

**Неделен обзор**

от Ерик Ф. Нилсен, главен икономически съветник на групата
(UniCredit Bank, Лондон)*

Днес ще отбележа 25-ата годишнина от въвеждането на еврото. Както знаете, еврото беше въведено на 1 януари 1999 г., макар и първоначално само като "невидима валута", т.е. само за счетоводни цели и електронни разплащания. Три години по-късно то се появи и като физически банкноти и монети. Макар и все още незавършена като проект в своята цялост, единната европейска валута постигна огромен успех, както ще се аргументирам по-долу.

И така, ще акцентирам върху няколко неща в днешния обзор:

- **Раждането на еврото.**
- **Ще докажа, че еврото е подкрепило европейския растеж през последните 25 години.**
- **Но то все още е незавършен проект. Ще обобща основните липсващи структури в устройството на еврото и една важна, която не липсва!**

1. Раждането на еврото

Еврото беше създадено като част от политически проект, а не като естествена следваща стъпка от наръчник с най-добри решения за икономическа интеграция. В Европа след падането на Берлинската стена и обединението на Германия, то имаше за цел да ускори вече започналия преди няколко десетилетия процес на интеграция, който послужи на европейците - а и на света - толкова впечатляващо добре през последните 65 години.

При нормални обстоятелства би било желателно да видим как успоредно с общата валута се въвежда и общ фискален агент (или общо министерство на финансите със съответните механизми за отчетност), предшестван от интеграция на финансовите пазари, както и създаване на истински единен пазар - не само за стоки, но и за услуги. Повечето икономисти предупреждаваха, че не бива да се избързва с въвеждането на единна валута, без преди това всички тези липсващи елементи да бъдат въведени. Това включваше и повечето германски икономисти, които разбираха, че Бундесбанк щеше да загуби голяма част от властта си върху провежданата парична политика в самата Германия. Но неохота се забелязваше и сред някои от другите централни банки, които всъщност щяха да спечелят власт, тъй като щяха да получат място на масата за вземане на решения, което е далеч по-различно от това само да следват политиката на Бундесбанк, за която получаваха информация по телефона от германските си колеги само 15 минути преди обявяването на самото решение.

Но смелото политическо лидерство, особено в Германия и Франция, надделя над тези опасения. Спомням си един разговор, който проведох - точно преди 26 години - с един от водещите политически лидери на проекта. Реакцията му на въпроса ми за последователността на стъпките в интеграционния процес беше ясна: Еврото - само по себе си - ще спомогне за изкристализирането на потребността от тези допълнителни области на интеграция (като интеграцията на финансовите пазари и създаването на общо министерство на финансите например) и по този начин ще предизвика ускоряване на процеса на интеграция в оставащите области, по-добре отколкото, ако се опитаме да изградим всичко отдолу нагоре.

И ако се съмнявате, че еврото е част от далеч по-амбициозен политически проект, спомнете си думите на Ангела Меркел, която заяви през септември 2011 г. в германския Бундестаг: „Еврото е много, много повече от валута. Еврото е гаранция за обединена Европа. Ако еврото се провали, тогава и Европа ще се провали.“ А през май миналата година Кристин Лагард заяви по време на честването на 25-ия рожден ден на ЕЦБ: „Еврото е нещо повече от валута, то е най-силната форма на европейска интеграция и е символ на обединена Европа, която работи заедно, защитавайки и създавайки възможности за облагодетелстване на всички свои граждани“.

Важно е да отбележим обаче, че еврото се крепи не само на политически ангажимент, който в крайна сметка може да се промени. То е подкрепено и от мощни икономически сили, което е важно. След като една държава стане член на еврозоната, всеки опит за напускането ѝ и повторното въвеждане на национална валута би довел до огромни щети за икономиката. Напускането на еврозоната от страна с по-слаба икономика би наложило на населението да прехвърли активите си и всички трансакции в нова и по-слаба национална валута. Кой би гласувал за - или приел - това? Напускането на страна с по-силна икономика едва ли ще бъде по-лесно: Натискът за поскъпване на новата национална валута или ще трябва да бъде приет от властите, което ще доведе до огромни финансови загуби за икономическите агенти с чуждестранни активи (а такива ще има много, тъй като позицията на голям външен нетен кредитор е част от самата дефиниция за силна икономика), както и до влошаване конкурентноспособността на износителите. При такъв сценарий натискът за поскъпване на новата национална валута ще трябва да бъде посрещнат или чрез масирани валутни интервенции (т.е. печатане на пари) или чрез капиталов контрол, като нито едно от двете не може да се разглежда като рецепта за растеж и стабилност.

Но с оцеляването си еврото не само доказва, че скептиците му грешат, но и допринесе за растежа и стабилността в Европа, докато властите отговарящи за провежданата политика - макар и по-бавно от желаното - добавяха части от липсващите стълбове в цялостната му конструкция. Затова не е изненадващо, че през 25-те години на своето съществуване еврозоната не загуби нито един от своите членове. Напротив, страните-членки в нея се увеличиха почти двойно - от 11-те ѝ страни-основателки до 20 държави-членки днес.

2. Еврото подкрепи европейския икономически растеж.

Убеден съм, че еврото е допринесло осезаемо за растежа на БВП на еврозоната през 25-те години от съществуването си, макар че - признавам - това мнение се основава повече на косвени доказателства, отколкото на академични изследвания стигащи до ясни крайни резултати.

Всъщност академичните изследвания продължават да се затрудняват да измерят количествено по убедителен начин приноса на единната валута за растежа, въпреки че като цяло повечето изследвания сочат, че тя е имала положително влияние, макар и в по-малка степен, отколкото например единният пазар. Основното предизвикателство при тези изследвания е как да си изградим достоверна представа за това какво би се случило, ако преди 25 години не беше въведено еврото. Дали централните банки на отделните европейски страни щяха да изберат режим на свободно плаващ валутен курс за своите валути, режим на дирижиран валутен курс или режим с фиксиран валутен курс? И как щяха да провеждат свързаните с всеки един от тези режими на валутен курс политики по отношение на лихвените проценти и ликвидността?

Дали големите икономически шокове и особено ефекта на пренасяне на глобалната финансова криза от 2008 г. в Европа, последвалата я европейска дългова криза, както и кризата причинена от ограниченията по време на пандемията от коронавирус, щяха да се развият по сходен начин при един такъв алтернативен сценарий с наличие на множество европейски валути? Никой не знае това, но следните три наблюдения подкрепят твърдението ми за като цяло положителния принос за растежа и стабилността в Европа от въвеждането на общата валута.

Първо, през последните 25 години растежът на БВП на глава от населението в еврозоната - средно - е бил като цяло равен на този в САЩ, въпреки че американската икономика съгласно повечето показатели изглежда по-гъвкава и се смята, че по-лесно се приспособява при шокове в сравнение с тази на Европа. Като се има предвид, че през този период неравенството в разпределението на доходите в САЩ се е задълбочило значително повече, отколкото в Европа, простите изчисления показват, че преобладаващата част от населението с ниски и средни доходи в еврозоната се е радвало на малко по-силен растеж на доходите изчислени на глава от населението, в сравнение с аналогична част от населението на САЩ.

Само по време на три специфични периода еврозоната е претърпяла ясно изразено изоставане от САЩ, като за нито един от тях не можем да говорим, че се дължи на еврото. След глобалната финансова криза Европа се нуждаеше от много повече време от САЩ, за да сложи в ред банковата си система. Считам, че това беше предизвикано от грешки в провежданата политика. След това, по време на дълговата криза в еврозоната, Европа въведе политика на необичайно големи бюджетни икономии. Защитниците на тази политика я наричаха „краткосрочна болка с цел осигуряването на дългосрочни ползи“, но тъй като ползите така и не се случиха, бяха повдигнати основателни въпроси за това какво всъщност означава „дългосрочна“. Според мен степента и особено характера на тези строги бюджетни икономии беше още един пример за грешка при провежданата тогава стопанска политика. И накрая, през последните 18 месеца еврозоната изостана от САЩ поради огромния шок в условията на търговия (тоест промяната в цените на износа на стоки и услуги в сравнение с промяната в цените на вноса на стоки и услуги), предизвикан от повишаването на цените на суровините (който от своя страна беше резултат от агресията на Русия срещу Украйна), докато за САЩ условията на търговия малко се подобриха. По моя оценка ЕЦБ прекомерно затегна паричната си политика в отговор на този външен шок. Ако това е така, то това ще удължи периода на по-слабо представяне на европейската икономика до 2024 г., а може би и до 2025 г. и ще бъде още една грешка на провежданата политика - но това е нещо, което по-категорично ще може да се оцени само в бъдеще.

Второ, по данни на Световната банка за дохода на глава от населението в една и съща валута (в случая щатски долар) Швеция е била с 9 % по-богата от Нидерландия, когато преди 25 години е въведено еврото. Тогава тези две доста сходни северноевропейски държави избират различни подходи към еврото: Швеция остава извън еврозоната и поддържа плаващ валутен курс, докато Нидерландия се присъединява към еврозоната (и неслучайно, според мен, управителите на нидерландската централна банка успяха да имат много по-голямо влияние върху провежданата обща монетарна политика в Европа през последните 25 години отколкото размера и важността на тяхната икономика предполагаха). През 2022 г. (съгласно последните налични данни) БВП на глава от населението в Швеция спада до 1 % под този на Нидерландия. За разлика от тях Дания, която също остава извън еврозоната, но фиксира валутния си курс към еврото (като по този начин де факто стана член, но без право на глас във Франкфурт), беше с 18 % по-богата от Нидерландия преди 25 години - и все още продължава да е с 18 % по-богата през 2022 г.

Трето, Чехия и Словакия - две части на една и съща държава до края на 1992 г. и двете членки на ЕС от 2004 г. насам - предоставят възможност за друго интересно сравнение. През 2009 г. Словакия се присъедини към еврозоната, докато Чехия запази (предполагаемо) независимата си монетарна политика. Оттогава насам средният годишен растеж на БВП на Словакия остава по-силен и по-стабилен от този на Чехия, особено когато бъдат взети предвид разликите в покупателната способност на двете страни. За скептиците по отношение на еврото: Не се ли предполагаше, че режимът на плаващ валутен курс ще предпазва от шокове и следователно ще осигури по-стабилен и по-силен растеж в дългосрочен план? (един жокер: Не съществува такова нещо като водене на независима парична и валутна политика от страна на малки и отворени икономики, разположени в близост до важни геополитически и финансови центрове!)

Не твърдя, че само еврото е причина за всички тези феномени, но везните се накланят все повече в полза на тезата за положителните последици от въвеждането на единната валута.

3. Липсващите елементи от архитектурата на еврото - и тези, които не липсват.

От решаващо значение за обяснение на успеха на еврото е комбинацията от институции и политики, въведени, за да компенсират липсващите елементи от неговата архитектура.

По-специално, беше създаден Европейският механизъм за стабилност (ЕСМ), чиито предшественик беше Европейският инструмент за финансова стабилност, който изигра много важна роля, особено чрез прилагане на своята почти неограничена финансова мощ (често сравнявана с базука) имаща за цел да подпомага икономиките на страни по време на криза. Освен това беше създаден банковият съюз, включително с общ банков надзор за най-големите банки, макар и (все още) без обща схема за застраховане на депозитите. Надзорът на ЕЦБ, включително стрес тестовете на големите банки, несъмнено е със съществена заслуга за стабилното състояние на големите европейски банки, което бе илюстрирано съвсем наскоро по време на сътресенията, предизвикани от огромното увеличение на доходността по облигациите и последвалия колапс на редица американски регионални банки и Credit Suisse.

Междувременно ЕЦБ създаде допълнителни инструменти, за да се превърне в една по-„нормална“ централна банка, която е част от институциите за управление на държавно ниво, доставчик на законни платежни средства, и следователно в крайна сметка институция осигуряваща финансови гаранции на управлението (да не се бърка с кредитор от последна инстанция на някое конкретно правителство). Както Лари Съмърс отбеляза в Синтра преди няколко години, в историята той е виждал няколко държави без централна банка, но до създаването на ЕЦБ никога досега не е виждал централна банка без държава.

Най-важното е, че през 2012 г., след обещанието на Марио Драги, че „в рамките на своите правомощия ЕЦБ е готова да направи всичко необходимо, за да спаси еврото“, беше създаден инструментът за Директни парични трансакции (ДПТ). С ДПТ се откри възможността за потенциално неограничени интервенции на пазара на държавен дълг на всяка страна-членка, която има сключено споразумение с ЕСМ. Не по-малко важно е, че отчасти за да се съобрази с очевидното нежелание на държавите да сключат такова споразумение с ЕСМ, за да може ДПТ да започне да функционира, ЕЦБ по-късно добави към своя инструментариум Инструмент за защита на трансмисионния механизъм (ТРИ); който представлява по-гъвкав, по-непрозрачен - и по тази причина изключително мощен допълнителен инструмент за подкрепа на страните-членки.

Но нещо все още липсва - и нещо не липсва:

Най-очевидната липсваща част, за да считаме единната валута за завършен проект е, че на еврото му липсва съответния общ безрисков актив, деноминиран в евро (казано по друг начин липсва му общата емисия на дълг). Без него общият финансов пазар, който трябва ефективно да разпределя (алокира) капитала в еврозоната, остава илюзия. При липсата на общ безрисков актив деноминиран в евро пазарите използват като заместител предимно германските държавни ценни книжа, което в крайна сметка само изкривява ефективното алокиране на капитал. В този контекст липсва и толкова обсъжданият, но все още недостижим съюз на финансовите пазари. Освен това липсата на общ безрисков актив и на съюз на финансовите пазари пречат на еврото да придобие полагащата му се роля на световните финансови пазари, включително и като резервна валута, сравнима с размера и значението на икономиката на еврозоната.

За да се създаде общ безрисков актив, деноминиран в евро, еврозоната се нуждае от общ фискален капацитет за емитиране и гарантиране на дълг. Фондовете на ЕС по плана „Следващо поколение“ са важни в много аспекти, но те не са равнозначни на появата на фискален агент с постоянни правомощия да облага с данъци и да извършва разходи с набраните средства. В миналото някои отбелязваха, че без наличието на обща нужда за извършване на финансови разходи и инвестиции, един общ фискален агент само би добавил ненужни слоеве бюрокрация и данъчно облагане в системата. Ако тази хипотеза е била вярна преди, то тя вече със сигурност не е. Днес изглежда ясно, че създаването на общ фискален капацитет за страните от еврозоната е подходящата стратегия за финансиране на поне четири общи цели, тъй като става въпрос за общи предизвикателства, които изискват общ отговор, за да бъдат адресирани успешно. Това са

отбраната и политиката по сигурността, научните изследвания, инвестициите в областта на изменението на климата, както и общото финансиране на определени индустрии, които са жизнено важни за сигурността на Европа и поддържането на нейната конкурентоспособност, и които понастоящем се управляват на национално равнище като по този начин потенциално може да се подкопае единният пазар на стоки и услуги.

И накрая, макар че липсващите компоненти за завършване на еврото са лесно видими, един компонент, който вече се подготвя да бъде добавен и изглежда ще бъде пуснат в действие, не липсва, а именно "цифровото евро". Може би ще пиша повече за това през следващите месеци, но усилията на ЕЦБ да въведе дигитална валута на централната банка (CBDC) - цифровото евро - се превърна потенциално в един „бял слон“ (нещо което е много скъпо, за да се поддържа в добро състояние, но което има съмнителна полза или повече не е нужно).

Вълнението, което предизвикаха частните цифрови валути, както и тестовите изпитания на дигитална валута на централната банка в Китай, накараха редица централни банки на страните от ОИСР да започнаха да проучват възможностите за стартиране на собствени цифрови валути. С изключение на ЕЦБ, обаче, всички те де факто отложиха планове си за въвеждане на такива цифрови валути, и то поради наличието на съвсем сериозни и основателни причини.

В крайна сметка всяко физическо или юридическо лице, което иска да има цифрова валута, вече я има чрез търговската банка, чиито услуги използва. Затова с голяма степен на сигурност мога да прогнозирам, че възприемането на предложението (след няколко години, когато - ако - то бъде пуснато) за допълнителна сметка в евро при ЕЦБ (но чрез търговските банки) и с максимална наличност от само няколко хиляди евро, ще предизвика нищожен интерес - извън служителите на европейските централни банки, които ще искат да демонстрират подкрепа. Това е, както някои биха се изразили, решение, което си търси проблем.

Както става все по-ясно, поддръжниците на този проект смятаха, че са намерили „проблема“, който „решението“ търси, а именно необходимостта от европейска система за разплащания на дребно. Тя очевидно е необходима, но в същото време продължава да отсъства напълно от проекта за цифрово евро, а тя би могла, много по-добре, да бъде създадена без цифрово евро.

С други думи, проектът за цифрово евро може да отклони важно внимание и критични ресурси от необходимостта да се създаде среда, която да насърчи частния сектор да създаде така необходимата Европейска система за разплащане на дребно. Предстои да видим.

ДИСКЛЕЙМЪР

Настоящият документ е изготвен на базата на обществено достъпна информация от източници, които се считат за надеждни, но за пълнотата или точността на тази информация не носим отговорност. Всички оценки и мнения, включени в този документ представляват независима преценка на екип „Икономически проучвания“ към момента на неговото публикуване. Ние си запазваме правото да променим изразеното в документа мнение по всяко време, без предварително уведомление, както и да не актуализираме тази информация или да я оттеглим, без предварително уведомление.

Този документ е изготвен само с информационна цел, не е предназначен и (i) не съставлява, както и не е част от предложение или покана за продажба, отправяне на предложение за закупуване или записване на финансови инструменти (ii) не представлява предложение за закупуване или записване на финансови инструменти, (iii) за реклама. Инвестиционните възможности, дискутирани в този доклад могат да се окажат неподходящи за някои инвеститори в зависимост от техните специфични инвестиционни цели и времеви хоризонт или в контекста на тяхното цялостно финансово състояние. Дискутираните инвестиции могат да се колебаят в цената или стойността. Инвеститорите могат да получат по – малко отколкото са инвестирали. Промените в обменните курсове могат да окажат неблагоприятен ефект върху стойността на инвестициите. Освен това, минало изпълнение не е непременно показател за бъдещи резултати. В частност, рисковете, свързани с инвестиции във финансови инструменти в процес на обсъждане, не са обяснени в тяхната цялост.

Съдържащата се в този документ информация се отнася за момента, към който е предоставена, и не може да замести получаването на индивидуален съвет. Инвеститорите трябва да вземат свое собствено решение относно това дали инвестициите, които се реферират в документа са подходящи, с оглед на съответните рискове, своята инвестиционна стратегия и своя правен, данъчен и финансов статус.

Тъй като настоящият документ не представлява пряка или косвена инвестиционна препоръка, нито целия документ, нито част от него може да се счита за основа или мотив или обосновка за сключване на договор или поемане на какъвто и да е ангажимент. Инвеститорите се призовават да се свържат със своя външен инвестиционен консултант за индивидуални обяснения и съвет.

УниКредит Булбанк и/или неговите директори, мениджъри и служители не носят каквато и да е отговорност към получателите на този документ и/или към трети лица за каквото и да е загуби, произхождащи от ползването на настоящия документ или неговото съдържание.

Този документ не е предназначен за конкретни инвеститори и информацията, съдържаща се в него, не може да бъде разкривана, разпространявана, възпроизвеждана или публикувана по каквато и да е причина без предварителното съгласие на УниКредит Булбанк.