроси, които влияят върху осъществяването на икономическите решения в паричния съюз, и така да допринесе за по-добро планиране на политиката в ЕС.

2.3.3. Разширяване обхвата на макроикономическия надзор и включване на конкурентоспособността и макрофинансовите рискове

Разширяването на надзора има за цел по-добро интегриране на надзора над фискалните и другите макроикономически въпроси. Разширяването на съществуващите надзорни процедури

за държавите-членки от еврозоната цели да се създаде ефективна система за ранно предупреждение за икономическите тенденции на ниво държава-членка, които могат да окажат влияние върху фискалните и финансовите процеси и върху промените в конкурентоспособността. Вече е въведена цялостна рамка за фискален и финансов надзор. Важността на фискалната дисциплина за всяка разумна макроикономическа съвкупност от политики бе ясно обоснована в началната фаза на ИПС и ще продължи да играе ключова роля, но появата на устойчиви диференциали в процентите на инфлация, различията в наблюдаваните реални лихвени проценти и нарастващите диспропорции по текущата сметка (виж глава I.4) показват, че други аспекти на провеждането на политиката заслужават по-голямо внимание в политическите дебати, отколкото им бе отделено през последните години.

За да бъдат отчетени и други аспекти освен устойчивостта на публичните финанси, би било разумно да се разшири обхватът на макроикономическия надзор и той да включва вътрешните и външните диспропорции на ниво държава-членка. Намерението е да се установи редовно наблюдение на промените в реалните обменни курсове вътре в еврозоната, какво ги причинява и какви са последствията от тях, включително факторите, определящи темпа на приспособяване. Вместо да се фокусира само върху фискалните параметри, по-широката рамка може да обхваща и анализ на промените в основните фактори за конкурентоспособността и приспособяването на икономиката, жилищния пазар и ефекта от по-бързото преразпределяне на капитала върху пренасянето на паричните и на фискалните политики, както и върху финансовата стабилност.

Разширяването на обекта на надзора и включването на промените в конкурентоспособността имат за цел отчасти да поставят този въпрос отново на преден план в политическите дискусии, където той беше преди въвеждането на ИПС. Това не означава, че промените в конкурентоспособността и другите аспекти на макроикономическата стабилност не са били обект на надзор след въвеждането на ИПС. Докладите на Комисията непрекъснато предизвикват подновяване на дискусиите в Еврогрупата за об-

менните курсове, инфлацията, конкурентоспособността, различните темпове на растеж и промените по текущата сметка. Неформалният характер на Еврогрупата благоприятства тези дебати, но основният резултат от тях се свежда само до постигането на информираност и консенсус за основните предизвикателства. Тези дебати почти не намериха отражение във формулирането на насоките на политиката. В сравнение с фискалния надзор тези въпроси не предизвикаха голямо внимание при обсъждането на насоките на икономическата политика, т.е. когато икономическият надзор придоби по-официален законов характер. Реалният резултат от гледна точка на устойчивите инфлационни диференциали и големите диспропорции по текущата сметка в някои държави-членки показва, че надзорът на ниво ЕС не е довел до решителни мерки на национално ниво.

Съществуват предимства, когато надзорът върху конкурентоспособността и този върху бюджетните промени са свързани до известна степен. Причината е, че обикновено е много трудно да се направи ясно разграничение дали проблемите на конкурентоспособността възникват от структурни недостатъци, или отразяват цикличния характер на икономиката. Затягането на фискалната политика може да се използва, за да се забави реалното поскъпване, дължащо се на инфлационен натиск, а по този начин да се намалят и външните диспропорции. Но ако настъпи прегряване поради външно търсене, а не поради вътрешно търсене, може да не е необходима фискална стабилизация. В случай на по-бавна динамика на приспособяване на икономиката това може да има ефект върху бюджетните салда, който да излиза извън нормалните циклични условия и затова да е необходима по-голяма възможност за дискреционни фискални решения за придържане към средносрочната цел или за достигането ѝ. Следователно може да е необходимо дискреционно затягане на фискалната политика заедно с действието на автоматичните стабилизатори, особено при икономически подем, предизвикан от ниски реални лихвени проценти. Но в много ситуации други политики също играят важна роля за постигане на стабилност. Сред тях са кредитната политика и политиката на работните заплати за овладяване на прекомерното търсене, или надзорните политики за ограничаване

на риска от натрупване на диспропорции във финансовия сектор. Доколкото структурните недостатъци пораждаат предизвикателства за стабилизацията, например като предизвикват повишаване на реалните валутни курсове чрез устойчив инфлационен диференциал или нисък темп на нарастване на производителността, инструментите трябва да се справят с нежеланата динамика на отраслово или микроикономическо ниво.

Разширяването на макроикономическия надзор би обхванало и финансовия сектор. Наблюдението на процесите и тенденциите във финансовия сектор, например прираста на банковото кредитиране, промените в цените на активите, може да осигури важна информация за евентуалното натрупване на макроикономически диспропорции и/или възникващи заплахи за финансовата стабилност. Следователно аргументацията за система за ранно предупреждение е също толкова валидна и за аспектите на финансовия сектор на икономиката.

Цел: консенсус за операционен подход в надзора на конкурентоспособността и тенденциите във фискалния сектор с цел да се определят насоки и да се гарантира наблюдението им.

Перспективата за разширяване на еврозоната още по-настойчиво ще постави изискването за широк надзор върху държавите, които искат да влязат в еврозоната. Онези от тях, които са се присъединили към рамката на VM II, трябва да бъдат обект на по-интензивен надзор. Възникването на глобални диспропорции по текущата сметка и опасенията около жилищните и ипотечните пазари многократно подчертават важността на наблюдението на риска за макрофинансовата стабилност. По-конкретно, държавите-членки от Централна и Източна Европа се радват на големи притоци на капитали при висока възвръщаемост. Местното кредитиране бързо се увеличава (от ниска база) при ниски лихвени проценти (общо и от гледна точка на спредовете), очаквания за високи доходи и бързо развитие и интегриране на финансовите сектори. Естествената последица от тези тенденции е натрупването на значими външни диспропорции, както и прегряване в някои случаи, водещо до висока инфлация. Тези процеси пов-

дигат въпроси както за уязвимостта, така и за коригирането. Усвояването на ресурсите по най-ефективен начин (чрез добре функциониращи трудови и стокови пазари и подпомагаща бизнес среда) и насочването на макроикономическата политика (най-вече фискалната) за ограничаване на натиска от страна на търсенето е от ключово значение в това отношение.

По принцип тези елементи са отразени в националните програми за реформи и в програмите за сближаване, които през последните години наблягат повече на по-широките параметри на политиката.²⁴¹ В перспектива може би си заслужава да се обсъди дали сегашните процедури са достатъчна база за справяне с макрофинансовите предизвикателства пред тези държави-членки (или други държави-членки, които евентуално ще се присъединят към еврозоната). Макар че въвеждането на нови процедури трябва да се обсъжда много внимателно, може да се наложи засилване на този аспект на съществуващите процедури и предвиждане на по-редовни консултации сред държавите-членки относно макрофинансовите въпроси и предизвикателства (на техническо и на политическо ниво).

Цел: по-добро справяне с макрофинансовите предизвикателства от страна на държавите, кандидатстващи за членство в ИПС, чрез по-всеобхватен надзор и редовни консултации.

Възниква специфична ситуация по отношение на ВМ II. ВМ II намалява паричната независимост и следователно изисква по-тясна коорди-

²⁴¹ След присъединяването си към ЕС новите държави-членки изцяло участват в механизмите за координиране и наблюдение на политиките, предвидени в Договора. Това важи най-вече за координирането на икономическите политики по силата на член 99 (както и във връзка с Лисабонската стратегия) и фискалния надзор по силата на чл. 104 и ПСР (с изключение на механизма за санкциониране). Те приемат програми за сближаване и национални програми за реформи, които спомагат за превръщане на политическите ангажменти в разумни фискални политики и структурни реформи. Те участват активно и в механизмите за консултации относно въпросите на финансовата стабилност и надзора (Комитет за финансови услуги, Кръгла маса за финансовата стабилност и др.).

нация и надзор на участващите икономики. За това подобрената координация ще бъде особено полезна за държавите-членки в процеса на сближаване. По-строгийт надзор ще допринесе за непрекъснато безпроблемно функциониране на самия ВМ II, и по-общо, ще помогне за подготвяне на почвата за успешно по-нататъшно разширяване на еврозоната. Целта на това подобро наблюдение и по-добрия диалог не е добавянето на нови формализирани процедури или отслабването на сегашните инструменти за надзор и координиране на политиките. По-скоро те трябва да комбинират различни елементи на политиката, разглеждани другаде (включително фискални, структурни и надзорни елементи), за да гарантират, че общите цели на икономическите политики на държавите-членки подпомагат гладкото функциониране на ВМ II.

По отношение на управлението този усъвършенстван подход трябва да засилва връзката между произтичащите от ВМ II ангажменти и програмите за сближаване (както бе поставено началото с резултатите от програмите за 2007 г.) и да установи редовен диалог между членовете на ВМ II на техническо ниво (въз основа на приноса на Комисията). Може да се обсъди и придаването на политическо измерение на процеса (например като по определени поводи в заседанията на Еврогрупата участват и министрите на финансите на членовете на ВМ II). Засилването на координацията на политиките в рамките на ВМ II ще бъде от голяма полза и ще улесни създаването на доверие между сегашните и бъдещите членове на еврозоната. Предвид факта, че през следващите години може да се очакват нови членове на този механизъм с нарастващата вероятност други страни да приемат еврото, този въпрос ще стане актуален за още по-голям брой държави, кандидатстващи за членство.

2.3.4. Създаване на аналитична рамка за наблюдение на динамиката на конкурентоспособността

Разширяването на макроикономическия надзор и включването на конкурентоспособността изискват вземането на няколко допълнителни решения. В краткосрочен и средносрочен план ще бъде необходимо да се създаде обща аналитична рамка и да се постигне договореност

между всички участници относно адекватни насоки за икономическата политика, съответните статистически данни за наблюдение на реалните процеси и бенчмаркове за оценката на тези процеси, обхвата на евентуалните мерки и инструменти на политиката за засилване на конкурентоспособността и свързаните с тях възможности за приспособяване на държавите-членки от еврозоната. Постигането на такъв консенсус изисква подготовка и задълбочени дискусии. Например създаването на навременна и точна статистика е дълготрайна задача. Понякога е трудно да се тълкуват съществуващите показатели, теоретичните концепции изискват разяснения, а въздействието на политиката е неясно.

Разширяването на икономическия надзор и включването на външните салда изисква консенсус за подходящите дефиниции и адекватни показатели. Това не е лесно по отношение динамиката на конкурентоспособността, защото отклоненията невинаги са нещо лошо, а разграничаването на оправданите от неоправданите отклоняващи се конкурентни позиции изисква добро разбиране на действащите фактори. Този доклад и предишната работа на Комисията за динамиката на приспособяване в еврозоната (*European Commission 2006b*) има за цел да повишат информираността и така да подготвят почвата за предизвикване сред държавите-членки от еврозоната на обща загриженост за динамиката на конкурентоспособността.

Сложността при интерпретирането на конкурентоспособността, представена в приложението към тази глава, показва, че не е лесно да се правят преценки въз основа на сравняването на промените в статистическите показатели спрямо ясно дефинирани референтни стойности. Например промените в цените в експортния и в неекспортния сектор изискват много внимателно интерпретиране на промените в обхватните мерки за реалните валутни курсове. Освен това всеки задълбочен анализ трябва да прави разлика между динамиката на конкурентоспособността, отразяваща временна реакция на асиметричен шок, и динамиката, отразяваща трайна промяна в тенденциите. Тези наблюдения ни насочват към използването на набор от показатели, които обхващат най-важните аспекти на конкурентоспособността, включително следните фактори:

- *Показатели на реалните валутни курсове.* Динамиката на конкурентоспособността в краткосрочен план обикновено е свързана с промени в реалните ефективни валутни курсове. Няколко показателя на реалните валутни курсове съществуват или могат да бъдат изградени в зависимост от следните фактори: а) отраслови структури (най-вече промени в цените на експортни/неекспортни стоки); б) пазарна дестинация (напр. местен пазар/експортни пазари); в) структура на разходите (напр. дефлатори на БВП/разходи за труд); г) конкурентна група (напр. в зоната/извън зоната). Макар че различните показатели на реалните ефективни валутни курсове често сочат в една и съща посока, те може да дават различни сигнали, а тази разлика често е трудна за интерпретиране. Затова ще бъде полезно основаната на цените информация да се допълва с информация, основана на количествата, например осъществен износ, пазарни дялове по дестинации, продукти, отрасли и др.
- *Показатели на разходите за труд.* Промените в разходите за труд на единица продукция са основен фактор за реалните ефективни валутни курсове. Те могат допълнително да бъдат разграничени на темп на нарастване на производителността и разходи за труд. Темпът на нарастване на производителността е в голяма степен ендегенен за макроикономическите процеси и е под непрякото въздействие на микроикономическите политики в средносрочен и дългосрочен план, а промените в разходите за труд могат да се влияят от политиките. В повечето държави от еврозоната правителствата имат ограничена роля в оказването на влияние върху резултата от процеса на договаряне на работните заплати. Споразуменията за работните заплати в публичния сектор, минималната работна заплата, данъците върху трудовите доходи, моралното убеждаване и тристранните споразумения (в държавите, където те съществуват) са евентуални канали, чрез които правителствата могат да оказват влияние (виж глава II.4). Освен това обменът на информация за реални или предстоящи промени в работната заплата ще спомогне да не се позволява политиките по работните заплати, провеждани в

държавите-членки, да са взаимно несъвместими от гледна точка на целите на приспособяването.

Освен това усъвършенстваното наблюдение на промените в политиките за работните заплати може да подпомага създаването на най-добри практики, да съдейства за разпространение на механизми за определяне на работната заплата, които са по-добре пригодени за бързи промени в заплатите в отговор на изменящите се циклични условия.

- *Показатели на финансовите пазари.* От една страна, проспериращите икономики обикновено привличат капиталови потоци и натрупват външен дълг. Оказваният в резултат на това натиск за повишаване на реалните валутни курсове не говори задължително за влошаваща се конкурентоспособност и е част от нормалното протичане на процесите на приспособяване на икономиката. От друга страна, финансовите диспропорции често прикриват макроикономически диспропорции, особено ако са свързани с рязко покачване на цените на кредитите и жилищата. Опитът от прегряването в миналото показва, че промените в прираста на кредитирането и в цените на жилищата може да играят съществена роля за пораждаване на резки икономически обрати. Държавите, които ще приемат еврото през следващите години, може да бъдат изправени пред подобно шоково повишаване на лихвените проценти, както в някои от държавите-учредителки. За тях рискът от прегряване е реален. По-доброто разбиране на процесите на пазара на активите следователно ще придобива все по-голямо значение в бъдеще.
- *Установяване на референтни стойности.* За всички по-горе изредени въпроси трябва да се създаде методология, която включва договореност за подходящите показатели за измерване на реалните промени и референтни стойности. Изборът на бенчмаркове ще изисква значителна аналитична предварителна работа на техническо ниво. Например за валутните курсове не съществува естествено равновесие. Но въпреки добре познатите възражения анализът на равновесната конкурентоспособност може да помогне да

се оцени ролята, която промените в относителните цени играят за поемане на цикличните отклонения в сравнение с ролята на възстановяващите равновесието външни диспропорции. Следователно за разработването на този механизъм е необходима експертна работа. Друг важен момент е свързан с факта, че стандартните модели за оценка на равновесието на валутните курсове не са напълно пригодени да анализират конкретната ситуация в новите държави-членки, които са догонващи страни с големи дефицити по текущата сметка (Isard 2007). И накрая, трябва да се създадат модели, подпомагащи оценката на промените в цените на жилищата и рязкото нарастване на кредитирането.

- *Политики, оказващи влияние върху конкурентните позиции.* Динамиката на конкурентоспособността не е резултат само от пазарните сили, а зависи в известна степен от политическите решения. Ще бъде добре да се насърчава не само общият интерес за подобряване на наличната информация за промените в относителните цени в рамките на еврозоната, а и информационният обмен по политиките, които пряко влияят върху конкурентоспособността.

Централната роля на икономическите структури и на структурните политики за гарантиране на конкурентоспособността показва, че макроикономическият надзор трябва да бъде придружен от по-ефективно микроикономическо управление. По-долу в тази глава са дадени предложения как да се подобрят стимулите за структурни реформи, повечето от които трябва да се осъществяват на национално ниво. По-доброто представяне на структурните реформи в рамката на макроикономическия надзор ще допринесе за подчертаване на тяхната важност, което може да подпомогне приемането им в националните политически кръгове.

В големия пакет от потенциално важни структурни политики, влияещи върху конкурентоспособността в еврозоната, данъчното облагане играе особена роля. Това е така, защото ставките на потребителските данъци може да имат пряк ефект върху относителните цени, а подходящите данъци – върху разходите за труд.

Ставките на корпоративния данък може да оказват влияние върху решенията за навлизане, вземани от многонационалните компании. Цялата комплексност на данъчните системи може да е причина за сегашната нееластичност на икономиките в еврозоната. Следователно данъчното облагане може да оказва въздействие върху конкурентните позиции на други държави, за които вече не е възможно приспособяване в еврозоната посредством номиналните валутни курсове. Координирането на политиките с оглед на предстоящия преглед на ставките на ДДС²⁴², на евентуалното преминаване от преки към непреки данъци или отчитането на необходимия напредък в корпоративното данъчно облагане ще бъде от значение предвид факта, че промените в тези области ще имат пряко влияние върху конкурентните позиции в еврозоната и затова са от голямо значение в паричния съюз.

Също толкова важни за конкурентоспособността са тарифите на обществените услуги, регулираните цени, данъците или регулирането за конкретни индустрии, които могат да влияят върху инфлацията и темпа на приспособяване на икономиката.

Тези области са много важни, но предвид факта, че повечето компетенции тук са на ниво държави-членки, отколкото на ниво еврозона или ЕС, по-добрата координация на политиките ще разчита главно на желанието на държавите-членки да предоставят ранна информация за политическите намерения и евентуалното вземане на политически мерки. Държавите-членки биха имали полза от този информационен обмен в няколко отношения. Първо, опитът на други държави-членки, изправени пред подобни предизвикателства, може да помогне за създаване на ефективни мерки на политиката. Второ, ефективността на мерките може да се подобри, когато държавите-членки, изправени пред подобни предизвикателства, действат съвместно. Трето, ранната информация намалява риска от провеждане на политики, които подобряват конкурентоспособността в държавата-членка – инициатор на мерките, но подкопават

конкурентната позиция на еврозоната като цяло, ако всички държави-членки биха следвали тази политика.

Цел: създаване на инструменти за диагностициране и показатели, които ефективно регистрират и своевременно оценяват съответните промени, като подпомагат обмена на информация по политиката; въвеждане на рамка за наблюдение на очакваните мерки по политиката.

2.4. ИНТЕГРИРАНЕ НА СТРУКТУРНИТЕ РЕФОРМИ В КООРДИНАЦИОННАТА РАМКА НА ИПС

Важността на растежа и предизвикателството за приспособяването в еврозоната изпъкват на фона на отсъствието на твърди форми на координиране на политиките в областта на структурните реформи. От една страна, сега преобладаващите меки форми на координиране на политиките в основни линии съответстват на маловажните в миналото презгранични екзогенни фактори сред мерките на политиките в областта на структурните реформи. От друга страна, еврото и появата на икономиката на еврозоната промениха тези екзогенни фактори, а оттам и начина на провеждане на икономическите политики и в областта на структурните реформи. Поради фиксираните валутни курсове и по-високата степен на икономическа интеграция ползите от реформите са по-големи в ИПС, но също така големи са и загубите при непровеждането на реформи.

На различни места в този доклад се твърди, че присъединяването към еврозоната не мотивира държавите-членки да ускорят темпа на структурните реформи. Въпреки широкото съгласие за необходимостта от реформи се действа по-бавно и не така амбициозно, колкото се желае в държавите-членки от еврозоната. Държавите-членки, Комисията и Съветът постигнаха консенсус по Лисабонската стратегия за растеж и заетост и този консенсус показва, че големият проблем не е липсата на съгласие относно целите и посоката на тези реформи. Напротив, повторното представяне на Лисабонската стратегия през 2005 г. увеличи участието на държавите-членки. Оттогава държавите-членки изготвят национални програми за реформи, очер-

²⁴² Сроктът за минималната ставка на ДДС, както и за някои от дерогациите, приключва през 2010 г.

таващи стратегиите им за реформите и определящи приоритетите на тези реформи. Освен това приетите от Европейския съвет препоръки за политиките в еврозоната показват, че ръководните кръгове са постигнали съгласие за същността на конкретните реформи, необходими в държавите от ИПС. Все пак, изглежда, се появяват съществени пречки на етапа на осъществяване. Затова е необходимо да се обсъди какви стъпки могат да се предприемат, за да се предизвика обрат в тази ситуация. По-конкретно, необходимо е да се подобряват механизмите за стимулиране на ръководните кръгове да провеждат структурни реформи. Трябва да се обсъдят и възможностите за създаване на специфично за еврозоната измерение и за оптимално използване на уникалните характеристики и засилената роля на Еврогрупата.

2.4.1. Ползи от структурната реформа в ИПС

Задачата за подобряване на микроикономическите условия не е предизвикателство само за държавите-членки от еврозоната, а също и за държавите извън еврозоната и за ЕС. Новият импулс за структурни реформи, даден от Лисабонската стратегия за растеж и заетост, е ценен за всички държави – членки на ЕС, но за страните от еврозоната той е още по-значим поради следните причини:

Първо, на много държави от еврозоната се налага да се справят с новите глобални предизвикателства. Те разполагат с ограничени природни ресурси, а големите промени в относителните цени, предизвикани от климатичните промени и напрежението на пазарите за природни ресурси, вероятно ще изправят ръководните кръгове в ИПС пред още по-сериозното предизвикателство да поддържат икономическия растеж и същевременно да спазват ангажимента си за ценова стабилност. Освен това много от тези държави имат бързо застаряващо население, тъй като поколението на следвоенния бум в раждаемостта започва да излиза в пенсия от 2010 г., което ще ограничи предлагането на работна ръка и евентуалния растеж. Възникващият натиск за увеличаване на разходите, свързани със застаряването, се сблъсква с вече висока обществена задлъжнялост, което създава напрежение за публичните финанси. Освен то-

ва някои държави-членки от еврозоната бавно се адаптират към техническия прогрес поради неподкрепящи икономическото развитие структурни политики в миналото, което се доказва от слабите темпове на растеж на БВП.

Поради тези предизвикателства и поради липсата на инструменти на паричната политика и на вътрешни за еврозоната номинални валутни курсове по-голяма част от приспособяването на държавите от еврозоната трябва да се осъществи посредством пазарите. По-еластични относителни работни заплати и цени биха подпомагали това. Но този доклад установява, че номиналните нееластичности в еврозоната възпрепятстват коригирането на работните заплати и цените и по този начин засилват евентуалните дестабилизиращи промени в реалните лихвени проценти.²⁴³ Бавната реакция на производствените фактори в отговор на изменящите се икономически условия, т.нар. „реални нееластичности“, засилват тези номинални нееластичности и водят до неефективно функциониране на каналите на конкурентоспособността. Резултатът е по-слаба от оптималната устойчивост както на неблагоприятни шокове в световната икономика, така и на сътресения в отделните страни.

И накрая, разходите при непровеждането на реформи са по-големи в еврозоната, отколкото в ЕС. Една от важните причини е, че финансовата интеграция, макар да подобрява икономическото състояние на еврозоната като цяло, задълбочава структурните различия между държавите-членки, ако реформите протичат с различен темп. Възможна последица е, че тромавите икономически структури намаляват привлекателността за международните капитали. Тогава липсата на реформи означава, че капиталите ще се насочат към по-малко продуктивни дейности, например жилищния пазар, или към други държави. А в обратния случай положителното е, че всяка държава, иницираща реформи, извлича повече ползи от засилената конкуренция и привличането на капитали в една интегрирана зона с обща валута, отколкото може да извлече извън тази зона. Ползите за конкурентоспособността ще са по-големи, защото валутни-

²⁴³ Виж глава II.4.

те курсове в еврозоната са фиксирани, а това означава, че колебанията в номиналния валутен курс не могат да компенсират ползите за конкурентоспособността спрямо други държави от еврозоната. В същото време притокът на капитали може да бъде по-голям благодарение на реформите, защото тези капитали вече не са възпирани от местни предубеждения, ограничени за текущата сметка или валутен риск.

По отношение на твърдите цени, особено в сферата на услугите, установено е, че инерцията на работните заплати, сегментираните пазари за финансови услуги на дребно и разходите за коригиране на факторите на производство са особено необходими за доброто функциониране на ИПС. Затова в този и в други доклади постигнатият напредък в конкуренцията на пазарите на услуги, интегрирането на финансовите пазари, адекватните промени в работните заплати, гъвкавостта и сигурността на трудовите пазари е отчетен като изключително важен за държавите-членки от еврозоната. Приетите от Европейския съвет препоръки за политиките в еврозоната, които се отнасят изключително за тези области, показват, че ръководните кръгове имат съгласие относно същността на реформите, необходими в ИПС.

Сред политическите мерки, които са решаващи, за да могат държавите-членки от еврозоната да улеснят безпроблемното си приспособяване към изменящите се икономически условия, са и мерките, засилващи възможностите им за икономически растеж.

Структурните политики, определящи евентуалния темп на икономически растеж, в голяма степен се припокриват с политиките за подобряване възможностите на икономиката за приспособяване. Обикновено реформите, водещи към приспособяване, подпомагат по-високия евентуален растеж, и обратно.²⁴⁴ Макар че не е

²⁴⁴ По-високият растеж улеснява приспособяването и чрез ефекта на преразпределението, а по-ефективното приспособяване стимулира икономическия растеж. Бавното приспособяване означава, че факторите на производство не се използват ефективно, разходите за преразпределение на тези фактори са високи и относителните цени на тези фактори и покупните цени изпращат неверни сигнали, което възпрепятства икономическия растеж.

необходима отделна програма за реформи в еврозоната като част от Лисабонската стратегия за растеж и заетост, както ниският темп на евентуален растеж, така и по-голямата потребност от засилване на възможностите за приспособяване в паричния съюз показват, че са необходими повече усилия и повече приоритети на политиките. Приетите от Съвета препоръки за еврозоната отразяват договореността на ръководните кръгове относно същността на реформите, необходими в ИПС. Това показва още, че специфичното за еврозоната измерение на реформите може да бъде прокарано чрез съществуващата координационна рамка за структурните реформи, определена с Лисабонската стратегия. Затова не е необходимо да се създават допълнителни процедури за еврозоната. На фона на всичко това следващият раздел очертава основните области на реформите, към които еврозоната може да насочи своите усилия.

2.4.2. Приоритети на структурните реформи, които са от особена важност за държавите-членки от еврозоната

По-добре функциониращи пазари на труд

Поради бързо застаряващото население и все още високия процент на безработица в някои държави от еврозоната е важно извършването на допълнителни реформи на трудовите пазари, допринасящи за по-доброто използване на работната сила. В миналото бяха предприети множество реформи за увеличено използване на работната сила и те дадоха добри резултати. Свидетелство за това е впечатляващото структурно подобрене на трудовия пазар в еврозоната, което е резултат от реформите, извършени през последните 5–10 години. Структурният характер на това подобрене намери отражение във въвеждането на по-гъвкави трудови споразумения, в увеличаването на стимулите за полагане на труд, които преди това станаха част от данъчните системи и системите за социални грижи, в по-голямата роля на превантивните и целевите активни политики на трудовия пазар, в намаляването, макар и слабо, на данъчното бреме за работната сила, особено за нискоквалифицираните работници, и по-общо, в непрекъснатото и широко разпространено за-

държане на нарастването на работните заплати в много държави-членки от еврозоната. Но напредъкът, постигнат в тези области, не е еднакъв в отделните държави и затова те трябва да останат в основата на стратегиите за реформиране на трудовите пазари през следващото десетилетие.

Много необходими за държавите-членки от еврозоната са и реформите, които намаляват разходите за приспособяване на трудовите пазари и така компенсират липсата на промени във валутните курсове в еврозоната. Динамиката на работната заплата е изключително важна за това не само защото разходите за труд са ключов фактор за инфлацията в еврозоната. Устойчивите работни заплати си взаимодействат с твърдите цени и влияят върху възможностите на ЕЦБ да маневрира чрез намаляване на лихвените проценти по време на цикличен спад. По-голямата гъвкавост на работните заплати и границите за диференцирането на заплатите в отделните индустрии, професии и региони, както и инвестициите в човешкия капитал ще са решаващи за засилването на конкурентоспособността и за по-плавното преразпределение на ресурсите в случай на трусове. Оценките в глава II.4 показват, че реформите в защитата на заетостта, минималната работна заплата, институциите, договарящи работните заплати, и системите за помощи при безработица може да имат значителен ефект върху функционирането на каналите на конкурентоспособността, което е съществено за приспособяването към вътрешните за зоната различия в паричния съюз.

С оглед на необходимостта от по-голяма гъвкавост на пазарите на труда се очаква държавите-членки от еврозоната да извлекат значителни ползи от принципа „сигурност срещу гъвкавост“. Този принцип съчетава целта на политиката за подобряване на гъвкавостта с целта за гарантиране сигурността на доходите и стана обещаваща изходна точка за изготвяне на политическите стратегии. Той в основни линии изисква от държавите-членки да разработят интегриран политически подход, обхващащ договорните споразумения, като законодателството за защита на заетостта, стратегиите за продължаващо обучение, активни политики за пазарите на труда и ефективни системи за социално

осигуряване.²⁴⁵ Намерението на всичко това е да се съчетаят стремежът за защита на работниците срещу безработица и рисковете за доходите с потребността на съвременните фирми да предугаждат и бързо да реагират на резки промени в предпочитанията на потребителите и на предизвикателствата, пред които ни изправят развитието на технологиите и глобализацията.²⁴⁶ Този принцип може да помогне за създаване на цялостни, а не на частични подходи за реформи в държавата на благоденствието. Като дефинира различни комбинации на гъвкавостта и сигурността, принципът позволява по-добро сравнение и оценка на националните стратегии за реформи и на общата съвместимост между реформите в системите за социална защита и политиките за осигуряване на заетост. Реформите в програмите за социални разходи и активните политики на пазарите на труда трябва да имат за цел предлагането на по-добра защита на доходите и същевременно засилване на стимулите за работа. Изграждането на данъчната и социалната система играе съществена роля в осигуряването на стимули за участие в пазара на труда и улеснява преразпределянето на трудовите ресурси в случай на трусове. По-смелите действия в тези посоки биха подобрили качеството на публичните финанси, биха гарантирали, че бюджетите съдействат по-добре за макроикономическата стабилизация, и биха увеличили необходимите възможности за приспособяване на държавите от еврозоната.

Организацията на работното време и мобилността на работната сила са други области на политиката, които са изключително важни за приспособяването в еврозоната. Гъвкавите форми на организация на труда могат да оказват силно влияние върху възможностите на фирмите за приспособяване. Те например позволяват корекции в отработените часове, а не в

²⁴⁵ Виж *European Commission* (2006g).

²⁴⁶ Гъвкавостта не е само за работодателите, както и сигурността не е в интерес само на работниците. Искането на работниците за гъвкавост е отговор на потребността от по-добро организиране на трудовия и личния живот. Също така фирмите са стимулирани да инвестират в умения и квалификация, специфични за конкретната фирма, ако могат да разчитат на взаимоотношения, които позволяват инвестициите им да са доходноосни.

наетите лица. Вътрешната гъвкавост на фирмите също може да доведе до организационна промяна, а се счита, че това е основен фактор за извличането на ползи от технологичните промени. Освен това в еврозоната има общ интерес за подобряване на регионалната и професионалната мобилност, които са съществени фактори за приспособяването в случай на местни или отраслови шокове.²⁴⁷ Ефектът от слабата трудова мобилност се вижда в очебийните разлики в процентите на безработица в отделни професии и региони.

Презграничната мобилност на гражданите на страните от еврозоната е ниска и поради езиковите бариери и различните традиции не е много вероятно институционалните промени на ниво ЕС, например признаването на професионалната квалификация, Европейската квалификационна рамка, правото на прехвърляне или запазване на допълнителни пенсионни застраховки, да подобрят драстично международната мобилност на работната сила.

Неоправдани пречки за мобилността се дължат на недобре замислените институции на трудовите пазари и на жилищните пазари, а някои политики могат да оказват влияние върху професионалните и регионалните несъответствия, включително чрез по-ефективни държавни служби по заетостта, обучение и активни политики за трудовите пазари, по-гъвкави работни заплати и по-голяма диференциация на заплатите.

Най-мобилната част от населението са мигрантите. Временните ограничения за работниците от новите държави-членки трябва да бъдат премахнати бързо в страните, които вече са част от еврозоната. Последните инициативи на ниво ЕС, например спазването на условията за влизането в ЕС на висококвалифицирани работници и тяхната мобилност в Съюза, целят да се изготви обща политика за имиграцията и могат да допринесат за по-голямата мобилност на работната сила в еврозоната.

Цел: Чрез подхода „сигурност срещу гъвкавост“ да се подпомага приспособяването в еврозоната посредством реформи в данъчните системи и системите за социални грижи, за да се улесни плавното преразпределение на трудовите ресурси в случай на трусове. Бързо да се премахнат временните ограничения за мобилността на работната сила за държавите, които вече са в еврозоната.

Премахване на останалите бариери за интегриране на стоковите пазари

Още няколко въпроса получиха признание като особено важни за растежа и приспособяването в еврозоната. Регулирането на трудовите и стоковите пазари може да е свързано с големи разходи, тъй като поддържа висока безработица, ограничава ролята на конкуренцията и има неблагоприятни последици за производителността на труда и за доходите. Разпространението на иновациите и технологиите е важен елемент на връзката между конкуренция и производителност. Програмата за единния пазар и подготовката за въвеждането на еврото доведоха до по-голяма отвореност на икономиките, което повиши конкуренцията. Но твърдите цени, ниският растеж на производителността в сферата на услугите и високите разходи за коригиране на факторите на производство възпрепятстват ефективната адаптация към изменените икономически условия и техническия прогрес. Тези фактори задържат и адаптацията на техническия прогрес в еврозоната. Симулациите, представени в каре I.4.1, показват, че нееластичността на цените силно влияе върху ефекта от рязък спад в производителността върху БВП, и твърдят, че реакцията на твърдите цени води до забавена реакция на заетостта, а така също и до недостатъчно търсене през преходния период. Според оценките в глава II.4 регулирането на стоковите пазари оказва съществено влияние върху темпа, с който конкурентоспособността се приспособява към цикличните сили. Слабата производителност и твърдите цени, изглежда, са валидни най-вече за сегментите на стоковите пазари, които не са изложени много на международна конкуренция и са по-далеч от икономическата интеграция в ЕС.

²⁴⁷ Виж *Janiak & Wasmers* (2008).

Установено е, че търговията на дребно, финансовото посредничество и застраховането са изключително важни отрасли. Освен това регулирането на професионалните услуги е разнородно. Всичко това оказва влияние върху растежа на производителността в отделните страни от еврозоната и подхранва инфлацията.

В ИПС потокът от фактори между експортния сектор, т.е. производството, и неекспортния сектор, т.е. множеството услуги, е решаващ параметър за ефективна реакция на икономиката на промените в конкурентоспособността. Условието за навлизане и конкуренцията в сектора на услугите са важни движещи сили на политиките в това отношение. Националните регулации и пречките за презграничните дейности в сектора на услугите се посочват като евентуални съществени проблеми за премахването на бариерите за навлизане в сектора на услугите, а с това и за по-доброто функциониране на стоковите пазари. Затова приемането на Директивата за услугите е важна стъпка към една по-простена, по-прозрачна и съвременна регулаторна рамка. Благодарение на ефекта от икономите от мащаба и засилената конкуренция се очаква цените да станат не толкова твърди и да се увеличи ефективността на пазарите за услуги в еврозоната. Държавите-членки са задължени да инкорпорират в националното си законодателство Директивата за услугите до 2009 г. Ако направят това по-бързо, цялостното и последователно прилагане на разпоредбите ѝ може силно да подобри състоянието на икономиката в еврозоната. За тази цел държавите от еврозоната трябва да действат по-активно за прилагането на Директивата за услугите.

Мерките за пазарите на труда са преди всичко отговорност на отделните страни, но ЕС може да играе водеща роля в политическите действия за повишаване на производителността на труда. По-конкретно, Програмата за единния пазар, политиката за конкуренцията и отварянето на пазарите за защитени преди това сектори, като информационните мрежи и услугите, са политически линии, включени приоритетно в Лисабонската стратегия, които влияят положително както върху увеличаването на производителността, така и върху възможностите за приспособяване в ИПС. Въпреки възможностите на единния пазар да осигурява повече ползи за държавите-членки от еврозоната, в мина-

лото някои от тези държави доста мудро въвеждаха законодателството за единния пазар. По-конкретно, големите държави от еврозоната, изглежда, срещат силна местна съпротива, когато става въпрос за политически мерки, целящи отварянето на пазарите или по-дълбока икономическа интеграция.

Миналогодишният Преглед на единния пазар установява принципите, които трябва да ръководят бъдещото развитие на интеграцията на стоковите пазари. В Прегледа на единния пазар Комисията предлага да се приеме обща методология за наблюдение на функционирането на ключовите стокови пазари в еврозоната. На един първи етап този механизъм за наблюдение на пазарите има за цел да установи пазарите, които са най-значими за растежа и за приспособяването в еврозоната и които проявяват признаци на лошо функциониране. Като втора стъпка ще бъдат проучени причините за установеното лошо функциониране на пазарите и неуспешните мерки на правителствата и ще се използват подходящи политически инструменти за отстраняване на установените проблеми. В тази връзка държавите-членки от еврозоната могат да бъдат водещата група от държави, които първи ще въведат тази емпирично доказана методология. Това е още по-важно поради факта, че членовете на еврозоната са най-силно интегрираните членове на ЕС и затова имат най-големи възможности за презгранично разпространение на вторичните ефекти. За тази цел те трябва да разполагат с обща оценка на съществуващите икономически проблеми и да постигнат общо разбиране относно това, какви реформи са необходими за решаването на тези проблеми.

Цел: държавите от еврозоната неотклонно да прилагат Директивата за услугите, за да увеличат гъвкавостта на пазарите и да намалят инфлацията. Да се осъществят политическите инициативи, предложени в Прегледа на единния пазар. Система за наблюдение на пазарите да следи за признаците на лошо функциониране на тези пазари.

Насърчаване на финансовата интеграция

Ефективните финансови пазари играят важна роля за подобряване на възможностите за ико-

номически растеж и за улесняване на приспособяването в случай на трусове. Интересите на еврозоната и на ЕС за подпомагане на финансовата интеграция най-общо съвпадат. Но евентуалните ползи са дори по-големи за членовете на еврозоната, защото техните пазари са деноминирани в една валута, а това дава възможност за по-дълбоко интегриране и може да улесни разпределянето на риска и приспособяването на икономиките. Нещо повече, държавите-членки от еврозоната са силно заинтересовани от финансовата интеграция от гледна точка на стабилността, тъй като Евросистемата играе роля в опазването на финансовата стабилност в еврозоната като цяло и носи отговорността в това отношение заедно със съответните национални власти.

Освен с икономическото си значение, подробно разгледано в глава I.7, добре функциониращите пазари водят до реформи и в други области. Като позволяват на икономическите субекти да прехвърлят мост между краткосрочните загуби на доходи и равномерното потребление във времето, те пренасят дългосрочните ползи от реформите. Това може да увеличи броя на поддръжниците на реформите и така да се намалят политическите разходи за тези реформи. Емпиричните резултати в глава II.4 показват, че този механизъм наистина може да работи, тъй като икономическите реформи са свързани с по-ниски политически разходи в страните с добре развити финансови пазари, което води до заключението, че силният акцент върху финансовата интеграция в оптималната поредица от реформи може би е оправдан.

Държавите-членки от еврозоната се радват на конкретни икономически изгоди от финансовата интеграция, тъй като средата с единна валута дава възможности за по-дълбоко интегриране на конкретни пазари. Например държавите-членки от еврозоната имат общ много хомогенен пазар на държавни ценни книжа, на който инструментите са близки заместители на портфейли от ценни книжа, а доходите по тях са доста сходни. Тези възможности за по-дълбока финансова интеграция могат да се използват, за да се увеличат дивидентите от растежа за държавите-членки от еврозоната, да се укрепят евро като световна валута, да се осигури по-ефективно пренасяне на паричната политика и

да се улесни управлението на асиметричните шокове посредством по-добрите възможности за разпределяне на риска. Поради всички тези причини устойчивият напредък в интеграцията на финансовите пазари е дори от по-голямо значение за еврозоната, отколкото за ЕС като цяло, а участващите държави-членки трябва да застанат начело на по-широкия процес на финансова интеграция в ЕС. Въпреки постигнатия напредък във финансовата интеграция могат да се посочат няколко пазара, чиято интеграция трябва да се ускори поради причини, които са свързани конкретно с функционирането на еврозоната. А именно, ликвидността на пазарите за корпоративни и държавни ценни книжа, деноминирани в евро, трябва да се увеличи чрез по-добро предлагане²⁴⁸, а интеграцията на ипо-

²⁴⁸ Например глава I.7 показва, че при внимателен преглед пазарът за държавни облигации в еврозоната може да бъде интегриран по-ефективно. Още през 2000 г. група експерти от финансовия сектор обсъди възможните подходи за подобряване на ликвидността на пазара за държавни облигации, деноминирани в евро. По това време се считаше, че работата по този въпрос трябва да продължи много скоро след въвеждането на еврото. Но след почти десет години съществуване на ИПС сега изглежда уместно тези и други възможни подходи да бъдат преразгледани. Първоначалните предложения бяха: 1) координиране на техническите аспекти на емитирането на дълг, например емитиране на държавни облигации с еднакви купони и падежи, като се използва общ календар на емисиите, обща система от първични дилъри и обща система за клиринг и сепълмент в реално време; 2) създаването на общ дългов инструмент, обезпечен с „делими гаранции“, което означава, че всеки участник гарантира само своя собствен дълг. Това може да подобри пазарната ликвидност, тъй като инструментите, емитирани по общ правен титул (*under common title*) ще трябва да имат еднакви характеристики, т.е. купони, падежи и рейтинг, без да противоречат на клаузата за неоказване на помощ при финансови затруднения (*non-bail out clause*), тъй като всеки транш остава разграничим правен обект; 3) създаването на единен за еврозоната дългов инструмент, обезпечен със солидарно поръчителство (*joint guarantees*). Това ще бъде единен дългов инструмент, при който всеки участник ще гарантира целостта на задълженията по общия инструмент и така той става неделим правен обект, което може да противоречи на клаузата за неоказване на помощ при финансови затруднения от Договора; 4) вземането на кредити може да бъде възложено на една институция в ЕС, която взема кредити и ги преотпуска на държавите-членки.

течните пазари и другите пазари на дребно трябва да напредва много бързо с цел да се подобри пренасянето на паричната политика на еврозоната и да могат ползите от интеграцията да достигат по-пряко до гражданите.

Цел: да се подпомага финансовата интеграция, най-вече на пазарите, които са от особена полза за еврозоната, например пазара за държавни ценни книжа, ипотечните пазари и другите пазари на дребно.

Друг аспект на финансовата интеграция, който изисква напредък, е свързан с регулаторната и надзорната рамка на ЕС. С реализирането на Програмата за оценка на финансовия сектор и работата на комитетите *Ламфалуси* е осъществена значителна хармонизация в регулирането и надзора, но разходите за изпълнение на изискванията, дължащи се на непоследователното прилагане на законодателството на ЕС и недостатъчната хармонизация на надзорните практики, не позволяват увеличаване на ефективността от финансовата интеграция. Поради особено важната роля на финансовата интеграция за еврозоната участващите държави-членки трябва да поемат инициативата за създаване на по-хармонизирана регулаторна и надзорна рамка на ЕС.

Цел: еврозоната да поеме инициативата за създаване на напълно хармонизирана и последователна надзорна рамка на ЕС.

Финансовата интеграция не трябва да се осъществява за сметка на финансовата стабилност. Интегрирането на финансовите пазари трябва да е придружено от усъвършенствани споразумения за презграничен надзор, за управлението и решаването на кризи. За разлика от засилващата се тенденция за извършване на презгранични финансови дейности в ЕС и еврозоната договореностите за поддържане на финансова стабилност са относително статични и все още действат предимно в рамките на националните граници. В резултат на това рамката за надзора и за управлението на финансови кризи е неефективна, което означава, че не може да реагира адекватно на рискове от зараза в една интегрирана финансова система. Следователно

изключително важно е договореностите за финансовата стабилност в ЕС да не изостават от промените във финансовата среда, а държавите-членки от еврозоната отново могат да играят водеща роля за постигането на такива договорености.

Цел: държавите-членки от еврозоната да поемат инициативата за постигане на договорености за финансовата стабилност в ЕС, които да не изостават от напредъка в интеграцията на финансовите пазари на ЕС и появата на общоевропейски институции.

2.4.3. Засилване на стимулите за извършване на реформи

Както е показано по-горе, ръководните кръгове знаят каква трябва да бъде посоката на пазарните реформи и в Лисабонската стратегия са договорили принципите на тези реформи на ниво ЕС. Не могат да се изтъкнат силни доводи в полза на това еврозоната да осъществява отделна програма за структурни реформи, различна от осъществяваната на ниво ЕС, но еврозоната е заинтересована да застане начело на провежданите реформите поради по-голямата нужда от реформи в зоната и ползите от тях. Макар че структурните реформи дават резултати за всички държави – членки на ЕС, еврозоната би имала изгода да поеме лидерството в това отношение.

Ползите от по-добрата координация на структурните реформи в еврозоната могат да се натрупват чрез различни канали.

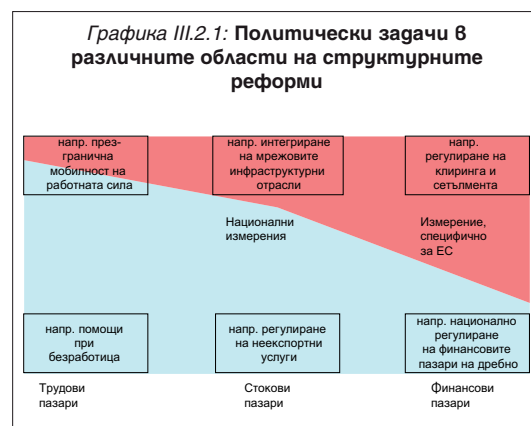
- *Резултатите от реформите засягат икономиките* и на други държави, които може да са сред по-силните в паричния съюз. Тези резултати се пренасят чрез търговските потоци, условията на търговията, преките чуждестранни инвестиции, познанията. Обикновено се счита, че преките презгранични последици от структурните реформи са незначителни. Много от икономическите изследвания установяват, че основните ползи се натрупват в държавата, която провежда реформите. Въпреки това симулациите в глава II.8 показват, че пренесените ефекти например от реформите, водещи до благоп-

риятни шокове за съвкупната факторна производителност на производство, са значително по-големи в един паричен съюз, отколкото при режим на гъвкав валутен курс. Тогава ползите за страната-инициатор са по-малко. Симулациите показват и друго – че в паричен съюз колкото по-тромава е икономиката на държавата-инициатор, толкова по-малко са ползите, натрупващи се от реформите за тази държава.

- *Вертикално допълващите се политики правят реформите по-ефективни*, когато тези реформи се провеждат заедно, а не поотделно. От значение е и ефектът на доминото, т.е. реформата в една сфера създава импулс за реформи в други сфери. Съществуват някои емпирични доказателства, че „реформите в една област на политиката понякога създават вероятност за последващи реформи в други области“ (Høj et al. 2006). Реформите, осъществявани едновременно на ниво ЕС и на национално ниво, особено с цел да се осигури плавното функциониране на единния пазар, са специален случай.
- *Изучаването и популяризирането на най-добрите практики са важни способности, които помагат да се преодолее противопоставянето на реформите, дължащо се на неяснотата около ефекта им.* Особено когато последиците от реформите са трудно разбираеми за обществеността, тогава информацията за краткосрочните и дългосрочните ползи, очаквани от реформата, както и за разходите за поддръжане на статуквото, е от изключително значение, за да се осигури необходимата подкрепа за реформите. Изучаването на опита на други държави и сравняването на резултатите в различните страни допълват информацията и улесняват структурирането на обществените дискусии.
- *Натискът, оказван от други държави-членки, може да помогне да се преодолее съпротивата, която реформите срещат в конкретната държава* (политикономически вторичен ефект). Международният обмен може да помогне да се увеличи доверието в стратегиите за реформи чрез два основни канала. Първо, информацията за ре-

зултатите от реформите може да се възприема като необективна, т.е. предполага се, че е създадена, за да се повлияе за постигането на предварително определен резултат. Информацията, предоставяна от други държави или от наднационални организации, може да намали усещането за необективност. Второ, конкретни примери на проведени реформи показват, че признаването или използването на външна принуда може да ускори разкриването на истинските предпочитания на действащите лица и така да се окаже ефективен начин за изграждане на ангажираност за провеждане на реформи.

Ползите от координирането на структурните реформи, изглежда, се ограничават от факта, че въпросните области на политиката са отговорност на държавите-членки (напр. социалните институции и тези на пазара на труда) или са свързани с политики, в които ЕС има важна роля (напр. интегрирането на финансовите пазари, инфраструктурните отрасли и др.). Държавите-членки и ЕС обединяват в различни степени своите дейности в отделните пазарни сегменти, например правомощията за регулиране на трудовите пазари на ниво ЕС са малки и много по-широки за интегрирането на финансовите пазари (виж графика III.2.1).



Различните отговорности за отделните пазарни сегменти и области на политиката, разбира се, оказват влияние върху начина на координиране на структурните реформи. Изключително важно е местните поддръжници на реформите да укрепват своите позиции по въпросите, за които държавите-членки имат водеща роля. Из-

глежда, че основните въпроси в дискусиите за националните реформи са националните загуби и ползи, без да се обсъжда значението на тези реформи за еврозоната като цяло. Дебатите за структурните реформи са доминирани от загрижеността за националните интереси, което означава, че се подценяват както нуждата от реформи, така и ползите от тези реформи. По тази причина, вместо да разглеждат само функционирането на националните икономики, ръководните кръгове са настойчиво съветвани, когато изготвят структурните политики, да отчитат и измерението „еврозона“. Изясняването на широките последици за еврозоната ще изтъкне истинските ползи от реформите и може да доведе до по-добре информиран обществен дебат за националните реформи. И обратно, в областите, където могат да се предвидят действия на ниво ЕС, подкрепата на държавите-членки от еврозоната, особено във важните за съществуването на ИПС области, ще помогне да се ускори процесите и да се договорят по-амбициозни мерки за интеграцията. Изясняването в по-широките дискусии на измерението „еврозона“, излизащо извън макроикономическите политики, ще повиши информираността за необходимите структурни реформи и ще допринесе за преодоляване на съпротивата срещу реформите. В това отношение еврозоната може да действа като лидер на реформите.

Цел: при предприемане на нови мерки на националните политики да се постигне общо разбиране за широките последици от тези мерки за другите държави-членки, за еврозоната като цяло и за общата парична политика и валутния курс.

Засилване на ролята на Еврогрупата в наблюдението на структурните реформи

Еврогрупата е подходящият политически участник, който да олицетворява важността на измерението „еврозона“ на реформите, които трябва да бъдат проведени на национално ниво или на ниво ЕС. Главната задача на Еврогрупата сега е надзорът върху публичните финанси и макроикономическите процеси. През последните години Еврогрупата все по-често обсъжда макроикономически проблеми, като участва в изготвянето на Интегрираните насоки и оценката на напредъка в осъществяването на икономическите реформи и дебата за множество микроикономически въпроси, свързани с по-доброто функциониране на ИПС. Този диалог трябва да се развие по-нататък в три посоки:

мическите реформи и дебата за множество микроикономически въпроси, свързани с по-доброто функциониране на ИПС. Този диалог трябва да се развие по-нататък в три посоки:

- Основата на координирането на структурните реформи са препоръките за еврозоната като цяло и препоръките за отделните държави, включени в Интегрираните насоки на Лисабонската стратегия. В отговор на тези препоръки Комисията и Съветът извършват наблюдение върху осъществяваните реформи. Неформалните дискусии в Еврогрупата вече играят важна роля за подготовката на дебатите в Съвета, но може да се организира и по-внимателно наблюдение на реформите от страна на Еврогрупата.
- За реформите, които са отговорност на националните власти, Еврогрупата може да разменя информация за необходимите реформи, както и за ползите и за другите държави. Като разпространява информация за успешните реформи и за загубите за непровеждането на реформи и представя тази информация в националните дебати, Еврогрупата ще засили убедителността на местните поддръжници на реформите. Размяната на информация както за оптималната последователност, така и за обявяването на реформите може да помогне на националните ръководни кръгове по-ефективно да изработват политически стратегии.
- По отношение на политиките на Общността Еврогрупата може да бъде пионер, поощряващ членовете на еврозоната да поведат дискусиите както на етапа на изготвяне, така и на етапа на реализиране. Поради своя неформален характер, насърчаващ открити и честни дискусии, Еврогрупата има всички възможности да подготвя по-ангажирани дискусии в ЕКОФИН и да допълва другите процеси на координация в ЕС.

По-силният глас на Еврогрупата в обсъждането на Лисабонската стратегия за растеж и заетост има допълнителното предимство, че макроикономическите и фискалните измерения на структурните реформи могат да бъдат по-добре усвоени в дебатите за реформите. Като прокарва макроикономическа перспектива, Евро-

групата може да помогне за изработване на един балансиран отговор на политическите предизвикателства, които са извън сферата на компетентност на министрите на финансите. Ползите и загубите за икономиката като цяло ще се видят по-ясно на фона на субективните интереси.

За да може Еврогрупата да стане ярък поддръжник на реформите на национално ниво и на ниво ЕС, важно е нейните дискусии за структурните реформи да акцентират повече върху широките последици. Целта на тези дискусии е да се постигне общо разбиране. По-ефективното наблюдение на провежданите реформи в отговор на препоръките за еврозоната ще има характера на обща воля. Още по-силен сигнал би бил ангажирането на министрите от еврозоната с конкретни мерки, насочени към постигане на гъвкави номинални работни заплати и цени. Както бе изтъкнато преди, натискът за бързото въвеждане на Директивата за услугите в държавите-членки от еврозоната ще бъде добра отправна точка за общи действия на Еврогрупата.

Влиянието на Еврогрупата ще зависи и от това, дали изявленията ѝ са подкрепени със солидни доказателства. Преминаването към по-силни емпирично доказани политики ще изисква изграждане на механизъм за преглед на структурните реформи, който да потвърждава очаквания ефект от реформите върху потенциалния растеж, цените и публичните финанси. За създаването на този механизъм може да се ползват анализите, извършени за Лисабонската стратегия за растеж и заетост. Резултатите от този механизъм за преглед на реформите могат да послужат като основа за координиране на структурните реформи с цел държавите-членки да усвояват положителните широки последици от тези структурни реформи.

Цел: Да се разширят прерогативите на Еврогрупата като активен и ярък поддръжник на структурните реформи.

Използване на взаимозависимостите между рамката на фискалната политика и структурните реформи

ИПС не само повдига въпроса за необходимостта от структурни реформи. За някои реформи рамката на макроикономическата политика, ориентирана към стабилност, дава възможности за избор между извличане на повече ползи от реформите и намаляване на разходите за тях. На първо място това е валидно за политическите мерки, които имат положително влияние върху тенденциите в цените, както и за мерките, които, макар и свързани с големи бюджетни разходи в краткосрочен план, на по-късни етапи създават големи ползи за бюджета.

В миналото някои структурни политики силно влияеха върху инфлацията. Най-яркият пример е либерализацията на сектора на телекомуникациите, която протичаше паралелно с рязко намаляване на цените в този сектор. По-косвен е ефектът от различните мерки, целящи да увеличат предлагането на работна ръка, например женска работна ръка, и така допринесоха за неголеми промени в работните заплати. Ако погледнем към бъдещето, интегрираните пазари за услуги с несъвършена конкуренция в еврозоната са важен нерешен проблем, тъй като те са последица от твърдите цени на услугите. Друг значим проблем е гъвкавата сигурност на пазарите на труда. В крайна сметка напредъкът в тази област ще подобри и реакцията на номиналните работни заплати в отговор на цикличните спадове.

Структурните реформи в тези области ще допринесат за понижаване на инфлацията и ще позволят на ЕЦБ да провежда не толкова рестриктивна парична политика, колкото иначе би провеждала. Откакто ЕЦБ си постави за цел въпроса с инфлацията в еврозоната, реформите в големите държави-членки или координираните реформи в много от държавите-членки имат по-силно въздействие върху реалната инфлация и впоследствие тези държави най-вероятно ще бъдат възнаградени с по-ниски лихвени проценти. Но и малките държави-членки ще извлекат ползи от реформите, които намаляват инфлацията. Макар че по-ниската инфлация в една малка държава има слабо влияние върху инфлацията в еврозоната, тя ще се преобразува в по-добра конкурентоспособност и вероят-

но ще помогне за привличане на капитали в страната-инициатор. Фиксираните в еврозоната валутни курсове не позволяват натискът за повишаване на валутния курс на малката държава да противостои на подобрената конкурентоспособност.

Ревизирият ПСР подробно разглежда свързващото звено между структурната реформа и публичните финанси. Сега той включва конкретни разпоредби, които позволяват да се обсъждат структурни реформи, когато се оценява бюджетният дефицит, при условие че реформата укрепва стабилността на публичните финанси в дългосрочен план. Тези разпоредби се прилагат предпазливо. Сегашната рационализация на ПСР решава ефективно само въпроса за пенсионните реформи, свързани със създаване на финансирана пенсионна схема от втория стълб, придружена от съответното намаляване на вноските за изплащаната от текущите доходи пенсия от първия стълб (*pay-as-you-go first pillar*) съгласно корективния лост на ПСР.²⁴⁹

От друга страна, рамката на анализа загуби ползи за другите структурни реформи, които ПСР предвижда в предпазния лост, остава недоразработена. Реформирането на Пакта не изключва възможността да бъдат взети предвид непреките бюджетни загуби и ползи от реформите, при условие че може да се докаже, че цялостният ефект от даден широк пакет от мерки е положителен за дългосрочната стабилност.

Тогава един строго условен и формализиран подход за вземане на решения за необходимите корекции в бюджета изглежда оправдан поради тревогите за моралния риск, но възниква въпросът за изграждането на устойчива аналитична рамка за оценката на отделните реформи. Това ще изисква:

²⁴⁹ Реформите в пенсионните системи се разглеждат като „други важни фактори“ в корективния лост, а нетните разходи за реформата се отчитат регресивно за първите пет години след като държавата-членка е извършила реформата. От разпоредбите на ПСР става ясно, че когато се обсъжда дали даден бюджетен дефицит, по-голям от 3% от БВП, превишава изискването, нетните разходи за пенсионните реформи трябва да се отчитат само ако дефицитът е близо до референтната стойност.

- 1) да се разясни тълкуването на Пакта за стабилност и растеж, което ще позволи формирането на „пакети от реформи“, когато са необходими допълнителни възможности за маневриране с фискалната политика в подкрепа на структурни реформи, увеличаващи потенциалния растеж и по този начин засилващи устойчивостта; и
- 2) да се изгради механизъм за преглед на структурните реформи, който позволява да се валидира очакваният ефект от реформите върху държавните бюджети и потенциалния растеж, като се ползват анализите, извършени за Лисабонската стратегия за растеж и заетост. Тук например ще бъде необходимо да се постигне съгласие относно работна дефиниция на съответните бюджетни разходи за реформите и относно това, как се изготвят разчетите за тези разходи с цел да се предотвратят злоупотребите.²⁵⁰

Очевидно установяването на механизма за преглед на реформите при втората стъпка може да се извърши само ако при първата стъпка са постигнати политически заключения, които ще позволят на държавите да се ползват от този механизъм по силата на Пакта за стабилност и растеж. Стъпка 2 трябва да включва спецификация на информационните изисквания, които да бъдат изпълнени, за да може държава-членка да има право да иска освобождаване от общото правило по отношение на определянето на мерки на структурните реформи и изготвянето на разчети на разходите за тях, както и оценката на очакваните последици за икономиката и бюджета.

Акцентът в Лисабонската стратегия пада върху изработването и ефективността на стратегиите за реформи, т.е. определяне на приоритетите на политиките и ефективни способности за отстраняване на структурните недостатъци. Предвиденият в ПСР механизъм за преглед на реформите ще се свежда до оценка на последиците за икономиката и бюджета от избрани конкретни мерки на реформите. Целта на този механизъм

²⁵⁰ Разделителната линия между преките бюджетни разходи, разходите за компенсиране на губещите от реформите или разходите за осигуряване подкрепа на електората може да не е съвсем ясна.

е да позволи на държавите-членки да включат нетния ефект от „валидирани“ реформи върху фискалната стабилност в процедурата при прекомерен дефицит и да ги посочват в Становището на Съвета. Това например вече се прави за пенсионните реформи. Държавите-членки не са задължени да измерват количествено очакваните последици за бюджета от програмите си за реформи, включени в Лисабонската координационна рамка, а някои правят това доброволно, но така те ще имат стимул да представят подробни разчети за конкретните мерки на реформите в дискусиите за състоянието на бюджета си, които са част от рамката за фискален надзор. Аналитичната рамка, която се разработва за наблюдението на Лисабонската стратегия, може да се използва за тази цел.

Напредъкът в това отношение може да е свързан със създаването на отделен механизъм за експертен преглед, какъвто вече е предвиден за проверката на прогнозираните свързани с възрастта разходи при одобряването на важни пенсионни реформи. Един преглед на най-добрите национални практики може да послужи като начална точка за определяне на изискванията за качеството на моделите и инструментите, използвани за оценка на последиците от реформите за икономиката и бюджета, на бенчмаркове, спрямо които оценяваните реформи се считат за достатъчно значими, както и други важни аспекти, сред които количествено описание на сценариите за липса на промяна в политиката (разходите за непровеждането на реформи). Тук е от значение да се осигури съвместимост между всички изменения в рамката на ПСР и промените в информационните изисквания в контекста на Лисабонската стратегия.²⁵¹

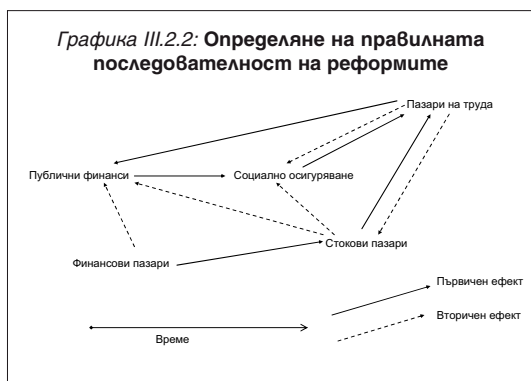
Цел: да се разяснят разпоредбите на Пакта за стабилност и растеж относно възможностите за фискално маневриране при пакети от реформи, които изискват временни бюджетни разходи, но създават възможности за по-голям растеж. Да се създаде механизъм за експертен преглед в подкрепа на прилагането на клаузата за гъвкавост от ПСР.

Събрани са някои емпирични доказателства, че реформите в една област на политиката създават импулс за реформи в други области. Като разглеждат напредъка на реформите в държавите от ОИСР, *Høj et al. (2006)* например отбелязват, че „реформите в една политическа област понякога създават вероятност за последващи реформи в други области“. Досега публикуваните емпирични данни не очертават ясна представа по въпроса за последователността на реформите и все пак можем да извлечем някои заключения. Например реформите на трудовите пазари може да станат по-приемливи, ако съществува мрежа за силна социална защита, така че губещите от реформите да не са изправени пред заплахата от бедност. Очевидно ефективната система за социална сигурност се ползва от стабилните публични финанси, позволяващи временни увеличения на разходите. В същото време реформите на трудовите пазари, когато подобряват използването на работната сила, могат да намалят търсенето на социално осигуряване и да повишат държавните приходи и така да съдействат за финансовата стабилност на държавните бюджети и системите за социални грижи.

Съществуват както аргументи „за“, така и аргументи „против“ оптималната последователност на реформите на стоковите и трудовите пазари. От една страна, реформирането на стоковите пазари намалява цените и увеличава реалните работни заплати, което може да засили подкрепата за реформите на пазарите на труда. Дерегулация на продуктивния пазар намалява наемите на стоковите пазари, което може да съдейства за по-умерено определяне на работните заплати на пазара на труда единствено поради съществуването на по-ниска рента за разпределяне между получателите на доход от труд и капитал. От друга страна, ако реформите на стоковите пазари засилват конкуренцията, може да се увеличи и мобилността на работната сила, а това увеличава несигурността за доходите на работещите и затова може да бъде пагубно за подкрепата, която те биха оказали на реформите на пазарите на труда.²⁵²

²⁵¹ Когато докладват за напредъка си в структурните реформи, сега някои държави-членки по собствено желание посочват последиците за бюджета от някои политически мерки.

²⁵² Виж напр. *Blanchard and Giavazzi (2001)*.



Навременните реформи на финансовите пазари могат да дадат добри резултати, защото ефективните финансови пазари могат да улеснят реформите в други области посредством различни канали (Buti et al. 2008). Първо, добре работещите финансови пазари означават по-малко кредитни ограничения за икономическите субекти, които тогава могат да разпределят равномерно потреблението си във времето, ако са изправени пред временен недостиг на доходи поради провежданите реформи в други области. Второ, ако реформите на стоковите пазари улесняват навлизането на пазарите или растежа на фирмите, достъпът на икономическите субекти до финанси е изключително важна предпоставка, за да могат те да се възползват от тази възможност. Трето, ефективните финансови пазари могат да привличат капитали от други държави и този ефект може да е по-голям, ако стоковите и трудовите пазари са либерализирани. Макар преките ползи от реформите на стоковите и трудовите пазари понякога да се материализират чак в средносрочен план, когато засегнатите икономически субекти променят адекватно поведението си, ползите под формата на капиталови притоци може да са своевременни, защото финансовите играчи обикновено действат в очакване на по-добри бъдещи перспективи за растеж.

Благодарение на опита на държавите в преход пакетите от реформи и скоростта на реализиране на тези пакети получават известно внимание. Пакетите от реформи обещават да отслабят влиянието на конкретни групови интереси,

тъй като съвкупните ползи, натрупващи се за всички засегнати от реформите, нарастват в сравнение с разходите за всеки групов интерес. Освен това опонентите на реформите трябва да сформират коалиции извън сферата на собствените си интереси.

Недостатък на пакетите от реформи е, че властите може да нямат достатъчно капацитет, за да ги изпълнят добре. Съществува рискът дейностите в много сфери едновременно да доведат до лошо структурирани отделни предложения, които не оправдават очакванията или пораждат политическа опозиция.

По отношение на избора между шоков и постепенен подход литературата твърди, че разходите за приспособяването, доверието и практическата приложимост са главните детерминанти. Има вероятност корективните разходи да са високи, когато пазарите реагират бавно, работят с конкретни капитали и работна сила (т.е. тези капитали и работна сила не могат лесно да се прехвърлят в други сектори) и предприемачите не са гъвкави. В тези случаи по-вероятно е шоковият подход да доведе до по-висока безработица и намалена производителност. Доверието е важен фактор на корективните разходи, защото икономическите субекти ще променят поведението си в съответствие с новите условия по-бързо, ако имат доверие в обявените политики. Практическата приложимост се определя в значителна степен от политическата система. Силните правителства могат по-лесно да оказват предварителен натиск за извършване на непопулярни реформи, но могат да се изправят пред проблеми, когато липсата на обществена подкрепа застрашава продължаването на реформите.

Цел: по отношение на последователността на реформите специален акцент трябва да се постави върху подобряване функционирането на финансовите пазари, които помагат в извличането на ползите от други реформи и така засилват политическите стимули за провеждането им.

ПРИЛОЖЕНИЕ 1

Наблюдение на конкурентоспособността в еврозоната

Наблюдението и оценката на динамиката на конкурентоспособността на ниво държави-членки е сложна задача. Това приложение разглежда отново концепцията за конкурентоспособността и се спира на ключовите показатели и на възможните бенчмаркове за нейното наблюдение.

Извършен е голям обем работа относно международната конкурентоспособност на държавите, но няма ясен консенсус как тя да се дефинира и как да се оценява. От една страна, критикувайки разсъжденията за това, как да се използва индустриалната политика в полза на националната икономика, *Krugman* (1994) веднъж нарече конкурентоспособността „опасна мания“. От друга страна, докладите за конкурентоспособността, като този на Световния икономически форум и бизнес училището *IMD* (Лозана), силно привличат вниманието и някои държави са създали съвети по конкурентоспособността. Разнообразието от становища отразява многообразието от дефиниции на конкурентоспособността и подходите за нейното оценяване.

Без да изчерпваме всички дейности в тази сфера, четири аспекта на конкурентоспособността ни се струват особено важни. Характеристиките на една държава като място за инвестиции (например преки чуждестранни инвестиции) могат да бъдат обобщени в нейната „способност да привлича“. Това понятие е с дългосрочен обхват и затова не може да има съществен принос в дискусиите за динамиката на краткосрочното и средносрочното адаптиране в отговор на шоковете. Историята на дадена държава по отношение на реакцията ѝ на структурни промени и шокове за икономиката съдържа информация за нейната „способност да се приспособява“. В това отношение размерът на неизползваните ресурси понякога се разглежда като показател за способността на държавата да се приспособява. Развитието на технологиите и подобренията в производителността на фирмите могат да бъдат източникът на по-високи реални доходи спрямо други държави и така да определят „способността да носи доходи“. В краткосрочен и средносрочен план макроикономическото състояние на държавата е тясно свързано с постиженията ѝ в международната търговия, т.е. с нейната „способност да

продава“. Установено е, че точно тази способност е решаващ елемент на функционирането на каналите на конкурентоспособността за приспособяване в еврозоната. Позицията на производителите от съответната държава на международните пазари зависи от конкурентоспособността на цените и разходите им, но още и от неценовата им конкурентоспособност. Горепосочените способности се припокриват в някои отношения и инструментите на политиката, които влияят върху една от тези способности, обикновено са важни и за другите. Сложността на концепцията за конкурентоспособността намира отражение и в разнообразието от подходи за нейното оценяване.

Широко използван вид показатели са реалните ефективни валутни курсове, които агрегират двустранните реални валутни курсове. По отношение на икономиките от еврозоната, когато се изчисляват такива показатели, основният избор е свързан с теглата и измерването на местните цени или разходи. Постигнат е широк консенсус, че теглата трябва да отразяват състава на търговията на съответната държава. Тъй като структурата на търговията може да се промени с времето, изглежда, че използването на плаващи тегла има предимства пред използването на базова година, но това е така, защото промените в търговските дялове не могат напълно да бъдат отделени от промените в относителните разходи. Търговските тегла могат да бъдат изведени от данните за обема на износната и вносната търговия. За да може да се отчете конкуренцията, при която две държави се конкурират в трета („ефекта на третия пазар“), често се използват двойни тегла на износа.

Изборът на измерители на местните цени или разходи е решаващ за резултатите. В еврозоната има данни, че промените в широките измерители на реалния валутен курс (като тези, основани на разходите за труд на единица продукция, или дефлаторите на БВП) може непрекъснато да се различават от промените в по-тесните измерители (като тези, основани на износните цени). Съществуват и данни, че широките измерители са по-подходящи за анализиране на динамиката на търговския баланс и текущата сметка, а реалните валутни курсове, основани на износните цени, се корелират повече с измерителите на осъществения износ. Това подсказ

ва за разликите между относителните цени на търгуемите стоки и тези на нетъргуемите стоки. Разделянето на реалния валутен курс на два компонента потвърждава, че промените в относителните цени на нетъргуемите стоки (спрямо търгуемите) имат значителен принос за промените в конкурентните позиции в еврозоната, оценени чрез широките показатели след въвеждането на еврото. Има и признаци, че този принос се е увеличил през последните години. Промените в относителните цени на нетъргуемите стоки в различните държави-членки отразяват значителната хетерогенност на различията в производителността между търгуемия и нетъргуемия сектор, но и важните разлики в поведението на цените (границите на колебанието им) между двата сектора.

Оценката на конкурентната позиция на дадена държава изисква бенчмарк, който позволява да се отговори на въпроса дали е необходима корекция в конкурентоспособността цени-разходи. Такъв бенчмарк дава информация за равновесната конкурентоспособност, като съответната държава може да е над (или под) това равновесно ниво през периода на приспособяване, след като икономиката на държавата е била подложена на шок. По принцип методът трябва да позволява да се прави разлика дали наблюдаваната динамика на конкурентоспособността отразява временна реакция на асиметричен шок или постоянна промяна в тенденцията ѝ. Тази характеристика е тясно свързана с времевия хоризонт на оценката на равновесната конкурентоспособност. Размерът и продължителността на отклонението от равновесието, т.е. „несъответствието“, зависи от няколко фактора, които забавят промените в конкурентоспособността, например недостатъчна гъвкавост на заплатите и цените, което забавя реакцията на разходите и цените в отговор на циклични колебания в конкретната държава. Несъответствията увеличават промяната в производителността, която е необходима, за да се възстанови конкурентоспособността. Установяването на такива отклонения може да представлява основата за политически действия, целящи по-ефективно приспособяване.

Началната точка на анализа на равновесието е теорията за паритета на покупателната способност (ППС), която в своя абсолютен (относите-

лен) вариант твърди, че (промените в) ценовите нива в две държави (изразени в една и съща валута) трябва да са равни. За да се получи ППС, трябва да се изпълнят някои много силни допускания, например за теглата на стоките. Освен това резултатите от емпиричния анализ показват, че не може да се разчита на ППС, защото колебанията и характерът на тенденциите не могат да бъдат отчетени от факторите, които са съвместими с ППС (напр. трансакционните разходи).

Един популярен подход за оценката на равновесната конкурентоспособност, а следователно и на несъответствието, са равновесните реални валутни курсове (за преглед виж *Driver и Westaway 2004*). Когато номиналният валутен курс е необратимо фиксиран, равновесните реални валутни курсове се насочват надолу към коефициентите на равновесните разходи или цени. Отклоненията от равновесието (несъответствието) играят ключова роля в икономическите дискусии като причина за промените в конкурентоспособността, прегряването (преохлаждането), лошото отраслово разпределение (между търгуеми и нетъргуеми стоки) и глобалните диспропорции. Въпреки важността на равновесните валутни курсове няма ясно виждане относно метода за изготвяне на оценки.

Един от най-познатите равновесни реални валутни курсове е основният реален равновесен обменен курс (ОРОК, *FEER*). Това е курсът, който съответства на вътрешното салдо в определен брой държави по едно и също време, т.е. реалното производство достига потенциалното си равнище и инфлацията е стабилна, а външното салдо, т.е. салдото по текущата сметка, е на устойчиво ниво. Изчисляването му изисква емпиричен модел, обхващащ макроикономическите променливи, които са под влиянието на реалния валутен курс. Съществена разлика от ППС е, че равновесният реален валутен курс се променя с времето, тъй като детерминантите на вътрешното и външното равновесие се променят. Ако например нарастването на производителността в търгуемия сектор превишава това в нетъргуемия сектор (ефектът Баласа-Самюелсън), равновесният валутен курс ще поевтинее. За изготвянето на оценки на ОРОК е необходимо да се определи външното салдо. Дефиницията на текущата сметка включва международ-

ната търговия и възвръщаемостта по нетните чуждестранни активи. Можем да приемем, че първото зависи от местното и чуждестранното реално производство, а второто зависи от позицията на нетните чуждестранни активи. Това, което липсва в подхода на ОРОК, е информация за характера на процеса на приспособяване, т.е. той може да се нарече „сравнителен статичен подход“. Предимствата на оценката тук отчасти се заличават от липсващия анализ на динамиката, липсващата реакция на реалния валутен курс спрямо нивото на производителността и в общи линии рекурсивната структура, доколкото текущата сметка определя капиталовата сметка, но не и обратно. Трябва още да не забравяме необходимостта ясно да посочим модел на текущата сметка, да оценим потенциалната производителност и да дефинираме едно устойчиво ниво на текущата сметка.

Поведенческият равновесен обменен курс (ПРОК, *BEER*) е курсът, при който ефектите от макроикономическите променливи са на равновесните си нива или траектории. Така понятието отчита възможността променливите да могат да поразжат дълги колебания и динамика в тренда на реалния валутен курс. ПРОК изменя ОРОК, като разширява актуалните равновесни стойности в средносрочни равновесни стойности на основните детерминанти. Приема се, че при ПРОК равновесният валутен курс се определя от дългосрочните икономически фундаментални фактори. Литературата разглежда условията на търговията, относителните цени на нетъргуемите спрямо търгуемите стоки и нетните чуждестранни активи като такива дългосрочни детерминанти (напр. *Clark & MacDonald* 1998). При оценяването на ПРОК трябва да се взема предвид дългосрочното отношение между преобладаващия валутен курс и краткосрочните и дългосрочните икономически фундаментални фактори. Като втора стъпка оценките на коефициентите на всяка една фундаментална променлива се използват за изчисляване на ПРОК. Следователно този подход използва краткосрочни (циклични) фактори, които могат да влияят върху средносрочното и дългосрочното развитие на равновесния реален валутен курс, а ОРОК обхваща само промените във валутните курсове, породени от промените във вътрешното и/или външното равновесие (*Clark & MacDonald* 2000).

ПРОК е критикуван за това, че не обхваща процеса на сближаване на действителната стойност в краткосрочен план до равновесния валутен курс (*MacDonald* 2000). Подходът на естествения реален обменен курс (ЕРОК, *NATREX*) се опитва да преодолее този недостатък. ЕРОК е курсът, който ще преобладава, ако се отстранят спекулативните и цикличните фактори, а безработицата остава на естественото си равнище. Както ОРОК, така и ПРОК са съвместими с икономика, която работи с пълния си капацитет и има устойчиво салдо по текущата сметка. Принципната разлика между ОРОК и ЕРОК е, че първият подход задава нормативна стойност, а вторият е само точно понятие. Главната разлика между ПРОК и ЕРОК е, че вторият подход използва като своя отправна точка конкретен теоретичен динамичен модел на запаси-потоци, за да получи една редуцирана форма, в която равновесният валутен курс зависи от разликите в относителните спестявания и в относителните фактори на производството.

Измененията в конкурентоспособността в краткосрочен план обикновено се свързват с изменения в реалните ефективни обменни курсове. Резултатите от наблюдението на ефективните валутни курсове обаче зависят много от използвания показател, и по-точно от изборния дефлатор (напр. търгуеми спрямо нетъргуеми стоки). Ето защо оценяването на конкурентоспособността въз основа само на реалния ефективен валутен курс е съпроводено с много трудности. Такива показатели не могат да уловят изменения в равновесното състояние в средно- и дългосрочен план. При това положение подходът на извличане на референтни стойности, и по-точно равновесни валутни курсове, имат заслугата да измерват устойчивите отклонения. Тъй като няма общоприето мнение по въпроса за най-уместния метод, само общият анализ изглежда подходящ да преодолее високата степен на несигурност относно изчислените равновесни валутни курсове. Такива анализи следва да бъдат извършвани много предпазливо, защото не може да се смята, че резултатите, получени по тези методи, са напълно достоверни (*Bayoumi et al. ECB* 2002). Трябва да се знае, че няма единствен показател, нито единствен метод, с който биха могли да се получат добри резултати във всяко отношение.

3. УВЕЛИЧАВАНЕ СВЕТОВНАТА РОЛЯ НА ЕВРОЗОНАТА

3.1. ВЪВЕДЕНИЕ

Еврот се превърна във втората по значимост международна валута и въпреки че доларът ще продължи известно време да се радва на предимствата на предпочитана валута, в бъдеще се очаква еврото да увеличи международната си значимост. Това означава нови възможности, но и нови източници на риск за еврозоната. В допълнение ИПС се изгради като една от най-големите интегрирани икономически и финансови зони в света. В комбинация с нарастващата значимост на еврото на международно ниво това прави икономическите промени и стратегии по отношение на еврото все по-важни за световната икономика. Глобализацията, особено в сферата на финансите, увеличава последиците от тези промени.

Всичко това води до нови предизвикателства и отговорности за общата политика на еврозоната. Тя трябва да осъзнае увеличените си общи отговорности и цената на една некоординирана външна политика. Тя не може повече да си позволи да води политика на благотворна ненамеса по международните макроикономически и финансови въпроси. Интересите ѝ и значимостта ѝ в световен мащаб трябва да бъдат правилно осъзнати, управлявани и представлявани в международен план. Въпреки това досега нейното външно представителство на многостранните икономически и финансови форуми остава фрагментирано и макар да има известен напредък, координирането на представителството на държавите от еврозоната на тези форуми е още в зародиш. За да говори с един глас на международните форуми, еврозоната трябва да консолидира външното си представителство.

Тази глава обсъжда новите световни предизвикателства и отговорностите на еврозоната. По-нататък са представени основните аргументи в полза на консолидирането на европейското представителството в многонационалните институции, като се отбелязва, че е назрял моментът, в който трябва да започне процесът на това консолидиране. В края на главата се разглежда необходимостта от засилване на двустранния макроикономически диалог със стратегически важните държави и региони като едно полезно допълнение към по-дейно и съгласувано участие в многостранните форуми.

3.2. НОВИ ОБЩИ ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВА И ОТГОВОРНОСТИ

3.2.1. Управление на международната роля на еврото

Както е изяснено в част II, превръщането на еврото във валута от международно значение носи множество предимства за еврозоната. Тези предимства, които вероятно ще се увеличават с времето, обхващат от приходите от сенъораж и възможността за пласиране на ценни книжа с по-ниска лихва на международни инвеститори до конкурентните предимства за износителите и финансовите институции от еврозоната. И все пак съществуват и някои потенциални загуби и рискове, свързани със статута на международна валута, например по-непредвидимо търсене на пари и по-голяма уязвимост на икономиката и финансовата система на еврозоната по отношение на резки промени в портфейлните предпочитания вследствие на увеличената взаимозаменяемост на активите в евро и в долари. Освен това преходът от настоящото положение към стабилизиране на по-значимата международна роля на еврото може да не премине гладко и за известно време да затрудни провеждането на единна парична и валутна политика в рамките на еврозоната. Въпреки това в дългосрочен план се предполага предимствата на международната валута да надделеят над недостатъците.

Еврозоната днес реално допринася за превръщането на еврото в международна валута на пазарна основа, като прилага разумна макроикономическа политика в солидна рамка на политика, ориентирана към стабилност, изпълнява програма за структурни реформи, подпомага интеграцията и развитието на финансовите си пазари, поддържа строги разумни регулации и либерален режим на капиталовата сметка.

Новите предизвикателства пред политиката и отговорностите в международен аспект, особено свързаните с по-голям потенциал за финансов подем вследствие на внезапни промени в очакванията на пазара, налагат изясняване ролята на еврозоната в институциите, които управляват световната икономика.

Световната значимост на еврото изисква да се увеличи устойчивостта на финансовата система на еврозоната към внезапни и широкомащабни портфейлни реструктурирания както чрез внимателно разработени разумни регулации (особено по отношение на експозициите на финансовите институции към валутния, лихвения и други пазарни рискове) и чрез засилване на финансовия надзор, предоставянето на ликвидност и функциите за управление на кризи на Евросистемата. Освен това тук се подчертава колко е важно да се приложат мерките, разглеждани в част II и целящи по-нататъшно сближаване на нормативно и надзорно ниво на всички държави в еврозоната и засилване на мерките за управление и разрешаване на презгранични кризи.

3.2.2. ИПС като опора на световната стабилност

Появата на ИПС като фактор на световната сцена не се свързва само и конкретно с увеличаване използването на еврото в международен мащаб. Както е показано в част II, чрез насърчаване на макроикономическата и финансовата стабилност в еврозоната ИПС има положителни вторични ефекти върху световната стабилност, а оказва и по-пряко стабилизиращо влияние върху съседните държави. ИПС допринася за световната стабилност например чрез твърдо фиксиране на очакванията за инфлацията и намаляване колебливостта на лихвения процент и валутния курс, най-вече в Европа. Освен това чрез насърчаване на по-интегрирани и по-широкообхватни финансови пазари на местно ниво той подпомага разпределянето на международния риск и регулирането на потреблението. При настоящите големи световни диспропорции в текущите сметки относително балансираната външна позиция на еврозоната спомогна за намаляване на риска от безразборно коригиране на такива диспропорции. Ето защо може да се твърди, че еврото фактически играе ролята на „световно обществено благо“.

В по-общ план нараства значението на промените в еврозоната за останалата част от световната икономика. Чрез приноса си за съгласуваността в развитието на бизнес цикъла в рамките на еврозоната ИПС засилва влиянието на този процес в еврозоната върху останалата част

от света. Във финансовата сфера чрез разкриването на нови възможности за интеграция и развитие на финансовите пазари на еврозоната ИПС предоставя платформа за засилена роля на европейските финансови институции на световния пазар.

Увеличеното значение на икономическите процеси и политическите решения в еврозоната за останалата част от света е подкрепено и от големите ѝ мащаби. Част II показва, че по отношение на БВП, търговските потоци и финансовите мащаби еврозоната е световна икономическа сила наравно със САЩ. Освен това, както подчертава *Sapir* (2007), присъствието ѝ в световната икономика се изразява не само чрез търговия, капитал и миграционни потоци, но и чрез интензивната регулираща дейност на ЕС.

Важното и нарастващо значение на еврозоната в световен аспект, което включва положителния ѝ принос като опора на стабилността, предоставя още един силен аргумент в полза на включването на еврозоната в световния надзор и координиране на политики. Това е причината, поради която еврозоната трябва да покаже лидерски качества и да представя по-убедително възгледите си по основните проблеми, дискутирани на международните форуми по надзор и развитие (напр. за световна стабилност, устойчиво развитие, борба срещу бедността, финансова прозрачност и надзор), както и своето предпочитание към многостранно одобрени решения.

3.2.3. Глобализация

Тенденциите към глобализация, разглеждани в част II, и по-конкретно финансовата глобализация, подкрепят тезата за по-активно участие на еврозоната в световните форуми за надзор и развитие.

Засилващата се финансовата глобализация увеличава както потенциалните предимства, така и рисковете, които произтичат от интернационализирането на еврото. Според *Lane & Milesi-Ferreti* (2006) съотношението на чуждестранните активи и пасиви към БВП на развитите държави се е увеличило три пъти от 1990 г. насам. Чрез увеличаване на презграничното притежаване на финансови активи финансовата

глобализация може да увеличи ползите за емитента на международна валута поради възможността да осъществява търговия с ценни книжа с чужденци, като предоставя отстъпка за ликвидност. Освен това финансовата глобализация допринася и за ускоряване на тенденцията, която се наблюдава в еврозоната (и в други развиващи се икономики), за увеличаване на дела на финансовите услуги в БВП и износа. Това би увеличило конкурентното предимство на финансовите институции на еврозоната, дължащо се на факта, че те могат да оперират на международно ниво със собствената си валута.

В същото време финансовата глобализация увеличава и потенциалните разходи, свързани с международното измерение на еврото. По-конкретно тя увеличава потенциалната амплитуда на разрушителни реструктурирания на портфейли между основни международни валути, а оттам и трудностите, които това ще създаде на еврозоната за провеждане на паричната политика. Освен това по-значителни реструктурирания на портфейли и по-силни и по-сложни взаимовръзки между местни и международни финансови институции също могат да направят финансовата система на еврозоната по-уязвима по отношение на промени в инвеститорския интерес и към световни финансови сътресения (както се разкри по време на ипотечната криза в САЩ).

Други аспекти на глобализацията, в това число нарастването на интеграцията на международната търговия и миграцията, също подчертават нуждата от по-задълбочено участие на еврозоната във формирането на политики в световен мащаб. Икономиката на еврозоната е значително по-отворена от тази на САЩ или Япония, измерено чрез дела на общия износ и внос на еврозоната към БВП, а освен това този процес се ускорява в последно време.²⁵³ Това прави икономиката на еврозоната относително почувствителна към световните икономически промени и увеличава влиянието на промените и

решенията по политиките на еврозоната извън нейните рамки.

Освен това глобализацията и появата на нови световни играчи се отразява и структурно върху функционирането на икономиката на еврозоната. По-конкретно, това засяга международното разпределение на труда, финансовата колебливост, инфлацията, пазара на труда, разпределението на дохода и устойчивостта на диспропорциите по текущата сметка. Тя се отразява и върху процеса на изглаждане в еврозоната чрез промяната в типологията на шоковете и чрез механизмите за изглаждане (в това число и ефективността и уместността на паричната и фискалната политика).

3.3. ЗАЩО ТРЯБВА ДА СЕ КОНСОЛИДИРА ВЪНШНОТО ПРЕДСТАВИТЕЛСТВО

Предходният раздел защитава тезата, че ИПС и тенденциите в глобализацията са силен аргумент в полза на засилване на участието на еврозоната в световното икономическо управление. И както е отбелязано, това трябва да се извърши както на многостранно, така и на двустранно ниво. В този раздел се разглежда многостранният канал и се твърди, че ако еврозоната трябва да говори единогласно и влиятелно на международните форуми, то единственият добър избор е да консолидира напълно представителството си в тях.

Наличието на единна парична и валутна политика на еврозоната и на координационни рамки при другите политики (а именно при фискалната и структурната политика) показва, че е естествено и ефективно еврозоната да говори единогласно на форумите за международен макроикономически надзор, като МВФ и Г-7. Участието на институциите от еврозоната в многостранните консултации за световните диспропорции, организирани от МВФ в периода 2006–2007 г., е добър пример за това. Създаването на все по-интегрирана финансова система в рамките на еврозоната, както и отговорностите на Общността за контрол в сферата на финансите са силен аргумент в полза на координираното представителство на еврозоната на международните форуми по финансови, контролни и надзорни въпроси (напр. във Форума за финансова стабилност или Базелския комитет по банков надзор).

²⁵³ В периода 1997–2000 г. и 2001–2006 г. съотношението на отвореността на еврозоната се увеличи от средно 33% на средно 37.5% от БВП, което се съпоставя с увеличение от 24% на 25% за САЩ и от 21% на 25% за Япония. Виж *Di Mauro & Anderton* (2007).

Консолидираното представителство на еврозоната на международните форуми ще заздравява позицията на преговарящ на еврозоната и ще увеличи ползите от координиране на международната политика. Освен това ще намали и оперативните разходи, свързани с международното координиране, и ще увеличи желанието на други основни партньори за координиране с еврозоната. Общата политика на ЕС по отношение на външната търговия допринася за силната позиция при преговори и влиянието на единогласието.

Предимствата, които еврозоната би натрупала от координиране на позициите на различните форуми по световно икономическо управление, вероятно ще бъдат много по-големи от сбора на отделните предимства, които всяка държава-членка може да постигне чрез некоординиран подход.

Световната икономика като цяло също може да се облагодетелства от единно външно представителство на държавите от еврозоната. Всъщност много от партньорите на Европа все повече гледат на еврозоната/ЕС като на самостоятелен икономически субект и смятат, че е по-ефективно да общуват с него като с един събеседник.

Както бе подчертано от няколко наблюдатели²⁵⁴, настоящата схема на разпределение на външното представителство на еврозоната я кара да се „състезава“ на многостранните форуми в категория, по-ниска от съответстващата на световната икономическа тежест. Това обяснява например защо въпреки големия общ дял на гласовете и големия брой представители на държавите от ЕС в МВФ влиянието на ЕС там е по-малко от това на САЩ, чиято квота е почти наполовината на агрегираната квота на ЕС. В същото време обаче в другите държави се засилва впечатлението, че европейското представителство е прекалено голямо както по отношение на местата, така и като агрегирано влияние на гласовете. В този контекст единственият добър начин еврозоната да увеличи влиянието си на световните форуми е чрез консолидиране на представителството и единогласие.

В заключение и както се споменава в част II, дългосрочните тенденции в световната икономика, и по-конкретно влиянието на възникващите икономики, ще намалят тежестта и влиянието на еврозоната в международните финансови институции и форуми, което ще бъде допълнително доказателство в полза на консолидиране на представителството на еврозоната в тях като начин за запазване на влиянието. Тези тенденции ще предоставят възможност това да се осъществи, тъй като ще представляват по-общ етап от основното преустройство на международната финансова рамка.

Всъщност пристъпването към по-консолидирано външно представителство на еврозоната би трябвало да улесни реформата в международното устройство, защото ще освободи място за възникващите икономики и развиващите се държави. И докато балансът на икономическите сили продължава да се измества в посока към възникващите икономики, натискът върху Европа да консолидира представителството си в международните финансови институции, за да улесни реформата на тяхната управленска структура, вероятно ще се засили.

Съществуването на единна парична и валутна политика на еврозоната предоставя особено силен аргумент в полза на консолидиране на представителството на еврозоната в МВФ чрез въвеждане на един представител. При Г-7, Г-8 и Г-20 подмяната на настоящото фрагментирано и непълно представителство на отделни държави от еврозоната с едно консолидирано представителство би довело до реформа и в тяхната структура, което ще увеличи ролята на основните икономики с възникващи пазари.

Цел: в дългосрочен план: а) излъчване на един представител за еврозоната в МВФ; и б) подкрепа за консолидирането на представителството на еврозоната/ЕС в Г-групите, което ще улесни приемането на някои основни икономики с възникващи пазари.

Въпреки че най-добрият избор би бил напълно да се консолидира представителството на държавите от еврозоната в МВФ и Г-групите, в настоящия момент не се усеща достатъчна подкрепа за такъв амбициозен ход от страна на държавите в еврозоната.

²⁵⁴ Виж напр. *Bini-Smaghi* (2004 и 2006b) и *Sapir* (2007).

При наличието на политическа въздържаност може да се помисли за *постъпателна стратегия*, чиято краткосрочна цел ще бъде да подобри инфраструктурата на европейската координация и на вземането на решения, така че да улесни изработването на общи позиции. Поточно обхватът и ефективността на координацията от институциите от Бретън Удс може да се повишат. Тази стратегия може да включва и разширено участие на общите институции в многостранните форуми в съответствие с мерките, подкрепени от Съвета ЕКОФИН през октомври 2006 г.²⁵⁵ В заключение участието на еврозоната като едно цяло в работните консултации на световно ниво, като водения от МВФ многостранен механизъм за консултации, се оказва полезно и трябва да продължи в бъдеще.

Цел: в краткосрочен план заздравяване на инфраструктурата за координиране позицията на еврозоната на международните форуми и въвеждане на други мерки, подкрепени от Съвета ЕКОФИН през октомври 2006 г.

В настоящия момент еврозоната трябва да задвижи процес, който с течение на времето ще ѝ осигури по-рационално представителство на тези форуми. Еврозоната ще спечели много от консолидирането. А при бързото развитие на световната икономика и на международната парична и финансова система бездействието в тази област може да струва скъпо.

3.4. ЗАЗДРАВЯВАНЕ НА ДВУСТРАНИЯ ДИАЛОГ СЪС СТРАТЕГИЧЕСКИТЕ ПАРТНЬОРИ

Друг важен канал, който трябва да бъде укрепен, за да позволи на еврозоната да представя по подходящ начин възгледите си по международните икономически и финансови въпроси, е двустранният макроикономически диалог на

високо равнище с основните ѝ икономически партньори.

Диалогът е полезно допълнение към разговорите, провеждани на международните форуми. Той подобрява общото разбиране за икономическите промени и политики и помага при решаването на трайните проблеми и при обмяната на опит. Освен това той би спомогнал еврозоната/ЕС да се споразумеят с основните си партньори за обща стратегия по важни политически въпроси, обсъждани на многостранните форуми, и може би отчасти би компенсирал ограничения на моменти напредък на многостранно ниво. Например в периода 2006–2007 г. на многостранните консултации на МВФ за световните диспропорции двустранните диалози по темата с някои от многостранните консултативни партньори бяха полезни. Двустранните разговори за световните диспропорции са в съзвучие със и предоставят допълнителна подкрепа за съгласуваната многостранна стратегия.

От гледна точка на надзора на световно ниво задълбочаването на двустранния диалог трябва да се съсредоточи върху ограничен брой стратегически партньори, които управляват голям дял от световната икономика, важни участници са в многостранните форуми и имат присъствие в някои ключови региони. Освен по-традиционните партньори като Япония, Русия и САЩ такива партньори са и големи възникващи икономики като Бразилия, Китай, Индия и Южна Африка.

Подобно на многостранните форуми някои от тези диалози би трябвало да бъдат до голяма степен използвани за представяне на единно мнение на еврозоната по въпроси от световно значение. Форматът на високо равнище – Тройката (председателят на Еврогрупата, президентът на ЕЦБ и комисарят по икономическите и парични въпроси), използван в последния диалог с Китай, може в конкретни случаи да се използва и с други големи стратегически партньори. Тези диалози на високо равнище могат да бъдат изборително използвани, за да представят „дипломацията на еврото“ по подобие на „дипломацията на долара“, чрез която Европа ще прокарава все по-интегрирана и последователна външноикономическа политика.

²⁵⁵ Тези мерки, разгледани по-детайлно във *Van den Noord et al.* (2008), включват по-действен подход на председателството на Г-8 и Г-20 от страна на еврозоната, засилване на координацията на ЕС в МВФ и Световната банка и пълното участие на Комисията в Г-7 по всички точки от дневния ред в рамките на нейната компетентност, а в Г-20 и във Форум за финансова стабилност като наблюдател.

Цел: да се увеличи световната роля на еврозоната чрез макроикономически диалози с ключови стратегически партньори и ключови региони.

3.5. ЗАКЛЮЧИТЕЛНИ БЕЛЕЖКИ

Като цяло за ИПС издигането на еврото в международна валута заедно с глобализацията предоставят нови възможности, но носят и нови предизвикателства и отговорности за еврозоната. ИПС продължава да оказва положително влияние върху световната стабилност и особено големи вторични ефекти върху съседните региони. Като емитент на втората по значимост международна валута и една от най-големите икономически единици в света, еврозоната не може повече да си позволи да стои на заден план по отношение на международния надзор и създаването на ключови стратегии.

Еврозоната трябва да посрещне тези нови предизвикателства, както и световните и регионалните си отговорности, като играе по-убедителна роля и говори единогласно по международните икономически и финансови въпроси. Това би позволило на Европа да максимизира ползите и да минимизира загубите в новата световна среда. По същия начин, както групирането на силите помогна на Европа да изиграе роля, съответстваща по големина на търговската ѝ тежест в световен мащаб, така тя трябва да се стреми да използва успеха на еврото, за да увеличи влиянието си по международните икономически и финансови въпроси.

При все това и въпреки значителния напредък от 1999 г. насам настоящото представителство на еврозоната на многостранните форуми остава фрагментирано, а инфраструктурата за координиране и прокаране на позиции на политиката все още не е достатъчно развита. Това не позволява на еврозоната да играе международна роля, пропорционална на икономическата ѝ и финансова тежест и съответстваща на новите ѝ световни отговорности.

В същото време появата на нови ключови участници в световната икономика увеличи нуждата от реформи в управлението на международната финансова структура и натиска върху ев-

розоната да консолидира представителството си в тези институции. Двете неща могат да вървят ръка за ръка. Консолидирането на Европа би помогнало на многонационалните институции да засилят гласа на възникващите икономики и развиващите се държави, като по този начин допринесат за възстановяването на тяхната легитимност и адекватно представителство. В същото време консолидирането ще позволи на еврозоната да придобие влияние върху тези институции благодарение на това, че говори единогласно. Трябва да се помисли за постъпателна стратегия, която цели по-нататъшно заздравяване на инфраструктурата на европейска координация, увеличаване на участието на общите институции и частичното обединение на представителството на еврозоната на някои форуми. Тази постъпателна стратегия ще помогне на държавите от еврозоната да доразвият практиката на възприемане на общи подходи по глобалните въпроси, което ще подготви почвата за по-амбициозни стъпки в тази посока. По време на този преходен период трябва да се създадат работни механизми, които ще позволяват на еврозоната да говори единогласно, както на многостранните консултации, водени от МВФ.

В допълнение към това еврозоната, а когато е уместно, и ЕС трябва да продължат да работят върху двустранния макроикономически диалог с основните партньори, като използват тези диалози за стратегически цели – постигане на споразумения и изграждане на обединения по основни международни въпроси. Тези диалози предоставят още едно полезно средство, чрез което все по-сплотена Европа може да общува със света единогласно.

В този смисъл в средносрочен аспект посоката на развитие сочи еднозначно към пълно консолидиране на представителството на еврозоната на някои от основните форуми, а именно МВФ и Г-групите, като единствен добър вариант. Но за да бъде ефективно това консолидиране, еврозоната/ЕС трябва да подобрят механизма за вземане на решения в сферата на международните икономически и финансови въпроси. Това е от значение за по-лесното сближаване на гледните точки, което ще позволи на Европа да говори единогласно.

4. ПО-ЕФЕКТИВНО УПРАВЛЕНИЕ

4.1. ВЪВЕДЕНИЕ

Системата на ИПС за икономическо управление – която включва институциите и инструментите, определящи насоката на икономическата политика в еврозоната – остава в основата си подходяща за целта. През последните десет години тя насърчаваше членовете на еврозоната да координират икономическите си политики с цел да се справят със задачата да споделят една политика. Преди всичко тя спомогна за разпространението на общото разбиране сред определящите политиката на еврозоната колко важни са стабилните публични финанси и приспособимите стокови, трудови и капиталови пазари за гладкото функциониране на ИПС. Напредъкът по отношение на засилване гласа на еврозоната на световната сцена досега бе ограничен, но първите стъпки бяха направени, което ще позволи подобряване на координацията в позициите на държавите-членки, а в бъдеще и постигане на единогласие.

С оглед на тези и други постижения радикална реформа на системата на ИПС за икономическо управление би била неоснователна в момент като този. Въпреки това могат да бъдат направени стъпки за подобряване на съществуващите институции и инструменти. На първо място опитите за координиране на икономическите политики в рамките на ИПС не бяха много поради неохотата на някои държави-членки да превърнат разбирането за предизвикателствата на общата политика в съгласувани мерки. Легитимността на ИПС в неговия икономически аспект също трябва да бъде повишена, доколкото поради мащаба си еврозоната трябва да играе по-съществена роля в обсъжданията на публичните финанси и регулирането на продуктите, трудовите и капиталовите пазари.

Големите структурни промени в световната икономика увеличават необходимостта Европа да подобри дейността на съществуващите институции и инструменти. Икономиката на еврозоната и световната икономика започнаха да се променят (и продължават да се променят) много бързо и икономическото управление трябва да следва тази бърза промяна. Неспособността да се напредва бързо води до рискове от намаляване на легитимността на ИПС, а в по-широк смисъл и на ЕС. Еврозоната е значително интегрирана сега, отколкото преди десет годи-

ни, когато ИПС започна да функционира, и още повече в сравнение със ситуацията преди двайсет години, когато бе замислен. Глобализацията е реалност и взаимодействието с останалия свят е по-сложно и включва много повече партньори извън Европа, отколкото в миналото. Освен това интеграцията на световната икономика, която е факт, както и увеличената конкуренция и обусловеното от нея международно разпределение на труда поставя на изпитание еврозоната като цяло и участниците в нея и те успешно го преодоляват, като се адаптират гладко към тези промени. В международен аспект промените засилват необходимостта еврозоната да мобилизира силите си, за да запази и дори да увеличи влиянието си и да поеме напълно отговорностите, които произтичат от нарастващата роля на еврото в световната финансова система.

Мащабите на икономиката на еврозоната и броят на държавите-участници в момента са толкова големи, че нейната значимост и особеностите ѝ са в центъра на вниманието. Еврото и оформянето и развитието на „икономиката на еврозоната“ промениха начините на водене на икономическата политика. Ето защо системата на икономическо управление трябва да съответства на мащаба на еврозоната и да се приспособява към преобразуванията в икономиката на еврозоната. Това налага някои корекции, тъй като настоящата система²⁵⁶ може да се окаже твърде съсредоточена върху функционирането на националните икономики. Ще бъде необходим преход в начина на формиране на политиката, за да се премине от система, основана на съвкупност от малки и отворени икономики, ясно ориентирани към следене на динамиката на номиналните обменни курсове (преди ИПС) или избягване на големи бюджетни грешки (в ранния етап на ИПС), към политика на управление на голямата и много по-хетерогенна икономика на еврозоната. Отчитайки всичко това, следващите раздели съдържат преглед на два взаимосвързани въпроса: състояние на системата за управление на ИПС и нейната ефективност и анализ на възможности за подобряване на икономическото управление.

²⁵⁶ Подробно описание на структурата и действието на настоящото управление е изложено в първата част на този доклад (част 1, глава 9).

Главата е структурирана по следния начин. Вторият раздел след това кратко въведение прави преглед на възможностите за подобряване ефективността на икономическата координация в ЕС, и по-специално що се отнася до ролята на Съвета ЕКОФИН и Еврогрупата. След това се прави оценка на нарастващата роля на Съвета ЕКОФИН и на Еврогрупата и се обсъждат някои стъпки за разширяване на тяхната роля в икономическото управление на еврозоната. В третия раздел се прави анализ на възможностите за подобряване координацията и диалога с цел реализиране на по-добро управление и повишаване на легитимността. И накрая, в четвъртия раздел е очертано бъдещето на системата за икономическо управление, като се обсъждат две главни промени, които ще обуславят политиката на управление за години напред: разширяването на еврозоната и вероятно приемане на Договора от Лисабон.

4.2. ПОДОБРЯВАНЕ НА ИКОНОМИЧЕСКОТО УПРАВЛЕНИЕ НА ИПС

Икономиката на еврозоната се променя с много бърз темп и системата ѝ за икономическо управление трябва да върви успоредно с нея. Скорошното интегриране на три нови членки в еврозоната поставя основите за по-нататъшно разширяване, до включване на всички държави – членки на ЕС. Това означава, че еврозоната ще се разпростира върху все по-голяма част от ЕС и вследствие на това членството в Еврогрупата ще съвпадне с това в Съвета ЕКОФИН. Оттук следва изводът, че ЕКОФИН е и ще продължава да бъде ядрото на системата за икономическо управление на ИПС.

Еврогрупата допълва работата на ЕКОФИН по въпроси от особен интерес за еврозоната. Първоначално тя е замислена като временна структура, чието съществуване да бъде прекратено в момента, когато всички министри в ЕКОФИН представляват държави, приели единната валута. При все това, въпреки че някои от държавите-членки все още са извън еврозоната, от Еврогрупата вече се очаква да играе важна роля през следващото десетилетие. Във всеки случай десетата годишнина на ИПС е благоприятен повод за равностметка на отношенията между Съвета ЕКОФИН и Еврогрупата.

Понеже еврозоната се разширява, обхватът от въпроси, значими конкретно за финансовите министри от Еврогрупата, ще се стесни, за разлика от въпросите, които ще стоят пред ЕКОФИН като цяло. На този фон става все по-важно за двата органа да са в тясно сътрудничество, докато засилват собствените си позиции. От една страна, ЕКОФИН като единствена институция, която притежава формална законодателна власт по икономически и финансови въпроси, ще трябва да разшири капацитета си, за да може да взема необходимите решения за подобряване работата на ИПС чрез прилагане поправките от Договора от Лисабон върху Маастрихтската икономическа рамка. В основата си структурата, определена от Маастрихтския договор, ще се запази непроменена. От друга страна, с Договора от Лисабон на Еврогрупата ще бъде даден мандат на председателство от 2½ години, докато Съветът ЕКОФИН ще продължи да сменя председателството си на всеки шест месеца. Това поставя Еврогрупата в по-добра позиция за обсъждане на дългосрочни и фундаментални въпроси, които оказват влияние върху работата на ИПС и външното му представителство. Освен това поради липсата на натиск за официално вземане на решения Еврогрупата предоставя по-голяма възможност за неофициален обмен на мнения в началния етап на дискусиите.

Увеличаването на сравнителните предимства на двата органа трябва да бъде придружено от ефективно сътрудничество между Съвета ЕКОФИН и Еврогрупата. То е необходимо за заздравяване на управлението в еврозоната през идните години. От практическа гледна точка ефективността на това сътрудничество би могла да бъде подобрена чрез по-резултатно и по-дълготрайно планиране на дейностите. По-нататъшните възможности за повишаване ефективността на всяка от институциите се разглеждат в следващите подточки, като са анализирани поотделно ролите на Съвета ЕКОФИН и на Еврогрупата.

4.2.1. Ролята на Съвета ЕКОФИН

Съветът ЕКОФИН е по същество органът за вземане на решения на икономическата политика на ниво ЕС поради факта, че осигурява координация между финансовите министри. Те са

ключови фигури в управленската система на еврозоната, тъй като са най-пряко ангажирани с работата на ИПС и имат конкретни познания в областите, които са от съществено значение за дейността на ИПС, като бюджетна политика, финансови пазари и данъчно облагане.

На ниво ЕС решенията по политиката се вземат от ЕКОФИН, а за по-ограничен кръг от въпроси – и от Еврогрупата. Ето защо ЕКОФИН трябва да продължи да работи за ускоряване на икономическия растеж от позицията на централна фигура, като осигурява стабилно публично финансиране и допринася за адекватната роля на европейската икономика на световната сцена. Тъй като влиянието на ЕКОФИН покрива целия ЕС, трябва да бъде засилен капацитетът му да координира политиките на ниво ЕС. ЕКОФИН е форумът за няколко ключови форми на икономическо управление в ЕС, например Лисабонската програма и Пакта за стабилност и растеж, и отговаря за прилагането на чл. 99 от Договора. Съветът ЕКОФИН се е зает с тези задачи много отговорно.

Освен това ролята на ЕКОФИН се увеличава през последните години по три основни причини: 1) нарасналото внимание към прилагането на рамката на икономическа политика на ИПС; 2) развитието на Еврогрупата, и 3) разширяването на ЕС, което вероятно е причина за намаляване възможността за реален интерактивен дебат между министрите.

Въпреки че ЕКОФИН работи дейно, за да отговори на тези предизвикателства, има поле за подобряване на работата. По-специално, може да се направи усилие за насърчаване на подход, който предлага по-добра съгласуваност между отделните сфери на компетентност, а именно макроикономическа политика, финансови пазари и данъчна политика.

Освен това Съветът ЕКОФИН трябва да осъществи напредък в две основни насоки с цел подобряване методите на работа. На първо място, подобряване на рамката на дневния ред на ЕКОФИН, и второ, предоставяне на подходяща организация на дискусиите. Във връзка с първата насока няколко са елементите, които могат да допринесат за подобряването на рамката на дневния ред. На първо място, тя трябва

да бъде „ориентирана към резултатност“. Това, освен всичко останало, означава, че трябва да се постави по-силен акцент върху вземане на конкретни решения по време на заседанията на министрите. На второ място, ЕКОФИН би могъл да има по-последователна стратегия за обществена комуникация. На трето място, освен постоянната отговорност за вземане на решения би трябвало да се обърне по-голямо внимание на стратегическите обсъждания на промени в политиката.

По отношение на по-добрата организация на дискусиите успешни резултати може да бъдат постигнати по два начина. На първо място, съвсем конкретните и кратки въстъпителни изказвания по основните дискутирани теми биха били уместни за фокусиране на дебатите. Те трябва при всички случаи да бъдат придружени, освен всичко останало, от предварително разпространени писмени изложения. Второ, броят на точките в дневния ред трябва да бъде минимален, за да се осигури възможност за изчерпателно обсъждане на основните въпроси.

Цел: изграждане на по-последователен подход в сферите на компетентност на Съвета ЕКОФИН чрез по-добре организирана рамка на дневния ред и по-ефективна организация на дискусиите.

4.2.2. Роля на Еврогрупата

Работата на ЕКОФИН се допълва от Еврогрупата, която също е ключов орган в настоящата система за икономическо управление на ИПС. През последното десетилетие отговорността на Еврогрупата за икономическото управление на ИПС значително нарасна. Докато неофициалните срещи на министрите на финансите на държавите от еврозоната първоначално се провеждаха в часовете преди заседанията на Съвета ЕКОФИН, сега те заемат по-голямата част от предишния ден. Тази промяна е отражение на нарастващото политическо значение на Еврогрупата, но така също и на увеличаване брой на точките в дневния ред, като някои от темите, които са обект на редовно обсъждане, са икономическото състояние и отговорностите на държавите от еврозоната според Пакта за стабилност и растеж и Лисабонската стратегия.

Еврогрупата трябва да продължава да работи в две насоки:

- *В краткосрочен план* (т.е. докато има значителни разлики в ЕС) това е форумът, който има „компетенцията“ да разглежда въпроси, свързани с конкретните отговорности, които министрите споделят по отношение на единната валута. Това е включено в новия Протокол на Договора от Лисабон.
- *В средносрочен период*, при нарастващо припокриване с ЕКОФИН трябва да се намери начин за запазване на правото на самостоятелни дискусии в ограничен и неофициален кръг. Това би осигурило достатъчно време за подходящо обсъждане и използване на метода „мозъчна атака“ по въпроси, засягащи еврозоната.

Еврогрупата израсна като институция през последното десетилетие, особено след като определи първия си постоянен председател през януари 2005 г. Постоянното председателство повиши организираността и последователността на срещите на Еврогрупата. Председателят на Еврогрупата в момента има ключова роля в икономическото управление на ИПС, като представя гледните точки на финансовите министри пред медиите и участва в международни форуми, като срещите на финансовите министри от Г-7. Участието на председателя на Еврогрупата в тези срещи е само един от елементите на нарастващата необходимост еврозоната да говори единогласно по икономически, парични и финансови въпроси на международната сцена. Присъствието на Еврогрупата бива забелязвано все повече поради честите публични изявления, отразяващи позициите на финансовите министри от еврозоната по международните икономически въпроси и предизвикателствата на вътрешната политика.

Цел: да се подобри работата на Еврогрупата, за да се обсъждат задълбочено въпроси, свързани с конкретни проблеми на еврозоната. В дългосрочен план, понеже ЕКОФИН и Еврогрупата все повече се припокриват, Еврогрупата запазва мястото си като неофициален форум за отворени и открити дебати.

Най-важната заслуга на Еврогрупата през последното десетилетие бе да способства за общо разбирателство между финансовите министри по отношение на основните проблеми, които стоят пред еврозоната. В сферата на бюджета например в момента съществува широк консенсус между членовете на Еврогрупата за това, колко е важно да се избягва провеждането на проциклична фискална политика в добри икономически времена. За тази цел в контекста на ежегодното изготвяния Полугодишен преглед на бюджетните политики през април 2007 г. Еврогрупата прие набор от насоки, които призовават членовете на еврозоната да постигнат своята средносрочна бюджетна цел най-късно до 2010 г.

Освен това през последните няколко години Еврогрупата бе натоварена с нарастваща отговорност за икономическо управление на еврозоната, и особено след определянето на председател на групата през януари 2005 г. Това развитие има своите предимства, както показва дейната посредническа роля на Еврогрупата за необходимостта от преразглеждане на Пакта за стабилност и растеж през март 2005 г. В помалко позитивен аспект Еврогрупата не пожъна голям успех при превръщането на общите разбирания на финансовите министри от еврозоната в целенасочено политическо действие. В бюджетен план поетите ангажименти за консолидирана бюджетна позиция в добри времена невинаги намираха отражение в бюджетните решения. По същия начин консенсусът между финансовите министри от еврозоната по отношение значението на адаптивни продукти, трудови и капиталови пазари за гладкото функциониране на ИПС не успя да ускори хода на структурната реформа в някои от държавите-членки, които се споменават в този преглед. За това може да се съжالياва, като се има предвид колко важни са адаптивните пазари за подпомагане изглаждането в икономиките на еврозоната с оглед на общата парична политика. Ефективната работа на Еврогрупата зависи до голяма степен от широко споделяното разбиране на всички заинтересовани страни за последиците от ИПС за националните политики. По-конкретно, само общите разбирания на финансовите министри може невинаги да са достатъчни да предизвикат промени в политиките извън непосредствената им сфера на компетентност.

Докато Еврогрупата е подобрила работата си през последното десетилетие чрез практически опит, тя все още не се е изявила като институция, която направлява и ръководи дейности, които, макар понякога да не са характерни само за еврозоната, имат особено значение за нея. По-конкретно, тя пропусна да даде решаващ тласък на държавите-членки от еврозоната да предприемат структурни реформи, които биха съдействали за ускоряване на растежа и за увеличаване капацитета за изглаждане. Освен това от гледна точка на външните отношения еврозоната все още не е възприела напълно на световната сцена ролята, която съответства на нейната икономическа тежест и на нарастващата международна роля на еврото.

Значителната координация между участниците в еврозоната може да изиграе активна и полезна роля при подготовката за структурни реформи, които биха могли по подходящ начин да допълват процесите от Лисабон. Еврогрупата предоставя възможност за провеждане на отворени и откровени дебати за необходимостта от реформите, за препятствията пред тях и за подходящите политики и вероятното им влияние. Единомислието между финансовите министри на държавите от еврозоната по отношение необходимостта от реформи би предоставило допълнителен тласък в подкрепа на структурните реформи. Макроикономическият и фискалният аспект на реформите биха били по-добре интегрирани под формата на стратегии за реформи. Като съдейства за изграждане на перспектива за последователни макроикономически и структурни реформи, Еврогрупата ще способства за оформяне на обща реакция към предизвикателствата пред политиката и тази реакция ще включва по необходимост и въпроси, надхвърлящи преките възможности за действие на държавите-членки.

Очертаващата се роля на Еврогрупата като орган за вземане на решения също повдига въпроси, дали се отдава съответното внимание на принципите за легитимност, отчетност, прозрачност и откритост, когато се вземат решения, които биха оказали влияние върху хода на националните икономически политики. Липсата на прозрачност в Еврогрупата произлиза от самата ѝ същност като неформален орган, но това бе подчертано като основен аспект за подоб-

рение. Легитимността на Еврогрупата ще бъде увеличена чрез интегрирането ѝ в правната структура на ЕС (виж раздел 4.4.2).

От особена важност за ефективността на работата на Еврогрупата е да се осигури по-добър отзвук от срещите ѝ. За тази цел членовете на Еврогрупата биха могли по-често, след обсъждане на ключови промени в политиката на еврозоната, да публикуват материали от заседанията си. Тези документи ще обобщават разбирането на министрите по конкретни въпроси и последиците за икономическата политика. Ако обсъждането на тези въпроси продължи на следващи срещи на Еврогрупата, материалите биха дали отправната точка за дискусия. Тази дейност има предимството, че ще способства за приемствеността и съгласуваността в дискусиите на Еврогрупата и ще осигури съгласувана комуникация. Наскоро такива материали бяха публикувани във връзка с дискусиите на министрите за политическите действия по повод посъщването на петрола и по валутни въпроси, но е добре да се разшири спектърът от въпроси, обсъждани в тези материали.

По-задълбоченото и по-избистрено разбиране от страна на министрите от Еврогрупата относно резултатите от националните политики за еврозоната като цяло, както и относно изискванията, които ИПС поставя пред националните политики, ще има ключово значение за подобряване на ефективността и влиянието на Еврогрупата, за да може тя да се изяви като действителна водеща сила по отношение на развитието и дейността на ИПС. До известна степен проблемът е технически и може да бъде решен чрез подобряване начина на подготовка на срещите на Еврогрупата с цел повишаване нивото на информираност и дискусии. И все пак несправянето с това предизвикателство означава отсъствие на политическата воля и фундаментални разлики в подходите към създаването на политика от различните държави и техните министри. Освен чрез продължителни усилия за създаване, разширяване и задълбочаване на общото разбиране, няма друг ясен подход за решаване на този проблем.

Както вече бе коментирано в този доклад (глава III.3), нарастващата международна роля на еврото в световната икономика също ще изис-

ква от Еврогрупата да стане по-ефективна в управлението на външното измерение на ИПС. Първата стъпка е да се работи в посока към по-добра координация и диалог в рамките на Еврогрупата и между институциите с цел по-добре да се формулират позиции по външни въпроси, но това би било полезно само ако е придружено от натиск върху държавите-членки за продължаване на работата по тези въпроси.

Цел: да се разшири ролята на Еврогрупата и на нейния председател като ключов посредник в отношенията с другите институции от еврозоната.

Ключово предизвикателство пред Еврогрупата през идните години е разширяването на еврозоната. Еврогрупата е основната платформа, от която новите държави-членки ще участват в изготвянето на икономическата политика на еврозоната. Разширяването ѝ ще повлияе на работната среда на Еврогрупата по няколко разнопосочни начина. От една страна, Еврогрупата ще поеме нарастващ дял от държави-членки, т.е. тежестта върху еврозоната като цяло за управлението на икономическата политика на ЕС ще се увеличи. От друга страна, увеличеният брой на участниците (с потенциално разнообразие от интереси и предизвикателства) може да направи процеса на вземане на решения в Еврогрупата по-сложен и да разшири обхвата на въпросите за обсъждане (напр. по-широко макрофинансово и структурно измерение).

Присъединяването на Кипър, Гърция, Малта и Словения към еврозоната вече разшири кръга от финансови министри на еврозоната и повдига въпроси за бъдещата работа на Еврогрупата. Най-важният от тези въпроси е дали неофициалният подход към икономическото управление ще остане подходящ, при положение че още финансови министри ще се присъединяват към институцията.

Това до голяма степен ще засегне ефективността на бъдещата Еврогрупа, която накрая ще включва повечето от държавите – членки на ЕС. От практическа гледна точка, колкото повече се разширява кръгът на финансовите министри, толкова по-трудно ще бъде да се провеждат дискусии в пълен състав, които да вземат предвид предпочитанията на всички участници.

Ето защо Еврогрупата трябва да посрещне предизвикателството на разширяването на еврозоната. Финансовите министри от еврозоната имат отговорността да работят в тясно сътрудничество с бъдещите членове на еврозоната, за да се изгради доверие и да се поощри прилагането на необходимите политики и реформи по пътя към еврото. За тази цел Еврогрупата би могла да покани финансовите министри на държавите от VM II да участват в някои от срещите.

4.3. ПО-ДОБРА КООРДИНАЦИЯ И ДИАЛОГ ЗА ПО-ДОБРО УПРАВЛЕНИЕ И ПО-ГОЛЯМА ЛЕГИТИМНОСТ

Ефективното функциониране на икономическото управление в ИПС в бъдеще очевидно няма да се ограничава само до дейността на Съвета ЕКОФИН и Еврогрупата за успешно разширяване на еврозоната. Освен това е необходима координация между основните институции и фигури, които участват в икономическата политика: Европейската комисия, Европейския парламент, Еврогрупата, ЕЦБ, Съвета, националните парламенти и националните правителства.

Плодотворният обмен и диалог трябва да достигнат до националните парламенти на държавите-членки във и извън еврозоната. Включването на националните парламенти в Пакта за стабилност и растеж и в Лисабонската стратегия може да се разбира като опит за насърчаване на национални дебати за значението на фискалната дисциплина и добре функциониращите продукти, трудови и капиталови пазари в ИПС.

Поканата на Европейския съюз от 2005 г. към националните парламенти да се включат по-активно в реформите от Лисабон, както и във фискалния надзор, не предизвика спонтанно увеличаване на интереса на всички национални парламенти към икономическото управление. В бюджетната сфера само половината от държавите-членки от еврозоната включиха националните си парламенти в съществените обсъждания на осъвременените програми за стабилност (*European Commission 2007i*). Относно Лисабонската стратегия дори по-малко държави-членки от еврозоната включиха националните

си парламенти във важните дискусии по Програмите за национални реформи за растеж и заетост (*Pisani-Ferry and Sapir 2006*).

Става ясно, че по-голямо участие на националните парламенти в дебатите по Пакта за стабилност и растеж и Лисабонската стратегия би спомогнало за увеличаване легитимността на системата на ИПС за икономическо управление. Как това може да бъде постигнато, е преди всичко въпрос на избор на отделните държави-членки, защото в играждането на националната икономическа политика участието на парламентите е различно в различните държави. Без да накърняват правото на избор, европейските институции ще работят повече, за да увеличат информираността на обществото относно системата за икономическо управление на ИПС и отговорностите на държавите-членки по силата на Пакта за стабилност и растеж и Лисабонската стратегия.

Цел: По-голямо участие на националните парламенти в обсъжданията на Пакта за стабилност и растеж и Лисабонската стратегия за повишаване на легитимността на управлението на ИПС.

По-голямата координация изисква и засилен диалог между институциите. По-динамичният диалог включва по-редовни срещи по въпроси, свързани с икономическите измерения на ИПС между основните институции. На първо място, трябва да съществува непрекъснат диалог между финансовите министри и ЕЦБ. Усилията на Еврогрупата да изгради общо разбиране на фискалните и паричните власти на еврозоната също не оправдаха очакванията. Редовният обмен на мнения между финансовите министри от еврозоната и ЕЦБ, въпреки че бе полезен, не успя да попречи на политиките от еврозоната периодично да критикуват публично паричната политика на ЕЦБ. Освен това позицията на финансовите министри в този дебат бе доста разноречива. Ако финансовите министри не успеят да изградят общо мнение, трудно ще се постигне спокоен диалог и оптимално съгласие между паричните и фискалните власти. Този диалог няма да ограничи по никакъв начин независимостта на ЕЦБ, напротив, ще допринесе за увеличаването ѝ.

Цел: постигане на обща позиция на министрите като условие за подобряване на диалога с ЕЦБ. Такъв диалог ще затвърди независимостта на ЕЦБ и ще увеличи разбирателството между паричните и фискалните власти.

По-широк вътрешноинституционален диалог също би бил ползотворен. В резолюцията си по Годишния доклад на Европейската комисия за еврозоната Европейският парламент призова за съвместен диалог на Еврогрупата, Комисията и Парламента, подобен на диалога по парични въпроси между Парламента и ЕЦБ, който да се осъществява поне веднъж годишно. За да съдейства за реализиране на този диалог, Европейският парламент проведе съвместен дебат по съобщението на Комисията за годишния отчет на еврозоната през 2007 г. и по Годишния отчет на Европейската централна банка за 2006 г. на 11 юли 2007 г. Разширяването на диалога чрез по-чести срещи и насърчаването на по-пространно обсъждане на общите предизвикателства на политиката биха спомогнали за увеличаване легитимността на икономическото направление в политиката на ИПС, без това да ограничава по какъвто и да било начин прерогативите на ЕЦБ.

Съществуващият паричен диалог, заложен в Договора, е добър, тъй като способства за увеличаване легитимността на паричното измерение на ИПС в няколко важни аспекта. На първо място, увеличава прозрачността и откритостта, като предоставя на президента на ЕЦБ допълнителна възможност да представя мнението си за икономическата ситуация и предизвикателствата на политиката, пред които е изправена еврозоната. На второ място, той увеличава демократичната отговорност, като дава възможност на членовете на Европейския парламент да настояват за промени в паричното управление на еврозоната, без да намалява прерогативите на ЕЦБ.

На последно място, макроикономическият диалог би могъл да осигури по-тясно сътрудничество между икономическите участници. Изглежда, има необходимост да се увеличи участието на заинтересованите страни от държавите-членки, като се стимулира дебат в контекста на макроикономическия диалог (МИД) по конк-

ретни въпроси, които са приоритетни в националните програми и освен това придобиват още по-голяма значимост поради вторичните ефекти от по-силното включване/участие на национални представители. Конкретни икономически въпроси, характерни за отделните държави, биха могли да бъдат дискутирани на „специализирани срещи на МИД“ на техническо ниво. Тези специализирани срещи ще изградят тясна връзка, необходима за редовните срещи на МИД, за да се използват напълно предимствата на тази рамка.

Цел: чрез насърчаване на комуникацията и диалога между институциите и на диалозите с по-широк кръг заинтересовани страни да се подобри координацията и икономическото управление на еврозоната.

4.4. ПРОМЕНИ В БЪДЕШАТА СИСТЕМА ЗА ИКОНОМИЧЕСКО УПРАВЛЕНИЕ НА ЕВРОЗОНАТА

Бъдещата разширена еврозона ще претърпи няколко значителни промени, които ще окажат влияние върху начина, по който би трябвало да се осъществява икономическото управление. През следващото десетилетие ще има две основни промени, които ще оформят начина, по който работи системата на икономическото управление на еврозоната. Промените са: на първо място, бъдещото разширяване на еврозоната, и на второ място, вероятното приемане на новия Договор. Ето защо този последен раздел посочва последиците от разширяването на еврозоната за системата на икономическо управление и от евентуалното влизане в сила на новия Договор.

4.4.1. Към успешно разширяване на еврозоната

След разширяванията на ЕС през 2004 г. и през 2007 г. следва да се разшири и еврозоната и е логично да се очаква през следващите десет години всички нови държави-членки да се присъединят към нея. Този текущ процес на разширяване на еврозоната предполага потенциални последици за управлението на паричния съюз. Тъй като разширяването на еврозоната е постъпателен процес и ще изминат няколко го-

дини, преди всички нови държави-членки да приемат единната валута, заслужава да погледнем в бъдещето, за да сме сигурни, че еврозоната е добре подготвена да посрещне потенциалните средносрочни предизвикателства за управлението.

Процесът на разширяване на еврозоната е управляван от ясна, основана на правила рамка, изложена в Договора. Държавите-членки трябва да покажат своята готовност да участват в еврозоната, като постигнат „висока степен на устойчиво сближаване“, което се оценява спрямо набор от критерии. Рамката на Договора смесва техническото с политическото измерение, като решенията за присъединяване се вземат на политическо ниво въз основа на предложение на Комисията, което от своя страна се основава на техническите доклади на Комисията и ЕЦБ. Тази уредба цели да осигури както икономическа обосновка, така и политическа легитимност и отчетност.

Рамката за разширяване на еврозоната отразява схващането, че членуването в зоната на единната валута е решителна крачка за дадена икономика, която оказва влияние не само върху самата нея, а и върху нейните партньори. Обменният курс е необратимо фиксиран и наборът от налични инструменти на икономическата политика е основно променен. По-конкретно, в държавата ще се осъществява обща за еврозоната парична политика, която предполага приспособяването да се основава на ефективна фискална и структурна политика. На този фон наборът от критерии за приемане цели да покаже способността на държавата да допринесе за макроикономическата стабилност в еврозоната, след като вече се е отказала от собствената си парична и валутна политика. Докато в количествено отношение критериите са ясно определени, като предоставят прозрачни референтни стойности и осигуряват еднакво отношение (тъй като всяка държава, която отговаря на критериите, има право да се присъедини към еврозоната), оценката не е и не трябва да бъде чисто механична. Устойчивото сближаване е от решаващо значение и Договорът призовава към това. Целта е изпълнението на критериите да бъде съобразено с базовите фактори, а не да се дължи само на еднократни фактори.

Перспективата на институционалната рамка за разширяването на еврозоната е изцяло запазена в Договора от Лисабон, което свидетелства за значението, което държавите-членки отдават на устойчивостта и предвидимостта на този важен управленски въпрос, и показва, че първоначалната обосновка на оценката на рамката е толкова валидна днес, колкото е била по пътя към третия етап на ИПС²⁵⁷.

Четири години след разширяването през 2004 г. три от новите държави-членки вече са се присъединили към еврозоната, а друга (Словакия) се очаква да направи това през януари 2009 г., което подчертава, че разширяването на еврозоната е отворен процес. Въпреки че началните позиции на тези държави бяха по-благоприятни в някои аспекти в сравнение с тези за други сближаващи се държави-членки извън еврозоната, всяка от тях трябваше да извърши значителни корекции в политиката си, за да отговори на критериите за приемане (Словения по отношение на динамиката на инфлацията и режима на обменния курс, а Кипър и Малта по отношение на устойчивото фискално консолидиране). Стратегиите за приемане на еврото изиграха роля на стабилна опора за политиката, но тези реформи бяха без съмнение от дългосрочен интерес за самите държави.

Освен това от гледна точка на еврозоната при тези процедури трябва да се вземе предвид увеличаващото се разнообразие между членовете. Това може да усложни прогнозирането, но ще допринесе за качеството чрез разширяване обмена на анализи и добри практики в разширената зона с единна валута. С времето това разнообразие ще намалее със засилването на икономическата интеграция и реалния напредък в сближаването (Begg 2008).

²⁵⁷ Единствената съществена промяна в процедурата, която дава на членовете на еврозоната по-силен глас при оценяване на готовността на държавите за приемане на еврото (въз основа на първоначалното предложение на Комисията държавите-членки от еврозоната приемат предложение до Съвета в пълен състав). Този елемент има по-скоро задачата да утвърди ролята на еврозоната като участник в политиката, отколкото да внесе съществена промяна в рамката.

4.4.2. От Маастрихт до Лисабон

Според Договора от Маастрихт икономическото управление предоставя подходящ пакет от икономически политики. Договорът постановява ясно, че по-тясната координация на икономическите политики (чл. 99), която поддържа ценовата стабилност (чл. 105), избягва прекомерния дефицит (чл. 104) и насърчава пазара на труд, която реагира на икономическите промени (чл. 125), има съществено значение за поддържане на по-висок стандарт и качество на живот сред държавите-членки (чл. 2).

Всички предложения за подобрения, изложени в тази част, се основават на настоящия Договор, тъй като той дава достатъчно поле за по-добро управление и по-ефективно координиране. Ето защо Договорът от Лисабон, който все още е в процес на ратифициране, не е предварително условие за извършване на подобрения в икономическото управление на еврозоната. При все това този нов Договор дава нови възможности, съдържа няколко елемента, които допринасят за по-добро определяне на функциите на някои органи, участващи в икономическата политика, и подобрява тяхната ефективност и легитимност, като прокарва път за по-значителната роля на еврозоната като деен участник в икономическото управление. Впоследствие той ще определи и рамката за всички предложения по политиката на еврозоната, дадени в този доклад, които съответстват както на буквата, така и на духа на новия Договор от Лисабон, предоставящ повече възможности за постигане на ефективно икономическо управление на еврозоната. Новият Договор ще увеличи възможностите за по-ефективно икономическо управление с някои промени във всички основни институции.

Що се отнася до Европейската комисия, нейното право на инициатива по процедурата при прекомерен дефицит ще бъде потвърдено. Следователно решенията на Съвета за съществуването на прекомерен дефицит ще бъдат вземани по-скоро въз основа на предложение на Комисията, отколкото на препоръка, каквато е текущата практика. Надзорната роля на Комисията ще бъде потвърдена и с възможността за отправяне на предупреждение към държава-членка, чиято политика в по-голямата си част се смята за несъответстваща на насоките на икономи-

ческата политика или има риск да застраши правилното функциониране на ИПС. Досега само Съветът може да отправя такива сигнали към държавите-членки под формата на препоръка.

Що се отнася до главата за ИПС, Договорът от Лисабон като цяло няма да повлияе особено върху правомощията на Европейския парламент. При все това трябва да се отбележи, че с Лисабонския договор старата процедура за сътрудничество е премахната и в зависимост от обстоятелствата е заменена с по-силната процедура на вземане на съвместно решение или с по-слабата процедура на консултиране. Накрая, Договорът от Лисабон съдържа и промени, които се отнасят до Съвета и Еврогрупата. Капацитетът за действие на Съвета ще бъде засилен в няколко аспекта. *На първо място*, държавите-членки, които са обект на потенциално законово решение, се изключват от гласуване, с което се избягва двойната им роля на страна по делото и на съдия.

На второ място, възможностите за засилване на управлението на еврозоната се увеличават в три насоки:

- Въведени са положения, специфични за държавите-членки от еврозоната (глава 4, чл. 114–115а), които им позволяват да вземат по-нататъшни мерки по отношение заздравяване на координацията и надзора върху бюджетната дисциплина и при определяне на насоки на икономическата политика. По отношение на външното измерение на ИПС новото тук са изричните пълномощия на Съвета, с които той има право да взема под-

ходящите мерки, за да осигури единното представителство в рамките на международните финансови институции и конференции.

- Гласуването в Съвета ЕКОФИН е ограничено до случаите, засягащи представителството на държавите от еврозоната по различни поводи.
- И на последно място, Еврогрупата ще бъде официално призната чрез нов Протокол към Договора от Лисабон. Този Протокол потвърждава нуждата от изграждане на по-тесна отвсякога координация на икономическите политики в рамките на еврозоната и нуждата от засилване на диалога между държавите-членки. За тази цел Протоколът дава официален статут на Еврогрупата и на нейния председател, който занапред ще бъде избран за срок от две години и половина. Министрите ще избират председателя за период от две години и половина, което фактически малко увеличава двегодишния председателски мандат, въведен през 2005 г.

По този начин еврозоната ще може да се възползва от два концептуално различни механизма за формиране на политика, и двата със специфични сравнителни предимства: Еврогрупата като неофициален съвещателен орган и Съвета ЕКОФИН, където участват само министрите от еврозоната, в ролята на официален орган за вземане на решения. Поради протичащия процес на разширяване на еврозоната това е навременно заздравяване на институционалната рамка за вземане на решения и управление на еврозоната.

ИЗПОЛЗВАНА ЛИТЕРАТУРА

- Acemoglu, D. (2003), 'Cross-country inequality trends', *Economic Journal*, Vol. 113(485), Royal Economic Society, pp. F121–F149, February.
- Adams, T. (2006), 'The IMF: Back to basics', in E. M. Truman (ed.): *Reforming the IMF for the 21st century*, pp. 279–292; pp. 133–138; Washington DC: Institute for International Economics.
- Afonso, A., W. Ebert, L. Schuknecht and M. Thoene (2005), 'Quality of public finances and growth', *ECB Working Papers*, No. 438, Frankfurt: European Central Bank.
- Afonso, A., L. Schuknecht and V. Tanzi (2007), 'Income distribution determinants and public spending efficiency', *Fourth Annual Research Conference*, Economic and Financial Affairs DG, 'Growth and distribution in an integrated Europe: Does EMU make a difference?', Brussels, 11–12 October.
- Afonso, A. and M. St. Aubyn (2006), 'Relative efficiency of health provision: A DEA approach with non-discretionary inputs', *ISEG-UTL Economics Working Paper*, 33/2006/DE/UECE, Technical University of Lisbon, Department of Economics.
- Agell, J., T. Lindh and H. Ohlsson (1997), 'Growth and the public sector: A critical review essay', *European Journal of Political Economy*, No. 13, pp. 33–52.
- Aghion, P., C. Harris, P. Hewitt and J. Vickers (2001), 'Competition and growth with step-by-step innovation', *Review of Economic Studies*, Vol. 68, pp.467–492.
- Aghion, P. and P. Howitt (2005), 'Growth with quality-improving innovations: An integrated framework', in P. Aghion and S. N. Durlauf (eds): *Handbook of Economic Growth*, Vol. 1A, Amsterdam, North-Holland, pp. 67–110.
- Aghion, P. and P. Howitt (2006), 'Appropriate growth policy: A unifying framework' (Joseph Schumpeter Lecture), *Journal of the European Economic Association*, No. 4(2-3), pp. 269–314, April–May.
- Aghion, P. and G. Saint-Paul (1993), 'Uncovering some casual relationships between productivity growth and the structure of economic fluctuations: A tentative survey', *NBER Working Papers*, No. 4603.
- Ahearne, A. and B. Eichengreen (2007), 'External monetary and financial policy: A review and a proposal', in Sapir, A. (ed.): *Fragmented power: Europe and the global economy*, Brussels: Bruegel.
- Alesina, A., I. Angeloni and F. Etro (2005), 'International unions', *American Economic Review*, Vol. 95, pp. 602–615.
- Alesina, A., S. Ardagna, G. Nicoletti and F. Schiantarelli (2003), 'Regulation and Investment', *OECD Economics Department Working Papers*, No.352.
- Alesina, A. and T. Bayoumi (1996), 'The costs and benefits of fiscal rules : evidence from US States', *NBER Working Paper*, No.5614.
- Alesina, A., J. Galí, F. Giavazzi, H. Uhlig and O. Blanchard (2001), 'Defining a macroeconomic framework for the euro area', *Monitoring the European Central Bank*, No. 3, CEPR.
- Alesina, A. and L. Summers (1993), 'Central Bank independence and macroeconomic performance: Some comparative evidence', *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 25, pp. 157–62, May.
- Alesina, A. and G. Tabellini (2005), 'Why is fiscal policy often procyclical?', *NBER Working Papers*, No. 11600.
- Allington, N., P. Kattuman, and F. Waldmann (2005), 'One market, one money, one price?', *International Journal of Central Banking*, pp.73–115, December.
- Allsopp, C. and D. Vines (2008), 'Fiscal policy, intercountry adjustment and the real exchange rate within Europe', paper presented at the workshop 'EMU@10: Achievements and challenges', Economic and Financial Affairs DG, European Commission, Brussels, 26–27 November 2007.

- Almunia, J. (2007), 'More and better statistics for an improved economic governance', *speech* delivered in Brussels, 1 June.
- Alogoskoufis, G and R. Portes (1991), 'International costs and benefits from EMU', in *The economics of EMU — Background studies for European Economy*, No. 44, 'One market, one money', *European Economy*, Special Edition No. 1, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Alogoskoufis, G. and R. Portes (1997), 'The euro, the dollar, and the international monetary system', in P. Masson, T. Krueger and B. Turtelboom (eds).
- Altissimo F., M. Ehrmann and F. Smets (2006), 'Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area; a summary of the IPN evidence', *ECB Occasional Papers*, No. 46.
- Alworth, J. and G. Arachi (2008), 'Taxation Policy in EMU', *European Economy — Economic Papers*, 310, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Anderton, R., B. Baltagi, F. Skudelny and N. Sousa (2002), 'Intra- and extra-euro area import demand for manufactures', European Trade Study Group Annual Conference 2002, No. 4, European Trade Study Group.
- Angeloni, J. and M. Ehrmann, 'Euro Area inflation differentials', *ECB Working Paper*, No. 388.
- Angeloni, I., M. Flad and F. P. Mongelli (2007), 'Monetary integration of the new EU Member States: What sets the pace of euro adoption?', *Journal of Common Market Studies*, Vol. 45, No. 2, pp. 367–409.
- Angeloni, I., A. Kashyap and B. Mojon (2003), *Monetary policy transmission in the euro area*, Cambridge University Press.
- Angeloni, I., A. K. Kashyap, B. Mojon and D. Terlizzese (2003), 'The output composition puzzle: A difference in the monetary transmission mechanism in the euro area and US', *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 35, pp. 1265–1306.
- Annett, A. (2006), 'Enforcement and the Stability and Growth Pact: How fiscal policy did and did not change under Europe's fiscal framework', *IMF Working Papers*, No. 06/116, May.
- Annett, A. and X. Debrun (2004), 'Implementing Lisbon: incentives and constraints', Chapter II in International Monetary Fund, *Euro Area Policies, Selected Issues*.
- Ardy, B., I. Begg and D. Hodson (2002), *The UK and the euro: An evaluation of the five economic tests*, South Bank University, June.
- Arjona, R., M. Ladaique and M. Pearson (2002), 'Social protection and growth', *OECD Economic Studies*, No. 35, 2002/2.
- Arnold, I.J.M. and C.J.M. Kool (2004), 'The role of inflation divergence in regional adjustment: Evidence from the United States', *Kredit und Kapital*, Vol. 37, pp. 62–85.
- Arpaia, A. and G. Mourre (2005), 'Labour market institutions and labour market performance: a survey of the literature' *Labor and Demography*.
- Arpaia, A. and A. Turrini (2008), 'Government expenditure and economic growth in Europe: Long-run tendencies and short-term adjustment', *European Economy — Economic Papers*, No. 300, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Artis, M. (2005), 'Business cycle affiliations and their determinants: Where do we stand?', in Jonung, L. (ed.) Proceedings of the Annual Research Conference on Business Cycles and Growth in Europe, *European Economy — Economic Papers*, No. 227, Economic and Financial Affairs DG, European Commission, June.
- Artis, M. and M. Hoffmann (2007), 'Declining home bias and the increase in international risk sharing: Lessons from European integration', to appear in L. Jonung, C. Walkner and M. Watson (eds): *Building the financial foundations of the euro: Experiences and challenges*, available at: <http://www.iew.uzh.ch/home/hoffmann/>

- Artis, M. and W. Zhang (1997), 'International business cycle and the ERM: Is there a European business cycle?', *International Journal of Finance and Economics*, No. 2, pp. 1–16.
- Artis, M. and W. Zhang (1999), 'Further evidence on the international business cycle and the ERM: Is there a European business cycle?', *Oxford Economic Papers*, No. 51, pp. 120–132.
- Asdrubali, P. and S. Kim (2004), 'Dynamic risk sharing in the United States and Europe', *Journal of Monetary Economics*, No. 51, pp. 809–836.
- Asdrubali, P., B. Sørensen and O. Yosha (1996), 'Channels of interstate risk sharing: United States 1963–1990', *Quarterly Journal of Economics*, pp. 1081–1110, November.
- Atkinson, A. (2000), 'The changing distribution of income: Evidence and explanations', *German Economic Review*, Vol. 1(1), pp. 3–18.
- Atkinson, A. (2003), 'Income inequality in OECD countries: Data and explanations', *CESifo Economic Studies*, Vol. 49(4), pp. 479–513.
- Auerbach, A. (2005), 'The effectiveness of fiscal policy as stabilization policy', in Bank of Korea, *The effectiveness of stabilization policies*, pp. 100–130.
- Autor, D.H., L. F. Katz and M.S. Kearney (2006), 'The polarization of the US labour market', *American Review*, Vol. 96, pp.18–19–194.
- Avinash, D. and L. Lambertini (2003), 'Interactions of commitment and discretion in monetary and fiscal policies', *American Economic Review*, Vol. 93(5), pp. 1522–1542.
- Ayuso, J., F. de Castro, O. Gomez and C. Martinez-Mongay (2005), 'Country study: Spain in MEU: a vicious long-lasting cycle?', *Occasional Papers*, No. 14, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Ayuso, J., D. Gonzalez Hernandez, L. Moutin and A. Turrini, (2007). 'Beyond the SGP: Features and effects of EU national-level fiscal rules', in Ayuso et.al. (eds.) *The role of fiscal rules and institutions in shaping budgetary outcomes*, *European Economy Economic papers*.
- Backé, P., B. Égert and T. Zumer (2006), 'Credit growth in central and eastern Europe: New (over)shooting stars?', *OeNB Focus on European Economic Integration*, No. 1/2006, pp. 112–139.
- Backé, P., D. Ritzberger-Grunwald and H. Stix (2007), 'The euro on the road east: Cash, savings and loans', *Monetary Policy and the Economy*, Q1/07, Vienna: Austrian Central Bank.
- Backé, P. and C. Thimann (2004), 'The acceding countries' strategies towards ERM II and the adoption of the euro: An analytical review', *ECB Occasional Paper Series*, No. 10.
- Backé, P. and C. Wojcik (2006), 'Catching-up and credit booms in central and eastern European EU Member States and acceding countries: An interpretation within the new neoclassical synthesis framework', *CESifo Working Papers*, No. 1836.
- Baele, L., A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova and C. Monnet (2004), 'Measuring European financial integration', *ECB Occasional Papers*, No.14.
- Balassone, F., D. Franco and S. Zotteri (2006), 'EMU fiscal indicators: A misleading compass?', *Empirica*, No. 33(2), pp. 63–87.
- Balassone, F., D. Franco and S. Zotteri (2007), 'The reliability of EMU fiscal indicators: Risks and safeguards', in M. Larch and J. Nogueira Martins (eds).
- Balboni, F., M. Buti and M. Larch (2007), 'ECB vs Council vs Commission: Monetary and fiscal policy interactions in the EMU when cyclical conditions are uncertain', *European Economy — Economic Papers*, No. 277, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Baldwin, R. (2006a), *Globalisation: The great unbundling(s)*, Prime Minister's Office, Economic Council of Finland.
- Baldwin, R. (2006b), *In or out: Does it matter? An evidence-based analysis of the euro's trade effects*, Centre for Economic Policy Research.

- Baldwin, R. and V. Di Nino (2006), 'Euros and zeros: The common currency effect on trade in new goods', *NBER Working Papers*, No. W12673.
- Baldwin, R., V. DiNino, L. Fontagné, R. A. De Santis and D. Taglioni, (2008), 'Study on the Impact of the Euro on Trade and Foreign Direct Investment', *European Economy – Economic Papers*, 321, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Baldwin, J. R. and W. Gu (2005), 'Competition, firm turnover and productivity growth', mimeo, Micro Economic Analysis Division, Statistics Canada, Ottawa.
- Baldwin, R. and P. Martin (1999), 'Two waves of globalisation: Superficial similarities, fundamental differences', in Siebert, H. (ed.): *Globalisation and labour*, Tübingen: Mohr, pp. 3–59.
- Baldwin, R., F. Skudelny and D. Taglioni (2005), 'Trade effects of the euro: Evidence from sectoral data', *ECB Working Papers*, No. 446.
- Baldwin, R. and D. Taglioni (2004), *Positive OCA criteria: Microfoundations for the rose effect*, Graduate Institute of International Studies, Geneva.
- Ballabriga, F. and C. Martinez-Mongay (2002), 'Has EMU shifted policy?', *European Economy – Economic Papers*, No. 166, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Bank for International Settlements (2007), *Triennial Central Bank survey of foreign exchange and derivatives market activity*, September.
- Barba Navaretti, G., A. Turrini and D. Checchi (2003), 'Adjusting labour demand: Multinational versus national firms: A cross-European analysis', *Journal of the European Economic Association*, No. 1(2-3), pp. 708–719, April–May.
- Barr, D., F. Breedon and D. Miles (2003), 'Life on the outside: Economic conditions and prospects outside the Euroland', *Economic Policy*, No. 18(37), pp. 575–613.
- Barrell, R. and P. Davis (2005), 'Policy design and macroeconomic stability in Europe', *National Institute Economic Review*, No. 19, January, pp. 94–105.
- Barrell, R., S. Gottschalk, D. Holland, E. Khoman, I. Liadze and O. Pomerantz (2008), 'The Impact of EMU on Growth and Employment', *European Economy – Economic Papers*, 318, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Barro, R. J. (1990), 'Government spending in a simple model of endogenous growth', *Journal of Political Economy*, No. 98, pp. 103–117.
- Barro, R. J. (1997), *Determinants of economic growth: A cross-country empirical study*, Cambridge, MA: The MIT Press.
- Barro, R. J. and D. Gordon (1983), 'A positive theory of monetary policy in a natural rate model', *Journal of Political Economy*, No. 91(2), pp. 586–610.
- Barro, R. J. and X. Sala-i-Martin (1992), 'Public finance in models with economic growth', *Review of Economic Studies*, No. 59, p. 645.
- Barro, R. J. and X. Sala-i-Martin (1995), *Economic growth*, New York: McGraw-Hill.
- Bartelsman, E., J. Haltiwanger and S. Scarpetta (2006), 'Reallocation and productivity growth: The FAQs', *2006 Meeting Papers*, No. 293, Society for Economic Dynamics.
- Bassanini, A. and R. Duval (2006), 'Employment patterns in OECD countries: Reassessing the role of policies and institutions', *OECD Economics Department Working Papers*, No. 486, OECD Publishing.
- Batljan, I. and M. Lagergren (2004), 'Inpatient/outpatient health care costs and remaining years of life: Effect of decreasing mortality on future acute health care demand', *Social Science and Medicine*, Vol. 59.
- Baye, M., R. Gatti, P. Kattuman and J. Morgan (2002), 'Online pricing and the euro changeover: Cross country comparisons', *Economic Inquiry*.

- Bayoumi, T., P. Clark, S. Symansky, and M. Taylor (1994), 'The robustness of equilibrium exchange rate calculations to alternative assumptions and methodologies', in J. Williamson (ed.): *Estimating equilibrium exchange rates*, Washington DC: Institute for International Economics, pp. 19–60.
- Beach, W.W. and T. Kane (2007), 'Methodology: Measuring the 10 economic freedoms', Chapter 3 in T. Kane, K.R. Holmes and M.A. O'Grady, *2007 Index of Economic Freedom*, Heritage Foundation and DOW Jones and Cie.
- Bean, C. (1998), 'The interaction of aggregate-demand policies and labour market reform', *Swedish Economic Policy Review*, Vol. 5, pp. 353–382.
- Beck, T. and R. Levine (2004), 'Stock markets, banks, and growth: Panel evidence', *Journal of Banking and Finance*, No. 28, pp. 423–442.
- Beck, T., R. Levine and N. Loayza (2000), 'Finance and the sources of growth', *Journal of Financial Economics*, No. 58, pp. 261–300.
- Beck, G. and A. Weber (2003), 'How wide are European borders? On the integration effects of monetary unions', Centre of Financial Studies, *Economic Papers*, No. 2001/07.
- Beetsma, R. (2001), 'Does EMU need a Stability Pact?', in A. Brunila, M. Buti and D. Franco (eds) (2001).
- Beetsma, R. and X. Debrun (2003), 'Reconciling stability and growth: Smart pacts and structural reforms', *CEPR Discussion Papers*, No. 3930.
- Beetsma, R. and X. Debrun (2007), 'The new Stability and Growth Pact: A first assessment', *European Economic Review*, Vol. 51(2), Elsevier, pp. 453–477.
- Beetsma, R., X. Debrun and F. Klassen (2001), 'Is fiscal policy coordination in EMU desirable?', *Swedish Economic Policy Review*, No. 8, pp. 57–98.
- Beetsma, R., M. Giuliodori and F. Klaassen (2006), 'Trade spill-overs of fiscal policy in the European Union: A panel analysis', *Economic Policy*, Vol. 21(48), pp. 639–687.
- Begg, D., F. Canova, P. De Grauwe, A. Fatás and P. Lane (2002), 'Surviving the slowdown', *Monitoring the European Central Bank*, No. 4, London: Centre for Economic Policy Research.
- Begg, D., B. Eichengreen, L. Halpern, J. von Hagen and C. Wyplosz (2003), 'Sustainable regimes of capital movements in accession countries', *CEPR Policy Papers*, No. 10.
- Begg, I. (2008), 'Economic Governance in an Enlarged Euro Area', *European Economy – Economic Papers*, 311, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Begg, I., D. Hodson and I. Maher (2003), 'Economic policy coordination in the European Union', *National Institute Economic Review*, No. 183.
- Bekaert, G., R. H. Campbell and C. T. Lundblad (2006), 'Growth volatility and equity market liberalisation', *Journal of International Money and Finance*, No. 25(3), pp. 370–403.
- Bekx, P. (1998), 'The implications of the introduction of the euro for non-EU countries', *Euro Papers*, No. 26, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Belke, A., B. Herz and L. Vogel (2005), 'Beyond trade – is reform affected by the exchange rate regime?', *Economie Internationale*, No. 107.
- Bénassy-Quéré, A., S. Béreau, Y. Decreux, C. Gouel and S. Poncet (2007), 'IMF quotas at year 2030', *CEPII*, No. 2007-12, July.
- Bénassy-Quéré, A. and J. Cimadomo (2006), 'Changing patterns of domestic and cross-border fiscal policy multipliers in Europe and the US', *Working Papers*, No. 2006-24, CEPII Research Center.
- Benhabib, J. and M. M. Spiegel (2000), 'The role of financial development in growth and investment', *Journal of Economic Growth*, Vol. 5(4), Springer, pp. 341–60.

- Berger, H. and V. Nitsch (2005), 'Zooming out: The trade effect of the euro in historical perspective', *CESifo Working Papers*, No. 1435.
- Bergsten, C. F. (1997), 'The impact of the euro on exchange rates and international policy cooperation', in P. R. Masson, T. H. Krueger and B. G. Turtelboom (eds), pp. 17–57.
- Bergsten, C. F. (2006), 'A new steering committee for the world economy', in E. M. Truman (ed.): *Reforming the IMF for the 21st century*, Washington DC: Institute for International Economics, pp. 279–92.
- Bernanke, B. S. (2004), 'The great moderation', remarks at the meeting of the Eastern Economic Association, Washington DC, February.
- Bertola, G. (2007), 'Finance and welfare states in globalizing markets', mimeo, European University Institute.
- Bertola, G. and T. Boeri (2002), 'EMU labour markets two years on: microeconomic tensions and institutional evolution', in Buti and Sapir (2002).
- Bertoldi, M., C. Just and R. Wichern (2008), 'Long-term trends in the world economy: implications for the international financial architecture and the euro area', forthcoming *European Economy – Economic Papers*, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Beyer, A. and L. Reichlin (eds.) (2008), *The role of money – Money and monetary policy in the twenty-first century*, Fourth ECB Central Banking Conference, Frankfurt am Main, 9–10 November 2006.
- Biais, B., F. Declerc, J. Dow, R. Portes and E. L. von Thadden (2006), *European corporate bond markets: Transparency, liquidity, efficiency*, London: CEPR.
- Bini-Smaghi, L. (2004), 'A single seat in the IMF?', *Journal of Common Market Studies*, No. 42:2, pp. 229–48.
- Bini-Smaghi, L. (2006a), 'Powerless Europe: Why is the euro area still a political dwarf?', *International Finance*, No. 9:2, pp. 1–19.
- Bini-Smaghi, L. (2006b), 'IMF governance and the political economy of a consolidated European seat', in E. M. Truman (ed.): *Reforming the IMF for the 21st century*, Washington DC: Institute for International Economics, pp. 279–292.
- Blanchard, O. (2004), 'The economic future of Europe', *NBER Working Papers*, No. 10310, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Blanchard, O., J.-C. Chouraqui, R. P. Hagemann and N. Sartor (1990), 'The sustainability of fiscal policy: New answers to an old question', *OECD Economic Studies*, No. 15.
- Blanchard, O. and F. Giavazzi (2002), 'Current account deficits in the euro area: The end of the Feldstein-Horioka puzzle?', *MIT Working Papers*, No. 03–05, September.
- Blanchard, O. and F. Giavazzi (2003), 'Macroeconomic effects of regulation and deregulation in goods and labour markets', *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, pp. 879–907.
- Blanchard, O. and L.F. Katz (1997), 'What we know and do not know about the natural rate of unemployment', *Journal of Economic Perspectives*, Winter, 11(1), 51–72.
- Blanchard, O. and R. Perotti (2002), 'An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output', *Quarterly Journal of Economics*, No. 117, pp. 1329–1368.
- Blanchard, O. and J. Simon (2001), 'The long and large decline in US output volatility', *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 32, No. 1, pp. 135–64.
- Blanchard, O. and J. Wolfers (2000), 'The role of shocks and institutions in the rise of European unemployment: the aggregate evidence', *The Economic Journal*, Vol. 110, No.362.

- Blank, S. and C. Buch (2007), 'The euro and cross-border banking evidence from bilateral data', Palgrave MacMillan Comparative Economic Studies.
- Blinder, A. (2004), 'The case against the case against discretionary fiscal policy', paper prepared for the Federal Reserve Bank of Boston conference 'The macroeconomics of fiscal policy', 14–16 June 2004, Chatham Mass.
- Boeri, T. and P. Garibaldi (2006), 'Are labour markets in the new Member States sufficiently flexible for EMU?', *Journal of Banking and Finance*, No. 30, pp. 1393–1407.
- Bogetic, Z. (2000), 'Dollarisation: Fad or Future?', *Challenge*, Vol. 43, No. 2, pp. 17–48, March/April.
- Bohatá, M. (2007), 'Global statistical governance', *Financial statistics for a global economy*, Third ECB Conference on Statistics, Frankfurt am Main: European Central Bank.
- Bohn, H. (1998), 'The behavior of US public debt and deficits', *Quarterly Journal of Economics*, No. 113(3), pp. 949–963.
- Bonato, L. and L. Lusinyan (2004), 'Work absence in Europe', *IMF Working Papers*, No. 04/193.
- Bonello, M. (2007), 'Malta's economy on the path to the euro', *5 Years of Euro – Cash: Myths versus Facts* Round-table discussion organised by the Oesterreichische Nationalbank, 13 June 2007, Brussels.
- Bordo, M. and H. James (2008), 'A Long-term Perspective on the Euro', *European Economy – Economic Papers*, 307, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Borghijis, A. and L. Kuijs (2004), 'Exchange rates in central Europe: A blessing or a curse?', *IMF Working Papers*, No. 04/2.
- Bosello, F., R. Roson and R. S. J. Tol (2006), 'Economy-wide estimates of the implications of climate change: Human health', *Ecological Economics*, No. 58(3), pp. 579–591.
- Botman, D., D. Muir, A. Romanov and D. Laxton (2006), 'A new-open-economy macro model for fiscal policy evaluation', *IMF Working Papers*, No. 06/45.
- Boyer, J. and E. M. Truman. (2005), 'The United States and the large emerging-market economies: Competitors or partners', in C. F. Bergsten (ed.): *The United States and the world economy: Foreign economic policy for the next decade*, Washington DC: Institute for International Economics.
- Bradford, C. I. and J. F. Linn. (2004), 'Global economic governance at a crossroads: Replacing the G-7 with the G-20', *Brookings Institution Policy Brief*, No. 131, Washington DC: Brookings Institution, April.
- Branchi, M., H. C. Dieden, W. Haine, C. Horváth, A. Kanutin and L. Kezber (2007), 'Analysis of revisions to general economic statistics', *ECB Occasional Papers*, No. 74.
- Brender, A. and A. Drazen (2005), 'How do budget deficits and economic growth affect reelection prospects? Evidence from a large cross-section of countries', *NBER Working Papers*, No. 11862.
- Briault, C. (1995), 'The costs of inflation', *Bank of England Bulletin*, No. 35, pp. 33–45.
- Brück, Tilman and Andreas Stephan (2006), 'Do eurozone countries cheat with the budget forecasts?', *Kyklos*, No. 59(1), pp. 3–15.
- Bruha, J. and J. Podpiera (2007), 'Transition economy convergence in a two-country model: Implications for monetary integration', *ECB Working Papers*, No. 740.
- Bruneau, C., O. de Bandt and A. Flageollet (2006), 'Assessing comovements in Germany, France and Italy using a non-stationary factor model of the euro area', Banque de France, *Notes d'Etudes et de Recherche*, No. 145, June.
- Brunila, A. (2002), 'Fiscal policy: Coordination, discipline and stabilisation', *Bank of Finland Discussion Papers*, No. 7.

- Brunila, A., M. Buti and J. In't Veld (2003), 'Fiscal policy in Europe: How effective are automatic stabilizers?', *Empirica*, Vol. 30, pp. 1–24.
- Brunila, A., M. Buti, and D. Franco, (eds.) (2001), *The Stability and Growth Pact – The Architecture of Fiscal Policy in EMU*, Palgrave.
- Brzoza-Brezina, M. (2005), 'Lending booms in the new EU Member States: Will euro adoption matter?', *ECB Working Papers*, No. 543.
- Buiter, W. H. and C. G. Grafe, 'Reforming EMU's Fiscal Policy Rules: Some Suggestions for Enhancing Fiscal Sustainability and Macroeconomic Stability in an Enlarged European Union', in Buti, M. (ed.)
- Buiter, W. and A. Sibert (2006), 'Beauties and the beast. When will the new EU members from central and eastern Europe join the euro zone?', at: <http://www.nber.org/~wbuiter/beauties.pdf>
- Bulíř, A. and J. Hurník (2006), 'The Maastricht inflation criterion: How unpleasant is purgatory?', *IMF Working Papers*, No. 06/154.
- Bull, P. (2004), *The development of statistics for monetary union*, Frankfurt am Main: European Central Bank.
- Bun, M. and F. Klaassen (2002), 'Has the euro increased trade?', *Tinbergen Institute Discussion Paper* 02-108/2.
- Bussière, M., M. Fratscher and G. Müller (2005), 'Productivity shocks, budget deficits and the current account', *ECB Working Papers*, No. 509.
- Buti, M. (ed.) (2003), *Monetary and Fiscal Policies in EMU: Interactions and Coordination*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Buti, M. (2006), 'Will the new Stability and Growth Pact succeed? An economic and political perspective', *European Economy–Economic Papers*, No. 241, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Buti, M., S. C. W. Eijffinger and D. Franco (2005), 'The Stability Pact pains: A forward-looking assessment of the reform debate', *CEPR Discussion Papers*, 5216, September.
- Buti, M. and D. Franco (2005), *Fiscal Policy in Economic and Monetary Union*, Edward Elgar.
- Buti, M. Franco, D. and H. Ongena (1998) 'Fiscal Discipline and Flexibility in EMU: the Impelmentation of the Stability and Growth Pact', *Oxford Review of Economic Policy*, 14(3), pp.81–97.
- Buti, M. and G. Giudice (2002), 'Maastricht's fiscal rules at 10: An assessment', *Working Papers*, European Commission.
- Buti, M., C. Martinez Mongay, K. Sekkat and P. van den Noord (2003), 'Macroeconomic policy and structural reform: A conflict between stabilisation and flexibility?', in M. Buti (ed.), pp. 187–210.
- Buti, M., J. Nogueira Martins and A. Turrini (2007), 'From deficits to debt and back: political incentives under numerical fiscal rules', *CESifo Economic Studies*, 53 (1): 115–152.
- Buti, M., W. Roeger and A. Turrini (2007), 'Is Lisbon far from Maastricht? Trade-offs and complementarities between fiscal discipline and structural reforms', *CEPR Discussion Papers*, No. 6204.
- Buti, M. and A. Sapir, eds (1998), *Economic Policy in EMU – A Study by the Commission Services*, Oxford University Press
- Buti, M. and A. Sapir (eds.) (2002), *EMU and Economic Policy in Europe – The Challenge of the Early Years*, Edward Elgar.
- Buti, M., A. Turrini, P. van den Noord and P. Biroli (2008), 'Defying 'Juncker's Curse': Can Reformist Governments be re-elected?', *European Economy – Economic Papers*, No. 324, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Buti, M. and P. van den Noord (2004), 'Fiscal discretion and elections in the early years of EMU', *Journal of Common Market Studies*, Vol. 42, pp.737–756.

- Buti, M. and P. van den Noord (2005) 'What is the impact of tax and welfare reforms on fiscal stabilizers?' in W. Semmler (ed), *Monetary policy and unemployment*, Routledge.
- Caballero, R. (2006), 'On the macroeconomics of asset shortages', *NBER Working Papers*, No. 12753, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, December.
- Caballero, R. and M. Hammour (1994), 'The cleansing effect of recessions', *American Economic Review*, Vol. 84(5), pp. 1350–68.
- Cahuc, P. and A. Zylberberg (2004), *Labor economics*, MIT Press.
- Calmfors, L. (2001a), 'Unemployment, labour market reform and monetary union', *Journal of Labor Economics*, No. 19(2), pp. 265–289.
- Calmfors, L. (2001b), 'Wages and wage-bargaining institutions in the EMU – A survey of the issues', *Empirica*, No. 28.
- Calmfors, L. (2003), 'Fiscal policy to stabilise the domestic economy in the EMU', *CESifo Economic Studies*, No. 3, pp. 319–53.
- Calmfors, L., L. Bouth, M. Burda, D. Chelcchi, R. Naylor and J. Visser (2001), 'The future of collective bargaining in Europe', in T. Boeri *et al.* (eds), *The role of unions in the 21st century*, Oxford University Press.
- Calmfors, L., H. Flam, N. Gottfires, J. Haaland Matlary, M. Jerneck, R. Lindahl, C. Nordh Berntsson, E. Rabinowicz and A. Vredin (1997), *EMU – A Swedish perspective*, Dordrecht, Kluwer Academic Publishers.
- Calvo, G. and C. Reinhart (2000), 'Fear of floating', *NBER Working Papers*, No. 7993.
- Campanella, M. L. and S. C. W. Eijffinger (2003), 'Does the monetary dialogue with the European Parliament influence the European Central Bank?', in M. L. Campanella and S. C. W. Eijffinger (eds): *EU economic governance and globalization*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Campus, N.F. and R. Horvath (2006), 'Reform Redux: measurement, determinants and reversals', CEPR Discussion Papers, No. 5673.
- Canova, F. (1998), 'Detrending and business cycle facts', *Journal of Monetary Economics*, No. 41:3, pp. 475–512.
- Cantner, U. and J. J. Krüger (2006), 'Micro-heterogeneity and aggregate productivity development in the German manufacturing sector — Results from a decomposition exercise', *Jenaer Schriften zur Wirtschaftswissenschaft*, No. 02/2006, Friedrich-Schiller-Universität Jena, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät.
- Canzoneri, M., R. Cumby and B. Diba (2001), 'Should the European Central Bank and the Federal Reserve be concerned about fiscal policy?', *Rethinking stabilization policy*, symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, WY, 29-31 August.
- Canzoneri, M. B. and B. T. Diba (2001), 'The SGP: Delicate balance or albatros?', in A. Brunilla, M. Buti and D. Franco (eds), pp. 53–74.
- Capiello, L., P. Hördahl, A. Kadareja and S. Manganelli (2006), 'The impact of the euro on financial markets', *ECB Working Papers*, No. 598, Frankfurt: European Central Bank, March.
- Carone, G., D. Costello, N. Diez Guardia, G. Mourre, B. Przywara and A. Salomäki (2005), 'The economic impact of ageing populations in the EU-25 Member States', *European Economy – Economic Papers*, No. 236, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Carone, G, C. Denis, K. Mc Morrow, G. Mourre and W. Röger. (2006), 'Long-term labour productivity and GDP projections for the EU-25 Member States: A production function framework', *European Economy – Economic Papers*, No. 253, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Carone, G., J. H. Schmidt and G. Nicodème (2007), 'Tax revenues in the European Union: Recent trends and challenges ahead', *European Economy — Economic Papers*, No. 280,

- Economic and Financial Affairs DG, European Commission, May.
- Castanheira, M., V. Galasso, S. Carcillo, G. Nicoletti, E. Perotti and L. Tsyganok (2006), 'How to gain political support for reforms', in T. Boeri, M. Castanheira, R. Faini and V. Galasso (eds): *Reforms without prejudice*, Oxford University Press.
- Cecchetti, S. G., A. Flores-Lagunes and S. Krause (2006), 'Has monetary policy become more efficient? A cross-country analysis', *Economic Journal*, No. 116(511), pp. 408–433, April.
- Chalk, N. and V. Tanzi (2002), 'Impact of large public debt on growth in the EU: A discussion of potential channels', in M. Buti, J. von Hagen and C. Martinez Mongay (eds): *The behaviour of fiscal authorities — Stabilisation, growth and institutions*, Basingstoke: Palgrave.
- Checchi, D. and C. Garcia-Peñalosa (2005), 'Labour market institutions and the personal distribution of income in the OECD', *CESifo Working Papers*, No. 1608.
- Chinn, M. (2004), 'Incomes, exchange rates and the US trade deficit, once again', *International Finance*, No. 7(3), pp. 451–469.
- Chinn, M. and J. Frankel (2005), 'Will the euro eventually surpass the dollar as leading international reserve currency?', *NBER Working Paper Series*, No. 11510, July.
- Christiano, L., R. Motto and M. Rostagno (2007), 'Shocks, structures or policies? The euro area and the US after 2001', *NBER Working Paper* No. 13521 (*Journal of Economic Dynamics and Control*, forthcoming).
- Christou, C., A. Klemm and A. Tiffin (2007), 'Wage dynamics in the Romanian economy', IMF Article IV, *Selected Issues*, pp. 34–50.
- Ciccarelli, M. and A. Rebucci (2002), 'The transmission mechanism of European monetary policy: Is there heterogeneity? Is it changing over time?', *IMF Working Papers*, No. 02/54, International Monetary Fund.
- Cimadomo, J. (2007), 'Fiscal policy in real time', *CEPR Working Papers*, No. 10.
- Clarida, R. H. (2007), 'Quantifying the exorbitant privilege', *Global perspectives*, PIMCO, August.
- Clarida, R., J. Galí and M. Gertler (2000), 'Monetary policy rules and macroeconomic stability: Evidence and some theory', *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 115, No. 1, pp. 147–80.
- Clark, P. B. and R. MacDonald (1998), 'Exchange rates and economic fundamentals: A methodological comparison of BEERs and FEERs', *IMF Working Papers*, No. 98/67.
- Clark, P.B. and R. MacDonald (2000), 'Filtering the BEER: A permanent and transitory decomposition', *IMF Working Papers*, No. 00/144.
- Codogno, L., C. Favero and A. Missale (2003), 'Yield spreads on EMU government bonds', *Economic Policy*, No. 18, pp. 503–532.
- Coenen, G., M. Mohr and R. Straub (2008), 'Fiscal consolidation in the euro area: Long-run benefits and short-run costs', with M. Mohr and R. Straub, *Economic modelling*, forthcoming.
- Coeuré, B. and J. Pisani-Ferry (2007), 'The governance of the European Union's international economic relations: How many voices?', in A. Sapir (ed.): *Fragmented power: Europe and the global economy*, Bruegel: Brussels.
- Cohen, D. and C. Wyplosz (2006), 'European monetary union: An agnostic evaluation', *CEPR Discussion Papers*, No. 306.
- Comas-Herrera, A. and R. Wittenberg (eds.) (2003), 'European Study of long-term care expenditure', *LSE Health and Social Care*.
- Conway, P., V. Janod and G. Nicoletti (2005), 'Product market regulation in the OECD countries: 1998 to 2003', *OECD Economics Department Working Papers*, No 419.

- Conway, P. and G. Nicoletti (2006), 'Product market regulation in the non-manufacturing sectors of OECD countries: Measurement and highlights', *OECD Economics Department Working Papers*, No. 530, OECD Economics Department.
- Copenhagen Economics (2005), *Economic assessment of the barriers to the internal market for services*.
- Coricelli, F., B. Jazbec and I. Masten (2006), 'Exchange rate pass-through in EMU acceding countries: Empirical analysis and policy implications', *Journal of Banking and Finance*, Vol. 30, Issue 5, pp. 1375–1391.
- Coricelli, F., B. Égert and R. MacDonald (2006), 'Monetary transmission mechanism in central and eastern Europe: Gliding on a wind of change', William Davidson Institute, *Working Paper Series*, No. 850.
- Corsetti, G. (2004), 'Productivity and the eurodollar exchange rate', presentation at the conference *Five years of the euro: Successes and new challenges*, Federal Reserve Bank of Dallas, 14–16 May.
- Corsetti, G. (2008), 'A Modern Reconsideration of the Theory of Optimal Currency Areas', *European Economy – Economic Papers*, 308, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Corsetti, G. and P. Pesenti (1999), 'Stability, asymmetry and discontinuity: The launch of European monetary union', *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1999(2), pp. 295–372.
- Costello, D. (2001), 'The SGP: How Did We Get There' in Brunila, A., M. Buti, and D. Franco, (eds.)
- Cotis, J.-P. and J. Coppel (2005), 'Business cycle dynamics in OECD countries: Evidence, causes and policy implications', Reserve Bank of Australia Economic Conference, Sydney, 11–12 July.
- Cournède, B., A. Janovskaia and P. Van den Noord (2005), 'Sources of inflation persistence in the euro area', *OECD Economics Department Working Papers*, No. 435, OECD Economics Department.
- Council of the European Union, European Council (2005), Brussels 22 and 23 March 2005: Presidency Conclusions, 7619/1/05 rev.1, Brussels, 23 March 2005.
- Crafts, N. (2006), 'Regulation and productivity performance', *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 22, pp.186-202.
- Crespo-Cuaresma, J., E. Gnan and D. Ritzberger-Gruenwald (2004), 'Searching for the natural rate of interest: A euro-area perspective', *Empirica*, 31. 185-204.
- Csajbok, A. and A. Csermely (2002), 'Adopting the euro in Hungary: Expected costs, benefits and timing', *MNB Occasional Papers*, No. 24, edited by A. Csajbok and A. Csermely.
- Cukierman, A., P. Kalaitzidakis, L. Summers, S. Webb and B. Neyapti (1993), 'Central Bank independence, growth, investment and real rates', *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 39, pp. 95–140, December.
- Cukierman, A., B. Webb, and B. Neyapti (1992), 'The measurement of Central Bank independence and its effect on policy outcomes', *World Bank Economic Review*, Vol. 6, pp. 353–98, September.
- Curristine, T., Z. Lonti and I. Joumard (2007), 'Improving public sector efficiency: Challenges and opportunities', *OECD Journal on Budgeting*, Vol. 7, No. 1, pp. 161–201.
- Czech National Bank (Ěeská národní banka) (2007), 'The Czech Republic's updated euro-area accession strategy', joint document of the Czech Government and the Czech National Bank, August.
- Daban, M., E. Detragiache, G. Di Bella, G. Milesi-Ferretti and S. Symansky (2003), 'Rulesbased fiscal policy in France, Germany, Italy, and Spain', *IMF Occasional Papers*, No. 225.

- Darnaut, N. and P. Kutos (2005), 'Poland's policy mix: Fiscal or monetary leadership?', *Country Focus*, 2(1), Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Darvas, Z., A. Rose and G. Szapáry (2005), 'Fiscal divergence and business cycle synchronization: Irresponsibility is idiosyncratic', *NBER Working Papers*, No. 11580.
- Darvas, Z. and G. Szapáry (2008), 'Euro Area Enlargement and Euro Adoption Strategies', *European Economy – Economic Papers*, 304, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- David, H., L. F. Katz and M. S. Kearney (2006), 'The polarization of the US labor market', *American Economic Review*, No. 96 (2 — Papers and Proceedings), pp. 189–194, May.
- Daveri, F. and G. Tabellini (2000), 'Unemployment, growth and taxation in industrial countries', *Economic Policy*, Vol.15, No.30.
- De Beaufort Wijnholds, J. O. and L. Søndergaard (2007), 'Reserve accumulation: Objective or by-product?', *ECB Occasional Paper*, No. 73, September.
- De Bondt, G. and J.D. Lichtenberger (2005), *The Euro area corporate bond market: where do we stand since the introduction of the euro?*, Oxford University Press.
- De Grauwe, P. (2000), 'Monetary policies in the presence of asymmetries', *Journal of Common Market Studies*, Vol. 38, Issue 4, pp. 593–612.
- De Grauwe, P. (2006), 'What have we learned about monetary integration since the Maastricht Treaty?', *Journal of Common Market Studies*, No. 44, pp. 711–30.
- De Grauwe, P. and F. Mongelli (2005), 'Endogeneities of optimum currency areas: What brings countries sharing a single currency closer together?', *ECB Working Papers*, No. 468.
- De Grauwe, P. and G. Schnabl (2005), 'Nominal versus real convergence: EMU entry scenarios for the new Member States', *Kyklos*, Vol. 58(4), pp. 537–555.
- De Gregorio, J., B. Eichengreen, T. Ito and C. Wyplosz (1999), 'An independent and accountable IMF', *Geneva reports on the world economy 1*, International Centre for Monetary and Banking Studies,.
- de Mooij, R. and P. Tang (2006), 'Reforming the public sector in Europe: reconciling equity and efficiency', in P. Wierds, S. Deroose, E. Flores and A. Turrini (eds): *Fiscal policy surveillance in Europe*, Palgrave Macmillan, pp. 274–297.
- de Nardis, S., R. De Santis and C. Vicarelli (2007), 'The euro's effects on trade in a dynamic setting', *Istituto di Studi e Analisi Economica, Working Paper*, No. 80.
- de Nardis, S. and C. Vicarelli (2003), 'Currency unions and trade: The special case of EMU', *Weltwirtschaftliches Archiv/Review of World Economics*, No. 139, pp. 625–649.
- Debrun, X. and T. Annett (2004), 'Implementing Lisbon: Incentives and constraints', Chapter 2, *IMF euro area selected issues 2004*.
- Debrun, X., L. Moulin, A. Turrini, J. Ayuso-i-Casals and M. S. Kumar, 'Tied to the mast? — The role of national fiscal rules in the European Union', *Economic Policy* 23(54), 297-362, April.
- Debrun, X., J. Pisani-Ferry and A. Sapir (2008), 'Government Size and Output Volatility: Should We Forsake Automatic Stabilization?', *European Economy – Economic Papers*, 316., Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Decressin, J., M. Estêvão, P. Gerson and C. Klingens (2001), 'Job-rich growth in Europe', Chapter 3 in 'Selected euro-area countries: Rules-based fiscal policy and job-rich growth in France, Germany, Italy and Spain', *Country Report*, No. 01/203, IMF.
- Del Boca, D. and Vuri, D. (2006), 'The Mismatch between Employment and Child Care in Italy: the Impact of Rationing', *CHILD Working Papers 08/2006*, Centre for Household, Income, Labour and Demographic Economics.
- Delgado, J. (2006), 'Single market trails home bias', *Bruegel Policy Brief*.

- De Gregorio, J., B. Eichengreen, T. Ito and C. Wyplosz (1999), 'An independent and Delors, J. (1989), 'Regional implications of economic and monetary integration', in Committee for the Study of the Economic and Monetary Union (ed.): *Report on economic and monetary union in the European Community*, Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities.
- Demekas, D. G. and Z. G. Kontolemis (2000), 'Government employment and wages and labour market performance', *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 62(3), Department of Economics, University of Oxford, pp. 391–415, July.
- Demyanyk, Y., C. Ostergaard and B. Sørensen (2007), 'US banking deregulation, small businesses and interstate insurance of personal income', *Journal of Finance*, 62(6), 2763 – 2801.
- Demyanyk, Y., C. Ostergaard and B. Sørensen (2008), 'Risk sharing and portfolio allocation in EMU', *European Economy — Economic Papers*, forthcoming, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Denis, C., K. McMorro and W. Roeger (2002), 'Production function approach to calculating potential output growth and output gaps — Estimates for the EU Member States and the US', *European Economy — Economic Papers*, No. 176, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Deroose, S., S. Langedijk and W. Roeger (2004), 'Reviewing adjustment dynamics in EMU: From overheating to overcooling', *European Economy — Economic Papers*, No. 198, Economic and Financial Affairs DG, European Commission, January.
- Deroose, S., E. Flores, and A. Turrini (eds.) (2005), Budgetary Implications of Structural Reforms, *European Economy — Economic Papers*, 248, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Deroose, S. and A. Turrini (2005), 'The short-term budgetary implications of structural reforms — Evidence from a panel of EU countries', *CEPR Discussion Papers*, No. 5217.
- Déruennes, A. and M. Larch (2007), 'Improving indicators for fiscal surveillance', *mimeo*, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Detken, C., V. Gaspar and B. Winkler (2004), 'On prosperity and posterity: The need for fiscal discipline in a monetary union', *ECB Working Papers*, No. 420, European Central Bank.
- Deutsche Bank Research (2007), 'Sovereign wealth funds — State investments on the rise', 10 September 2007.
- Dew-Becker, I. and J. Gordon Robert (2008), 'The role of labour market changes in the slowdown of European productivity growth', *CEPR Discussion Paper 6722*.
- Dhyne, E., L. J. Alvarez, H. Le Bihan, G. Veronese, D. Dias, J. Hoffmann, N. Jonker, P. Lunnemann, F. Rumler and J. Vilmunen (2006), 'Price changes in the euro area and the United States: Some facts from individual consumer price data', *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 20(2), American Economic Association, pp. 171–192, spring.
- Di Mauro, F. and R. Anderton (eds.) (2007), *The external dimension of the euro area — Assessing the linkages*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Dixit, A. (1989), 'Entry and exit decisions under uncertainty', *The Journal of Political Economy*, No. 97(3), pp. 620–638.
- Dixit, A. and L. Lambertini (2003), 'Symbiosis of monetary and fiscal policies in a monetary union', *Journal of International Economics*, Vol. 60, pp. 235–247.
- Docteur, E. and H. Oxley (2004), 'Health system reform: lessons from experience' in Organisation for Economic Cooperation and Development, *Towards high-performing health systems*.
- Dodge, D. (2006), 'The evolving international monetary order and the need for an evolving IMF', speech at Princeton University, March.
- Döhring, B. (2008), 'Hedging and Invoicing Strategies to Reduce Exchange Rate Exposure: a

- Euro Area Perspective', *European Economy – Economic Papers*, 299, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Döhring, B. and H. Temprano-Arroyo (2008), 'Implications of EMU for international stability', *European Economy – Economic Papers*, forthcoming.
- Dominguez, K. (2003), 'When do central bank interventions influence intra-daily and longer-term exchange rate movements?', *NBER Working Papers*, No. 9875.
- Dooley, M., D. Folkerts-Landau and P. Garber (2003), 'An essay on the revived Bretton Woods system', *NBER Working Papers*, No. 9971, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, September.
- Dooley, M., D. Folkerts-Landau and P. Garber (2005), 'The revived Bretton Woods system', *International Journal of Finance and Economics*, No. 9(4), pp. 307–313.
- Dooley, M. and P. Garber (2005), 'Is it 1958 or 1968? Three notes on the longevity of the Bretton Woods system', *Brooking Papers on Economic Activity*, No. 1, pp. 147–209, November.
- Dooley, M., S. Lizondo and D. Mathieson (1989), 'The currency composition of foreign exchange reserves', *IMF Staff Papers*, No. 36(2), pp. 385–434.
- Drazen, A. (1996), 'The political economy of delayed reform', *Journal of Economic Policy Reform*, No. 1.
- Drew, A., M. Kennedy and T. Sløk (2004), 'Differences in the resilience between the euro area and US economies', *OECD Working Papers*, No. ECO/WKP(2004) 5.
- Driver, R. L. and P. F. Westaway (2004), 'Concepts of equilibrium exchange rates', *Bank of England Working Papers*, No. 248.
- Dunne, P., M. Moore and R. Portes (2006), *European government bond markets: Transparency, liquidity, efficiency*, London: CEPR.
- Duval, R. (2003), 'The retirement decision of old-age pension and early retirement schemes in OECD countries: OECD Economics Department Working Papers, No. 370.
- Duval, R. (2005), 'Fiscal positions, fiscal adjustment and structural reforms in labour and product markets', in Deroose, S, E. Flores, and A. Turrini (eds.).
- Duval, R., J. Elmeskov and L. Vogel (2006), 'Structural policies and economic resilience to shocks', *OECD Economics Department Working Papers*, No. 567.
- Duval, R. and J. Elmeskov (2006), 'The effects of EMU on structural reforms in labour and product markets', *ECB Working Paper Series*, No. 596, March.
- Duval, R., J. Elmeskov and L. Vogel (2007), 'Structural policies and economic resilience to shocks', *OECD Working Paper* No. 567.
- Dyson, K. and K. Featherstone (1999), *The road to Maastricht – Negotiating economic and monetary union*, Oxford: Oxford University Press.
- Economic and Financial Affairs DG (2007), 'Identifying the sources of growth in EU Member States between 2000 and 2005: Possible methodological approaches', note to the EPC WG on methodology to assess Lisbon related structural reforms, Economic and Financial Affairs DG/E1/REP/52360, 27 April.
- Economic Policy Committee and European Commission (Economic and Financial Affairs DG) (2005), 'The 2005 EPC age-related expenditure projections: Agreed underlying assumptions and projection methodologies', *European Economy* Special Report No. 4, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Economic Policy Committee and European Commission (Economic and Financial Affairs DG) (2006), 'The impact of ageing on public expenditure: Projections for the EU-25 Member States on pensions, health-care, long-term care, education and unemployment transfers (2004–

- 2050)', *European Economy*, Special Report No. 1, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Edwards, S. (2005), 'Is the US current account deficit sustainable? If not, how costly is adjustment likely to be?', *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2005(1), pp. 211–271.
- Égert, B. (2007), 'Real convergence, price level convergence and inflation differentials in Europe', *OeNB Working Papers*, No. 138.
- Égert, B., L. Halpern and R. MacDonald (2005), 'Equilibrium exchange rates in transition economies: Taking stock of the issues', *OeNB Working Papers*, No. 106.
- Égert, B. and K. Lommatzsch (2004), 'Equilibrium exchange rates in the transition: The tradable price-based real appreciation and estimation uncertainty', *William Davidson Institute Working Papers*, No. 676.
- Eichengreen, B. (2003), 'The accession economies' rocky road to the euro', lecture to the OeNB East–West Conference, 2–4 November 2003.
- Eichengreen, B. (2005), 'Sterling's past, dollar's future: Historical perspectives on reserve currency competition', *NBER Working Paper Series*, No. 11336, May.
- Eichengreen, B. (2008), 'Sui Generis EMU', *European Economy – Economic Papers*, 303, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Eichengreen, B. and J. A. Frankel (1996), 'The SDR, reserve currencies, and the future of the international monetary system', in M. Mussa, J. Councils', *Open Economies Review*, No. 10, pp. 415–42.
- Eichengreen, B. J. and D. J. Mathieson (2000), 'The currency composition of foreign exchange reserves: Retrospect and prospect', *IMF Working Papers*, No. 00/131.
- Eichengreen, B. and C. Wyplosz (1998), 'The Stability Pact: More than a minor nuisance?', in D. K.H. Begg, J. von Hagen, C. Wyplosz and K. F. Zimmermann (eds): *EMU: Prospects and challenges for the euro*, Oxford: Blackwell Publishers, pp. 65–114.
- Eickmeier, S. (2005), 'Common stationary and non-stationary factors in the euro area analysed in a large-scale factor model', *Bundesbank Discussion Papers (Series 1)*, No. 02.
- Eickmeier, S. (2006), 'Comovements and heterogeneity in the euro area analysed in a non-stationary dynamic factor model', *Bundesbank Discussion Papers (Series 1)*, No. 31.
- Eijffinger, S. C. W. and J. de Haan (1996), 'The political economy of Central Bank independence', Princeton University: *Special Papers in International Economics*, No. 19, May.
- Elmeskov, J., J. Martinand, S. Scarpetta (1998), 'Key lessons for labour market reforms, Evidence from OECD country experiences', *Swedish Economic Policy Review*, Vol. 5, No. 2.
- Engel, C. and J. H. Rogers (2004), 'European product market integration after the euro', *Economic Policy*, pp. 347–384, July.
- Engel, C. and A. Rose (2002), 'Currency unions and international integration', *Journal of Money, Credit and Banking*, No. 34, pp. 1067–1089.
- Erçel, G. (2000), "The Role of the Euro from the Turkish Standpoint", Speech given at the 6th International Financial and Economic Forum, Vienna, 9 November.
- Eschenbach, F. and L. Schuknecht (2004), 'Deficits and asset prices', *Economic Policy*, July.

- Eurobarometer (2007), 'Public attitudes and perceptions in the euro area', *Flash Eurobarometer*, No. 216, Gallup.
- European Central Bank (2000), *Requirements in the field of general economic statistics*, Frankfurt.
- European Central Bank (2001), 'Assessment of general economic statistics for the euro area', *ECB Monthly Bulletin*, April.
- European Central Bank (2002), 'Economic fundamentals and the exchange rate of the euro', *ECB Monthly Bulletin*, pp. 41–54, January.
- European Central Bank (2003a), 'Developments in general economic statistics for the euro area', *ECB Monthly Bulletin*, April.
- European Central Bank (2003b), 'Press release of 8 May 2003 on the ECB's monetary policy strategy', *Monthly Bulletin*, pp. 8, May.
- European Central Bank (2003c), *Review of the international role of the euro*, Frankfurt: European Central Bank.
- European Central Bank (2004), *The Monetary Policy of the ECB*, Frankfurt am Main.
- European Central Bank (2007a), *Financial integration in Europe*, Frankfurt am Main: European Central Bank, March.
- European Central Bank (2007b) *EU Banking structures*, Frankfurt am Main: European Central Bank, October.
- European Central Bank (2007c) *Review of the Lamfalussy framework – Eurosystem contribution*, Frankfurt am Main: European Central Bank, November.
- European Central Bank (2007d), *Review of the international role of the euro*, Frankfurt am Main: European Central Bank, June.
- European Commission (1990), 'One market, one money — An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union', *European Economy*, No. 44, Economic and Financial Affairs DG.
- European Commission (2000), 'Public finances in EMU — 2000', *European Economy*, No. 3/2000, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- European Commission (2001), 'Public finances in EMU — 2001', *European Economy*, No. 3/2001, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- European Commission (2002a), 'Public finances in EMU — 2002', *European Economy*, No. 3/2002, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- European Commission (2002b), 'Towards improved methodologies for euro-zone statistics and indicators', communication to the European Parliament and the Council, COM(2002) 661.
- European Commission (2003), 'Public finances in EMU — 2003', *European Economy*, No. 3/2003, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- European Commission (2004), 'EMU after five years', *European Economy Special Report No. 1/2004*, Economic and Financial Affairs DG.
- European Commission (2005a), 'Evaluation of the performance of network industries providing services of general economic interest', SEC(2005) 1781, Working paper of the Services of Mr Almunia and Mr McCreevy in cooperation with the services of Mr Kyprianou .
- European Commission (2005b), *White Paper on financial services policy 2005-2010*, December.
- European Commission (2005c), 'Rising international economic integration: Opportunities and challenges — The EU Economy: 2005 Review', *European Economy*, No. 6, Economic and Financial Affairs DG.
- European Commission (2005d), 'Public finances in EMU — 2005', *European Economy*, No. 3/2005, Economic and Financial Affairs DG.
- European Commission (2006a), 'The EU economy: 2006 Review – Adjustment dynamics in the euro area', *European Economy*, No. 6, Economic and Financial Affairs DG.

- European Commission (2006a), ‘Cyclical synchronisation within the euro area: What do recent data tell us?’, *Quarterly Report on the Euro Area*, No. 5(2), pp. 19–24.
- European Commission (2006c), ‘Public finances in EMU — 2006’, *European Economy*, No. 3/2006, Economic and Financial Affairs DG.
- European Commission (2006d), ‘Labour market and wage developments in 2005, with special focus on labour market adjustment in the euro area’, *European Economy Special Report*, No. 4.
- European Commission (2006e), *Annual progress Report on Growth and Jobs*.
- European Commission (2006f), ‘The long-term sustainability of public finances in the European Union’, *European Economy*, No. 4/2006, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- European Commission (2006g), ‘Flexibility and security in the EU labour markets’, *Employment in Europe 2006 Report*, Brussels.
- European Commission (2007a), ‘The EU economy: 2007 Review – Moving Europe’s productivity frontier’, *European Economy*, No. 8/2007, Economic and Financial Affairs DG.
- European Commission (2007b), ‘Mergers and acquisitions note’, No. 4, Economic and Financial Affairs DG, April.
- European Commission (2007c), *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol. 6, No. 2, Economic and Financial Affairs DG.
- European Commission (2007d), ‘The reduced volatility of output growth in the euro area’, *Quarterly Report on the Euro Area*, No. 6(1), Economic and Financial Affairs DG, pp. 37–46.
- European Commission (2007e), *Green paper on retail financial services in the single market*.
- European Commission (2007f), White Paper on mortgage credit markets.
- European Commission (2007g), ‘Cross-border risk sharing: Has it increased in the euro area?’, *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol. 6, No. 3, pp. 19–29.
- European Commission (2007h), ‘Public finances in EMU — 2007’, *European Economy*, No. 3/2007, Economic and Financial Affairs DG.
- European Commission (2007i), ‘Spillovers and complementarities in the context of the Lisbon growth and jobs strategy including economic effects of the Community Lisbon programme’, SEC(2007) 1689, *Commission Staff Working Document*.
- European Commission (2008a), ‘The Great Moderation in the euro area: what role have economic policies played?’, *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol. 7, No. 1, pp. 12–15.
- European Commission (2008b), ‘A Common European approach to Sovereign Wealth Funds’, COM(2008) 115, 27 February.
- European Commission (2008c), *Public finances in EMU – 2008 (forthcoming)*.
- European Commission (2008d), ‘Spring Economic Forecasts 2008–2009’, *European Economy*, No. 3/2008, Economic and Financial Affairs DG.
- European Council (1998), ‘Presidency conclusions of the European Council meeting of Vienna’, 11–12 December, at: http://ue.eu.int/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/en/ec/00300-R1.EN8.htm
- European Council (2007), ‘Joint report on social protection and social conclusion’.
- European Monetary Institute (1996), *The statistical requirements for monetary union*, July.
- Eurostat (1999), ‘Handbook on quarterly national accounts’, *Eurostat methods and nomenclature*.
- Eurostat (2004), ‘HICP — A short guide for users’, *Eurostat methods and nomenclature*, March.
- Eurostat (2006), ‘Quality report on quarterly non-financial accounts for general government’, Commission communication, COM(2006) 350.

- Eurostat (2007a), 'Report from the Commission to the European Parliament and the Council on the quality of fiscal data reported by Member States in 2006', COM(2007) 200.
- Eurostat (2007b), 'Quality report on quarterly financial accounts for general government', Commission communication, COM (2007) 230.
- Everaets, L. and W. Schuele (2006), 'Structural reforms in the euro area: Economic impact and role of synchronization across markets and countries', *IMF Working Papers*, No. 06/137.
- Fabiani, S., M. Druant, I. Hernando, C. Kwapil, B. Landau, C. Louprias, F. Martins, T. Matha, R. Sabbatini, H. Stahl and A. Stockman (2005), 'The pricing behaviour of firms in the euro area: New survey evidence', *International Journal of Central Banking*, No. 2.
- Fagan, G. and V. Gaspar (2007), 'Adjusting to the euro', *ECB Working Papers*, No. 716.
- Faggio, G. and S. Nickell (2007), 'Patterns of work across the OECD', *Economic Journal*, Royal Economic Society, Vol. 117(521), pp. 416–440, 06.
- Faini, R. (2004), 'Fiscal policy and interest rates in Europe', in Banca d'Italia (ed.), *Public debt*, pp.481-512.
- Faruqee, A. (2004), 'Measuring the trade effects of EMU', *IMF Working Papers*, No. WP/04/154.
- Faruqee, H. (2004) 'Euro turns five: Europe's Grand Experiment', *Finance and Development*, June.
- Faruqee, H. (2006), 'Exchange rate pass-through in the euro area', *IMF Staff Papers*, No. 53(1), pp. 63–88.
- Fatás, A. and I. Mihov (2001), 'Government size and automatic stabilizers: International and intranational evidence', *Journal of International Economics*, Vol. 55, pp. 3–28.
- Fatás, A. and I. Mihov (2003), 'The case for restricting fiscal policy discretion', *Quarterly Journal of Economics*, pp. 1419–47, November.
- Fatás, A., J. von Hagen, A. Hughes Hallet, A. Siebert and R. R. Strauch (2003), *Stability and growth in Europe: Towards a better pact*, Centre for Economic Policy Research.
- Favero, C. and F. Giavazzi, (2008), 'The ECB and the Bond Market', *European Economy – Economic Papers*, 314, Economic and Financial Affairs DG, European Commission..
- Favero, C., M. Pagano and E.-L. von Thadden (2007), *How does liquidity affect government bond yields?*, May.
- Feenstra, R. C. and G. Hanson (1996), 'Foreign investment, outsourcing and relative wages', *NBER Working Papers*, No. 5121, May.
- Feenstra, R. C. and G. Hanson (1999), 'The impact of outsourcing and high-technology capital on wages: Estimates for the United States, 1979–1990', *Quarterly Journal of Economics*, No. 114(3), pp. 907–940, August.
- Feige, E. L. (2003), 'Dynamics of currency substitution, asset substitution and *de facto* dollarisation and euroisation in transition countries', *Comparative Economic Studies*, Vol. 45, No. 3, pp. 358–83, September.
- Fidora, M., M. Fratzscher and C. Thimann (2007), 'Home bias in global bond and equity markets: The role of exchange rate volatility', *Journal of International Money and Finance*, No. 26(4), pp. 631–655.
- Fidrmuc, J. and I. Korhonen (2006), 'Metaanalysis of the business cycle correlation between the euro area and the CEECs', *CESifo Working Paper Series*, No. 1693.
- Fischer, J., L. Jonung and M. Larch (2007), '101 proposals to reform the Stability and Growth Pact. Why so many? A survey', *European Economy–Economic Papers*, No. 267, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Fischer, S. (1994), 'Modern central banking', in Capie, F, C. Goodhart, S. Fischer and N. Schnadt (eds), *The future of central banking: the tercentenary symposium of the Bank of England*, Cambridge University Press..

- Fischer, S. (2001), 'Exchange rate regimes: Is the bipolar view correct?', *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2, pp. 3–24.
- Fisman, R. J. and I. Love (2004), 'Financial development and growth in the short and long run', *World Bank Policy Research Working Papers*, No. 3319, May.
- Flam, H. and H. Nordstrom (2003), 'Trade volume effects of the euro: Aggregate and sector estimates', *Seminar Papers*, No. 746, Institute for International Economic Studies.
- Flood, R. P. and A. Rose (1995), 'Fixing exchange rates: A virtual quest for fundamentals', *Journal of Monetary Economics*, Vol. 36, pp. 3–37, August.
- Foad, H. (2006), *Export-oriented FDI and the adoption of the euro*, Emory University.
- Foad, H. (2007), 'Europe without borders? The effect of the EMU on relative prices', *Emory Economics*, 515, Department of Economics, Emory University.
- Forbes, K. J. and R. Rigobon (2002), 'No contagion, only interdependence: Measuring stock market comovements', *Journal of Finance*, Vol. 57(5), , pp. 2223–2261.
- Forni, L. and S. Momigliano (2004), 'Cyclical sensitivity of fiscal policy based on real time data', *Applied Economic Quarterly*, No. 50, pp. 299–326.
- Foster, L., J. Haltiwanger and C. J. Krizan (1998), 'Aggregate productivity growth: Lessons from microeconomic evidence', *NBER Working Papers*, No. 6803, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Foster, L., J. Haltiwanger and C. Syverson (2005), 'Reallocation, firm turnover, and efficiency: Selection on productivity or profitability?', *IZA Discussion Papers*, No. 1705, Institute for the Study of Labor (IZA).
- Franco, D., F. Balassone and S. Zotteri (2007), 'Rainy day funds: Can they make a difference in Europe?', *Questioni di Economia e Finanza (Bank of Italy Occasional Papers)*, No. 11.
- Frankel, J. (1995), 'Still the *lingua franca*: The exaggerated death of the dollar', *Foreign Affairs*, No. 74(4), pp. 9–16, July/August.
- Frankel, J. and A. Rose (1998), 'The endogeneity of the optimum currency area criteria', *Economic Journal*, No. 108, pp. 1009–1025.
- Frankel, J. and A. Rose (2000), 'Estimating the effect of currency unions on trade and output', *NBER Working Papers*, No. 7857.
- Frankel, J. and A. Rose (2002), 'An estimate of the effect of common currencies on trade and income', *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, pp. 437–66, May.
- Friberg, K. (2007), 'Intersectoral wage linkages: The case of Sweden', *Empirical Economics*, No. 32, pp. 161–184.
- Friedman, M. (1977), 'Inflation and unemployment', *Journal of Political Economy*, No. 85(3), pp. 541–72.
- Fukao, K. and H. Ug Kwon (2006), 'Why Did Japan's Tfp Growth Slow Down In The Lost Decade? An Empirical Analysis Based On Firm-Level Data Of Manufacturing Firms,' *The Japanese Economic Review*, Japanese Economic Association, vol. 57(2), pp 195-228.
- Galati, G. and P. Wooldridge (2006), 'The euro as a reserve currency: A challenge to the preeminence of the US dollar?', *BIS Working Papers*, No. 218, October 2006.
- Galí, J., M. Gertler and D. Lopez-Salido (2001), 'European inflation dynamics', *European Economic Review*, Vol.45, pp.1237-1270.
- Galí, J., D. Lopez-Salido and J. Valles (2007), 'Understanding the effects of government spending on consumption', *Journal of the European Economic Association*, No. 5, pp. 227–270.
- Galí, J. and R. Perotti (2003), 'Fiscal policy and monetary integration in Europe', *Economic Policy*, No. 18(37), pp. 533–572.
- Gaspar, V. and A. K. Kashyap (2006), 'Stability first: Reflections inspired by Otmar Issing's

- success as the ECB's chief economist', *NBER Working Papers*, No. 12277, May.
- Gavin, M. and R. Perotti (1997), 'Fiscal policy in Latin America', *NBER Macroeconomics Annual*, pp. 11–71.
- Gayer, C. (2007), 'A fresh look at business cycles' synchronisation in the euro area', *European Economy — Economic Papers*, No. 287, Economic and Financial Affairs DG, European Commission, September.
- Gerlach, S. and M. Hoffmann (2008), 'The Impact of the Euro on International Stability and Volatility', *European Economy — Economic Papers*, 309, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Giammarioli, N. and N. Valla (2003), 'The natural real rate of interest in the euro area', *ECB Working Papers*, No. 233.
- Giannone, D and L. Reichlin (2006), 'Trends and cycles in the euro area: How much heterogeneity and should we worry about it?', *ECB Working Papers*, No. 595.
- Giorno, C., P. Hoeller and P. Van den Noord (2005), 'Nothing ventured, nothing gained: The long-run fiscal reward of structural reform', Deroose, S, E. Flores, and A. Turrini (eds.).
- Girouard, N. and C. André (2005), 'Measuring cyclically-adjusted budget balances for OECD countries', *OECD Economics Department Working Papers*, No. 434.
- Girouard, N. and R. Price (2004), 'Asset price cycles, one-off factors and structural balances', papers presented at the XVI Villa Mondragone International Economic Seminar on Rules, International Economy and Growth, CEIS University of Rome Tor Vergata, 23–24 June 2004.
- Goldberg, L. and C. Tille (2005), 'Vehicle currency use in international trade', *NBER Working Papers*, No. 11653, October.
- Golinelli, R. and S. Momigliano (2006), 'The real-time determinants of fiscal policy in the euro area: fiscal rules, cyclical conditions, and elections', paper presented at the Eighth Bank of Italy Workshop on Public Finance, Perugia, 30 March–1 April 2006.
- Golinelli, R. and S. Momigliano (2008), 'The cyclical response of fiscal policies in the euro area — Why do results of empirical research differ so strongly?', paper presented at the European Commission workshop 'Achieving and safeguarding sound fiscal positions', 17 January 2008, Brussels.
- Gordo, L. and J. Nogueira Martins (2007), 'How reliable are the statistics for the Stability and Growth Pact?', *European Economy — Economic Papers*, No. 273, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Gordon, R.J. (2007), *Issues in the comparison of welfare between Europe and the United States*, Paper presented to 4th Annual DG ECFIN Research Conference.
- Gottschalk, P. and T. M. Smeeding (1997), 'Cross-national comparisons of earnings and income inequality', *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, pp. 633–687, June.
- Gourinchas, P. O. and H. Rey (2007), 'From world banker to world venture capitalist: US external adjustment and the exorbitant privilege', in R. Clarida (ed.): *G7 current account imbalances: Sustainability and adjustment*, Chicago, IL: The University of Chicago Press.
- Grenouilleau, D., M. Ratto and W. Roeger (2007), 'Adjustment to shocks: A comparison between the euro area and the US estimated DSGE model', Workshop on structural reforms and economic resilience: evidence and policy implications, Paris, 14 June.
- Griffith, R., R. Harrison and H. Simpson (2006), 'Product market reform and innovation in the EU', *CEPR Discussion Papers*, No. 5849.
- Grilli, V., D. Masciandaro and G. Tabellini (1991), 'Political and monetary institutions and public financial institutions in industrial countries', *Economic Policy*, Vol. 13, pp. 341–92.

- Gros, D. and A. Hobza (2003), 'Exchange rate variability as an OCA criterion: Are the candidates ripe for the euro?', *ICEG Working Papers*, No. 23.
- Grossman, G. and E. Rossi-Hansberg (2006), 'Trading tasks: A simple theory of offshoring', *NBER Working Papers*, No. 12721, December.
- Guichard, S, M. Kennedy, E. Wurzel and C. André (2007), 'What promotes fiscal consolidation: OECD country experiences', *OECD Economics Department Working Papers*, No. 553.
- Guiso, L., P. Sapienza and L. Zingales (2004), 'Does local financial development matter?', *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 119(3), MIT Press, pp. 929–969, August.
- Gust, C.J. and J. Marquez (2002), 'International comparisons of productivity growth: the role of information technology and regulatory practices', *FRB International Finance Discussion Paper*, No. 727.
- Haefke, C. and M. Ebell (2004), 'The missing link: product market regulation, collective bargaining and the European unemployment puzzle', *Society for Economic Dynamics 2004 Meeting Papers*, No. 759.
- Häkkinen, U. and Joumard, I. (2007), 'Crosscountry analysis of efficiency in OECD health care sectors', *OECD Economics Department Working Papers*, No. 554.
- Hallerberg, M. and R. Strauch (2001), 'On the cyclicity of public finances in Europe', *Empirica*, No. 29, pp. 183–207.
- Hallerberg, M. and J. von Hagen (1999), 'Electoral institutions, cabinet negotiations and budget deficits in the European Union', in J. Poterba and J. von Hagen (eds): *Fiscal institutions and fiscal performance*, University of Chicago Press, pp. 209–232.
- Harjes, T. (2007), 'Globalization and income inequality: A European perspective', *IMF Working Papers*, No. WP/07/169.
- Hartmann, P., F. Heider, E. Papaioannou and M. Lo Duca (2007), 'The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe', *ECB Occasional Papers*, No. 72.
- Haskel, J. E. and M. J. Slaughter (2007), 'Globalization, multinationals, and the elasticity of labor demand', *Tuck School of Business at Dartmouth, Working Papers*.
- Hau, H. (2002), 'Real exchange rate volatility and economic openness: Theory and evidence', *Journal of Money, Credit and Banking*, No. 34(3), pp. 611–630.
- Havik, K., K. McMorrow, W. Röger and A. Turrini (2008), 'The role of total factor productivity in explaining EU–US productivity differences: A macro, sectoral and industry level perspective', *European Economy — Economic Papers*, forthcoming, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Heinemann, F. (2005), 'How distant is Lisbon from Maastricht? The short-run link between structural reforms and budgetary performance', in S. Deroose, E. Flores and A. Turrini (eds).
- Henning, C. R. (2006), 'The external policy of the euro area: Organizing for foreign exchange intervention', *Institute for International Economics Working Papers*, No. 06-4.
- H. M. Treasury (2003), *The location of financial activity and the euro*, London: H. M. Treasury.
- Hoeller, P. and C. Giorno (2006), 'Nothing ventured, nothing gained: The long-run fiscal rewards of structural reforms', *OECD Economics Department Working Papers*, No. 493.
- Høj, J., V. Galasso, G. Nicoletti and T. Dang (2006), 'An Empirical Investigation of Political Economy Factors Behind Structural Reforms', *OECD Economic Studies*, 42, pp. 87-136.
- Holden, S. (2004), 'Wage formation under low inflation', in H. Piekkola and K. Snellman, (eds.), *Collective bargaining and wage formation – challenges for a European labour market*, Springer Verlag.

- Honohan, P. and P.R. Lane (2003), 'Divergent inflation rates in EMU', *Economic Policy*, Vol. 37, pp. 359-394.
- Hooper, P., K. Johnson and J. Marquez (2000), 'Trade elasticities for the G7 countries', *Princeton Studies in International Economics*, No. 87.
- Hughes Hallett, A. (2008), 'Coordination without Explicit Cooperation: Monetary-Fiscal Interactions in an Era of Demographic Change', *European Economy – Economic Papers*, 305 Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Hughes Hallett, A., J. Lewis and J. Von Hagen (2004), *Fiscal policy in Europe, 1991–2003 – An evidence-based analysis*, London: CEPR.
- Ilzkovitz, F., A. Dierx, V. Kovacs and N. Sousa (2007), 'Steps towards a deeper economic integration: The internal market in the 21st century', *European Economy–Economic Papers*, No. 271, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Immervoll, H., H. Kleven, C. Kreiner and E. Saez (2005), 'Welfare reform in European countries: a micro simulation analysis', *ECB Working Papers Series*, No. 28.
- Inklaar, R. and J. de Haan (2001), 'Is there really a European business cycle? A comment', *Oxford Economic Papers*, No. 53, pp. 215–220.
- Intergovernmental Panel on Climate Change (2007), *Climate Change 2007*, WHO/UNEP.
- International Development Association (IDA) (2005), *Report from the Executive Directors of the International Development Association to the Board of Governors: Additions to IDA resources: Fourteenth replenishment*, Washington DC.
- International Monetary Fund (1999), *Should each country have its own currency? The pros and cons of full dollarisation*, SM/99/268, Washington DC.
- International Monetary Fund (2001), *Euro area: Report on observance of standards and codes*, Washington DC.
- International Monetary Fund (2004a), 'Fostering structural reforms in industrial countries, Chapter 3', *World economic outlook*, Washington, D.C., May.
- International Monetary Fund (2004b), *World economic outlook*, Washington DC, September.
- International Monetary Fund (2007a), 'Financial market turbulence: Causes, consequences and policies', *Global Financial Stability Report*, Washington, D.C., October.
- International Monetary Fund (2007b), *World economic outlook*, Washington, D.C., October.
- International Monetary Fund (2007c), *International finance statistics*.
- International Monetary Fund (2007d), 'The euro and the new Member States', *Euro Area Policies*, selected issues, *Country Report*, No. 07/259, pp. 17–62.
- Isard, P. (1995), *Exchange rate economics*, Cambridge University Press.
- Isard, P. (2007), 'Equilibrium exchange rates', *IMF Working Papers*, No. 07/296.
- Israël, J.-M. and C. Sánchez Muñoz (2007), 'Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics — The experience of the European compilers', *ECB Occasional Papers*, No. 67.
- Issing, O. (2002), 'On macroeconomic policy coordination in EMU', *Journal of Common Market Studies*, 40(2), 345–48.
- Issing, O., V. Gaspar, I. Angeloni and O. Tristani (2001), *Monetary Policy in the Euro Area: Strategy and Decision-Making at the European Central Bank*, Cambridge University Press.
- Italianer, A. (1993), 'Mastering Maastricht: EMU issues and how they were settled', in K. Gretschem (ed.): *Economic and monetary union: Implications for national policy makers*, Institute of Public Administration, Maastricht, pp. 51–113.

- Jacquet, P. and J. Pisani-Ferry (2001), *Economic policy coordination in the eurozone: What has been achieved? What should be done?*, London: Centre for European Reform.
- Jaeger, A. and L. Schuknecht (2004), 'Boombust phases in asset prices and fiscal policy behaviour', *IMF Working Papers*, No. 04/54.
- Janiak, A. and E. Wasmer (2008), 'Adjustment in the labour market: A survey', *European Economy—Economic Papers*, forthcoming, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Jappelli, T. and M. Pagano (2008), 'Financial Market Integration under EMU', *European Economy – Economic Papers*, 312, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Jaumotte, F. (2003), 'Labour force participation of women: Empirical evidence on the role of policy and other determinants in OECD countries', *OECD Economic Studies*, No. 37, 2003/2.
- Jimeno, J.F. and D. Rodriguez-Palenzuela (2002), 'Youth Unemployment in the OECD demographic shifts, labour market institutions, and macroeconomic shocks', *ECB Working Paper Series*, No. 155.
- Jiménez-Martín, S., N. Jorgensen and J. M. Labeaga (2007), *The volume and geography of remittances from the EU*, Madrid: FEDEA.
- Johnson, S. (2007), 'The rise of sovereign wealth funds', *Finance and Development*, Vol. 44, No. 3, September.
- Jonung, L. and C. Conflitti (2008) 'Is the euro advantageous? Does it foster European feelings? Europeans on the euro after five years', *European Economy – Economic Papers*, 313 (March), Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Jonung, L. and M. Larch (2006), 'Fiscal policy in the EU — Are official output forecasts biased?', *Economic Policy*, 21(47) pp. 491–534, July.
- Judson, R. and Orphanides, A. (1999), 'Inflation, volatility and growth', *International Finance*, 2(1), Blackwell Publishing, pp. 117–38.
- Kahn, M. and S. Senhadji (2000), 'Threshold effects in the relationship between inflation and growth', *IMF Working Papers*, No. 00/110.
- Kalemli-Ozcan, S., B. Sørensen and O. Yosha (2003), 'Risk sharing and industrial specialization: Regional and international evidence', *American Economic Review*, No. 93(3), pp. 903–18, June.
- Kalemli-Ozcan, S., B. Sørensen and O. Yosha (2004), 'Asymmetric shocks and risk sharing in a monetary union: Updated evidence and policy implications for Europe', *CEPR Discussion Papers*, No. 4463.
- Kamps, A. (2006), 'The euro as invoicing currency in international trade', *ECB Working Papers*, No. 665, August.
- Keller, W. (2002), 'Trade and the transmission of technology', *Journal of Economic Growth*, No. 7(1), pp. 5–24, March.
- Kenen, P. (1983), 'The role of the dollar as an international currency', *Occasional Papers*, No. 13, The Group of Thirty.
- Kenen, P. (1995), *Economic and monetary union in Europe: Moving beyond Maastricht*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Kenen, P. B., J. R. Shafer, N. L. Wicks and C. Wyplosz (2004), 'International economic and financial cooperation: New issues, new actors, new responses', *Geneva Reports on the Global Economy*, No. 6, Geneva: International Centre for Monetary and Banking Studies.
- King, R. and R. Levine (1993), 'Finance, entrepreneurship, and growth — Theory and evidence', *Journal of Monetary Economics*, No. 32, pp. 513–542.
- Kiss, G. P. (ed.) (2007), *Temporary measures and off-budget activities*, Budapest: Magyar Nemzeti Bank.

- Kiss, G., M. Nagy and B. Vonnák (2006), 'Credit growth in central and eastern Europe: Convergence or boom?', *MNB Working Papers*, No. 10/2006.
- Kneller, R., M. F. Bleaney and N. Gemmell (1999), 'Fiscal policy and growth: Evidence from OECD countries', *Journal of Public Economics*, No. 74, pp. 171–190.
- Kneller, R. and G. Young (2001), 'Business cycle volatility, uncertainty and long-run growth', *The Manchester School*, Vol. 69(5), University of Manchester, pp. 534–52.
- Koen, V. and P. van den Noord (2006), 'Fiscal gimmickry in Europe: One-off measures and creative accounting', in P. Wierts, S. Deroose, E. Flores and A. Turrini (eds): *Fiscal policy surveillance in Europe*, Basingstoke: Palgrave MacMillan.
- Korkman, S. (2001) 'Fiscal Policy Coordination in EMU: Should It Go Beyond the SGP?' in Brunila, A., M. Buti, and D. Franco, (eds.) .
- Kose, A., E. Prasad and M. Terrones (2003), 'Financial integration and macroeconomic volatility', *IMF Staff Papers*, No. 50(1).
- Kose, A., E. Prasad and M. Terrones (2007), 'How does financial globalization affect risk sharing? Patterns and channels', *IMF Working Papers*, No. 07/238.
- Koszerek, D., K. Havik, K. McMorro, W. Röger and F. Schönborn (2007), 'An overview of the EU KLEMS growth and productivity accounts', *European Economy — Economic Papers*, No. 290, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Kramarz, F., P. Cahuc, B. Crépon, T. Schank, O. Skans, G. van Lomwel, A. Zylberger (2006), 'Labour market effects of worksharing arrangements in Europe', Paper presented at the Annual Conference of the Fondazione Rodolfo De Benedetti La Spezia.
- Kröger, J. and D. Redonnet (2001), 'Exchange rate regimes and economic integration: The case of the accession countries', *CESifo Forum*, No. 2.
- Krugman, P. (1979), 'A model of innovation, technology transfer, and the world distribution of income', *Journal of Political Economy*, Vol. 87, pp. 253–266.
- Krugman, P. (1984), 'The international role of the dollar: Theory and prospect', in J. F. O. Bilson and R. C. Marston (eds): *Exchange rate theory and practice*, Chicago: University of Chicago Press for NBER.
- Krugman, P. (1993), 'Lessons from Massachusetts for EMU', in F. Torres and F. Giavazzi (eds): *Adjustment and growth in the European monetary union*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Krugman, P. (1994), 'Competitiveness: A dangerous obsession', *Foreign Affairs*, No. 73(2), pp. 28–44.
- Krugman, P. (1995), 'Growing world trade: Causes and consequences', *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, pp. 327–362.
- Krugman, P. (2007), 'Will there be a dollar crisis?', *Economic Policy*, No. 22(51), pp. 435–467, July.
- Kutos, P. (2001), 'Euro exchange rate policy: Institutions and procedures', *Austrian Federal Ministry of Finance Working Papers*, No. 8/2001.
- Kydland, F. and E. Prescott (1977), 'Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans', *Journal of Political Economy*, Vol. 85, No. 3.
- Lane, P. R. (2003), 'The cyclical behaviour of fiscal policy: Evidence from the OECD', *Journal of Public Economics*, No. 87, pp. 2661–2675.
- Lane, P. R. (2006), 'Global bond portfolios and EMU', *International Journal of Central Banking*, Vol. 2, No. 2, pp. 1–24, June.
- Lane, P. R. and G. M. Milesi-Ferretti (2006), 'The external wealth of nations Mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004', *IMF Working Papers*, No. 06/69, Washington DC.

- Lane, P. R. and S. Wälti (2006), 'The euro and financial integration', *IIIS Discussion Papers*, No. 139, Dublin: Institute for International Integration Studies, Trinity College.
- Langedijk S., and M. Larch (2007), 'Testing the EU fiscal surveillance: How sensitive is it to variations in output gap estimates?', *European Economy — Economic Papers*, 285, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Langedijk, S. and W. Roeger (2007), 'Adjustment in EMU: A model-based analysis of country experiences', *European Economy — Economic Papers*, No. 274, Economic and Financial Affairs DG, European Commission, March.
- Larch, M. and M. Salto (2005), 'Fiscal rules, inertia and discretionary fiscal policy', *Applied Economics*, No. 37, pp. 1135–1146.
- Larch M. and J. Nogueira Martins (eds): 'Fiscal indicators' *European Economy—Economic Papers*, No. 297, Economic and Financial Affairs DG, European Commission, December.
- Lastra, R. M. (2006), *Legal foundations of international monetary stability*, Oxford.
- Lawrence, R. and M. J. Slaughter (1993), 'International trade and American wages in the 1980s: Giant sucking sound or small hiccup?', *Brookings Papers on Economic Activity, Microeconomics*, No. 2, pp. 161–226.
- Layard, R., S. Nickell and R. Jackmann (2005), *Unemployment — Macroeconomic performance and the labour market*, second edition, Oxford University Press.
- Leech, D. (2004), 'Computation of power indices', *Warwick Economic Research Papers*, No. 644, July 2002.
- Leech, D. and R. Leech (2005), *Voting power implications of a unified European representation at the IMF*, University of Warwick, Centre for the Study of Globalisation and Regionalisation, January.
- León-Ledesma, M., C. Nerlich and S. Lein-Rupprecht (2007), 'How is real convergence driving nominal convergence in the new EU Member States?', ECB Working Paper, 827 (*Journal of International Money and Finance*, forthcoming).
- Levine, R. (2005), 'Finance and growth: Theory and evidence', in P. Aghion and S. Durlauf (eds): *Handbook of economic growth*, Elsevier Science.
- Liebscher, K., J. Christl, P. Mooslechner and D. Ritzberger-Grünwald (eds) (2007), *Foreign direct investment in Europe: A changing landscape*, Edward Elgar.
- Lim, E. G. (2006), 'The euro's challenge to the dollar: Different views from economists and evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and other data', *IMF Working Papers*, No. 06/153, June.
- Lipschitz, L., T. Lane and A. Mourmouras (2005), 'Real convergence, capital flows, and monetary policy: Notes on the European transition countries', in S. Schadler (ed.): *Euro adoption in central and eastern Europe: Opportunities and challenges*, International Monetary Fund, pp. 61–69.
- Luengnaruemitchai, P. and S. Schadler (2007), 'Do economists and financial markets' perspectives on the new members of the EU differ?', *IMF Working Papers*, No. 07/65.
- MacDonald, R. (2000), 'Concepts to calculate equilibrium exchange rates: An overview', *Deutsche Bundesbank Discussion Papers*, No. 3/00.
- MacDonald, R. and C. Wójcik (2006), 'Catching-up, inflation differentials and credit booms in a heterogeneous monetary union: Some implications for EMU and new EU Member States', *CESifo Working Paper Series*, No. 1761.
- Mahieu, G., D. Ooms and S. Rottier (2003), 'The governance of the International Monetary Fund with a single EU chair', *Financial Stability Review*, Brussels: National Bank of Belgium, June.
- Manasse, P. (2006), 'Pro-cyclical fiscal policy: Shocks, rules and institutions — A view from MARS', *IMF Working Papers*, No. 06 (27).

- Manasse, P. and A. Turrini (2001), 'Trade, wages, and superstars', *Journal of International Economics*, No. 54(1), pp. 97–117, June.
- Mandl, U., A. Dierx and F. Ilzkovitz (2008), 'The Effectiveness and Efficiency of Public Spending', *European Economy – Economic Papers*, 301, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Mankiw, N. G. (2001), 'US monetary policy during the 1990', *NBER Working Papers*, No. 8471.
- Martin, P. and C. A. Rogers (1995), 'Industrial location and public infrastructure', *Journal of International Economics*, Vol. 39(3-4), Elsevier, pp. 335–351.
- Martin, P. and C. A. Rogers (2000), 'Long-term growth and short-term economic instability'. *European Economic Review*, No. 44(2), pp. 359–381.
- Martin, R., M. Roma and I. Vansteenkiste (2005), 'Regulatory reforms in selected EU network industries', *ECB Occasional Papers*, No. 28.
- Martinez Mongay, C., L. Maza Lasiera and J. Yaniz Igal (2007), 'Asset booms and tax receipts: The case of Spain, 1995–2006', *European Economy – Economic Papers*, No. 293, Economic and Financial Affairs DG, European Commission, November.
- Martinez Mongay, C. and K. Sekkat (2003), 'The tradeoff between efficiency and macroeconomic stabilization in Europe', Université Libre de Bruxelles, Solvay Business School, *Working Papers*, No. WP-CEP 04/024.
- Marzinotto, B. (2007), 'Why EMU favours beggar-your-neighbour policies and why they are not necessarily evil when the beggar is a big country', *IEP Briefing Papers*.
- Massman, M. and J. Mitchell (2002), 'Have UK and Eurozone business cycles become more correlated?', *National Institute Economic Review*, No. 182, pp. 58-71.
- Massman, M. and J. Mitchell (2004), 'Reconsidering the evidence: are euro area business cycles converging?', *Journal of Business Cycle Measurement and Analysis*, Vol. 1, pp. 275-306.
- Masson, P. R. (2007), 'The growing role of the euro in emerging market finance', *World Bank Policy Research Working Papers*, No. 4381, November.
- Masson, P., T. H. Krueger and B. G. Turtelboom (eds) (1997): *EMU and the international monetary system*, Washington DC: International Monetary Fund.
- Masson, P. and B. Turtelboom (1997), 'Characteristics of the euro, the demand for reserves and policy coordination under EMU', in P. R. Masson, T. H. Krueger and B. G. Turtelboom (eds).
- Maudos, J. and J. Fernández De Guevara (2004), 'Factors explaining the interest margin in the banking sectors of the European Union', *Journal of Banking and Finance*, Vol. 28, No. 9, pp. 2259–2281.
- McCarthy, J. (2000), 'Pass-through of exchange rates and import prices to domestic inflation in some industrialized economies', *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, No. 111.
- McKinnon, R. (1979), *Money and international exchange: The convertible currency system*, New York: Oxford University Press.
- McMorrow, K. and W. Roeger (2003), 'Economic and financial market consequences of ageing populations', *European Economy–Economic Papers*, No. 182, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Meese, R and K. Rogoff (1983), 'Empirical exchange rate models of the seventies: Do they fit out of sample?', *Journal of International Economics*, No. 14(1-2), pp. 3–24.
- Melander, A., G. Sismanidis and D. Grenouilleau (2007), 'The track record of the Commission's forecasts — An update', *European Economy Economic Papers*, No. 291, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.

- Méltitz, M. (2003), 'The impact of trade on intraindustry reallocations and aggregate industry productivity', *Econometrica*, No. 71, pp. 1695–1725.
- Méltitz, J. (2004), 'Risk sharing and EMU', *CEPR Discussion Papers*, No. 4460.
- Mendoza, E., G. Milesi-Ferretti and P. Asea (1997), 'On the effectiveness of tax policy in altering long-run growth: Harberger's superneutrality conjecture', *Journal of Public Economics*, No. 66, pp. 99–126.
- Mendoza, E. G., V. Quadrini and J. V. Rios-Rull (2007), 'Financial integration, financial deepness and global imbalances', *NBER Working Papers*, No. 12909, February.
- Micco, A., E. Stein and G. Ordoñez (2003), 'The currency union effect on trade: Early evidence from EMU', *Economic Policy*, No. 18(37), pp. 317–356.
- Midelfart-Knarvik, K. H., H. G. Overman, S. Redding and A. J. Venables (2000), 'The location of European industry', *European Economy – Economic Papers*, No. 142, Economic and Financial Affairs DG, European Commission, April.
- Milesi-Ferretti, G. (2003), 'Good, bad, or ugly? On the effects of fiscal rules with creative accounting', *Journal of Public Economics*, No. 88, pp. 377–94.
- Mishkin, F. S. (2007), 'Inflation dynamics', *NBER Working Papers*, No. 13147, June.
- Mizala, A. and P. Romaguera (1995), 'Testing for wage leadership processes in the Chilean economy', *Applied Economics*, No. 27, pp. 303–310.
- Mongelli, F. P. (2008), 'European Economic and Monetary Integration, and the Optimum Currency Area Theory', *European Economy – Economic Papers*, 302, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Mongelli, F., E. Dorrucchi, and I. Agur, I. (2005), 'What does European institutional integration tell us about trade integration?', *ECB Occasional Papers*, No. 40.
- Morris, R. and L. Schuknecht (2007), 'Structural balances and revenue windfalls — The role of asset prices revisited', *ECB Working Papers*, No. 737.
- Mossialos, E. and J. le Grand (1999), 'Cost containment in the EU: an overview' in Mossialeos, E. and J. le Grand (eds.), *Health care and cost containment in the European Union*, Aldershot, Ashgate.
- Moulin, L. and P. Wiertz (2006), 'How credible are multi-annual budgetary plans in the EU?', paper presented at the 2006 Bank of Italy Workshop on Public Finance, Perugia, 30 March–1 April 2006.
- Mourre, G. (2006), 'Did the pattern of aggregate employment growth change in the euro area in the late 1990s?', *Applied Economics*, pp. 1783–1807.
- Muenz, R. (2005), 'Dimensions and impacts of demographic aging: The case of Europe and its public pension systems', paper for the conference 'The long-term budget challenge: Public finance and fiscal sustainability in the G7', Institute for Research on Public Policy, Washington DC, 2–4 June 2005, at: <http://www.irpp.org/events/archive/jun05/munz.pdf>
- Mundell, R. A. (1961), 'A theory of optimum currency areas', *American Economic Review*, No. 51, pp. 509–517.
- Mundell, R. (2000), 'The euro and the instability of the international monetary system', in R. Mundell and A. Cleese (eds): *The euro as a stabiliser of the international economic system*, Boston: Kluwer Academic, pp. 57–84.
- Mussa, M. (2005), 'Sustaining global growth while reducing external imbalances', in C. F. Bergsten (ed.): *The United States and the world economy: Foreign economic policy for the next decade*, Washington DC: Peterson Institute for International Economics.
- National Bank of Poland (Narodowy Bank Polski) (2004), *Report on the costs and benefits*

- of Poland's adoption of the euro, edited by Jakub Borowski, March.
- Nautz, D. and K. Ruth (2005), 'Monetary disequilibria and the euro/dollar exchange rate', *Deutsche Bundesbank Discussion Papers*, No. 18/2005.
- Nautz, D. and J. Scheithauer (2005), 'An eclectic view of the euro/dollar exchange rate', *Applied Economics Quarterly*, No. 51(2), pp. 133–142.
- Nicoletti, G. and S. Scarpetta (2003), 'Regulation, productivity and growth: OECD evidence', *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 2944.
- Nicoletti, G. and S. Scarpetta (2004), 'Product market reforms: macro linkages and effects on growth: a partial survey', *CESifo Venice Summer Institute*.
- Nitsch, V. (2002), 'Honey I shrunk the currency union effect on trade', *World Economy*, No. 254, pp. 457–474.
- Norrbinn, S. C. and F. P. Yigit (2005), 'The robustness of the link between volatility and growth of output', *Review of World Economics*, No. 141(2), pp. 343–356.
- Noyer, C. (1999), 'The international role of the euro: Trends, advantages and risks', speech Before the Monetary Commission of the European League for Economic Cooperation, Kronberg, 26 November, at: <http://www.ecb.int/press/key/date/1999/html/sp991126.en.html>
- Nunziata, L. (2003), 'Labour market institutions and the cyclical dynamics of employment', *Labour Economics*, 10(1), 31–53, February.
- Öberg, S. (2001), 'Report of the Task Force on Benchmarking in Infra-Annual Statistics', chaired by S. Öberg, September.
- Obstfeld, M. (1985), 'Floating exchange rates — Experience and prospects', *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1985(2), pp. 369–450.
- Obstfeld, M. and K. Rogoff (2004), 'The unsustainable US current account position revisited', *NBER Working Papers*.
- Ochel, W. (2005), 'Concepts and measurement of labour market institutions', *CESifo DICE Report* 3(4).
- Oliveira Martins, J. (2006), 'Projecting OECD health and long-term care expenditure: What are the main drivers?', *Working Papers*, No. 477.
- Olson, M. (1965), *The logic of collective action*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Organisation for Economic Cooperation and Development (2000), *Reforms for an ageing society*.
- Organisation for Economic Cooperation and Development (2003), *Transforming disability into ability*.
- Organisation for Economic Cooperation and Development (2004), 'Short-term economic resilience', *OECD Working Papers*, No. ECO/CPE/WP1(2004)10.
- Organisation for Economic Cooperation and Development (2005), *Going for Growth*, 2005 edition.
- Organisation for Economic Cooperation and Development (2006a), *Going for Growth*, 2006 edition.
- Organisation for Economic Cooperation and Development (2006b), *Live longer, work longer*.
- Organisation for Economic Cooperation and Development (2006c), *Boosting jobs and income — Policy lessons from reassessing the OECD Jobs Strategy*.
- Organisation for Economic Cooperation and Development (2007a), *Pensions at a glance*.
- Organisation for Economic Cooperation and Development (2007b), *OECD Employment Outlook*.
- Organisation for Economic Cooperation and Development (2007c), *Tax and economic growth*, Working Party No. 1 on Macroeconomic and Structural Policy Analysis.

- Ottaviano, G., D. Taglioni and F. Di Mauro (2007), 'Deeper, wider and more competitive? Monetary integration, eastern enlargement and competitiveness in the European Union', *ECB Working Papers*, No. 847, December.
- Oxley, H. and M. MacFarlan (1995), 'Health care reform: Controlling spending and increasing efficiency', *OECD Economic Studies*, No. 24/1.
- Padoa-Schioppa, T. (2003), 'The euro goes east', *Comparative Economic Studies*, Vol. 45, No. 3, pp. 215–31, September.
- Pagano, M. and E. L. Von Thadden (2004), 'The European bond market under EMU', *Oxford Review of Economic Policy*, No. 20, pp. 531–554.
- Panetta, F., P. Angelini, S. Gerlach, A. Levy, R. Perli, P. Yesin, S. Ramaswamy and M. Scatigna (2006), 'The recent behaviour of financial market volatility', *BIS Papers*, No. 29, August.
- Papaioannou, E. and R. Portes (2008), 'The International Role of the Euro: a Status Report', *European Economy – Economic Papers*, 317, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Parker, J. (1999), 'The reaction of household consumption to predictable changes in social security taxes', *American Economic Review*, No. 89, pp. 959–973.
- Parry, I. W. H. and R. C. Williams III (1999), 'A second-best evaluation of eight policy instruments to reduce carbon emissions', *Resource and Energy Economics*, No. 21(3-4), pp. 347–373, August.
- Peersman, G. (2004), 'The transmission of monetary policy in the euro area: Are the effects different across countries?', *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 66, No. 3, pp. 285–308.
- Pérez, J. J. (2007), 'Leading indicators for euro area government deficits', *International Journal of Forecasting*, No. 23(2), pp. 259–275.
- Pericoli, M. and M. Sbracia (2003), 'A primer on financial contagion', *Journal of Economic Surveys*, Vol. 17, pp. 571–608, September.
- Perotti, R. (2005), *Estimating the effects of fiscal policy in OECD countries*, proceedings, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Persson, T. (2001), 'Currency unions and trade: How large is the treatment effect?', *CEPR Economic Policy*, No. 33, pp. 435–448, October.
- Persaud, A. (2006), *Improving efficiency in the European government bond market*, Intelligence Capital.
- Petroulas, P. (2006), 'The effect of the euro on foreign direct investment', *Bank of Greece Working Papers*, No. 48.
- Pina, Á. M. and N. Venes (2007), 'The political economy of EDP fiscal forecasts: An empirical assessment', *ISEG Working Papers*, No. 23/2007/DE/UECE.
- Pisani-Ferry, J. (2006), 'Only one bed for two dreams: A critical retrospective on the debate over the economic governance of the euro area', *Journal of Common Market Studies*, Vol. 44(4), pp. 823–44.
- Pisani-Ferry, J., Ph. Aghion, M. Belka, J. von Hagen, L. Heikensten and André Sapir and A. Ahearne (rapporteur) (2008), 'Coming of age: Report on the euro area', Bruegel Blueprint, 4.
- Pisani-Ferry, J. and A. Sapir (2006), 'Last exit to Lisbon', *Bruegel Policy Brief*, No. 2006/2.
- Portes, R. and H. Rey (1998), 'The emergence of the euro as an international currency', in D. Begg, J. Von Hagen, C. Wyplosz and K.F. Zimmermann (eds): *EMU: Prospects and challenges for the euro*, Oxford: Blackwell Publishers.
- Posen, A. S. and D. Popov Gould (2006), 'Has EMU had any impact on the degree of wage restraint?', *Peterson Institute Working Paper Series*, No. WP06-06, Peterson Institute for International Economics.

- Poterba, J. (1994), 'State responses to fiscal crises: the effects of budgetary institutions and politics', *Journal of Political Economy*, Vol. 1, pp. 799-821.
- Prescott, E. C. (2004), 'Why do Americans work so much more than Europeans?', *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, pp. 2-13, July.
- Puetter, U. (2006), *The Eurogroup — How a secretive circle of finance ministers shape European economic governance*, Manchester: Manchester University Press.
- Quintini, G., J. P. Martin and S. Martin (2007), 'The changing nature of the school-to-work transition process in OECD countries', *IZA Discussion Papers*, No. 2582, Institute for the Study of Labor (IZA).
- Rajan, R. G. (2007), 'Has financial development made the world riskier?', *NBER Working Papers*, No. 11728, November.
- Rajan, R. G. and L. Zingales (1998), 'Financial dependence and growth', *American Economic Review*, 88(3), American Economic Association, pp. 559-86.
- Ramey, G. and V. A. Ramey (1995), 'Crosscountry evidence on the link between volatility and growth', *American Economic Review*, 85(5), American Economic Association, pp. 1138-51.
- Ratto, M., W. Roeger and J. In't Veld (2006), 'Fiscal policy in an estimated open-economy model for the euro area', *European Economy — Economic Papers*, No. 266, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Rietveld, M. (2007), 'Reserve management — 2006 in review', in R. Pringle and N. Carver (eds): *Reserve management trends*, London: Central Banking Publications.
- Rogoff, K. (1983), 'Can international monetary cooperation be counterproductive?', *Journal of International Economics*, Vol. 18, pp. 199-217.
- Rogoff, K. (1998), 'Foreign and underground demand for euro notes: Blessing or a curse?', *Economic Policy*, Vol. 13, Issue 26, pp. 261-303.
- Rogoff, K. (2006), 'Will emerging markets escape the next big systemic financial crisis?', *Cato Journal*, No. 26(2), pp. 337-341, spring-summer.
- Romer, P. (1986), 'Increasing returns and long run growth', *Journal of Political Economy*, 94, 1002-1037.
- Rose, A. (2000), 'One money, one market: Estimating the effect of common currencies on trade', *Economic Policy*, No. 15(30), pp. 7-46.
- Rose, A. (2001), 'Currency unions and trade: The effect is large', *Economic Policy*, 16(33), pp. 449-461.
- Rose, A. (2002), 'Honey, the currency union effect on trade hasn't blown up', *World Economy*, Vol. 25, Issue 4, April.
- Rose, A. (2004), 'A meta analysis of the effect of common currencies on international trade', *NBER Working Papers*, No. 10373.
- Roubini, N., E. Parisi-Capone and C. Menegatti (2007), 'Growth differentials in the EMU: facts and considerations', *Mimeo*.
- Roubini, N. and B. Setser (2005), 'The US twin deficits and external debt accumulation: Are they sustainable?', *Working Papers*, Stern School of Business.
- Rybinski, K. (2007), 'The role of the euro for the future of Poland', speech on 15 June 2007.
- Sachs, J. and A. Warner (1995), 'Economic convergence and economic policies', *NBER Working Papers*, No. 5039.
- Sahuc, J. G. and F. Smets (2006), 'Differences in interest rate policy at the ECB and the Fed: An investigation with a medium-scale DSGE model', *Journal of Money, Credit and Banking*, forthcoming.
- Saint-Paul, G. (1997), 'Business cycles and long-run growth', *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 13, No. 3.

- Saint-Paul, G. (2000), 'Understanding labour market institutions', *World Economics*, Vol. 1, pp. 73–87.
- Saint-Paul, G. (2002), 'Employment protection, international specialization, and innovation', *European Economic Review*, 46(2), Elsevier, pp. 375–395.
- Sampo Bank (2007), 'Growth prospects of emerging markets in Europe: How fast will they catch up with the Old West?', *EME Report*, September.
- Sander, H. and S. Kleimeier (2004), 'Convergence in euro-zone retail banking? What interest-rate pass-through tells us about monetary policy transmission, competition and integration', *Journal of International Money and Finance*, 23(3), 461–492.
- Sapir, A. (2005), 'Globalisation and the reform of European social models', *Bruegel Policy Brief*, 2005/01, November.
- Sapir, A. (2006), 'Globalisation and the reform of European social models', *Journal of Common Market Studies*, Vol. 44, pp. 369–390.
- Sapir, A. (ed.) (2007), *Fragmented power: Europe and the global economy*, Bruegel.
- Sapir, A., P. Aghion, G. Bertola, M. Hellwig, J. Pisani-Ferry, D. Rosati, J. Viñals, H. Wallace, M. Buti, M. Nava and P. M. Smith (2004), *An agenda for a growing Europe (the Sapir Report)*, Oxford: Oxford University Press.
- Sarno, L. and M. Taylor (2001), 'Official intervention in the foreign exchange market — Is it effective and, if so, how does it work?', *Journal of Economic Literature*, 39(3), 839–868.
- Scarpetta, S. (1996), 'Assessing the role of labour market policies and institutional settings on unemployment: a cross-country study', *OECD Economic Studies*, No. 26, 1996/1.
- Scarpetta, S. (2007), 'Employment outcomes and the interaction between product and labour market deregulation: are they substitutes or complements?', *IZA Discussion Papers*, No. 2770.
- Scarpetta, S. and T. Tressel (2002), 'Productivity and convergence in a panel of OECD industries: Do regulations and institutions matter?', *OECD Economics Department Working Papers*, No. 342, OECD Economics Department.
- Schadler, S., P. Drummond, L. Kuijs, Z. Murgasova and R. van Elkan (2005), 'Adopting the euro in central Europe: Challenges of the next step in European integration', *IMF Occasional Papers*, No. 234.
- Scheller, H. (2006), *The European Central Bank: History, Role and Functions*, 2nd ed., Frankfurt am Main: ECB.
- Schiantarelli, F. (2005), 'Product market regulation and macroeconomic performance: a review of cross-country evidence', *World Bank Policy Research Working Paper Series*, No. 3770.
- Schmitz, B. (2004), *What role do banks play in monetary policy transmission in EU accession countries?*, Centre for European Integration Studies (ZEI), Bonn Graduate School of Economics, University of Bonn, April.
- Schnabl, G. (2007), 'Exchange rate volatility and growth in small open economies at the EMU periphery', *ECB Working Papers*, No. 773, July.
- Shapiro, M. and J. Slemrod (2003), 'Consumer response to tax rebates', *American Economic Review*, No. 93, pp. 381–396.
- Smets, F. and R. Wouters (2005), 'Comparing shocks and frictions in US and euro area business cycles: A Bayesian DSGE approach', *Journal of Applied Econometrics*, No. 20:1, January.
- Sørensen, B., Y. Wu, O. Yosha and Y. Zhu (2007), 'Home bias and international risk sharing: Twin puzzles separated at birth', *Journal of International Money and Finance*, No. 26(4), pp. 587–605.
- Sørensen, B. and O. Yosha (1998), 'International risk sharing and European monetary unification', *Journal of International Economics*, No. 45, pp. 211–238.

- Sørensen, B., L. Wu and O. Yosha (2001), 'Output fluctuations and fiscal policy: US state and local governments 1978-1994', *European Economic Review*, Vol. 45, pp. 1271-1310.
- Sousa, J. and J. Lochard (2006), 'Does the single currency affect FDI?', *mimeo*, University of Paris and University of Rennes.
- Sprenkle, C. M. (1999), 'The case of the missing currency', *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 7(4).
- Steinar, H. (2004), 'The costs of price stability: Downward nominal wage rigidity in Europe', *Economica*, Vol. 71(281), 05, London School of Economics and Political Science, pp. 183–208.
- Stern, N. (2007), *The economics of climate change*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Stock, J. H. and M. W. Watson (2005), 'Understanding changes in international business cycle dynamics', *Journal of the European Economic Association*, Vol. 3, pp. 968–1006, September.
- Strauch, R., M. Hallerberg and J. von Hagen (2004), 'Budgetary forecasts in Europe. The track record of stability and convergence programmes', *ECB Working Papers*, No. 307.
- Summers, P. M. (2005), 'What caused the great moderation? Some cross-country evidence', *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Third Quarter, pp. 5–32.
- Sutherland, D., R. Price, I. Joumard and C. Nicq (2007), 'Performance indicators for public spending efficiency in primary and secondary education', *OECD Economics Department Working Papers*, No. 546, Organisation for Economic Cooperation and Development.
- Székely, I. and M. Watson (2007), 'Growth and economic policy: Are there speed limits to real convergence?', *European Economy — Economic Papers*, No. 294, Economic and Financial Affairs DG, European Commission, December.
- Tabellini, G. and C. Wyplosz (2006), 'Supplieside policy coordination in the European Union, *Swedish Economic Policy Review*, Vol. 13, pp. 101–156.
- Talvi, E. and C. Vegh (2005), 'Tax base variability and the pro-cyclicality of fiscal policy in developing countries', *Journal of Development Economics*, No. 78, pp. 156–90.
- Taylor, C. (2007), 'Foreign direct investment and the euro: The first five years', *Cambridge Journal of Economics Advance Access*, No. doi:10.1093/cje/bel044.
- Taylor, J. B. (1981), 'On the relationship between the variability of inflation and the average inflation rate', *Carnegie-Rochester Conference Series on Economic Policy*, No. 39, pp. 195–214, December.
- Taylor, J. B. (2000), 'Low inflation, pass-through, and the pricing power of firms', *European Economic Review*, No. 44, pp. 1389–1408.
- Taylor, M. (2004), 'Is official exchange rate intervention effective?', *Economica*, No. 71(281), pp. 1–11.
- Thimann, C. (2005), 'Real convergence, economic dynamics, and the adoption of the euro in the new European Union Member States', in S. Schadler (ed.): *Euro adoption in central and eastern Europe: Opportunities and challenges*, International Monetary Fund, pp. 24–32.
- Thygesen, N. (2001), 'EU–US monetary relations after the introduction of the euro', report for the European Commission, Directorate-General for External Relations, Brussels.
- Tims, B. (2006), 'Empirical studies on exchange rate puzzles and volatility,' *Erasmus Research Institute of Management PhD Series*, Rotterdam.
- Tornell, A. and P. Lane (1999), 'The voracity effect', *American Economic Review*, No. 89, pp. 22–46.
- Tornell, A. and F. Westermann (2002), 'Boombust cycles in middle income countries: Facts and explanation', *NBER Working Papers*, No. 9219.

- Toulemonde, J. et al. (2007), 'Evaluation of the integrated guidelines package for growth and jobs', final report for the European Commission, Ramboll Management in association with Matrix and Eureval.
- Townend, J. (2001), 'The completion of the euro and a currency: A UK perspective', speech at the Institute for International Monetary Affairs Euro Symposium in Tokyo, 16 November, available at: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2001/speech149.htm>
- Trichet, J.-C. (2004), 'Euro area statistics and their use for ECB policy-making', *Statistics and their use for monetary and economic policy-making*, proceedings of the second ECB Conference on Statistics.
- Truman, E. (2005), 'The euro and prospects for policy coordination', in A. S. Posen (ed.): *The euro at five: Ready for a global role?* Washington DC: Institute for International Economics.
- Truman, E. (2006), 'Rearranging IMF chairs and shares: The *sine qua non* of IMF reform', in E. M. Truman (ed.): *Reforming the IMF for the 21st century*, Washington DC: Institute for International Economics, pp. 279–92.
- Truman, E. and A. Wong (2006), *The case for an international reserve diversification standard*, Washington DC: Peterson Institute for International Economics.
- Turrini, A. (2004), 'Public investment and the EU fiscal framework', *European Economy — Economic Papers*, 202, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Turrini, A. (2008), 'Fiscal policy and the Cycle in the Euro Area: The role of government revenue and expenditure', *European Economy — Economic Papers*, forthcoming, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Turrini, A. and J. In't Veld (2005), 'The impact of the EU fiscal framework on economic activity: A quantitative assessment', paper presented at the conference 'Public Debt', organised by the Bank of Italy, Perugia, March 2004.
- Uhlig, H. (2003), 'One money, but many fiscal policies in Europe: What are the consequences?', in M. Buti (ed.): *Monetary and fiscal policies in EMU: Interactions and coordination*, Cambridge, New York and Melbourne: Cambridge University Press.
- Undersecretariat of the Treasury of Turkey (2008), Public Debt Management Report (Ankara: Undersecretariat of the Treasury, Republic of Turkey Prime Ministry) Eschenbach, F. and L. Schuknecht (2002), 'Asset prices and fiscal balances', *ECB Working Papers*, No. 141.
- United Nations (2007), *World population prospects: The 2006 revision — Highlights*, New York: Population Division of the Department of Economic and Social Affairs.
- Van den Noord, P. (2000), 'The Size and Role of Automatic Stabilisers in the 1990s and Beyond', *OECD Economics Department Working Papers*, 230, OECD, Paris.
- Van den Noord, P. (2002), 'Automatic Stabilisers in the 1990s and Beyond', in Buti, M., J. von Hagen and C. Martinez Mongay, *The Behaviour of Fiscal Authorities*, Palgrave, pp. 130–148.
- Van den Noord, P. and B. Cournède (2006), 'Short-term pain for long-term gain: The impact of structural reform on fiscal of outcomes in EMU', *OECD Economics Department Working Papers*, No. 522, OECD Economics Department.
- Van den Noord, S. Langedijk, B. Doehring, J. Nogueira Martins, L. Pench, H. Temprano Arroyo and M. Theil (2008), 'The evolution of economic governance in EMU', forthcoming, *European Economy — Economic Papers*, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Van Els, P., B. Mojon, A. Locarno and J. Morgan (2003), 'New macroeconomic evidence on monetary policy transmission in the euro area', *Journal of the European Economic Association*, Vol. 1, No. 2–3, pp. 720–730.
- Van Poeck, A. and A. Borghijs (2001), 'EMU and labour market reform', *The World Economy*, Vol. 24, pp. 1327–1352.

- Van Wijk, H. H. (2001), *Bridging the fault lines*.
- Verhoeven, M., V. Gunnarsson and S. Carcillo (2007), 'Education and health in G7 countries: Achieving better outcomes with less spending', *IMF Working Papers*, No. 07/263, Washington DC: International Monetary Fund.
- Viñals, J. (2004), 'How does globalisation affect the use of balance of payments statistics for policy purpose?', *Statistics and their use for monetary and economic policy-making*, proceedings of the second ECB Conference on Statistics.
- Vinhas de Souza, L. (2002), 'Trade effects of monetary integration in large, mature economies: A primer on the European monetary union', *Kiel Working Papers*, No. 1137.
- Visco, I. (2007), 'Financial deepening and the monetary policy transmission mechanism', speech, *BIS Review*, No. 124/2007.
- Volosovych, V. (2006), 'Financial markets integration, risk sharing and investor protection: Theory and evidence', *Working Papers*, No. 06008, Florida Atlantic University.
- Von Hagen, J. (2002), 'More growth for stability – Reflections on fiscal policy in Euroland', *ZEI Policy Paper*, June.
- Von Hagen, J., A. M. Hallerberg and R. Strauch (2005), 'The design of fiscal rules and forms of governance in European Union countries', *ECB Working Papers*, No. 419.
- Von Hagen, J., A. Hughes Hallet and R. Strauch (2001), 'Budgetary consolidation in EMU', *European Economy–Economic Papers*, No. 148, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Von Hagen, J. and S. Mundschen (2003), 'The functioning of economic policy coordination', in M. Buti and A. Sapir (eds).
- Von Hagen, J. and G. Wolff (2006), 'What do deficits tell us about debts? Empirical evidence on creative accounting with fiscal rules', *Journal of Banking and Finance*, No. 30, pp. 3259–79.
- Von Hagen, J. and Ch. Wyplosz (2008), 'EMU's Decentralized System of Fiscal Policy', *European Economy – Economic Papers*, 306, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.
- Walters, A. (1986), *Britain's economic renaissance*, Oxford University Press.
- Werner, P. (1970), 'Report to the Council and the Commission on the realisation by stages of economic and monetary union in the Community', *Supplement to the Bulletin 11 – 1970 of the European Communities*, Office for Official Publications of the European Communities.
- Wierdsma, P., S. Deroose, E. Flores and A. Turrini (eds) (2006): *Fiscal policy surveillance in Europe*, Basingstoke: Palgrave MacMillan.
- Wierdsma, P. (2008), 'How do expenditure rules affect fiscal behaviour?', *DNB Working Papers*, No. 166.
- Williamson, J. (1983), *The exchange rate system*, Washington DC: Institute for International Economics.
- Williamson, J. (ed) (1983), *IMF Conditionality*, Institute for International Economics, Washington DC.
- Williamson, J. (2004), 'The dollar/euro exchange rate', *Economie Internationale*, No. 100(4), pp. 51–60.
- World Bank (2006), *Trust Funds Annual Report 2006*, Trust Fund Operations Department, Washington DC: World Bank.
- World Bank (2007), 'Fiscal policy and economic growth: lessons for Eastern Europe and Central Asia', IBRD/The World Bank, Washington.
- Wurgler, J. (2000), 'Financial markets and the allocation of capital', *Journal of Financial Economics*, Vol. 58(1-2), Elsevier, pp. 187–214.
- Wyplosz, C. (1997), 'An international role for the euro?', report prepared for the European Capital Market Institute (ECMI).

Wyplosz, C. (2005), 'Fiscal policy: Institutions versus rules', *National Institute Economic Review*, No. 191, pp. 70–84.

Wyplosz, C. (2006), 'European monetary union: The dark sides of a major success', *Economic Policy*, Vol. 21, No. 46, pp. 207–261.

Yaniz Igal, J. (2005), 'The Spanish housing market: Are we in for a soft landing?', *Country Focus*, Vol. 3, Issue 1, Economic and Financial Affairs DG, European Commission.

Yi Kei-Mu (2003), 'Can vertical specialization explain growth of world trade?', *Journal of Political Economy*, Vol. III, pp. 52–102, February.

