

POLITICS AND POLICY

СТРУКТУРНАТА ТРАГЕДИЯ НА ЕВРОЗОНАТА

Стоян Панчев¹, ЕКИП,
Георги Вулджев², ЕКИП

Резюме

Равносметките за икономическата история на общата европейска валута рядко обхващат пълния икономически и исторически контекст на нейното развитие. Този текст има за цел да представи пълнен подробен анализ на теоретичните предпоставки, които залягат в проекта за обща европейска валута, неговата реализация на практика под формата на еврото, въведено през 1999 г. и да направи равносметка за икономическите и политическите резултати, които тази реализация генерира за страните членки на паричния съюз. В теоретичната част на анализа се фокусираме върху теорията на оптималната валутна зона като основна теоретична рамка за анализиране на валутни съюзи. Освен изложение на класическата теория на Мъндел, Маккинън и Кенен, представяме и критичен анализ и допълнения към нейните допускания. В рамките на емпиричната част се фокусираме върху петте най-големи икономически формирации икономическото ядро на еврозоната (Франция, Германия, Холандия, Италия и Испания) и Гърция, като страната, която претърпява най-волатилно икономическо развитие след приемане на еврото. В тази част представяме сравнителен анализ и равносметка на икономическото развитие на съответните държави след приемане на еврото, поставени в контекста на икономическата конвергенция като основна цел на паричния съюз. В края представяме равносметка за икономическите резултати от досегашното съществуване на общата европейска валута, анализираме институционалното ѝ функциониране и развитие след дълговата криза в периода 2010 – 2015 г., и очертаваме някои възможности за нейното бъдещо развитие. Заключението на нашия анализ е, че и при създаването си и към датата на изготвянето на този анализ, еврозоната не представлява ОВЗ. Вместо икономическа конвергенция създава предпоставки за дивергенция между страните членки и поради политико-институционалната си структура еврото на практика представлява трагедия на общите блага.

¹ Стоян Панчев е завършил Софийски университет и University of London. Работил е в Institute of Economic Affairs, London и Института за пазарна икономика, София. Съ-основател е на Експертния клуб за икономика и политика (ЕКИП) и е докторант в Софийски университет „Св. Климент Охридски“. Освен това е автор на редица анализи и предложения за реформи в България, включително в сферата на данъчната политика, паричната политика, енергетиката и здравеопазването.

² Георги Вулджев е главен редактор и икономист в Експертния клуб за икономика и политика (ЕКИП) и икономически анализатор във финансовата фирма EmergingMarketWatch. Автор на редица анализи и предложения за реформи в България, включително в сферата на социалната политика и паричната политика. Завършил Manchester Metropolitan University, бивш икономист в Институт за пазарна икономика.

THE STRUCTURAL TRAGEDY OF THE EUROZONE

**Stoyan Panchev³, Expert Club for Economics and Politics,
Georgi Vuldzhev⁴, Expert Club for Economics and Politics**

Abstract

Accounts of the economic history of the common European currency rarely cover the full economic and historical context of its development. This text aims to present a full detailed analysis of the theoretical premises underlying the project for a common European currency, its implementation in practice in the form of the euro introduced in 1999 and to take stock of the economic and political results that this implementation generates for the member states of the monetary union. In the theoretical part of the analysis we focus on the theory of the optimal currency area as the main theoretical framework for analyzing currency unions. In addition to an exposition of the classical theory of Mundell, McKinnon, and Kennen, we also present a critical analysis and additions to its assumptions. Within the empirical part of the analysis we focus on the five largest economies forming the economic core of the Eurozone (France, Germany, the Netherlands, Italy and Spain) and also Greece, as the country that has experienced the most volatile economic development after the adoption of the euro. In this part, we present a comparative analysis of the economic development of the respective countries after adopting the euro, placed in the context of economic convergence as the main objective of the monetary union. We present an assessment of the economic results of the existence of the common European currency so far, analyze its institutional functioning and development after the debt crisis in the period 2010-2015, and outline some possibilities for its future development. The conclusion of our analysis is that both at the time of its creation and at the date of preparation of this analysis, the Eurozone does not represent an optimal currency area. Instead of economic convergence it creates preconditions for divergence between member countries and, due to its political-institutional structure, the Euro is in practice a tragedy of the commons.

³ Stoyan Panchev – Macroeconomist, Founder of the Expert Club for Economics and Politics (ECEP), part-time assistant in the Department of Public Administration (Faculty of Philosophy at Sofia University), graduated Bachelor from Sofia University "St. Kliment Ohridski " and a Master's degree from the University of London. He has worked at the Institute of Economic Affairs, London and the Institute of Market Economics, Sofia. He is a Chairman of the Bulgarian Libertarian Society.

⁴ Georgi Vuldzhev - Economist with experience as an analyst at economic policy think-tanks and economic and financial research providers for institutional investors, rating agencies and governments. Hundreds of published articles focused on economic and finance.

УВОД

От нейното създаване през 1999 г. до днес икономическото развитие на еврозоната изостава зад по-голямата част от развития свят. По данни на Световната банка, между 1999 и 2021 г. брутният вътрешен продукт на еврозоната се покачва с 30.4%. През същия период БВП на САЩ се покачва с 55.3%. Растежът в редица други по-малко развити икономики също е изпреварващ – в Канада е 51.3% за периода, в Обединеното кралство е 36.9%, в развити европейски държави извън еврозоната, като Швейцария, Швеция, Норвегия и Дания е съответно 49.1%, 62.3%, 42.9% и 34.9%.⁵ Единствено Япония изостава зад еврозоната през този период от гледна точка на икономически растеж.

Данните показват, че еврозоната изостава значително от гледна точка на икономическата продуктивност. Отново по данни на Световната банка, съотношението БВП/зает човек в еврозоната се покачва с едва 11% в еврозоната между 1999 и 2021. През същия период в САЩ това съотношение се покачва с 38%, в Обединеното кралство с 13.8%, в Канада с 15.8%, в Швеция с 34%, в Дания с 26%, в Швейцария с 22.9%, в Норвегия с 16.6%. На какво може да се дължи това изоставане?

В рамките на този доклад ще защитим тезата, че бавното икономическо развитие на еврозоната от нейното създаване се дължи на структурните ѝ недостатъци като паричен съюз. Държавите, които са включени в еврозоната още при нейното създаване през 1999 г. не формират ОВЗ, което води до натрупването на макроикономически дисбаланси. Впоследствие, вместо да постигне икономическа конвергенция между съставляващите я страни членки, еврозоната причинява обратното и води до дивергенция в икономическото им развитие. Именно тази дивергенция и изоставането на редица страни членки, включително някои от най-големите като Италия, води до цялостното изоставане на еврозоната спрямо много други развити икономики.

Основните заключения на наши анализ са следните:

- Създаването на общата валута „евро“ в рамките на Европейския съюз се базира на допускането, че тя ще носи икономически плюсове на държавите, които я споделят и че ще стимулира икономическата конвергенция между тях. За да е вярно това допускане, държавите членки на еврозоната трябва да формират ОВЗ.

- За да бъде ОВЗ, еврозоната трябва да изпълни определен набор от икономически и политически критерии. Тези критерии не са изпълнени нито при създаването на еврото, нито днес, над 20 години по-късно.

- Поради това, че еврозоната не е ОВЗ, еврото носи предимно икономически негативи на страните членки. Откакто е създадено еврото през 1999 г., до днес то не успява да стимулира икономическа конвергенция между страните членки. Напротив, забелязва се дивергенция по редица ключови икономически показатели.

- Дори след реформите предприети след 2012 г. в отговор на тежката дългова криза, еврозоната не успява да се превърне в ОВЗ.

⁵ World Bank; GDP per capita, PPP (constant 2017 international \$); World Bank Open Data

- През 1999 г. БВП на глава от населението в Италия по паритет на покупателната способност е 7% по-висок от това за еврозоната като цяло. През 2021 г., БВП на глава от населението в Италия вече е с 9% по-нисък. Спрямо Германия изоставането е още по-съществено. През 1999 г. БВП на глава от населението в Италия е с 2.6% по-ниско от това в Германия, а през 2021 вече е с 20.7% по-ниско.

- Данните показват отчетлива дивергенция и във фискалните показатели. През 1999 г. бюджетният дефицит на Италия се равнява на 1.7% от БВП в сравнение с 1.2% в Германия и 1.4% средно за еврозоната. През 2019 г. бюджетният дефицит в Италия е 1.5% от БВП, в сравнение с 0.8% средно за Еврозоната и излишък 0.9% от БВП в Германия.

- През първите години на съществуването на общата валута, до около 2007-ма, нивата на безработица в петте най-големите икономики на еврозоната се сближават, т.е. налична е конвергенция. След Глобалната финансова криза обаче има видима дивергенция. Безработицата в Германия и Холандия пада година след година, до ниво под 5% към 2021 г., докато в другите три държави остава на много по-високи нива. В Испания безработицата продължава да е тройно по-висока, а в Италия е около два пъти по-висока спрямо нивото в Холандия и Германия.

- Икономическите проблеми на еврозоната, породени от структурните ѝ недостатъци възпрепятстват постигането на по-дълбока политическа интеграция в ЕС. Икономическата дивергенция поражда конфликти между различните страни членки по отношение на това каква трябва да е паричната политика на Европейската централна банка (ЕЦБ).

- Еврозоната се превръща в трагедия на общите блага, в която страни членки с различни стопански модели, различни икономически показатели и различни икономически интереси се опитват да експлоатират един общ ресурс (валутата) в своя собствена полза, докато прехвърлят цената на това експлоатиране върху останалите.

- ЕЦБ води парична политика, която не решава, а задълбочава проблемите на еврозоната. „Неконвенционални“ политики като „количествени улеснения“, които целят да намалят лихвите по държавния дълг на фискално слаби страни членки, водят до задълбочаване на техните икономически проблеми. Тази политика не е устойчива в дългосрочен план, рано или късно натрупването на икономически дисбаланси в еврозоната или ще доведе до дългова криза във фискално слабите държави, или ще принуди ЕЦБ да води про-инфлационна парична политика, която ще доведе до трайно увеличение на нивото на инфлация в паричния съюз.

I. ОВЗ (ОВЗ)

1. ТЕОРИЯТА

Структурните недостатъци на еврозоната, които водят до акумулирането и задълбочаването на макроикономически дисбаланси, които впоследствие влошават икономическото развитие на страните членки са свързани с факта, че от самото основаване до днес, държавите, формиращи този валутен съюз не представляват ОВЗ.

„ОВЗ“ е термин за определена територия, която би могла да реализира икономически позитиви от въвеждането и използването на единна валута.

Теорията за оптималната валутна зона е дефинирана за пръв път през 1961 г. от Робърт Мъндел⁶ и по-късно допълнена от Роналд И. Маккинън през 1963⁷ и Питър Б. Кенен през 1969⁸. Множество други икономисти са допринесли за развитието на концепцията през следващите десетилетия, но гореизброените имена се считат за най-ранните и най-важните теоретици, работили по темата. В класическата си версия, формулирана от Мъндел и допълнена от Маккинън и Кенен, теорията гласи, че ОВЗ е такава територия, в която може да се генерира нетна икономическа стойност чрез въвеждането на обща валута. Има се предвид икономическа стойност отвъд тази, която се генерира при наличието на множество валути. Тоест, **ОВЗ е регион, който може да реализира икономическа печалба от отказа от отделни валути и въвеждането на обща такава.**

Когато става дума за отделни държави, които са обект на анализ от гледна точка на тази теория, въвеждането на обща валута изисква плащането на определена икономическа цена. Паричната политика е един от ключовите лостове за провеждане на директна проактивна икономическа политика. Освен това, паричната политика, която дадена държава следва има и индиректни системни ефекти върху цялата ѝ икономика. Когато две или повече държави изберат да започнат да ползват обща валута, те на практика се съгласяват да поддържат перманентно фиксиран валутен курс една срещу друга. Това означава, че всяка от тях индивидуално се лишава от суверенната власт пряко да влияе върху паричната система на своята територия.

В научната литература, касаеща теорията за оптималната валутна зона като най-тежка цена на въвеждането на обща валута най-често се изтъква загубата на власт върху валутния курс. При система на плаващи валутни курсове, всяка държава може да оказва влияние върху курса на своята валута спрямо други с цел постигането на различни икономически ефекти.

Например, девалвация (обезценяване) на валутата води до временно поевтиняване на износа и подобряване на търговския баланс. Това дава краткосрочен стимул на съответната икономика, особено в секторите, които се занимават до по-голяма степен с износ. Това, от своя страна, стимулира заетостта в съответните сектори и при равни други условия води до понижаване на нивото на безработица и повишаване на заплатите в съответната икономика в краткосрочен план. Разбира се, поради обезценяването на валутата, вносът поскъпва паралелно с поевтиняването на вноса и при равни други условия, това повишава нивото на инфлация в съответната икономика. Наличието на опцията за девалвация като инструмент за подобряване на конкурентоспособността на международните пазари е изключително важна и от

⁶ Mundell, Robert A.; “A Theory of Optimum Currency Areas”; The American Economic Review, Vol. 51, No. 4; American Economic Association; 1961; pp. 657-665

⁷ McKinnon, Ronald I.; “Optimum Currency Areas”; The American Economic Review, Vol. 53, No. 4; 1963; pp. 717-725

⁸ Kenen, Peter B.; “The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View”; Monetary Problems of the International Economy, III; University of Chicago Press; 1969; p. 41-60

политическа гледна точка. Алтернативата на външната обезценка (на валутния курс) е вътрешна такава, която изисква намаляване на цената на факторите за производство в съответната страна. Това означава съкращаване на заплатите на работещите в съответната икономика.

Подобна политика е много по-трудна за налагане от обезценка на валутата и от чисто административна гледна точка, и от политическа. Налагането на пряко съкращаване на заплати, с цел подобряване на конкурентоспособността на съответната икономика е много по-вероятно да доведе до вътрешнополитическо напрежение, което може дори да предизвика сваляне на местното правителство. Макар, че реалният икономически ефект от обезценката на валутата да е на практика същият, такава политика обикновено не води до толкова много социално недоволство, защото не влияе пряко на заплатите.

При плаващ валутен курс държавата може да избере и обратна политика, която би довела до повишаване на курса на местната валута спрямо други валути, т.е. до нейното „поскъпване“ на международните пазари. При равни други условия, това логично би довело до икономически последствия, които са обратни на тези произтичащи от политика на обезценяване. Тоест, (при равни други условия), при поскъпване на валутата износът също поскъпва докато вносът поевтинява, и съответно безработицата се покачва, а инфлацията пада.

Валутната политика, следователно, може да се използва целенасочено за постигането на една или друга макроикономическа цел. Дори в отсъствието на целенасочена валутна политика, при наличие на макроикономически дисбаланси, ако курсът на валутата е плаващ, то той автоматично ще се рекалибрира от международните финансови пазари в отговор на съответните дисбаланси и по този начин ще спомогне за макроикономическо ребалансиране.

Например, ако местната икономика страда от спадаща продуктивност, от което страда качеството и стойността на нейния износ, силата на нейната валута също ще започне да отслабва. Това от своя страна води до оскъпяване на вноса, съответно по-висока ценова инфлация в местната икономика и последващо свиване на местното потребление, което води до спад във вноса и ребалансиране спрямо износа. Обратният процес се случва при повишаваща се продуктивност. По този начин в условията на плаващи валутни курсове евентуални макроикономически дисбаланси от този тип биват автоматично коригирани от международните финансови пазари.

При система на фиксирани валутни курсове или обща валута, автоматичните ребалансиращи механизми на плаващите валутни курсове, както и инструментите на проактивната валутна политика, не са налични. Това означава, че акумулирането на макроикономически дисбаланси не може да бъде адресирано по линия на валутата и съответно трябва да бъде коригирано чрез други икономически механизми. Това е тежката цена на отказа от собствена валута и присъединяването към обща валутна зона, която всяка страна членка на съответната зона трябва да плати.

Какви са потенциалните теоретични плюсове от приемането на обща валута, които биха могли да компенсират гореизброените минуси? Първият и най-очевиден плюс е елиминирането на транзакционни разходи свързани с превалутирането между

различните валути при търговия между държавите, които приемат общата валута. Останалите потенциални плюсове от въвеждането на обща валута зависят от сравнителната степен на синхронизация между различните икономики, които съставляват паричния съюз. Но, теоретично, споделянето на една валута може да доведе до по-голям търговски обмен между страните, които я споделят, както и повече конкуренция между работници и работодателите в тези държави. Това от своя страна означава подобрена икономическа ефективност и съответно по-висока продуктивност. Тези потенциални плюсове на приемането на обща валута в даден регион (на различни държави) могат да се реализират само ако този регион наистина представлява ОВЗ. Не всяка група държави може безпроблемно да въведе обща валута по начин, по който всички потенциални гореизброени плюсове ще бъдат реализирани и ще компенсират тежестта на минусите (особено на загубата на гъвкавостта на плаващите валутни курсове). Следователно, внимателният и точен анализ дали даден регион наистина е ОВЗ е от изключителна важност. В класическата версия на теорията се акцентира особено върху синхронизация на бизнес циклите като ключово изискване за наличие на ОВЗ.

Бизнес циклите на икономиките, които споделят обща валута трябва да са синхронизирани, защото в противен случай те биха извлекли по-голяма полза от наличието на индивидуални (плаващи) валути. С индивидуални валути контролирани от местните централни банки е възможно провеждането на проактивна валутна политика, която чрез корекция на номинални (парични) променливи (валутен курс) да компенсира макроикономическите дисбаланси в реалните икономически променливи (напр. производителност, безработица и т.н.), породени от липса на синхронизация в бизнес циклите. Синхронизация на бизнес циклите може да има само ако са изпълнени определени критерии, касаещи най-вече нивото на икономическа интеграция.

В класическото есе по темата, Робърт Мъндел разглежда нивото на мобилност на производствените фактори, съответно труд и капитал, като ключовият критерий за това дали даден регион съставен от различни държави може да конституира ОВЗ. Самият Мъндел разглежда тогавашната Европейска икономическа общност (тогава съставена само от Белгия, Западна Германия, Италия, Люксембург, Нидерландия и Франция) като потенциален кандидат за обща валута. Мъндел твърди, че региони където има пълна мобилност на факторите за производство могат да бъдат оптимални валутни зони и да споделят обща валута и казва, че що се касае Европейската икономическа общност, въпросът е чисто емпиричен, т.е. за да се установи дали съответната група от държави е ОВЗ трябва да се открие дали имат задоволително ниво на мобилност на факторите за производство помежду си.

През 1963 г. Маккинън допълва аргумента на Мъндел като в свой теоретичен анализ заключава, че за да е даден регион „ОВЗ“ е необходимо наличието не само на географска мобилност на факторите за производство (между различни държави в региона, например), но и мобилност между различните икономически сектори (например земеделие, индустрия и услуги). Бихме могли образно да наречем първото „горизонтална“ мобилност, а второто „вертикална“ мобилност на труд и капитал. В по-

късната литература по темата и двете се приемат като ключови критерии за наличието на ОВЗ.

Финалното „класическо“ допълнение на теорията е направено от Питър Кенен през 1969 г. За Кенен, освен мобилността на факторите за производство, фискалната интеграция също е от ключова важност. **За да е един регион ОВЗ е необходимо да съществува механизъм за фискални трансфери между различните държави в региона.** Такъв механизъм за фискални трансфери е необходим, за да може да се оказва временна финансова помощ на тези държави (или по-малки региони), които са изпаднали в икономическа криза, но очевидно поради наличието на обща валута, вече не могат да се възползват от валутна девалвация, за да подобрят конкурентоспособността на износа си, и по този начин да стимулират икономическата активност.

2. ДОПЪЛНЕНИЯ КЪМ КЛАСИЧЕСКАТА ТЕОРИЯ

Отвъд тези класически критерии може да споменем и допълнителен такъв, който е особено релевантен, в контекста на историята на еврозоната – **сходство в икономическите модели и политики между отделните държави, които приемат обща валута.** Такова сходство е необходимо, защото при следването на различни стопански модели и икономически политики, загубата на инструментите на проактивната валутна политика може да повлияе на едни държави по-отрицателно, отколкото на други. С други думи, ако например си представим две групи държави, едната група държави периодично обезценяват валутите си, за да стимулират растеж, а другата група държави не следват модел, който включва периодична девалвация, какви последици ще има въвеждането на обща валута върху първата и втората група?

Очевидно е, че обединението в обща валутна зона ще е много по-проблемно за икономическия модел, следван от първата група държави – тези, които разчитат на периодична обезценка. Загубвайки възможността да реализират подобна политика, икономическият модел на тези държави става неработещ. Съответно, те трябва или фундаментално да реформират стопанския си модел, така че вече да не разчитат на девалвацията като инструмент за стимулиране на растеж, или са обречени да изостанат спрямо тези държави в рамките на общата валутна зона, чиито стопански модели не зависят от подобни политики.

Ключовото тук е, че противно на класическата теория, синхронизация на бизнес циклите сама по себе си не е достатъчна, за да може да кажем, че отделни държави формират ОВЗ. Без достатъчна синхронизация на самите стопански модели и икономически политики, следвани в съответните държави, дори временно да е постигната синхронизация между бизнес циклите и в краткосрочен план ключовите макроикономически индикатори да се движат на сходно ниво в една и съща посока, в дългосрочен план значителна дивергенция е не само възможна, но и вероятна.

Ако въвеждането на обща валута ограничава политиките, на които едни държави са разчитали за стимулирането на растеж до по-голяма степен отколкото ограничава политиките на други, то тогава първите ще претърпяват икономически кризи много по-

тежко отколкото вторите. След всяка криза, тези държави, които не могат да използват инструментите, на които са свикнали да разчитат, за да стимулират икономическо възстановяване, очевидно ще са неспособни да генерират икономическо възстановяване.

Ако критериите за факторна мобилност на Мъндел и Маккинън и критерият на Кенен за фискална интеграция са изпълнени, проблемът с липсата на синхронизирани стопански модели може да бъде частично компенсиран, но не напълно. Фискалните трансфери ще помогнат изоставащите региони да понесат по-леко кризата и високата мобилност на факторите за производство ще помогнат работна ръка и капитали да мигрират от тези региони в други, които се представят по-добре икономически. Но ако тези региони продължат да следват икономически модел, който е зависим от валутна девалвация, то те ще продължат да стагнират и изостават спрямо останалите.

Освен синхронизация на стопанските модели, за да се гарантира, че общата валута и съответно общата парична политика е подходяща за всички страни членки на валутната зона, е необходима конвергенция между техните икономически показатели. Когато се анализира ролята на паричната политика в макроикономическите процеси, най-често се прави разлика между показатели като инфлация, безработица и ръст на БВП.⁹ Икономика, която има висока инфлация, висок ръст на БВП и ниска безработица при равни други условия изисква по-рестриктивна парична политика, отколкото икономика с ниска инфлация, нисък растеж и висока безработица. Тези индикатори най-често изпитват флукуации в краткосрочен план, в рамките на вариациите на бизнес цикъла, но тяхното дългосрочно равновесно равнище също може, и в действителност много често варира, в различни икономики.

Всички тези критерии логично водят към заключението, че без дълбоко ниво на политическа интеграция няма как даден регион да е ОВЗ. Постигането на синхронизация между стопанските модели очевидно изисква ниво на координация в икономическите политики, което на практика би означавало обединението на регион от различни суверенни държави в някаква форма на федеративна система. Толкова дълбока политическа интеграция е необходима и за гарантирането на успешното изпълняване на другите критерии – факторна мобилност и фискални трансфери.

Що се касае мобилността на труда, за да е висока е необходимо да няма регулаторни пречки, най-вече от гледна точка на трудовото законодателство, но и да няма културни пречки. Културни пречки могат да са различия в езика и социалните норми, които естествено съществуват между отделни държави. Такива различия са сериозна бариера пред миграцията от всякакъв тип, включително трудовата, и няма как да бъдат елиминирани без дълбока политическа интеграция между различните региони на валутната зона.

Дълбока политическа интеграция е необходима и за да бъде установен механизъм на фискални трансфери. Основен аспект на държавния суверенитет в политическата теория (и практика) е властта на държавата да събира данъци от своите граждани и да

⁹ Phillips, A. W.; "The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom"; *Economica*, Vol. 25, Issue 100; London School of Economics; 1958; pp. 283-299

харчи събраните пари по свое усмотрение. Създаването на механизъм за фискални трансфери измежду различните региони на даден валутен съюз, изисква поне частичен отказ от тази власт. Тоест, когато става дума за отделни държави, които решават да въведат обща валута, всяка една от тези държави трябва да е готова да се сбогува със съществена част от фискалния си суверенитет и да делегира власт над собствените си разходи на друга институция, която в случай на нужда осъществява фискални трансфери между по-добре и по-зле представящи се региони на валутната зона. Това изисква дълбока политическа интеграция.

Обединението чрез обща валута на група държави, които не изпълняват критериите на ОВЗ неизбежно води до трагедия на общите блага. Както видяхме, липсата на политическа интеграция в рамките на валутна зона съставена от отделни държави води до липсата на адекватна икономическа интеграция. Това значи, че различните страни членки на валутната зона имат различни нужди и интереси от гледна точка на парична политика. Това води до ситуация, в която всяка страна членка се опитва да лобира общата централна банка да води парична политика в нейна собствена полза. Това е в ущърб на други страни членки, които следват различни стопански модели и съответно имат нужда от различна парична политика. Но понеже няма политическа интеграция, понеже властта над общата парична политика е споделена между представители на различни суверенни държави, всяка „дърпа чергата“ в своя посока, така да се каже, без да носи отговорност за негативните ефекти, които това има върху другите страни членки.

Какви са възможните сценарии за развитие на подобно валутно обединение? Възможно е в боричкането за власт над централната банка дадена държава, или група държави, да се наложат над останалите. В такъв случай централната банка ще води политика, която отговаря на техните интереси, но противоречи на нуждите на страните членки с различен икономически модел. Ако пък никоя държава или група държави не успее да установи политическо надмощие над централната банка, то тогава тя ще се лута ту между политики, които отговарят на интересите на едните, ту такива, които отговарят на интересите на другите. Централната банка в тази ситуация на практика следва някаква „компромисна“ политика, която не отговаря напълно на нуждите на нито една страна членка.

Съответно можем да обобщим, че без съществуването на институция, която може да налага синхронизация между икономическите политики на страните членки до такава степен, че техните интереси и нужди от гледна точка на парична политика не си противоречат, всеки валутен съюз е обречен да се превърне в трагедия на общите блага. **Най-опасното последствие от това е, че веднъж установен като неОВЗ, в която страни членки с противоречащи си икономически интереси се конкурират за влияние над общата централна банка, политическата интеграция става не повече, а по-малко вероятна.** Вместо да играе ролята на обединител, поради неизбежните спорове относно каква следва да е политиката на централната банка според разнородните нужди на разнородните икономики съставляващи паричния съюз,

общата валута се превръща в източник на постоянно политическо напрежение между страните членки.

II. ЕВРОТО И ФИСКАЛНАТА КРИЗА В ГЪРЦИЯ

1. КАК ЕВРОТО СТИМУЛИРА НАТРУПВАНЕТО НА ИКОНОМИЧЕСКИТЕ ДИСБАЛАНСИ, КОИТО ВОДЯТ ДО ГРЪЦКАТА КРИЗА

Макар и много малка част от еврозоната, Гърция, и тежката дългова и фискална криза, в която държавата изпада след 2009 г., се превръща във финансова черна дупка за еврозоната и екзистенциална заплаха за нейното съществуване. Гърция се налага да получава спасителни пакети от международни организации на три пъти – през 2010, през 2012 и през 2015 г. Тези пакети се определят от т.нар. „Тройка“, която се състои от Европейския съюз, Международния валутен фонд (МВФ) и Европейската централна банка, съфинансирани са с пари от други страни-членки на еврозоната, и се предоставят срещу обещания за имплементирането на структурни икономически реформи.

Гърция е държава, която се нуждае от структурни икономически реформи още при самото си присъединяване към еврозоната през 2001 г. Коктейлът от икономически проблеми, който води до гръцката дългова криза има две основни съставки – хронични бюджетни дефицити, комбинирани с много ниска икономическа продуктивност. Като допълнителен, трети фактор, който също изиграва ключова роля, се явява високото ниво на корупция в южната европейска държава, което особено през първите години на членството ѝ в еврозоната допълнително задълбочава проблемите с бюджетните дефицити и икономическата продуктивност.

Официалните данни на Евростат показват, че общата факторна производителност (индикатор за нивото на производителност на основните фактори – труд и капитал) на Гърция нараства с 4.2% на годишна база през първите 8 години членство в еврозоната, между 2001 и 2009 г. Този растеж е значителен и изпреварва средния за еврозоната през същия период – 0.1%. Брутния вътрешен продукт на Гърция расте със средно 2.6% през 2001-2009 г., а ако изключим годините на криза (2008 и 2009), растежът се вдига на 4.1%, което е двойно над средното за еврозоната ниво през същия период – 2.0%.¹⁰

Проблемът обаче са бюджетните дефицити и изключително бързото акумулиране на държавен дълг. Фискалната политика в Гърция поддържа дълбоки дефицити много години преди присъединяването към еврозоната. Например, в периода 1995-2000 г., бюджетният дефицит има средно ниво 5.0% от БВП. Дефицитите не утихват след присъединяването към общата валута, дори напротив. Между 2001 и 2007 г. те варират между 4.4% и 6.5% от БВП, със средно ниво 5.9% от БВП.¹¹

Разбира се, всички тези проблеми могат до по-голяма или по-малка степен да се припишат на като цяло ниското качество на публичните институции в Гърция. Нискочествени публични институции обикновено водят до по-ниска данъчна събираемост (което влошава приходите и води до бюджетни дефицити), по-ниско

¹⁰ European Commission's Directorate General for Economic and Financial Affairs; GDP, at constant prices; AMECO database

¹¹ Ibid.; Net lending

качество на публичните инвестиции (и съответно по-ниска икономическа продуктивност) и, разбира се, недостатъчно ефективни мерки за борба с корупцията. Проблемите с качеството на публичните институции в Гърция са толкова дълбоки, че след избухването на дълговата криза в страната през 2010 г., става ясно, че икономическите ѝ показатели, най-вече във фискално отношение, са били фалшифицирани години наред.¹²

2. СПАДЪТ В ЛИХВИТЕ ПО ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ НАДУВА ФИСКАЛЕН БАЛОН

Еврото изиграва ключова роля в гръцката криза, защото присъединяването към паричния съюз води до акумулирането на дълбоки икономически дисбаланси и влошаването на хроничните проблеми на икономиката на Гърция. Най-голяма роля изиграва спадът в лихвените проценти по гръцкия държавен дълг. Въпреки че след присъединяването си към еврозоната, що се касае ключови макроикономически показатели свързани с икономическата продуктивност на страната, Гърция видимо изостава зад държави като Германия, лихвите по нейните държавни облигации спадат до нива сходни с немските.

Лихвите по държавния дълг на Гърция падат стремглаво в годините непосредствено преди и след присъединяването ѝ към еврозоната. Това е в синхрон с бързото покачване на кредитния ѝ рейтинг. Ключов фактор зад тази динамика е фактът, че паричната политика на общата централна банка на еврозоната вече директно подкрепя Гърция фискално, защото ЕЦБ започва да купува гръцки държавни ценни книжа. Същевременно сред инвеститори и рейтингови агенции царя и имплицитното очакване, че ако Гърция изпадне във фискални затруднения, то тя ще бъде подкрепена от други, по-стабилни икономики споделящи общата валута. През март 1998 г. лихвата по 10-годишните държавни облигации на Гърция е 7.41%. През март 2001, три месеца след приемане на евро, вече е 5.26%, а през юни 2005 г. достига 3.33%.¹³

Накратко, разходите по обслужването на държавните дългове на страни като Гърция и Германия конвергират след приемане на общата валута. Проблемът е, че такава конвергенция липсва в останалите икономически показатели. Особено що се касае нивото на икономическа продуктивност, Гърция изостава значително. През 2001 г. продуктивността на труда в Гърция се равнява на 79% от средното за ЕС ниво, докато тази в Германия се равнява на 102%.¹⁴ По-ниската продуктивност на Гърция си личи и на международните пазари. Търговският дефицит на страната през 2001 г. се равнява на 10.6% от БВП, докато този на Германия е едва 1.6%. През 2007 г. гръцкият търговски дефицит вече е 12.5% от БВП, а този на Германия е 6.8%.¹⁵ Ако Гърция бе запазила собствената си валута, толкова голям търговски дефицит би довел до покачване на лихвите по държавния дълг. Дълбок търговски дефицит обикновено означава по-високи

¹² Financial Times; "Greece condemned for falsifying data"; 12.01.2010

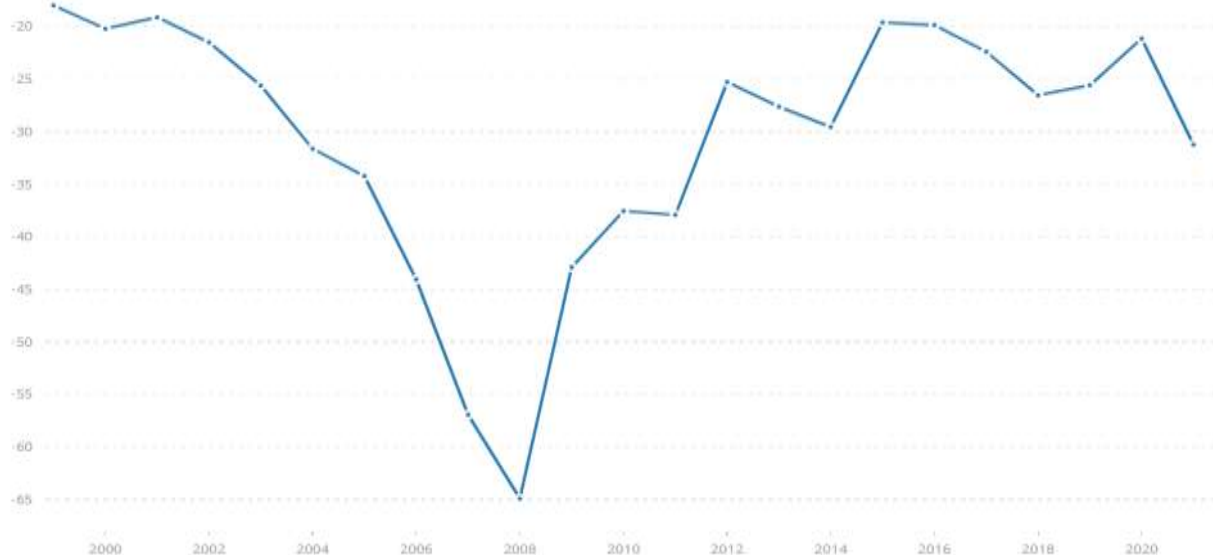
¹³ FRED, Economic Data; "Long-Term Government Bond Yields: 10-year: Main (Including Benchmark) for Greece"; St. Louis FED; 2023

¹⁴ World Bank; GDP per person employed (constant 2017 PPP \$); World Bank Open Data

¹⁵ Ibid.; Merchandise trade (% of GDP)

лихви, особено в сравнение с държави, които имат по-ниски дефицити или дори търговски излишъци. Това е така, защото държави с големи търговски дефицити логично трябва да предложат по-високи лихви, за да могат да привлекат външни капитали, които да финансират дефицитите им.

Фигура 1. Търговски дефицит, Гърция, настоящи \$



Източник: Световната банка

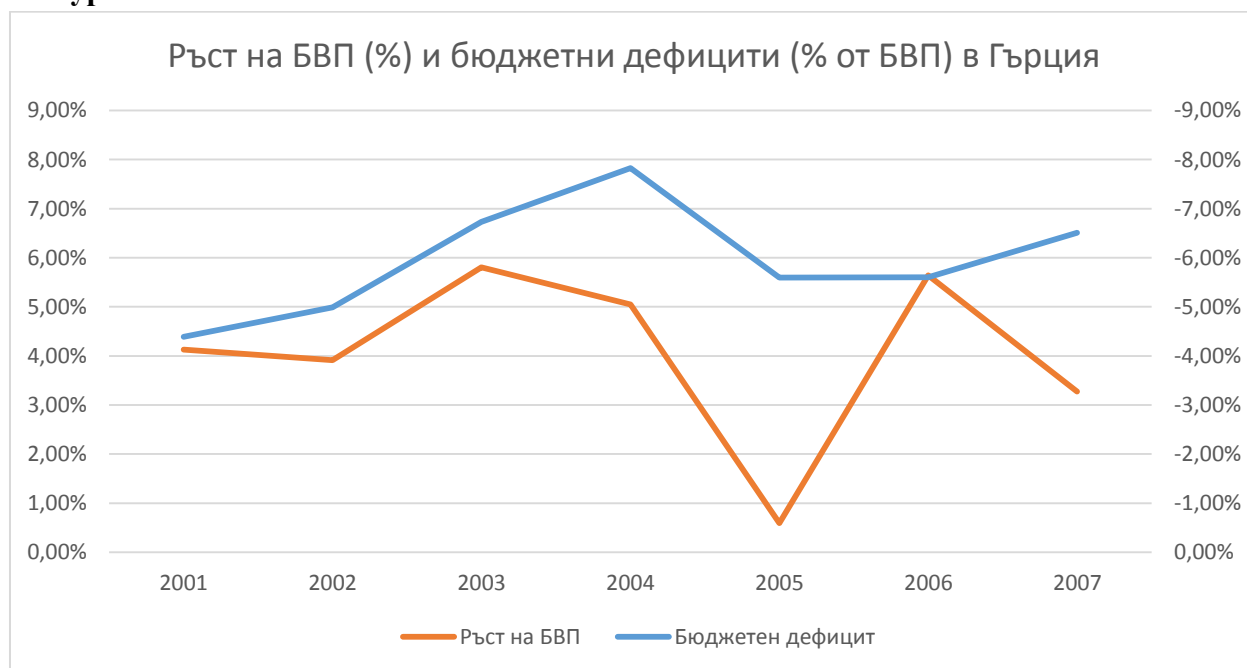
Общата валута на еврозоната обаче позволява на Гърция да има дълбок и увеличаващ се търговски дефицит години наред без това да се отрази негативно на разходите за дългово финансиране на държавата. Това само по себе си е огромен икономически дисбаланс, който води до натрупването на други дисбаланси. Ако лихвите по държавния дълг на Гърция бяха по-високи, държавата нямаше да е способна да поддържа същото ниво на бюджетни дефицити през периода 2001-2007 г. Съответно нямаше да натрупа и толкова високи нива на държавен дълг.

Способността на Гърция да поддържа толкова сериозни държавни разходи на дефицити през този период позволява изпълнението и на мащабни публични инвестиции, които създават много нови работни места. От ниските лихви се възползва и бизнесът в страната – лихвите по кредитите също са ниски, благодарение на еврото. Това стимулира предприемането и на много частни инвестиционни проекти, които създават работни места паралелно с публичните инвестиции. Проблемът е, че поради факта, че разходите за дългово финансиране са изкуствено занижени и не отговарят на реалните икономико-финансови реалности в страната, много от тези инвестиции се оказват нерентабилни в дългосрочен план. Този проблем е особено изразен при публичните инвестиции, поради високото ниво на корупция в страната.

Разликата между средното ниво на бюджетните дефицити (5.9% от БВП) и средното ниво на растеж на БВП (4.1%) през период 2001 и 2007 г. би трябвало сами по себе си

да са достатъчна илюстрация на сериозния икономически проблем на Гърция през тези години. През 1995 г. съотношението на държавния дълг към БВП в Гърция е 66.4%, през 2001 г. е 86.2%, а през 2007 г. вече е 100.1%.¹⁶ В рамките на този период акумулирането на държавен дълг значително изпреварва нивото на растеж на гръцката икономика, което е нестабилна траектория на икономическо развитие в дългосрочен план.

Фигура 2. Ръст на БВП



Източник: ЕК

3. КРИЗАТА В ГЪРЦИЯ КАТО СТРУКТУРЕН ПРОВАЛ НА ЕВРОЗОНАТА

В резултат на гореизброените процеси, водени от икономическата политика в Гърция и стимулирани от еврото, през годините между 2001 и 2007-та, Гърция трупва все по-големи икономически дисбаланси, концентрирани най-вече в държавния бюджет. Тези дисбаланси правят държавата изключително фискално уязвима в случай на рецесия. Неизбежната рецесия разбира се настъпва през 2008г. Между 2008 и 2012 г. БВП на Гърция спада със средно 5.5% всяка година.

Нерентабилността на всички тези инвестиции е очевидна, с оглед на задълбочаването на търговския дефицит на страната между 2001 и 2007 г., както и липсата на съществено сближаване спрямо средната за ЕС продуктивност на труда. Поддържането на нерентабилни инвестиции е възможно единствено в период на изобилна ликвидност и висок апетит за риск на финансовите пазари. Когато ликвидността се изпарява и

¹⁶ Калкулации на авторите базирани на European Commission's Directorate General for Economic and Financial Affairs; GDP, at constant prices; AMECO database и European Commission's Directorate General for Economic and Financial Affairs; Gross public debt; AMECO database

инвеститорите стават много по-предпазливи след избухването на глобалната финансова криза през 2008 г., лихвите по гръцкия държавен дълг започват да се покачват. Държавният фиск на Гърция е неспособен да понесе натиска на покачващите се лихви до голяма степен именно поради липсата на достатъчно икономическа продуктивност, която да поддържа данъчните приходи. Същевременно, орязването на текущите държавни разходи, където най-големите пера са заплати и пенсии, би довело до масово политическо недоволство и затова не бива осъществено в достатъчно голям размер. Затова дефицитът продължава да набъбва и много скоро държавата е неплатежоспособна.

Нивото на държавния дълг експлодира и достига временен пик от 183.4% спрямо БВП през 2011 г. Глобалната финансова криза обръща и траекторията на лихвените проценти – между януари 2007 и януари 2012 лихвата по 10-годишните държавни ценни книжа на Гърция се покачва от 4.37% до 34.32%. Ситуацията е много тежка още в началото на 2010 г., когато лихвата по гръцките облигации вече е 6.89%. Именно през тази година Гърция изпада в неплатежоспособност и получава първия спасителен пакет от „Тройката“, на стойност 110 милиарда евро.¹⁷ Този спасителен пакет е последван от още един през 2012-та, на стойност 130 милиарда евро.¹⁸ Третият, и последен пакет на стойност 86 милиарда евро идва през 2015 г.¹⁹

Гръцката дългова криза е резултат не само от провала на институциите в самата държава, но и тези на еврозоната. Данните ясно показват²⁰, че при присъединяването си към еврозоната Гърция не покрива редица от формалните критерии за членство приети при сключването на Маастрихтския договор и разписани в Пакта за стабилност и растеж.²¹ В първите години на членството ѝ в паричния съюз, до де факто фалита през 2010 г., Гърция води изключително безотговорна фискална политика на хронични дефицити, в условията на недостатъчно висок икономически растеж. Същевременно качеството на публичните разходи, особено публичните инвестиции, е изключително ниско, поради корупция, както по-късно става ясно.

Защо надзорните институции на Европейския съюз и на еврозоната и Европейския съюз не са реагирали навреме на тези рискове? Вината за дълговата криза няма как да бъде изцяло на гръцките институции, при все че съществуват институции на ЕС и на еврозоната, които би трябвало да следят за изпълнението на критериите за членство. Критерии, които Гърция не изпълнява. Години наред дори официалните (фалшифицирани) ѝ фискални показатели не покриват критериите за конвергенция разписани в Маастрихт през 1992 г. Още от първата година на своето присъединяване към еврозоната, Гърция не изпълнява нито критерия за бюджетен дефицит, нито

¹⁷ European Commission; “The Economic Adjustment Programme for Greece”; Occasional Papers 61; May 2010; Brussels

¹⁸ Wearden, Graeme, Smith, Helena; “Eurozone reaches deal on second Greece bailout after all-night talks”; The Guardian; 21.02.2012

¹⁹ Financial Times; “Eurozone approves EUR 86bn Greek bailout”; 14.08.2015

²⁰ AMECO database и European Commission’s Directorate General for Economic and Financial Affairs; Net lending

²¹ EUR-Lex; “Treaty of Maastricht on European Union”; European Union и European Commission; “Stability and Growth Pact (SGP)”, приети през съответно 1992 и 1997 г.

критерия за държавен дълг. И това продължава години наред. Ако Гърция беше спазвала фискалните критерии, мащабът на натрупаните икономически дисбаланси най-вероятно щеше да е далеч по-малък и съответно дълговата ѝ криза не толкова тежка.

Поради липсата на възможност за девалвация, освен че директно стимулира натрупването на макроикономически дисбаланси, които доведоха до дълговата криза в Гърция, еврото допълнително влоши кризисната ситуация в страната след като вече беше настъпила. По-рано в този текст стана дума, че един от основните минуси на отказа от собствена плаваща валута и приемането на еврото е лишаването от собствена проактивна валутна политика, която може да се използва като инструмент за реакция на икономически шокове. В условията на много голям търговски дефицит и ниска конкурентоспособност, държава с плаващ валутен курс може да девалвира валутата си. Това временно ще подобри нейната конкурентоспособност и ще стимулира икономическата активност в краткосрочен план. Обезценяването на валутата води и до обезценяване на задълженията на държавата деноминирани в съответната валута, което води до спестявания за държавния фиск. Девалвирането не решава фундаменталният проблем с липсата на реална продуктивност и в дългосрочен план води до по-високи лихви по държавния дълг. В краткосрочен план, обаче, предоставя временен стимул на износа и оттам икономическата активност, което в условията на икономическа криза може да „купи“ ценно време на местното правителство за прокарването на реформи.

В случая на Гърция липсата на инструментите на проактивната валутна политика е особено проблемна като се има предвид стопанската ѝ история. Гърция има проблеми с текущия си баланс и конкретно търговския дефицит още от края на Втората световна война. В годините след края на войната гръцката валута е девалвирана неколккратно спрямо американския долар, който е котвата на тогавашната международна валутна система. Първото девалвиране през 1945 г., последвано от второ през 1946 г., трето през 1949 г., четвърто през 1953 г.²²

След няколко десетилетия стабилен икономически растеж, гръцката икономика се изправя пред трудности драхмата е девалвирана отново няколко пъти между 1981 и 1988 г.²³ При всичките тези случаи проактивната обезценка на драхмата е целенасочена политика на правителството с цел стимулирането на икономически растеж. Последната девалвация на драхмата е при самото приемане на еврото и се налага в началото на 1998 г. Стопанската история на Гърция ясно показва, че в своята икономическа политика местните правителства редовно прибегват до валутна обезценка в периоди на икономически затруднения. Липсата на такава опция след присъединяването към еврозоната със сигурност е проблемна за Гърция с оглед на това исторически колко зависим е бил икономическият ѝ модел от тази политика.

²² Eliades, Evangelos Ap.; “Stabilization of The Greek Economy and the 1953 Devaluation of the Drachma”; IMF Staff papers: Volume 4, No. 1; 1954

²³ Baltas, Nicholas C.; “Effects of adjustment of the green drachma to its current exchange rate”; Agricultural Economics, Volume 7, Issues 3-4; 1992; pp. 225-243, също и New York Times; “Greece Devaluing Drachma 15%”; NYT; 10.01.1983

Отвѣд това, трябва да се отбележи, че липсата на независима парична политика също допринася за тежката криза, в която изпада Гърция. Както вече отбелязахме в този текст, еврозоната обединява в един валутен съюз много разнородни от гледна точка на развитие и стопански модел икономики. В съвременната икономическа теория, особено от Втората световна война насам, е широко прието схващането, че държави на различен етап от икономическото си развитие изискват различна парична политика. Същото се отнася и за държави с различни стопански модели, които съответно следват различни политики във всеки друг аспект на своето икономическо развитие. Тук се връщаме към казаното в изложението на теорията на оптималната валутна зона – не е разумно държави с различни модели на икономическо развитие да споделят една валута, особено при отсъствието на фискално и политическо обединение между тях.

4. НАСТОЯЩОТО ФИСКАЛНО СЪСТОЯНИЕ НА ГЪРЦИЯ

Тежката дългова криза до известна степен има отрезвителен ефект върху икономическата политика в Гърция. За да получи спасителните пакети от Тройката, страната се съгласява да спазва много по-стриктни изисквания по отношение на фискалната си политика. Към днешна дата пакетът реформи, който е в по-голямата си част вече имплементиран, е договорен и приет през 2015 г, по време на преговорите за третия спасителен пакет, който страната получава от партньорите в Тройката, които включват Европейската комисия, Европейската централна банка и Международния валутен фонд.

Ключовата реформа, на която Гърция се съгласява е в рамките на три години (до 2018) да достигне излишък по държавния си бюджет, който се равнява на 3.5% от БВП. Целта на това изискване е да се възстанови трайна фискална стабилност в страната, да се спре ръстът в държавния дълг спрямо БВП и дори да се обърне траекторията на съотношението чрез поддържането на последователни бюджетни излишъци. Гърция се съгласява да поддържа излишък, който се равнява на 3.5% от БВП отвѣд 2018 г. до 2022 г. След 2022 г. това конкретно изискване отпада и държавата трябва да поддържа излишък, който е в съзвучие с фискалната рамка на ЕС. В случая на Гърция, която има прекомерно високо съотношение на държавен дълг към БВП, това означава поддържането на излишък от около 2% от БВП след 2022 г.

Това изискване се изпълнява стриктно от Гърция в годините преди настъпването на Ковид-19 пандемията през 2020, когато фискалните правила на ЕС са разхлабени за всички страни членки. През 2020 г. държавният бюджет в Гърция е на дефицит от 10.2% от БВП²⁴ и държавният дълг се покачва до 206% от БВП от 180.7% през 2019. През 2021 г. пада до 193% от БВП и през 2022 г. обратно до 180%. След три години бюджетен дефицит, през 2023 гърцкото правителство планира да постигне бюджетен излишък, който се равнява на 0.7% от БВП.

²⁴ European Commission's Directorate General for Economic and Financial Affairs; Net lending; AMECO database и European Commission's Directorate General for Economic and Financial Affairs; GDP, at constant prices; AMECO database.

Както виждаме, от 2020 г. насам фискалното състояние на Гърция сериозно се отклонява от изискванията поставени при договарянето на спасителния пакет през 2015 г. Въпреки това, трябва да се отбележи, че гръцкото правителство се опитва да осъществи фискална консолидация и след скока през 2020 г., бюджетният дефицит на страната пада две поредни години. Накратко, по всички признаци изглежда, че фискалната политика на страната е много по-разумна отколкото е била през първите години на членството ѝ в еврозоната.

Уви, въпреки това, Гърция остава в много уязвимо финансово състояние. Фискалната уязвимост на страната всъщност се задълбочава през последните години насам. През 2020 г. ЕЦБ започва отново да изкупува гръцки държавни облигации като част от мерките, които предприема за подкрепа на страните членки на еврозоната, в отговор на икономическите щети нанесени от пандемията и мерките срещу нея. В рамките на едва четири месеца след началото на РЕЕР (Pandemic Emergency Purchase Programme), ЕЦБ вече е изкупила 13.5% от пазара за гръцки облигации, което притиска лихвите по гръцкия държавен дълг до рекордно ниски нива.²⁵

През юли 2022 г., за да избегне прекомерен скок в лихвите по държавния дълг на по-фискално слабите икономики на еврозоната, ЕЦБ се отказва от първоначалния си план напълно да прекрати покупките и избира „гъвкав“ подход, който ѝ позволява да продължи да инвестира в облигациите на държави като Гърция. Опасенията са, че рязко преустановяване на подкрепата на ЕЦБ може да доведе до икономически шок и дори фискална криза в Гърция, която предприема значителни нови държавни разходи, първо в отговор на пандемията, а след това и в отговор на енергийната и инфлационна кризи.²⁶

Настоящият фискален профил на Гърция се отличава с два съществени позитива. Първо, средният матуритет на държавния дълг на страната е много дългосрочен – 17.5 години.²⁷ Това значи, че в краткосрочен план страната не е заплашена от риск да се окаже неспособна да покрива вече поети дългове. Второ, правителството на страната продължава да поддържа немалък кешов буфер, който предоставя някакъв (макар и ограничен) капацитет за абсорбиране на резки фискални шокове.²⁸

В крайна сметка, фискалното състояние на Гърция днес със сигурност е по-добро отколкото преди 10 години. Държавният бюджет би могъл да понесе икономически шок и рецесия, дори без подкрепата на ЕЦБ, без това да доведе до риск от фалит. Обаче, за всякаква сериозна про-активна политика, подкрепата на ЕЦБ е необходима. Без програмите за изкупуване на държавни облигации, включващи Гърция, през последните три години държавата нямаше да е способна да предприеме по-голямата част от фискалните политики, които реализира, включващи много крупни разходи за кризисни пакети за бизнеси и домакинства, както и определени данъчни съкращения.

²⁵ Bahceli, Yoruk, Ranasinghe, Dhara; “ECB purchases push Greek 10-year bond yields to record low”; Reuters; 06.08.2020

²⁶ European Central Bank; “Monetary policy decisions”; Press release; 09.06.2022; Frankfurt

²⁷ Public Debt Management Agency (Greece); “Public Debt, Key Parameters, Weighted Average Maturity”, 2022

²⁸ Fitch Wire; “Energy Shock Slows Pace of Greece’s Fiscal Deficit Reduction”; Fitch Ratings; 10.05.2022

Това от своя страна създава по-дългосрочен риск. Ако Гърция остане трайно зависима от политиката на ЕЦБ за финансирането на нови фискални политики, има голям риск да стигне до състояние сходно с това непосредствено преди дълговата криза. За да се избегне това, възможно най-скоро ЕЦБ трябва да преустанови своите покупки на гръцки дълг и самата Гърция трябва да се върне към поддържането на големи фискални излишъци, които да насочи към скоростното погасяване на колкото се може повече от изключително високото ниво на държавен дълг.

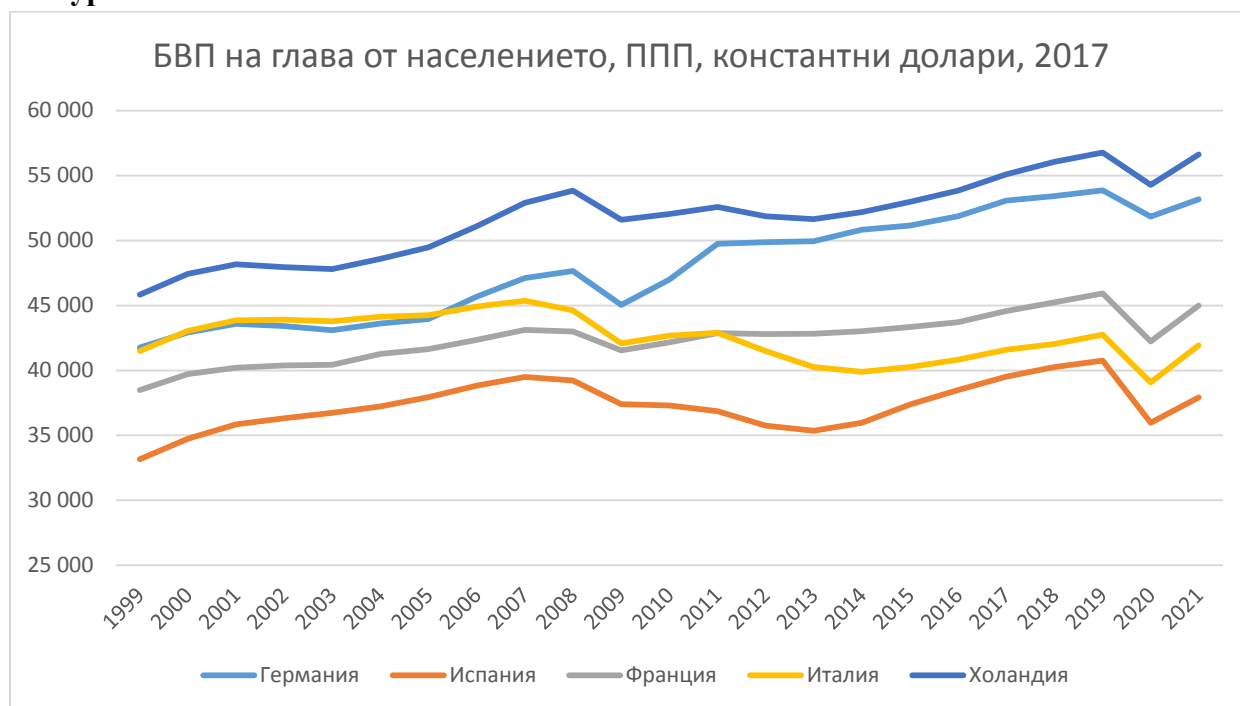
III. ИКОНОМИЧЕСКАТА ДИВЕРГЕНЦИЯ В ЕВРОЗОНАТА

Кризата, която настъпва в еврозоната след 2009 г. води до много съществена дивергенция в икономическите показатели на страните членки. Някои, като Германия успяват да възстановят растеж на БВП сравнително бързо, докато други, като Гърция, претърпяват спад на БВП години наред и неспособността да навакнат изоставането по линия на производствените фактори и продуктивността, води до цялостно икономическо изоставане спрямо другите държави в еврозоната. Над 20 години след основаването на паричния съюз вместо да постигнат икономическа конвергенция, разликите в икономическото развитие между много от оригиналните страни членки на еврозоната са се задълбочили.

Контрастът между развитието на Италия и Германия от създаването на еврозоната до днес е може би най-иллюстративният пример за дълбочината на икономическата дивергенция сред оригиналните членки на паричния съюз. През 1999 г. БВП на глава от населението в Италия по паритет на покупателната способност е 7% по-висок от това за еврозоната като цяло. През 2021 г., БВП на глава от населението в Италия вече е с 9% по-нисък. Спрямо Германия изоставането е още по-съществено. През 1999 г. БВП на глава от населението в Италия е с 2.6% по-ниско от това в Германия, а през 2021 вече е с 20.7% по-ниско.²⁹

Ако добавим Франция, Испания и Холандия към анализа, виждаме значителна дивергенция в икономическото развитие на петте най-големи икономики в еврозоната. Това е много съществено защото Франция, Германия, Холандия, Италия и Испания към 2021 г. формират 80% от целия БВП на еврозоната. Тоест, ако има дивергенция между икономическото развитие на тези държави, има дивергенция в 4/5 от икономиката на валутния съюз. И точно това наблюдаваме. БВП на глава от населението по паритет на покупателната способност в Испания през 1999 г. е 86.7% от средния за еврозоната, а през 2021 вече е паднал на 81.9%. Подобно на Франция и Италия, Испания също изостава значително в икономическото си развитие спрямо Германия. През 1999 г. БВП на глава от населението в Германия е 26% по-висок от Испания, а през 2021 вече е 40% по-висок.

²⁹ World Bank; GDP per capita, PPP (constant 2017 international \$); World Bank Open Data

Фигура 3. БВП на глава от населението**Източник: СБ**

От друга страна, от 1999 г. насам, Холандия постига изпреварващ икономически растеж спрямо средното за еврозоната и, разбира се, спрямо изоставащи големи икономики като Испания и Италия. Между 1999 г. и 2021 г. БВП на глава от населението в Холандия се покачва с 23.5%. Германия леко я изпреварва с общо 27.3% растеж на този показател през същия период, но останалите три големи икономики изостават значително. Във Франция ръстът е 16.9% през този период, в Испания 14.4%, а в Италия е почти несъществуващ – едва 1.0%. Подобно на Германия, Холандия има много по-добри фискални показатели в сравнение с Италия, Испания и Франция. Нивото на държавен дълг към БВП дори спада в рамките на разглеждания период – от 58.6% през 1999 г. до 52.4% през 2021 г. Холандия се вписва и в критерия за бюджетен дефицит равен на максимум 3% от БВП в 17 години от 22-годишния период между 1999 г. и 2021 г.

Таблица 1. БВП на глава от населението, ППП, константни долари, 2017

	1999		2021		1999 - 2021
	БВП/глава от населението	% от средното за еврозоната	БВП/глава от населението	% от средното за еврозоната	Ръст за периода (%)
Германия	41,770	109%	53,180	115%	27%
Испания	33,154	87%	37,913	82%	14%
Франция	38,490	101%	44,993	97%	17%
Италия	41,502	109%	41,929	91%	1%
Нидерландия	45,839	120%	56,617	122%	24%
Еврозона	38,219	100%	46,314	100%	21%

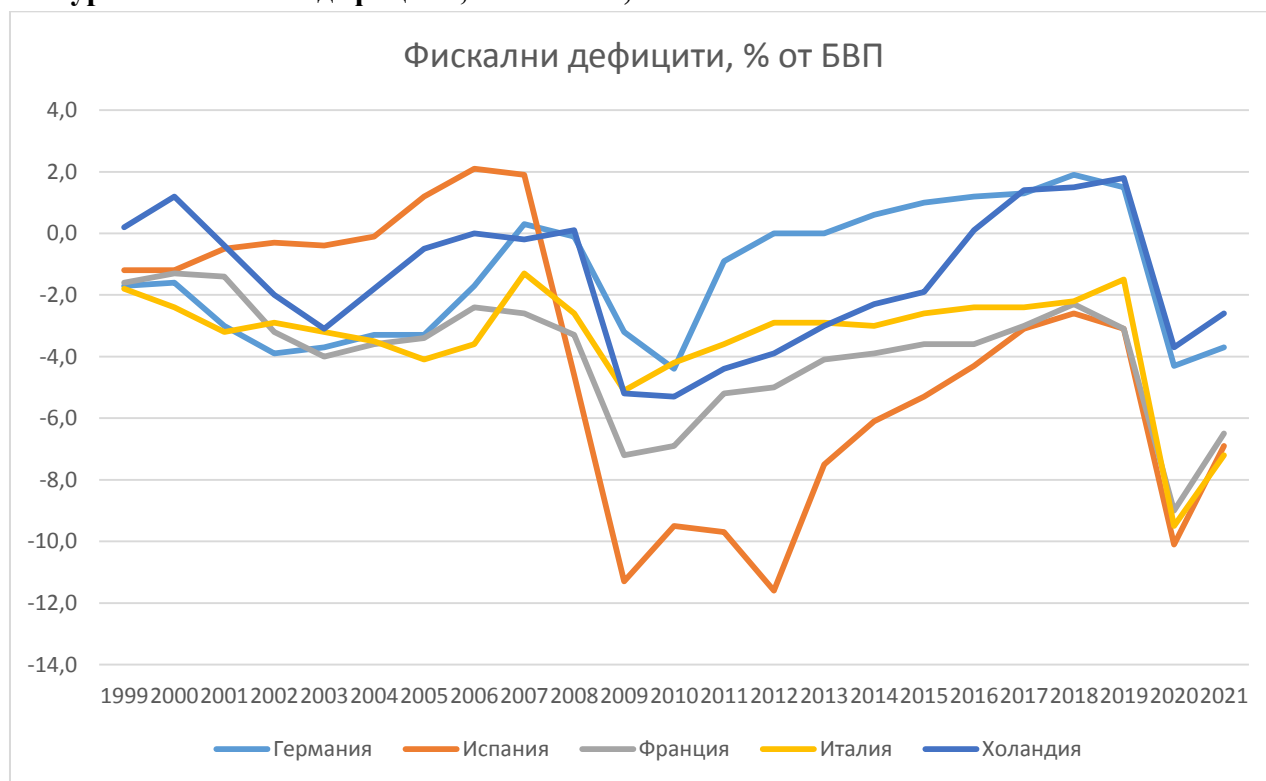
Източник: СБ

На какво се дължи това разнопосочно развитие в стандарта на живот? Най-очевидният отговор е – на разлики в развитието на икономическата продуктивност. Данните на Европейската комисия показват, че между 1999 г. и 2021 г. общата производителност на факторите за производство (или „обща факторна производителност“) в Германия и Холандия се е покачила със съответно 9.7% и 6.5%, при среден за еврозоната растеж от 5.9%. Същевременно, ръстът на продуктивността в Испания и Италия не просто изостава от средните за паричния съюз нива, а дори не съществува. В тези държави между 1999 г. и 2021 г. общата производителност на факторите за производство пада със съответно 2.5% и 2.6%. Производителността във Франция отбелязва някакъв растеж през този период, но той е едва 3.2% - наполовина по-нисък от средното ниво за еврозоната.

Липсата ръст в производителността обрича една икономика на загуба на конкурентоспособност. Тази загуба на конкурентоспособност се изразява в по-слаб износ, по-малко чуждестранни инвестиции и по-ниски данъчни приходи. Последното има преки отрицателни фискални последици. Липсата на икономически растеж, водеща до трайно отслабване на данъчните приходи изисква фискална консолидация, оряване на държавни разходи, за да се избегне изпадането в хронични дефицити по държавния бюджет и съответно дългосрочно нарастване в публичното дългово бреме. Уви, нито една от гореспоменатите държави изпитващи слаб икономически растеж и дори спад в продуктивността не води достатъчно дисциплинирана фискална политика. Съответно, данните показват отчетлива дивергенция и във фискалните показатели. През 1999 г. бюджетният дефицит на Италия се равнява на 1.7% от БВП в сравнение с 1.2% в Германия и 1.4% средно за еврозоната (следващата графика). През 2011 г. тези стойности са вече съответно 3.3% от БВП, 0.5% и 3.2%. През 2019 г. (преди пандемията, която значително изкривява данните) бюджетният дефицит в Италия е 1.5% от БВП, в сравнение с 0.8% средно за Еврозоната и излишък 0.9% от БВП в Германия. Това значи, че през 1999 г., при присъединяването към еврозоната,

бюджетният дефицит в Италия е 21.4% по-висок от средния за еврозоната и 41.6% по-висок от този в Германия, а 20 години по-късно е съответно 87.5% и 270% по-висок.

Фигура 4. Фискални дефицити, % от БВП, 1999 – 2021 г.



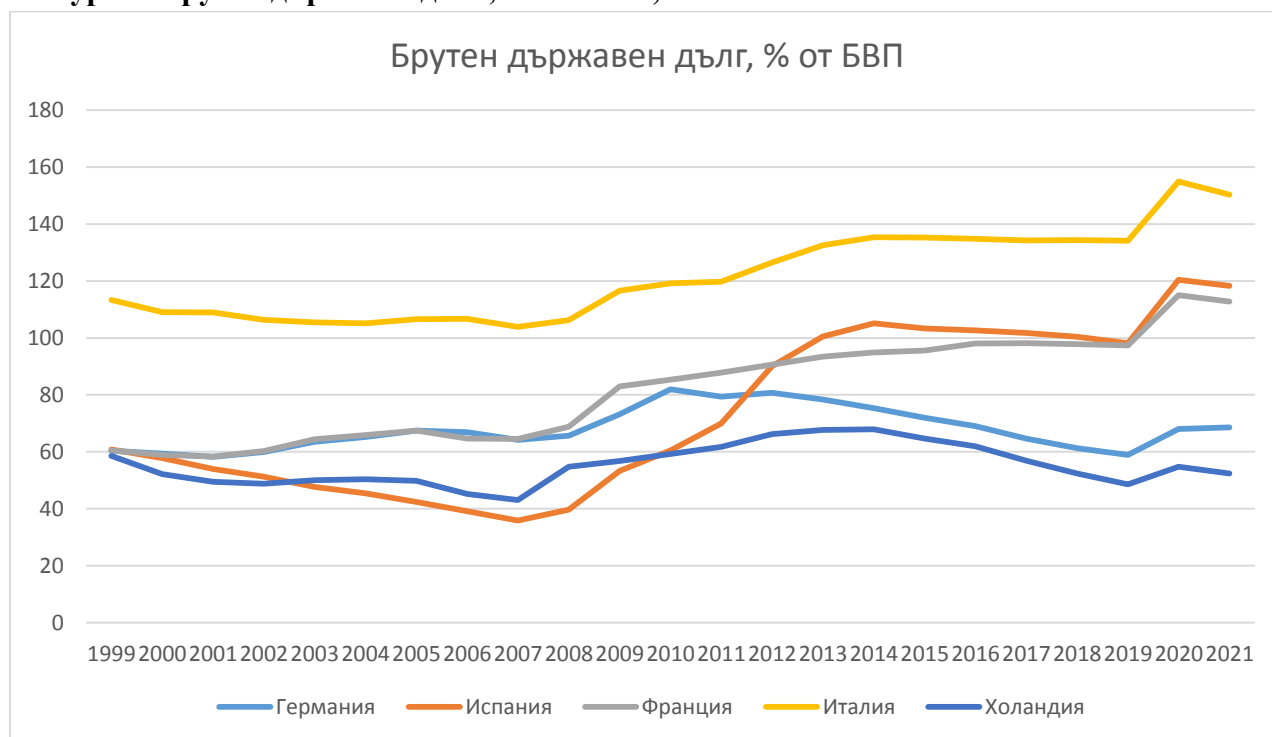
Източник: СБ

Примерът на Франция също е илюстративен. По последни данни нивото на държавен дълг спрямо БВП в страната достигна 112.9% през 2021 г., сходно с нивата в държави като Испания и Португалия, които също претърпяха банкови и фискални кризи в периода 2010 – 2014 г. Франция страда и от хронични бюджетни дефицити – държавата не е имала балансиран бюджет през нито една година, откакто е членка на еврозоната, и през повечето от тях (16) е имала бюджетен дефицит, който надвишава 3% от БВП. Същевременно, продуктивността на френската икономика се е увеличила едва 3.2% между 1999 г. и 2021 г. докато нивото на държавен дълг през същия период почти се удвоява – през 1999 г. то е 60.5% от БВП, а през 2021 е 112.8%.

Това е в рязък контраст с развитието на Германия. Двете държави всъщност имат много сходни фискални показатели при присъединяването им към еврозоната. През 1999 г. нивото на държавен дълг в Германия е 60.4% от БВП – идентично с това във Франция. По това време Германия също страда от хронични бюджетни дефицити, които редовно надвишават 3% от БВП и продължават в първите ѝ години на членство в еврозоната, достигайки пик от 4.4% през 2010 г. През същата година държавният дълг също достига пик от 82% от БВП. В следващите години обаче фискалната ситуация в Германия рязко се променя и между 2013 г. и 2019 г. бюджетът на Германия е балансиран или на излишък, а държавният дълг пада до 58.9% от БВП през 2019 г. Германия успява да

реализира и много по-съществен ръст на общата факторна продуктивност – 9.7% между 1999 г. и 2021 г., три пъти по-висок ръст от реализирания във Франция.

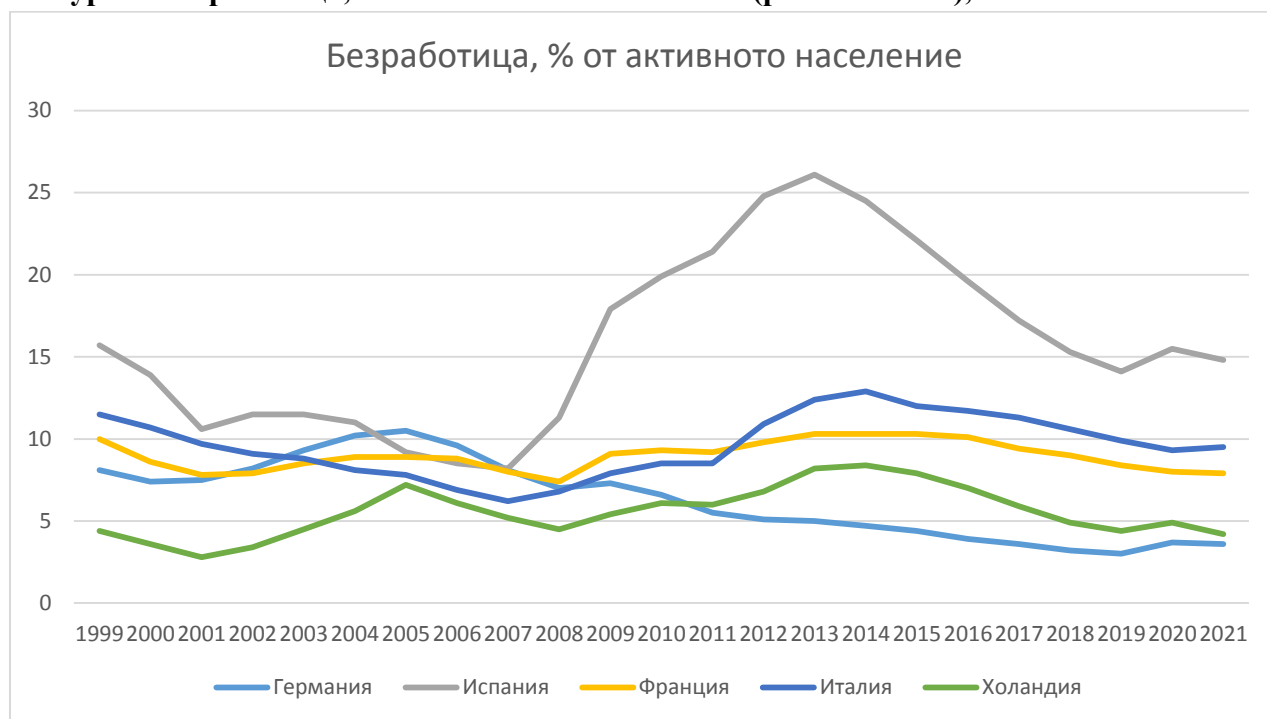
Фигура 5. Брутен държавен дълг, % от БВП, 1999 – 2021 г.



Източник: СБ

Дивергенцията е също толкова дълбока и по линия на други ключови икономически показатели като безработица. В първите години на своето съществуване, нивата на безработица в страните членки на еврозоната не са особено различни и се движат в една и съща посока. Например, през 1999 г. безработицата в Италия и Германия е съответно 11.7% и 8.9% (виж графиката долу). През 2005 г. нивата са 11.2% за Германия и 7.7% за Италия и през 2009 г. достигат най-близката си точка - 7.8% в Италия и 7.7% в Германия. Също така, през 1999 г. безработицата в Италия е 11.7% над средната за еврозоната, а през 2021 вече е с 23.4% по-висока.³⁰ Подобна дивергенция е налична и сред други страни-членки.

³⁰ European Commission's Directorate General for Economic and Financial Affairs; Unemployment, Percentage of active population; AMECO database

Фигура 6. Безработица, % от активното население (работна сила), 1999 – 2021 г.**Източник: ЕК**

Данните показват, че всъщност през първите години на съществуването на общата валута, до около 2007-ма, нивата на безработица в петте най-големите икономики на еврозоната се сближават, т.е. налична е конвергенция. След Глобалната финансова криза обаче има видима дивергенция. Безработицата в Германия и Холандия пада година след година, до ниво под 5% към 2021 г., докато в другите три държави остава на много по-високи нива. В Испания безработицата продължава да е тройно по-висока, а в Италия е около два пъти по-висока спрямо нивото в Холандия и Германия.

От представените данни ясно се отличава тенденцията на рязка дивергенция между най-големите икономики на еврозоната, особено след 2009 г. Допреди настъпването на Глобалната финансова криза, макар и да им отчетливи разлики в икономическите показатели и съответните им траектории, във Франция, Германия, Италия, Испания и Холандия, те не са толкова мащабни, колкото в периода след 2009 г. до наши дни. На какво се дължи това? Теоретичната рамка на оптималната валутна зона, изложена в първата глава на този анализ, е способна да предложи обяснение.

За съответната група държави, Глобалната финансова криза представлява асиметричен шок. Неговите отрицателни макроикономически ефекти се проявяват до различна степен в различните икономики поради очевидните разлики в техните специфики. В случая на петте разглеждани държави става дума за различни стопански модели, различни структури на икономиките им и различни икономически политики, които се налагат на местно ниво. Тези разлики, напълно естествено, водят до различни икономически последици, т.е. „асиметрични“ последици. Асиметрията на

икономическия шок не е характеристика присъща на самия него, тя е следствие от разликите, т.е. от наличната асиметрия в икономическите модели на съответните държави.

В случай на икономически шок, страните със собствени валути имат две опции за изчистване на породени отрицателни макроикономически дисбаланси спрямо други икономики, например такива, които водят до влошена конкурентоспособност, влошен търговски баланс, отлив на инвестиции и подобни. Първата опция са реформи в сферата на реалната икономика, които да подобрят нейната конкурентоспособност. Например реформа на трудовото законодателство, които да направят пазара на труда по-гъвкав, реформи, които да повишат икономическата продуктивност или реформи, които да подобрят фискалните показатели. Втората опция е реформа в номинално изражение – обезценка на валутата, която да компенсира дефицита на конкурентоспособност в реалната икономика.

В контекста на паричен съюз обаче отделните държави самостоятелно разполагат само с първата опция, понеже нямат паричен суверенитет. Реформи в реалната икономика обаче могат да са много по-трудни за имплементиране по чисто политически причини. Особено ако са необходими дълбоки структурноопределящи реформи, провеждането им често е в ущърб на установени икономически интереси в обществото. За да могат да бъдат проведени такива реформи е необходимо силно и стабилно държавно управление, защото въпросните реформи сами по себе си е вероятно да генерират политическо напрежение, което дестабилизира управлението.

В държави като Италия, където от Втората световна война насам средното времетраене на едно правителство е 1.1 години³¹, провеждането на дълбоки структурни реформи се оказва на практика невъзможно. Съответно, сравнителната загуба на конкурентоспособност е необратима и икономическите последици от асиметричния шок изпитан след настъпването на Глобалната финансова криза се оказват дългосрочни. Държави като Испания и Италия не успяват да подобрят своята икономическа продуктивност до такава степен, че да компенсират по-ниската си конкурентоспособност спрямо икономики като Холандия и Германия.

В контекста на анализа на дивергенцията в еврозоната и изоставащото икономическо развитие на някои от най-големите ѝ страни-членки, случаят на Италия заслужава специфично внимание. Икономиката на Италия е 10 пъти по-голяма от тази на Гърция (15% спрямо 1.5% от БВП на еврозоната през 2021 г.) и страда от сходни проблеми като тези, които доведоха до гръцката дългова криза. Италия има изключително високо съотношение на държавен дълг към БВП – 155%, което в момента е второто най-високо в ЕС след това на Гърция. Безработицата в Италия остава на много високи нива, през 2021 г. тя е около 9.83% от активното население (работна сила), което е значително над средното ниво за еврозоната – 7.76%. Същевременно, от избухването на глобалната финансова криза през 2008 г. насам, Италия страда от хронично нисък растеж. От 2011 г. до 2021 г. средният годишен ръст на БВП в Италия е -0.1% в сравнение с 1.0% за

³¹ Governo Italiano Presidenza del Consiglio dei Ministri; "I Governi nelle Legislature"; 09.11.2015

еврозоната. От 1999 г. до 2021 г. БВП на Италия се е покачил с общо 4.9% в сравнение с 29.6% за еврозоната като цяло.

Италианската икономика страда и от хронично ниска продуктивност. БВП на час работа в Италия е 82% от средното за еврозоната според данни на Европейската комисия към 2019 г. Забележително е, че продуктивността на Италия се е влошила спрямо средното за еврозоната от 1999 г., когато е била 87% от тази стойност. Също така, общата факторна продуктивност на Италия от 1999 г. до 2021 г. е паднала с 2.6%. За десетилетието от 2011 г. до 2021 г. спадът е 0.2%. Италия изостава в акумулирането на нетен капитал. Според данни на Евростат, нетния капитал на италианската икономика се е покачил с 19.6% между 1999 и 2021 в сравнение с 36.2% в еврозоната като цяло.³²

Ниската продуктивност на икономиката на Италия би могла да се припише на няколко фактора. На първо място, Италия исторически е отделяла по-малко за инвестиции в research & development в сравнение с други европейски държави. През годините нивото на инвестиции в R&D се покачва от 0.98% от БВП през 1999 г. до 1.53% от БВП през 2020 г., но остава под средното за еврозоната ниво от 2.36%.³³ Освен това, комбинация от други институционални фактори също допринасят за ниската продуктивност на италианската икономика. Италия страда от завишени нива на корупция в сравнение със средните за Европа нива, според данни на Transparency International.³⁴ В класацията Doing Business на Световната банка Италия получава оценка 72.9, което е под средното за ЕС ниво от 76.5 и това я нарежда сред петте държави с най-лош индекс. Това е индикация за лоша бизнес среда и ниско качество на институциите в Италия, що се касае стимулирането на предприемаческа дейност.

Пазарът на труда също страда от тежки проблеми. На първо място, работната сила на Италия расте с много бавни темпове. Тя се е покачила с 8.5% между 1999 г. и 2021 г. в сравнение с 13.5% за еврозоната като цяло. От всички страни членки на еврозоната Италия има най-нисък процент участие в работната сила – 48.6% през 2021 в сравнение с 57% средно за еврозоната и 60.5% за Германия конкретно. Дори в Гърция този индикатор е по-висок – 50.8%.³⁵ Италия има много лош демографски профил – медианната възраст на нейното население е 47 години през 2020, което е най-високата стойност за целия ЕС. Застаряващото население и ниското ниво на включване в работната сила означават по-високо натоварване върху социалната система, което дългосрочно е много голям проблем за вече дълбоко задлъжняла държава.

За да се справи с тези проблеми, икономиката на Италия има нужда от дълбоки структурни реформи. Уви, такива реформи до ден днешен не са предприети и е малко вероятно да бъдат в обозримо бъдеще, както поради вътрешни, така и поради външни фактори. Вътрешнополитическата ситуация в страната продължава да е силно

³² Цитираните данни са извлечени от European Commission's Directorate General for Economic and Financial Affairs; AMECO database

³³ World Bank; GDP per capita, Research and development expenditure (% of GDP); World Bank Open Data

³⁴ Transparency International; "2021 Corruption Perceptions Index (CPI)"; 25.01.2022

³⁵ European Commission's Directorate General for Economic and Financial Affairs; Total labour force; AMECO database

нестабилна, което възпрепятства планирането и изпълнението на дългосрочни стопански реформи. Във външно отношение, натискът за реформи от страна на институциите на еврозоната, както и останалите страни членки е твърде слаб. Самата еврозона нито разполага с ясни механизми, които да наложат на Италия да осъществи необходимите реформи, нито изглежда да има волята за това. Дори напротив, както ще стане ясно нататък в анализа, паричната политика на ЕЦБ всъщност стимулира задълбочаването на икономическите проблеми на Италия.

С оглед на надеждите, с които паричният съюз е създаден, сериозната икономическа дивергенция между някои от най-големите и най-ранните страни-членки би трябвало да е достатъчно, за да заключим, че еврозоната е провал, поне във формата, в която съществува от основаването си до днес. Очакването за икономическа конвергенция между страните членки е експлицитно заложено в договора подписан в Маастрихт през 1992 г., който слага официално начало на изграждането на общата валута. Интересно е, че в Маастрихтския договор икономическата конвергенция е заложена както като условие, чрез четирите критерия за конвергенция преди членство, така и като цел, последствие от членството в еврозоната. В своя ентузиазъм промотирайки проекта, създателите на еврозоната обещават, че тя може да изпълни цел, която всъщност е изискване за успешното ѝ съществуване.

IV. СТРУКТУРНИТЕ ПРОБЛЕМИ НА ЕВРОЗОНАТА

1. ЕВРОЗОНАТА КАТО НЕ-ОВЗ

Години преди въвеждането на еврото сред първоначалните 11 страни членки през 1999 г., много икономисти изразяват скептицизъм относно потенциалния успех на проекта. Основното притеснение е, че Европа като цяло и дори първоначалните страни членки конкретно, не представляват регион, който е ОВЗ.³⁶ Много такива предупреждения се появяват през 90-те, но един от най-ранните скептици е британският икономист Николас Калдор.

Още през 1971 г. Калдор предупреждава, че създаването на европейски паричен съюз преди съществуването на паричен съюз преди достатъчна политическа интеграция, преди формирането на достатъчно дълбок политически съюз.³⁷ Той предупреждава, че „е опасна грешка, да се смята, че паричен и икономически съюз може да предхожда политически съюз“ и добавя, че „ако създаването на паричен съюз и общ контрол над националните бюджети генерира натиск, който води до разпад на цялата система, това ще възпрепятства развитието на политически съюз“. Накратко, Калдор предупреждава точно за този риск, който описахме в предишната секция на този текст.

Милтън Фридмън, вторият най-влиятелен икономист на 20-ти век след Джон Мейнард Кейнс, също е сред скептиците. В своя статия през 1997 г. той представя аргумента, че

³⁶ Karras, Georgios; “How homogenizing are monetary unions? Evidence from the U.S. states”; *The North American Journal of Economics and Finance*, 14; 2003; pp. 381-397

³⁷ Kaldor, Nicholas; “The Dynamic Effects of the Common Market”; *Destiny or Delusion: Britain and the Common Market*; London: Gollancz; 1971; pp. 59-91

Европа не покрива критериите за ОВЗ и въвеждането на обща валута всъщност може да е контрапродуктивно и да застраши бъдещето на Европейския съюз. Според Фридман, обединението на разнородните икономики на Европа в общ паричен съюз неизбежно ще доведе до политически конфликти между тях.³⁸

Предупрежденията на Калдор и Фридман се оказват пророчески, както ще стане ясно по-късно в този текст. Но още тогава, години преди формирането на еврозоната е очевидно, че европейските държави, които евентуално ще са членки на паричния съюз, са твърде икономически разнородни, за да представляват ОВЗ. Сред оригиналните страни членки на еврозоната се обособяват очевидни разлики в икономическите модели и политики. Най-тревожното е, че дълбоки разлики в стопанските модели и икономическите политики и показатели са налични дори сред трите държави, които още тогава отговарят за над 2/3 от БВП на еврозоната – Германия, Франция и Италия.

Липсата на синхронизация между икономическите модели, особено сред най-големите икономики в еврозоната е източник на сериозни дисбаланси, както видяхме в предходните части на този анализ. Различни икономики в еврозоната поемат по различни траектории в своето развитие. Вместо конвергенция в икономическото развитие се стига до дивергенция, особено когато сравняваме държави с много различни икономически модели и политики като Германия и Италия. Примерът на Гърция разбира се е най-крайният в това отношение, но тежестта на нейната дивергенция от страни като Германия не е толкова съществена за еврозоната, колкото са икономическите проблеми на третата най-голяма икономика в паричния съюз - Италия.

От Втората световна война насам, когато се търси как да се стимулира икономическата активност, държавната политика в страни като Германия обикновено го прави чрез фокус върху предлагането (supply-side policy), докато в страни като Италия го прави чрез фокус върху предлагането (demand-side policy). Стопанският модел на Франция също клони отчетливо към demand-side policy, но от гледна точка на икономическо развитие и показатели представлява смесица между данните на Германия и Италия. Особено от 70-те години нататък, се формират ясни разлики в подхода на тези държави към политиките по сектори. Германия винаги е била държава, която е поддържа сравнително много по-ниски нива на дългово финансиране, съответно по-ниски бюджетни дефицити и по-ниски нива на държавен дълг към БВП в сравнение с Италия и Франция.

Същевременно, в Германия исторически стопанската политика поставя много голям фокус върху експортно-ориентирани сектори с висока добавена стойност. Освен това, особено след присъединяването си към еврозоната, Германия налага трудова политика, която поддържа пазара на труда възможно най-гъвкав с цел стимулирането на заетостта и поддържането на ниски разходи за труд за експортно-ориентирани бизнеси. От друга страна, в държави като Италия и Франция икономическата продуктивност е

³⁸ Friedman, Milton; "The Euro: Monetary Unity to Political Disunity?"; Project Syndicate; 28.08.1997

много по-ниска, трудовите регулации са много по-тежки, трудовите пазари по-малко гъвкави и нивото на икономическа активност сред населението много по-ниско.³⁹

При планирането на паричния съюз, европейските политици и институции до голяма степен си затварят очите за факта, че като група тогавашните страни-членки на Европейския съюз не представляват ОВЗ. Дори базовият критерий за мобилност на труда не е покрит.⁴⁰ Освен това, в първоначалния си вариант, планиран в новия договор на ЕС подписан в Маастрихт през 1992 г., еврозоната не предвижда механизъм за фискални трансфери. **Някои страни членки, най-вече Германия са силни противници на въвеждането на механизъм за фискални трансфери, понеже се опасават, че това ще стимулира други страни членки в по-лошо фискално състояние да прехвърлят цената на своите фискални несгоди върху тях.**

Това притеснение със сигурност е резонно, особено с оглед на факта, че еврозоната се планира да бъде само и единствено паричен съюз, без каквато и да е по-дълбока политическа интеграция и синхронизация на стопанските модели и политики измежду страните членки. Предвижда се само създаването на обща валута, която ще бъде управлявана от обща централна банка. Единственият опит да бъдат адресирани огромните икономически разлики между различните страни-членки са т.нар. „Маастрихтски критерии“. Това са 4 критерия за икономическа конвергенция, която всяка потенциална страна членка на еврозоната трябва да изпълни преди присъединяване и да продължи да изпълнява като член на паричния съюз. Тези критерии засягат допустимите рамки на бюджетни дефицити, държавен дълг, инфлация и лихвени проценти, в които страните членки трябва да се впишат, за да се гарантира макроикономическа стабилност.

Уви, както историята на еврозоната показва по-късно, тези критерии не са достатъчни сами по себе си. Катастрофалната фискална и икономическа криза, до която се стига в Гърция между 2010 г. и 2015 г. (и която ще разгледаме в следващата част) е ясно доказателство. Всеки един от тези критерии може да бъде изпълнен временно изпълнен и кандидатстващата държава да бъде приета в еврозоната, без да е постигнала цялостна конвергенция в стопанския си модел и икономически политики спрямо останалите страни членки. Ако не се прилагат изключително стриктно спрямо всички страни членки след присъединяване, година след година, тези критерии са безсмислени.

Но дори да бъдат стриктно спазвани това може да е контрапродуктивно за страни, чиито стопански модели не могат устойчиво да поддържат изискуемите нива на съответните индикатори в дългосрочен план. За да може една държава да изпълнява Маастрихтските критерии успешно, тя трябва да следва подходящ за това икономически модел. Ако изпълнението на Маастрихтските критерии противоречи на икономическият ѝ модел, комбинацията между двете е неустойчива. Държавата или ще спре да изпълнява критериите, или ще трябва да реформира стопанския си модел.

³⁹ Tokarski, Pawel; “Divergence and Diversity in the Euro Area: The Case of Germany, France and Italy”; Stiftung Wissenschaft und Politik; Berlin; May 2019

⁴⁰ Eichengreen, Barry; “Is Europe an Optimum Currency Area?”; National Bureau of Economic Research; Massachusetts, USA; January 1991

Неизпълнение на критериите очевидно е по-лесната опция и освен ако не съществуват достатъчно силни институции, които да наложат обратното, всяка страна членка с икономически модел несъответстващ на Маастрихтските критерии ще спре да ги изпълнява. Без дълбока политическа интеграция, т.е. без някаква форма на федеративно обединение, не съществува толкова силни над-национални институции, които да могат да налагат критериите за конвергенция с достатъчна стриктност.

2. ЕВРОЗОНАТА КАТО ТРАГЕДИЯ НА ОБЩИТЕ БЛАГА

Неоптималната валутна зона неизбежно се превръща и в трагедия на общите блага. В еврозоната е очевидно налична ситуация, в която много конкуриращи се помежду си държави се опитват да експлоатират в своя полза един ресурс – общата валута – докато нито една от тях не носи отговорност за стопанисването на този ресурс. Отговорността е споделена. Споделеното стопанисване на какъвто и да е ресурс е икономическа ситуация, която е особено уязвима към т.нар. проблем с безплатен ездач (free-rider problem)⁴¹ – когато някой извлича печалба от даден ресурс, която е диспропорционална на неговия принос към стопанисването му и отговорността за това биха прехвърлена на другото.

В контекста на еврозоната най-очевидният начин по който тя страда от тези проблеми е по линия на монетизирането на държавни дългове.⁴² Всяка страна членка на еврозоната може чрез общата централна банка да „монетизира“ (т.е. да финансира) бюджетните си дефицити. Това е проинфлационна политика, която при равни други условия обезценява валутата. В условията на единна валута обаче икономическите щети от това инфлационно обезценяване са споделени между всички държави в еврозоната. Това автоматично споделяне на щетите значи, че капацитетът за провеждането на подобни политики е увеличен.

С други думи, цената на прекомерно дълбоки дефицити в Гърция няма да бъде понесена само от местните граждани. При равни други условия, споделяйки обща валута с други държави като Германия, държави като Гърция са способни да водят по-разпусната и проинфлационна фискална политика отколкото биха могли в противен случай. Благодарение на тази структурна „солидарност“ на еврозоната, по-ниската икономическа цена от подобни политики в Гърция значи и по-нисък политически риск за гръцките политици. Все пак, те се избират от гръцки граждани, които са в позиция пряко да спечелят от по-големите държавни харчове (финансирани с дълг) докато цената на тази по-разпусната фискална политика е поне частично изнесена навън и съответно по-ниска за самите тях, отколкото щеше да е в противен случай.

Това създава извратени стимули в рамките на еврозоната. Както видяхме именно тези извратени стимули, вкоренени в самата структура на паричния съюз, водят до дълговата криза в Гърция. При създаването на еврозоната е направен опит да се ограничи „free-riding“ рискът и да се предотврати деградацията в трагедия на общите

⁴¹ Rittenberg, Libby, Tregarthen, Timothy D. (2008)“Principles of Microeconomics”; OpenStax College; 2008; Chapter 6; Section 4

⁴² Bagus, Philipp; The Tragedy of the Euro; Ludwig von Mises Institute; Alabama, USA; 2010

блага от този тип чрез въвеждането на фискални правила. Обаче, както също стана ясно, тези правила са на практика ирелевантни – в еврозоната или няма политическа воля или институционален капацитет (или и двете) те да бъдат стриктно налагани.

Фактът, че еврозоната е неОВЗ, без дълбока политическа интеграция и конвергенция в икономическите политики на страните членки е особено остър проблем в това отношение. Валутен съюз на приблизително 20 суверенни държави с различни стопански модели, икономически интереси и подходи към фискалната политика неизбежно деградира в трагедия на общите блага, по линията на очевидна икономическа логика.

3. ВЪЗМОЖНИ ВЪЗРАЖЕНИЯ: ЕНДОГЕННОСТ НА ОПТИМАЛНАТА ВАЛУТНА ЗОНА И РЕФОРМИТЕ В ЕВРОЗОНАТА СЛЕД 2012 Г.

В противовес на данните и аргументите изложени дотук, една възможна защита на тезата, че еврозоната би могла да е ОВЗ е рефериране към теория за т.нар. „ендогенност“ на критериите за ОВЗ. Според това допълнение към класическата теория, дори дадена група държави да не изпълнява критериите за ОВЗ *ex ante* (изначално), то самото им обединяване в рамките на такава с времето ще доведе до достатъчна синхронизация на икономическите им цикли и стопански модели, така че те ще се превърнат в ОВЗ *ex post*. Тази теза набира особена популярност в академичните среди пред 90-те години на 20 век, конкретно във връзка със създаването на европейския паричен съюз и критиките на много икономисти, че страните, които се планира да бъдат включени в този съюз не представляват ОВЗ.⁴³

Теорията за ендогенност на критериите се осланя на допускането, че общата валута ще допринесе за съществено увеличение на търговския обмен между различните държави поради спад в транзакционните разходи, което с времето ще доведе до синхронизация на техните бизнес цикли, увеличена мобилност на работна ръка и капитал и евентуална политическа интеграция. Трябва да отбележим, че тази модификация на теорията на оптималната валутна зона страда от сериозни проблеми още на концептуално ниво. Постулирането на ендогенност на критериите на оптималната валутна зона всъщност не е просто корекция, а пряко противоречие на ключова част от основната теза на оригиналната теория. Ако изпълнението на критериите *преди* създаването на обща валута не е необходимо за нейното адекватно функциониране, то тогава можем ли въобще да говорим за критерии? Ако „критериите“ могат да бъдат „изпълнени“ по-късно, и то като пряко следствие на самото обединение в общ паричен съюз, то тогава въобще не става дума за критерии, а за последствия. Тезата за ендогенност на критериите обръща теорията на оптималната валутна зона с главата надолу.

Какво обаче показват данните, настрана от логическите проблеми с тезата за ендогенност на критериите? Има много данни, които са в противоречие с тази модифицирана версия на теорията за оптималната валутна зона. През 2003 г. е публикуван анализ върху развитието на Съединените американски щати, който

⁴³Frankel, Jeffrey A.; Rose, Andrew K; “The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria; The Economic Journal, Vol. 108, No. 449; Oxford University Press; Oxford; 1998; pp. 1009-1025

показва, че наличието на обща валута не успява да доведе до икономическа хомогенизация.⁴⁴ Доказателство за това са отчетливите вариации в бизнес циклите и нивото на корелация на доходите на щатско ниво измежду различните щати, които споделят обща валута. Важно е да се подчертае, че това изследване установява неспособност на общата валута да постигне синхронизация на бизнес циклите, дори в паричен съюз, който има обща фискална политика (на федерално ниво в САЩ), нещо, което и по време на публикацията на анализа, и днес, не е налично в еврозоната.

Що се касае самата еврозона, анализирани данни в третата глава на този текст сочат към заключението, че общата валутна зона не е довела до икономическа синхронизация сред по-голямата част от вътрешната си икономика. Държави като Германия, Франция, Италия, Испания и Холандия формират 80% от БВП на еврозоната и между тях се забелязва дивергенция по линия на редица ключови макроикономически показатели, сред които БВП на глава от населението и ниво на безработица. В научната литература за оптималната валутна зона тези признаци на дивергенция са отбелязани като контрааргумент на тезата за ендегенност още преди десетилетие.⁴⁵ Данните относно динамиката на други икономически променливи също не подкрепят теорията за ендегенност на критериите.

Например, данните за търговията сочат, че общата валута не е довела до по-високи нива на търговия измежду най-големите страни членки на еврозоната. През периода 1999-2020 г., делът на търговския обмен от общата търговия със света на всяка една от петте най-големи икономики на еврозоната с другите четири е спаднал.⁴⁶ Това противоречи на ключовото допускане на теорията за ендегенност на оптималната валутна зона, че критериите за нейното хармонично функциониране ще бъдат реализирани ex post като следствие на повишен търговски обмен и по-тесни търговски връзки между страните членки.

Таблица 2. Търговски обмен с всяка една от останалите четири държави като дял от общата търговия със света (1999 - 2020 г.)

	1999	2020	Промяна
Германия	29.0%	21.7%	-7.3%
Франция	39.0%	38.0%	-1.0%
Италия	40.6%	33.2%	-7.4%
Испания	46.3%	34.6%	-11.7%
Нидерландия	35.7%	31.7%	-4.0%

Източник: WITS

Отвъд теорията за ендегенност на критериите на оптималната валутна зона, единствената друга критика на гореизложената теза за структурната трагедия на

⁴⁴ Karras, Georgios; "How homogenizing are monetary unions? Evidence from the U.S. states"; The North American Journal of Economics and Finance, 14; 2003; pp. 381-397

⁴⁵ Hafner, Kurt A., Jager, Jennifer; "The Optimum Currency Area Theory and the EMU"; Intereconomics, Vol. 48, No. 5; 2013; pp. 315-322

⁴⁶ World Bank; World Integrated Trade Solution (WITS)

еврозоната би могла да цитира създаването на допълнителни механизми и институции като Европейския механизъм за стабилност (ЕМС) и Банковия съюз като решение на проблемите на паричния съюз. Подробен анализ на структурата и функционирането на Банковия съюз можете да намерите в нашия анализ „Една година в Банковия съюз: Какво значи това за България?“⁴⁷

Банковият съюз сам по себе си е недостатъчно решение на структурните проблеми на еврозоната, особено с оглед на това, че остава недовършен – все още няма обща схема за гарантиране на депозити. Но отвъд това, самият Банков съюз страда от собствени структурни проблеми и в настоящото си състояние е неспособен да разреши казуса с т.нар. „порочен кръг“ на взаимното финансиране между държави и банки по линия на пазарите за държавен дълг. Нещо повече, историята на решенията взети от Единния надзорен механизъм на Банковия съюз показват, че неговите правила не се прилагат consistently и липсва синергия между функционирането на неговите институции и институции на ЕС като Европейската комисия.

Заедно с Банковия съюз, създаването на Европейския механизъм за стабилност е най-мощната реформа, която е въведена в еврозоната през 2012 г. в отговор на дълговата криза в държави като Гърция. Този механизъм представлява фонд, който се пълни с вноски от всички страни-членки на еврозоната, пропорционални на техния БВП. ЕМС може и да набира средства от финансовите пазари чрез емитиране на дълг. Финансовият ресурс натрупан в този фонд може да се използва за подпомагане на страни членки, които са изпаднали във фискална криза. Максималният ресурс, който ЕМС може да отпусне под формата на заеми 500 милиарда евро, но този размер може да бъде увеличен при определени обстоятелства.⁴⁸

Би могло да се твърди, че със създаването на ЕМС, еврозоната започва поне частично да изпълнява критерия за фискална интеграция от теорията на оптималната валутна зона. Неговото наличие действително представлява форма на фискално обединение, но то е само частично такова. Що се касае този критерий, наличието на частично фискално обединение всъщност може би е по-лошо от пълната липса на такова.

В настоящата си форма ЕМС е поредната част от структурата на еврозоната, която вместо да стимулира икономическата конвергенция между страните членки, прави точно обратното. Наличието на механизъм за фискални трансфери, в случай на фискална криза, не стимулира страните с фискални проблеми (като Италия) да проведат реформи, които да разрешат тези проблеми, които реформи биха довели и до цялостна икономическа конвергенция с държавите в еврозоната, които имат сравнително по-стабилни фискални показатели. Точно обратното, поради факта, че правителствата на тези страни с фискални проблеми знаят, че в случай на фискална криза има формален механизъм за тяхното подпомагане, гарантиран от останалите страни членки, те са пряко стимулирани да не провеждат реформи, които адресират фискалните им проблеми и да продължат да водят политики, които ги задълбочават.

⁴⁷ Вулджев, Георги [Vuldzhev, Georgi (2021)] „Една година в Банковия съюз: Какво значи това за България?“; ЕКИП; София; 2021

⁴⁸ European Stability Mechanism; “ESM Treaty – consolidated version”; ESM; 02.02.2012

Това е класически пример на морален риск в икономиката – когато икономически агент има стимул да поеме повече риск, защото той няма да понесе пълните щети от този риск в случай на неговото реализиране, докато се възползва напълно от печалбите, генерирани от предприемането на този риск. В случая на еврозоната и ЕМС сметката за политиките в страните членки с фискални проблеми е много проста – те могат на 100% да се възползват от ползите от по-разхлабена фискална политика, без да поемат пълния им риск – той е споделен с останалите страни членки. По този начин ЕМС се превръща в поредния аспект на еврозоната, който задълбочава икономическите ѝ проблеми и рискове.

V. ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА НА ЕЦБ В КОНТЕКСТА НА ДИСБАЛАНСИТЕ В ЕВРОЗОНАТА

Дивергенцията в икономическото възстановяване след кризата от 2008/2009 г. поражда разнопосочни мнения относно това каква трябва да бъде паричната политика на ЕЦБ. Държави като Гърция и Италия искат тя да бъде по-стимулираща, защото имат проблем с растежа, докато държави като Германия искат по-рестриктивна политика, акцентирайки върху риска от завишена инфлация. Всяка държава предпочита такава политика, която счита за най-подходяща за своите нужди, но тези нужди са различни поради различната степен на възстановяване, а различната степен на възстановяване е следствие от разлики в местните икономически политики и в крайна сметка – самите стопански модели.

При наличието на собствена валута и централна банка, в условията на икономическа криза всяка държава има способността да следва такава валутна и парична политика, която отговаря на специфичните ѝ нужди и условия. Тези нужди и условия са различни във всяка една държава, породени от разлики в икономическите им политики и стопанските им модели. Икономика със силно гъвкав пазар на труда, висока продуктивност и фокусирана в износа на промишлени стоки с висока добавена стойност като Германия (или Холандия) има различни нужди от икономика със силно регулиран трудов пазар, ниска продуктивност, силно зависима от кредит за финансирането на вноса си като Гърция (или Италия).

Съответно, ако такива разнородни икономики споделят една и съща валута – каква парична политика е редно да следва централната им банка? Такава, която отговаря на нуждите на едната група икономики или на другата? Много е вероятно да се търси някакъв компромисен вариант, политика, която частично отговаря на нуждите и на двете групи. Това е особено вероятно и като отчетем, че решенията на общата централна банка са продукт на консенсус между представителите на местните централни банки на различните страни членки. Така обаче е много вероятно да се стигне до политика, която не отговаря напълно нито на нуждите на едните, нито на другите. И така да се окаже, че с обща централна банка паричната политика, която се следва във валутния съюз не е оптимална за нуждите на нито една страна членка. Всъщност, с оглед на анализа дотук няма как да не заключим, че това е най-вероятното развитие.

Деграцията на еврозоната в трагедия на общите блага продължава и до днес. Тежката дългова криза в Гърция и опасността от такава в Италия водят до съществена промяна в паричната политика на ЕЦБ.⁴⁹ В първото десетилетие от създаването на еврозоната централната банка приоритизира изпълнението на своя мандат преди всичко. ЕЦБ има само един официален мандат – да поддържа ценова стабилност.⁵⁰ Това я отличава от Федералния резерв на САЩ, например, който има дуален мандат – да поддържа ценова стабилност и ниска безработица. След настъпването на дълговата криза в еврозоната обаче, в своите действия ЕЦБ започва все повече да се отдалечава от стриктното придържане към своя специфичен единичен мандат. В периода след дълговата криза до днес, ясно си личи, че ЕЦБ приоритизира най-вече поддържането на устойчивостта на разходите по държавния дълг в страни като Гърция и Италия.

В опита си да гарантира, че до втора дългова криза няма да се стигне, от 2014-2015 г. насам ЕЦБ значително разхлаби своята парична политика. „Количествените улеснения“, в рамките на които ЕЦБ проактивно изкупува държавните облигации на страни членки в еврозоната от банки и други финансови институции в рамките, залегнаха като фундаментална част от нейната политика. Основният фокус на тази парична политика е да поддържа т.нар. „спред“ (разликата) между лихвите по държавния дълг на дълбоко задлъжнели и ниско продуктивни страни членки като Италия и Гърция и държавния дълг на по-фискално стабилните и продуктивни страни членки като Германия и Холандия.

Когато спредът между лихвите по дълга на различните страни членки на еврозоната достигне твърде големи нива, има риск от финансово разпадане на паричния съюз. Разширяването на този спред е ясен сигнал, че инвеститорите дълбоко се съмняват в платежоспособността на тези дълбоко задлъжнели държави, където лихвите продължават да растат и достигат все по-високи нива спрямо тези в по-фискално стабилните държави. Това прави още по-трудно за задлъжнелите държави да финансират разходите си, възпрепятства нормалното функциониране на публичните финанси и ги тласка към действителна неплатежоспособност. Растящият спред е сигнал, че инвеститорите на финансовите пазари смятат, че в случай на фискална криза, тези държави имат малък шанс да бъдат спасени от останалите членки на паричния съюз (поради липса на ресурс или политическа воля). Ако това се случи, стойността на самата обща валута ще се срине. Единственият начин този срив да се ограничи е може би чрез изключване на фалиращите държави от паричния съюз, но това би означавало неговото де факто разпадане, поне в настоящата му форма.

При формирането на еврозоната, лихвите по държавните дългове на всички страни членки конвергираха.⁵¹ В рамките на няколко години, лихвите по държавните облигации на държави като Италия и Гърция стигнаха сходни нива с тези на Германия

⁴⁹ European Central Bank; “ECB announces operational details of asset-backed securities and covered bond purchase programmes”; ECB; 02.10.2014 и European Central Bank; “ECB announces expanded asset purchase programme”; ECB; 22.01.2015

⁵⁰ EUR-Lex; “Treaty on European Union”; Article 127; European Union

⁵¹ European Central Bank; ECB Monthly Bulletin; November 2003

и Холандия.⁵² Това се случи, защото в периода 2000-2007 г. пазарите вярваха в официалната версия за еврозоната – че нивото на икономическа конвергенция между различните страни членки е толкова задоволително, че на практика да няма съществена разлика помежду им от гледна точка на фискален риск.

Кризата, която впоследствие настъпи показа, че това не е така. Рецесията в някои страни членки беше много по-тежка, отколкото в други, бюджетните дефицити в някои страни членки набъбнаха много повече отколкото в други, възстановяването за някои се оказа много по-трудно, отколкото за други. Това доведе до отлив на инвестиции от държавния дълг на държави, в които кризата протичаше по-тежко (като Италия и Гърция особено), скок в разходите по обслужване на задълженията и риск от неплатежоспособност.⁵³

За да предотврати масови държавни фалити, ЕЦБ започна активно да изкупува държавни ценни книжа на страни членки на еврозоната, с цел да намали спреда между лихвите по дълговете на по-слабите и по-силните икономики. По този начин дълговите разходи в дълбоко задлъжнелите икономики могат да останат под контрол и да се избегне изпадане в неплатежоспособност. Политиката на ЕЦБ спрямо силно задлъжнелите страни-членки е много красноречиво изразена от фразата на бившия управител Марио Драги от 2012, че централната банка ще направи „всичко, което е нужно“, за да запази еврото.⁵⁴ На практика това се оказва, че значи, че чрез паричната си политика ЕЦБ ще направи всичко необходимо, за да олекоти дълговото бреме на държави като Италия и Гърция.

ЕЦБ продължава да провежда тази политика до днес. Тя обаче страда от много сериозни недостатъци. На първо място не адресира фундаменталните проблеми и структурни противоречия на еврозоната, които доведоха до дълговата криза. Политиката на ЕЦБ на изкупуване на държавен дълг с цел ограничаване на фискалния натиск върху страните членки прави така, че лихвите по държавните ценни книжа до все по-малка степен отразяват икономическите фундаменти на съответните страни членки.⁵⁵ Фундаменталният проблем е, че, както вече обяснихме, еврозоната не е ОВЗ. Страните членки имат различни икономически модели и различни нужди от гледна точка на парична политика. Държави като Италия и Гърция следват икономически модел, който се нуждае от периодична обезценка на валутата за стимулиране на икономически растеж. Ако тази опция не е налична, какъвто е случаят откакто са в еврозоната, техните икономически модели трябва да бъдат реформирани из основи.

Агресивната парична политика на ЕЦБ по никакъв начин не адресира проблема с различните стопански модели в еврозоната. Даже напротив. Масовото изкупуване на

⁵² Ehrmann, Michael et al.; “CONVERGENCE AND ANCHORING OF YIELD CURVES IN THE EURO AREA”; The Review of Economics and Statistics, Vol. 93, No. 1; MIT Press; 2011; pp. 350-364

⁵³ FRED, Economic Data; “Long-Term Government Bond Yields: 10-year: Main (Including Benchmark) for Greece”; St. Louis FED; 2023 и FRED, Economic Data; “Long-Term Government Bond Yields: 10-year: Main (Including Benchmark) for Italy”; St. Louis FED; 2023

⁵⁴ European Central Bank; “Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London”; ECB; 26.07.2012

⁵⁵ Pieterse-Bloem, Mary, Eijffinger, Sylvesterl; “Euro area government bond spreads: A tale of different ECB policy regimes”; Centre for Economic Policy Research (CEPR); 2022

облигациите на силно задлъжнелите страни членки намалява стимула за същински реформи в тези държави. По този начин ЕЦБ дава сигнал на страни като Италия, че ще приоритизира предотвратяването на настъпването на втора валутна криза над всичко останало, включително реформирането на стагниращата ѝ икономика.

Този подход обаче не е устойчив в дългосрочен план. Без подобрене в продуктивността на италианската икономика, размерът на дълговото бреме ще продължи да се увеличава, разходите за неговото обслужване също. ЕЦБ ще трябва да предприема все по-обемни програми за изкупуване на държавен дълг. Това обаче създава все по-голям инфлационен натиск в рамките на паричния съюз. Особено в контекста на шок от страна на предлагането на стоки и услуги, както се случи през 2022 г., този инфлационен натиск може да доведе до непоносими нива на инфлация, както за производители, така и за потребители.

Продължителното набъбване на държавния дълг на Италия и рекордно високото дългово бреме в Гърция продължават да са големи проблеми за еврозоната. Тройката на МВФ, ЕЦБ и ЕК наложи ключови реформи и фискални правила на Гърция като условие за получаването на спасителните пакети, които предотвратиха фалит на южната страна членка. Тези реформи и фискални правила доведоха поне до временна стабилизация на фискалното състояние на държавата. Но бремето на държавния дълг остава огромно и се равнява на над 170% от БВП.

Кредитният рейтинг на страната също все още не е възстановен от рейтинговите агенции до нива, които се счита за сигурна инвестиция. През последните години държавният дълг на Гърция има сравнително добър профил – с много дълъг матуритет и ниски лихви – но основното търсене за нов Гръцки дълг идва от ЕЦБ. От първо тримесечие на 2020 до четвърто тримесечие на 2022, номиналният държавен дълг на Гърция се е покачил с 23.9 милиарда евро до 353.5 милиарда, по данни на официалната статистика.⁵⁶ Междувременно, към края на март 2023 кумулативните нетни покупки на гръцки държавен дълг от страна на ЕЦБ под „Pandemic emergency purchase programme” (PEPP), която е стартирана през март 2020, надишават 37 милиарда евро.⁵⁷ Това значи, че фискалната стабилност на държавата продължава да е силно зависима от паричната политика на ЕЦБ. Италия е още по-голям проблем, с оглед на факта, че формира около 15% от БВП на еврозоната през 2021 в сравнение с 1.5% за Гърция. А Италия понастоящем продължава да страда от тежки фискални проблеми.

Необходимостта ЕЦБ да държи лихвите по дълга на държави като Италия и Гърция ниски компрометира нейният официален мандат като централна банка – да контролира инфлацията и да поддържа ценова стабилност. Това е положение на „фискално надмощие“, ситуация, в която нуждите на фискалната политика доминират обективните съображения и нужди на паричната. Наличието на фискално надмощие ясно си личи от

⁵⁶ Hellenic Statistical Authority; “Quarterly Non-Financial Accounts of General Government/4th Quarter 2022”; Hellenic Statistical Authority; 2023

⁵⁷ European Central Bank; “Pandemic emergency purchase programme (PEPP); 05.04.2023; Frankfurt

поведението на управителния съвет на ЕЦБ.⁵⁸ Това е много сериозен проблем, защото поставя под риск контролирането на инфлацията в еврозоната, което е официалната функция на централната банка.

Вече виждаме последствията от това фискално надмощие на практика. След глобалната пандемия от Ковид-19, през 2022 г. инфлацията в еврозоната достигна много по-високи нива от тази в САЩ. Макар че енергийната инфлация дойде много по-рано и по-бързо в Европа, ЕЦБ започна да затяга паричната си политика месеци след Федералния резерв, и то не напълно. След като първоначално планираше пълното ѝ прекъсване, програмата на количествени улеснения беше частично запазена през лятото на 2022 г. ЕЦБ реши да прекрати изкупуването и реинвестирането на държавните облигации на страни като Германия и Холандия, но да продължи реинвестирането на дълга на Гърция и Италия.

Това решение бе взето след като в очакване на затягането на паричната политика на ЕЦБ, инвеститорите рязко се отдръпнаха от гръцки и италиански дългови инструменти и това доведе до скок в лихвите, особено остър през юни 2022 г. За да предотврати по-съществено увеличение в лихвите по дълговете на подобни държави, ЕЦБ реши частично да запази количествените си улеснения. Това на практика представлява скрит фискален трансфер от държави като Германия към такива като Италия. Защото докато продава държавния дълг на първите и по този начин вдига лихвите, които плащат, ЕЦБ прави точно обратното за вторите. Така цената на затягането на паричната политика (дотолкова доколкото има такова) се понася изцяло от по-фискално стабилни държави като Германия.

Това е много проблематично от макроикономическа гледна точка, защото по този начин освен, че задълбочава стагнацията в държави като Италия (както обяснихме горе), паричната политика на ЕЦБ същевременно затормозява растежа в държави като Германия и не е достатъчно ефективна в борбата срещу инфлацията. От настъпването на дълговата криза през 2010 г. страни като Германия функционират на практика като фискален гарант на тежко задлъжнелите икономики на еврозоната. Когато стане дума за спасителни пакети и механизми за фискално подпомагане като Европейският механизъм за стабилност, нетните платци са именно тези, които имат по-стабилни публични финанси.

Всичко което се взема от тези държави като трансфер към по-слабите икономики на еврозоната е загубен ресурс, който не може да се използва за инвестиции в тяхната собствена икономика. Оцеляването на паричния съюз съответно налага допълнително фискално бреме на държави като Германия, което впоследствие ограничава потенциала им за икономически растеж. Докога ще може да продължи това? Имплицитното фискално бреме, което по-здравите икономики понасят не може да расте до безкрай. В един момент Италия или трябва да проведе фундаментални реформи, които да вдигнат икономическата ѝ продуктивност, така че растежът на икономиката да започне да изпреварва растежа на дълга или да бъде оставена да фалира и да напусне еврозоната. Макар и втората опция да означава най-вероятно разпад на еврозоната въобще,

⁵⁸ Heinemann, Friedrich, Kemper, Jan; "The ECB Under the Threat of Fiscal Dominance – The Individual Central Banker Dimension"; *The Economist's Voice*, Vol. 18, Issue 1; 2021

реалността е, че фискалните проблеми на Италия не могат да бъдат субсидирани от други страни членки до безкрай.

Самата Германия е изправена пред тежки икономически предизвикателства поради енергийната криза. Санкциите върху Русия, наложени след инвазията на Украйна от страна на ЕС, и съответно загубата на най-голямата съседка на съюза като пряк източник на енергийни суровини (особено природен газ), води до трайно поскъпване на цените на енергийните продукти в Европа. Проблемът за Германия се задълбочава допълнително поради избора ѝ да се откаже напълно от ядрена енергия, която понастоящем е най-икономически рентабилният и надежден енергиен източник. В резултат на това Германия е под заплаха от деиндустриализация.⁵⁹ При настоящите енергийни цени, една голяма част от промишлените мощности на Германия стават неконкурентоспособни.⁶⁰ Именно тежката енергийно-интензивна промишленост (химическа, металургична, автомобилна) е икономическият двигател на Германия. Съответно, трайното поскъпване на енергийните цени най-вероятно ще доведе до сериозно забавяне на икономическия ѝ растеж.

Това прави икономическото бъдеще на еврозоната още по-несигурно. От самото основаване на паричния съюз, Германия играе ключовата роля на икономически и фискален стабилизатор. Германия отговаря за 29.3% от БВП на еврозоната и е сред топ 3 на най-големите търговски партньори на всички останали страни членки. Ако дългосрочният потенциален растеж на икономиката на Германия се влоши, това автоматично влошава икономическите перспективи за всички останали страни членки на еврозоната. Най-голям е рискът именно за силно задлъжнели икономики като Италия. В случай на дългова криза като тази в Гърция, Италия би разчитала на спасителен пакет финансиран до най-голяма степен от Германия. Дори преди енергийната криза потенциалният размер на спасителния пакет, който би бил необходим на Италия в случай на неплатежоспособност, се считаше за непоносимо голям.

През 2021 г. ЕЦБ проведе преглед на своята парична стратегия, който имаше за цел да оцени нейната настояща и бъдеща целесъобразност. Този преглед обаче не доведе до никакви съществени промени в паричната политика на централната банка. В неговите заключения ЕЦБ всъщност почти изцяло препотвърждава подхода, който така или иначе следва в паричната си политика дотогава.⁶¹ Препотвърден е основният мандат на ЕЦБ, който е постигането на ценова стабилност чрез таргетиране на 2% ниво на инфлация (измерена по ХИПЦ) в рамките на еврозоната. Леко е променен подходът към таргетирането на нивото на инфлация. Той вече става експлицитно „симетричен“, което значи, че както отклонения над, така и отклонения под целевото ниво са в еднаква степен нежелателни от гледна точка на приоритетите на централната банка. Сама по себе си, про-инфлационна промяна.

⁵⁹ The Economist; “Germany faces a looming threat of deindustrialisation”; The Economist 11.09.2022; Marin, Dalia; “German Deindustrialization Is Still Looming”; Project Syndicate; 06.02.2023

⁶⁰ Lights, Zion; “Will We Learn from the Deindustrialization of Germany?”; HumanProgress; 28.02.2023

⁶¹ European Central Bank; “The ECB’s monetary policy strategy statement”; 2021; Frankfurt

По отношение на „неконвенционалните“ мерки на паричната политика предприети от 2014 г. (като количествените улеснения), ЕЦБ заключава, че те са били целесъобразни, пропорционални и са имали положителен ефект в борбата ѝ срещу дефлационния риск след дълговата криза. Нищо не се споменава за фискалните рискове в еврозоната и връзката им с паричната политика. Единствената друга промяна в подхода на ЕЦБ към паричната политика касае инкорпорирането на съображения, свързани с измененията на климата. Централната банка излага като приоритет отчитането на „последствията от изменението на климата и прехода към нисковъглеродна икономика за паричната политика и централнобанковото дело, в съответствие с целите на ЕС по отношение на климата“ и също така се ангажира с „амбициозен план за действие във връзка с климата“.

Рискът от трайно забавяне на икономическия растеж в целия ЕС, породен от енергийната криза, само и единствено подчертава проблемите на еврозоната. Силно задължнели държави като Италия трябва възможно най-скоро да реформират икономиките си, защото времето, в което ЕЦБ можеше безпроблемно да субсидира дълговете им изтича. Подобна парична политика е все по-вредна за останалата част от еврозоната, особено в условията на висока инфлация. От юли 2022 г. насам ЕЦБ предприе рекордно бързо покачване на лихвените проценти, но то е закъсняло и само частична анти-инфлационна мярка. Инфлацията беше значително над 2% още в последното тримесечие на 2021 г.⁶² Освен това, чрез частичното запазване на количествените улеснения, ЕЦБ поддържа завишена ликвидност във финансовата система, която активно налива масло в огъня на инфлацията. Централната банка отново води „компромисна“ субоптимална политика, която нито е напълно концентрирана в борбата срещу инфлацията, нито е напълно отдадена на стимулирането на икономически растеж. Класическа трагедия на общите блага.

VI. БЪДЕЩОТО РАЗВИТИЕ НА ЕВРОЗОНАТА

Както стана ясно в предишната глава, паричната политика, която ЕЦБ следва, не помага за разрешаването на икономическите проблеми на еврозоната. Икономическата дивергенция вътре в съюза, изоставането и стагнирането на някои от най-големите ѝ икономики като Италия се задълбочава и паричната политика на ЕЦБ тушира реалните икономически стимули, които биха довели до необходимите реформи. На практика вместо да се адресира по някакъв начин изначалният структурен проблем на еврозоната – фактът, че тя не е ОВЗ – ЕЦБ решава да го „потули“ под лавината на финансова ликвидност, предоставяна от нейната политика.

Един вариант за развитието на еврозоната е създаването на пълен фискален съюз. Това би включвало създаването на общ бюджет за еврозоната, който се попълва с данъчните приходи на различните страни членки и се управлява от обща за валутния съюз институция, която играе ролята на финансово министерство. Тази институция би отговаряла за осъществяването на фискални трансфери (по нейна преценка) между

⁶² Eurostat; “Euro area annual inflation up to 4.9%: Flash estimate – November 2021”; Eurostat Euroindicators; 30.11.2021

различните страни членки. Подобна институция обаче би била на практика импотентна без правото да определя данъчната политика на различните страни членки. Така или иначе вече съществува официален фонд за фискални трансфери, в случай на много тежки кризи и риск от неплатежоспособност – това е Европейският механизъм за стабилност.

Ако просто се създаде институция с по-разширени правомощия от ЕМС, която или събира по-голям ресурс и/или е по-гъвкава в преценката кога може да се отпуска фискална помощ, това не представлява съществена промяна спрямо настоящата структура на еврозоната и не би било достатъчно, за да се решат фундаменталните проблеми на общата валута. Да не говорим, че създаването на обща фискална институция с разширени правомощия за трансфери най-вероятно ще е източник на политически конфликти. Държави като Германия и Холандия през годините са показали, че не са съгласни на фискални трансфери освен при крайна необходимост и стриктни условия, които те одобряват. Това е движено от вътрешнополитически съображения – местните данъкоплатци негодуваха по времето на Гръцката криза, защото им изглеждаше, че техни пари се използват за да се изплащат чужди дългове и икономически грешки. Евроскептицизмът в тези страни най-вероятно би се в по-голяма степен, ако се създаде институция с по-широки правомощия за фискални трансфери в рамките на еврозоната.

Но дори да нямаше подобни политически рискове и пречки, създаването на фискален съюз само по себе си не би било достатъчно да разреши икономическите проблеми в еврозоната. Вече обяснихме защо по-рано в този текст, когато анализирахме необходимостта от синхронизация на икономическите политики, за да може една обща валута да функционира хармонично. Създаването на фискален съюз в отсъствието на подобна синхронизация би довело до проблеми, сходни с тези, които произтичат от приемането на обща валута без икономическа синхронизация. Подобна икономическа синхронизация изисква политическа интеграция – еврозоната трябва на практика да се превърне в нещо подобно на федерация. Но възможно ли е това да се случи?

По всичко личи, че подкрепата за създаването на „Обединени европейски щати“ или някаква супер-федерация от подобен тип, остава много ниска. Може да се каже, че идеята за по-близка политическа интеграция на страните членки на ЕС е тествана най-сериозно с предложението за „Европейска конституция“ през 2004. Договорът, който трябва да установи тази конституция обаче е отхвърлен от две ключови страни членки – Франция и Холандия, след проведени референдуми в съответните страни през 2005 г. Впоследствие предложението за „Европейска конституция“ е пренаписано, в това което по-късно се приема като „Договорът от Лисабон“, подписан през декември 2007 г. Това е и последната реформа на Договора за Европейския съюз и до днес.

Оттогава всякакви идеи и планове за по-плътна политическа интеграция, дори само в рамките на еврозоната, не намират дори минимална реализация, въпреки че през годините има сериозни предложения в тази посока, и то от водещи европейски политици. Например, през 2012 се публикува документ озаглавен „Подробен план за задълбочен и истински Икономически и паричен съюз: започване на дебати на

европейско равнище⁶³, който има за цел да е първата стъпка към установяването на пълен политически съюз. Дори се предвижда създаването на „автономен бюджет на еврозоната“ отвъд ЕМС. Намеренията изложени в този документ остават просто пожелания и не са изпълнени до днес.

През 2015 г. е публикуван “Report of the five Presidents: Completion of the European Economic and Monetary Union” – план за „завършването“ на Европейския икономически и паричен съюз.⁶⁴ Този документ излага план за реформа на еврозоната, която цели постигането на пълен икономически, финансов, фискален и политически съюз в три етапа (които трябва да бъдат завършени най-късно до 2025). За да бъдат реализирани обаче е необходимо сериозно да се преработят договорите на Европейския съюз. Понеже това не се случва, амбициозните цели на този план не са изпълнени и няма изгледи скоро да бъдат.

По-късно, през 2017 г., лидерът на Партията на европейските социалисти Мартин Шулц предлага създаването на „Обединени европейски щати“ до 2025.⁶⁵ Шулц не е първият такъв политик в ЕС. През 2014 г. италианският премиер Матео Ренци обявява, че Италия ще се възползва от шестмесечното си президентство на ЕС да прокара същата идея.⁶⁶ И в двата случая не се следва нищо. През последното десетилетие всякакви подобни идеи за по-дълбока политическа интеграция в рамките на ЕС и на еврозоната срещат много слаба подкрепа, дори сред политическата класа. От 15 години насам не е подписван нов договор, реформиращ Договора за Европейския съюз и няма планове скоро това да се случи. За сравнение, в периода февруари 1992 – декември 2007 са подписани 4 договора реформиращи институциите на ЕС. Политическата интеграция на ЕС и еврозоната видимо буксува.

Понастоящем изглежда най-вероятно, че еврозоната ще продължи да деградира икономически. Стагнацията на италианската икономика ще се задълбочи поради липсата на воля и стимули за дълбоки икономически реформи. В рамките на паричния съюз държави като Италия нямат стимул за реформи, които да адресират проблемите с ниската икономическа продуктивност, защото ЕЦБ не спира да изкупува дълга им и по този начин субсидира неконкурентния им икономически модел. Същевременно, ЕЦБ и останалите институции на ЕС или не могат, или не искат да наложат стриктни фискални правила и икономически реформи в подобни държави.

Изглежда единствената ситуация, в която реформи се случват е когато дадена страна членка бъде изправена пред фалит както се случи в Гърция. Но мащабът на евентуална дългова криза в Италия би бил в пъти по-голям. Италия е третата най-голяма икономика в паричния съюз и отговаря за 15% от неговия БВП. Размерът на спасителен пакет за толкова голяма икономика най-вероятно би бил непосилен за останалите

⁶³ European Commission; “A Blueprint for a deep and genuine Economic and Monetary Union: Launching a European debate”; 28.11.2012; Brussels

⁶⁴ European Commission; “The Five Presidents’ Report: Completing Europe’s Economic and Monetary Union”; 22.06.2015; Brussels

⁶⁵ Delcker, Janosch; “SPD’s Martin Schulz wants United States of Europe by 2025”; Politico; 07.12.2017

⁶⁶ Banks, Martin, Squires, Nick; “Italy to push for “United States of Europe” when it holds the EU presidency”; The Telegraph; 22.06.2014

страни членки. По тази причина дългова криза в Италия най-вероятно би означавала край на еврозоната. Уви, това не е единствената заплаха. Както видяхме фискалното здраве и на втората най-голяма икономика на еврозоната, Франция, също е под въпрос.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В рамките на настоящия текст представихме анализ на структурните недостатъци на еврозоната като паричен съюз. От самото си създаване, еврозоната не отговаря на необходимите критерии за ОВЗ. Икономиките на страните, които се обединяват в този паричен съюз са твърде разнородни, за да може да функционират като ОВЗ. За да може еврозоната да е ОВЗ е необходимо държавите, които я формират да имат достатъчно сходни икономически модели и политики, така че да се избегне натрупването на икономически дисбаланси помежду им. Без конвергенция в стопанските модели и политики, преминаването през икономически шокове неизбежно води до икономическа дивергенция между страните членки в дългосрочен план.

Именно това се случва между т.нар. икономическа „периферия“ на еврозоната, включваща държави като Италия и Гърция, в сравнение с т.нар. „ядро“, чийто най-виден представител е Германия. Въвеждането на общата валута задълбочава вече съществуващи икономически дисбаланси в страни като Гърция и Италия, конкретно по линия на ниската им продуктивност и висока задлъжнялост. В случая на Гърция задълбочаването на икономическите проблеми след приемане на еврото е толкова сериозно, че държавата стига до неплатежоспособност и има нужда от три отделни спасителни пакета, за да стабилизира публичните си финанси.

Вместо до икономическа конвергенция, приемането на еврото води до съществена дивергенция между много от страните членки. От гледна точка на редица ключови икономически показатели, Италия, която формира 15% от БВП на еврозоната, днес е значително по-изостанала спрямо Германия (29% от БВП на еврозоната), в сравнение с 1999 г. През 1999 г. БВП на глава от населението в Италия е с 2.6% по-ниско от това в Германия, а през 2021 вече е с 20.7% по-ниско, докато безработицата е над два пъти по-висока (9.5% през 2021 в Италия спрямо 4.2% в Германия). Ясна икономическа дивергенция се забелязва между петте най-големи икономики в еврозоната, които формират около 80% от нейния БВП – Германия, Франция, Италия, Испания и Италия. Докато Холандия и Германия отбелязват изпреварващ темп на икономически растеж и сравнително стабилни фискални показатели между 1999 и 2021 г. в Италия, Испания и Франция се забелязват обратните тенденции – нисък растеж и влошаване на фискалните показатели.

Разнородните стопански модели и икономическата дивергенция неизбежно пораждат и политическо напрежение вътре във валутния съюз. Икономики с различни показатели имат нужда от различна парична политика. Неизбежно се стига до конфликт относно това каква политика трябва да води общата централна банка. Вместо да доведе до политическо обединение, общата валута всъщност създава повече напрежение между страните членки. Паричната политика на ЕЦБ се формира чрез консенсус и следователно не може да угоди напълно на всички. Неизбежно се следва парична

политика, която поне частично е неоптимална за различните страни членки. Освен това, решението да се предпази валутния съюз от разпад на всяка цена, дори това да изисква субсидирането на силно задлъжнелите икономики задълбочава тяхната задлъжнялост и тушира стимула за реформи, които да подобрят продуктивността. На практика това значи, че по линия на общата валута тежестта на икономическите проблеми на тези страни е прехвърлена и върху останалите. Растежът им е забавен, а инфлацията завишена. От неОВЗ, еврозоната се превръща в трагедия на общите блага.

Заклучението на нашия анализ е, че разрешаване на проблемите свързани със задълбочаващата се икономическа дивергенция в еврозоната и тежката стагнация на ключови страни-членки е невъзможно, освен при пълна политическа интеграция на валутния съюз. Това означава създаването на обща изпълнителна власт (включващата най-вече фискална власт) за всички страни-членки на еврозоната, т.е. трансформирането ѝ във федерална държава. Дори тогава разрешаването на дефинираните икономически предизвикателства не е сигурно, поради чисто политически рискове, но поне теоретично е далеч по-вероятно. Понастоящем структурата активно стимулира обратното – задълбочаването на икономическите дисбаланси между различните страни-членки, често чрез активното им субсидиране по линия на паричната политика на ЕЦБ.

Подобно ниво на политическа интеграция обаче изглежда политически невъзможно. Суверенитетът на различните страни членки в сферата на фискалната политика особено, все още се цени много високо, включително в държави, които формират политическото „ядро“ на паричния съюз, като Франция и Германия. Нещо повече, самите икономически дисбаланси в еврозоната най-вероятно са основната пречка пред по-дълбока политическа интеграция. В условията на споделен паричен суверенитет, икономическата дивергенция поражда спорове относно курса на паричната политика на ЕЦБ, както и фискалните и икономическите политики на местно ниво. Тези спорове водят до политическо напрежение между различните страни членки на еврозоната. Това от своя страна ги прави по-скептични относно потенциалното задълбочаване на политическата интеграция.

Според нас не е съвпадение, че последният договор, реформиращ структурата на Европейския съюз, включително по линия на по-дълбока политическа интеграция, е подписан преди повече от 15 години - през 2007 – точно преди настъпването на Европейската дългова криза и периода на най-рязка икономическа дивергенция в рамките на еврозоната. Тази пауза изглежда особено дълга на фона на предхождащия я 15-годишен период на постоянни активни усилия към задълбочаване на икономическата и политическата интеграция в рамките на Европейския съюз. Между 1992 и 2007 г. са подписани четири договора, реформиращи институциите на съюза в посока по-дълбока интеграция.

Последствията от структурните проблеми на еврозоната, както в икономически, така и в политически план, са основна пречка пред по-дълбоката политическа интеграция в рамките на паричния съюз. Така, иронично, еврозоната се оказва основната пречка пред провеждането на именно тези реформи, от които се нуждае, за да бъдат разрешени

икономическите ѝ проблеми и да оцелее в дългосрочен план. Мрачното предсказание на икономисти като Николас Калдор и Милтън Фридман сполетява Европейския съюз с пълна сила. Понастоящем еврозоната изглежда обречена на задълбочаващи се икономически дисбаланси, които неизбежно ще доведат до все по-ниска продуктивност, все по-слаб икономически растеж и все по-голямо задлъжняване. Показатели, по които еврозоната вече изостава зад останалата част от развития свят.

БИБЛИОГРАФИЯ

Вулджев, Георги (2021) Една година в Банковия съюз: Какво значи това за България?"; ЕКИП; София [Vuldzhev, Georgi (2021) Edna godina v Bankovia sayuz: Kakvo znachi tova za Bulgaria?"; ЕКИП; Sofia].

Bagus, Philipp (2010) The Tragedy of the Euro; Ludwig von Mises Institute; Alabama, USA.

Bahceli, Yoruk, Ranasinghe, Dhara (2020) ECB purchases push Greek 10-year bond yields to record low; Reuters; 06.08.2020.

Baltas, Nicholas (1992) Effects of adjustment of the green drachma to its current exchange rate; Agricultural Economics, Volume 7, Issues 3-4; 1992; 225-243

Banks, Martin, Squires, Nick (2014) Italy to push for „United States of Europe” when it holds the EU presidency; The Telegraph; 22.06.2014.

Delcker, Janosch (2017) SPD’s Martin Schulz wants United States of Europe by 2025; Politico; 07.12.2017.

Ehrmann, Michael et al. (2011) Convergence and Anchoring of Yield Curves in the Euro Area; the Review of Economics and Statistics, Vol. 93, No. 1; MIT Press; 350-364.

Eichengreen, Barry (1991) Is Europe an Optimum Currency Area?; National Bureau of Economic Research; Massachusetts, USA; January 1991.

Eliades, Evangelos (1954) Stabilization of The Greek Economy and the 1953 Devaluation of the Drachma; IMF Staff papers: Volume 4, No. 1.

EUR-Lex; Treaty on European Union; Article 127; European Union

EUR-Lex; Treaty of Maastricht on European Union; European Union

European Central Bank (2015) ECB announces expanded asset purchase programme; ECB; 22.01.2015

European Central Bank (2014) ECB announces operational details of asset-backed securities and covered bond purchase programmes; ECB; 02.10.2014.

European Central Bank (2003) ECB Monthly Bulletin; November 2003.

European Central Bank (2022) Monetary policy decisions; Press release; 09.06.2022; Frankfurt.

European Central Bank (2023) Pandemic emergency purchase programme (PEPP); 05.04.2023; Frankfurt.

- European Central Bank (2012) Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London; ECB; 26.07.2012.
- European Central Bank (2021) The ECB's monetary policy strategy statement; Frankfurt.
- European Commission (2012) A Blueprint for a deep and genuine Economic and Monetary Union: Launching a European debate; 28.11.2012; Brussels.
- European Commission (2015) The Five Presidents' Report: Completing Europe's Economic and Monetary Union; 22.06.2015; Brussels.
- European Commission (2010) The Economic Adjustment Programme for Greece; Occasional Papers 61; May 2010; Brussels.
- European Commission's Directorate General for Economic and Financial Affairs; AMECO database.
- European Commission; Stability and Growth Pact (SGP).
- European Stability Mechanism (2012) ESM Treaty – consolidated version; ESM; 02.02.2012.
- Eurostat (2021) Euro area annual inflation up to 4.9%: Flash estimate – November 2021; Eurostat Euroindicators; 30.11.2021.
- Financial Times (2010) Greece condemned for falsifying data; 12.01.2010.
- Financial Times (2015) Eurozone approves EUR 86bn Greek bailout; 14.08.2015.
- Fitch Wire (2022) Energy Shock Slows Pace of Greece's Fiscal Deficit Reduction; Fitch Ratings; 10.05.2022.
- Frankel, Jeffrey; Rose, Andrew (1998) The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria; *The Economic Journal*, Vol. 108, No. 449; Oxford University Press; Oxford; 1009-1025.
- FRED, Economic Data (2023) Long-Term Government Bond Yields: 10-year: Main (Including Benchmark); St. Louis FED.
- Friedman, Milton (1997) The Euro: Monetary Unity to Political Disunity?; Project Syndicate; 28.08.1997.
- Hafner, Kurt A., Jager, Jennifer (2013) The Optimum Currency Area Theory and the EMU; *Intereconomics*, Vol. 48, No. 5; 315-322.
- Heinemann, Friedrich, Kemper, Jan (2021) The ECB Under the Threat of Fiscal Dominance – The Individual Central Banker Dimension; *The Economist's Voice*, Vol. 18, Issue 1.
- Hellenic Statistical Authority (2023) Quarterly Non-Financial Accounts of General Government/4th Quarter 2022; Hellenic Statistical Authority.
- Kaldor, Nicholas (1971) The Dynamic Effects of the Common Market; *Destiny or Delusion: Britain and the Common Market*; London: Gollancz; 59-91.
- Karras, Georgios (2003) How homogenizing are monetary unions? Evidence from the U.S. states; *The North American Journal of Economics and Finance*, 14; 381-397.
- Karras, Georgios (1996) Is Europe an Optimum Currency Area? Evidence on the Magnitude and Assymetry of Common and Country-Specific Shocks in 20 European Countries; *Journal of Economic Integration*, Vol. 11, No. 3; Center for Economic Integration, Sejong University; 366-384.

Kenen, Peter (1969) The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View; Monetary Problems of the International Economy, III; University of Chicago Press; 41-60.

Lights, Zion (2023) Will We Learn from the Deindustrialization of Germany?; HumanProgress; 28.02.2023

Marin, Dalia (2023) German Deindustrialization Is Still Looming; Project Syndicate; 06.02.2023.

McKinnon, Ronald (1963) Optimum Currency Areas; The American Economic Review, Vol. 53, No. 4; 717-725

Mundell, Robert (1961) A Theory of Optimum Currency Areas; The American Economic Review, Vol. 51, No. 4; American Economic Association; 657-665.

New York Times (1983) Greece Devaluing Drachma 15%; NYT; 10.01.1983.

Phillips, A. W. (1958) The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom; *Economica*, Vol. 25, Issue 100; London School of Economics; 283-299.

Pieterse-Bloem, Mary, Eijffinger, Sylvesterl (2022) Euro area government bond spreads: A tale of different ECB policy regimes; Centre for Economic Policy Research (CEPR).

Public Debt Management Agency (Greece) (2022) Public Debt, Key Parameters, Weighted Average Maturity.

The Economist (2022) Germany faces a looming threat of deindustrialisation; The Economist 11.09.2022.

Tokarski, Pawel (2019) Divergence and Diversity in the Euro Area: The Case of Germany, France and Italy; Stiftung Wissenschaft und Politik; Berlin; May 2019 .

Transparency International (2022) 2021 Corruption Perceptions Index (CPI); 25.01.2022.

Wearden, Graeme, Smith, Helena (2012) Eurozone reaches deal on second Greece bailout after all-night talks; The Guardian; 21.02.2012.

World Bank; World Bank Open Data.

World Bank; World Integrated Trade Solution (WITS).