



ЕВРОПЕЙСКА ЦЕНТРАЛНА БАНКА

ЕВРОСИСТЕМА

10 ГОДИНИ ЕЦБ

МЕСЕЧЕН БЮЛЕТИН

1998 – 2008

МЕСЕЧЕН БЮЛЕТИН  
10 ГОДИНИ ЕЦБ

ЕВРОПЕЙСКА ЦЕНТРАЛНА БАНКА



ЕВРОПЕЙСКА ЦЕНТРАЛНА БАНКА  
ПЪРВИТЕ ДЕСЕТ ГОДИНИ





ЕВРОПЕЙСКА ЦЕНТРАЛНА БАНКА

ЕВРОСИСТЕМА



## МЕСЕЧЕН БЮЛЕТИН 10 ГОДИНИ ЕЦБ

За художественото оформление на всички издания на ЕЦБ през 2008 г. е използван мотив от банкнотата с номинал 10 евро.





© Европейска централна банка, 2008

**Адрес**

Кайзершрасе 29  
60311 Франкфурт на Майн  
Германия

**Адрес за кореспонденция**

Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main  
Germany

**Телефон**

+49 69 1344 0

**Интернет страница**

<http://www.ecb.europa.eu>

**Факс**

+49 69 1344 6000

*Изпълнителният съвет на ЕЦБ носи отговорност за публикуването на този бюлетин. Преводът се извършва и публикува от националните централни банки. (Емисията на български език се осъществява от Българската народна банка.)*

*Всички права запазени. Разрешава се възпроизвеждането само с образователна и нетърговска цел, като изрично се посочва източникът.*

**Снимки:**

ESKQ  
EUMETSAT  
Клаудио Хилс  
Мартин Йопен

*Статистическите данни, представени в този брой, са към 9 април 2008 г.*

ISSN 1830-6063 (онлайн)



## СЪДЪРЖАНИЕ

<b>ПРЕДИСЛОВИЕ</b>	<b>5</b>	Карета:	
<b>КРАТЪК ИСТОРИЧЕСКИ ОБЗОР</b>	<b>8</b>	1 Моделиране на икономиката в еврозоната	<b>36</b>
<b>ВЪВЕДЕНИЕ</b>	<b>11</b>	2 Основни комуникационни инструменти и канали, използвани от ЕЦБ	<b>52</b>
<b>ИНСТИТУЦИОНАЛНО УСТРОЙСТВО И ФУНКЦИОНИРАНЕ НА ЕВРОЗОНАТА</b>	<b>21</b>	3 Рамка на Евросистемата за обезпеченията	<b>57</b>
<b>СТРАТЕГИЯ ПО ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА НА ЕЦБ И НЕЙНОТО ПРИЛАГАНЕ</b>	<b>33</b>	4 Трансмисионен механизъм на паричната политика	<b>62</b>
<b>ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВА ПРЕД ИКОНОМИЧЕСКАТА ПОЛИТИКА И РАЗШИРЯВАНЕ НА ЕС</b>	<b>69</b>	5 Устойчивост на инфлацията и фактори, определящи динамиката на работната заплата	<b>87</b>
<b>ВЛИЯНИЕ НА ЕВРОТО ВЪРХУ ТЪРГОВИЯТА И КАПИТАЛОВИТЕ ПОТОЦИ И НЕГОВАТА МЕЖДУНАРОДНА РОЛЯ</b>	<b>97</b>	6 Предварителни изводи за работата на ЕЦБ, свързана с развитието на финансите	<b>115</b>
<b>ФИНАНСОВА ИНТЕГРАЦИЯ</b>	<b>111</b>	7 Ролята на хармонизирания индекс на потребителските цени	<b>152</b>
<b>ФИНАНСОВА СТАБИЛНОСТ И КОНТРОЛ</b>	<b>131</b>		
<b>СТАТИСТИКА</b>	<b>149</b>		
<b>ЕВРОБАНКНОТИТЕ – РЕАЛЕН СИМВОЛ НА ИНТЕГРАЦИЯТА</b>	<b>157</b>		
<b>ЗАКЛЮЧИТЕЛНИ БЕЛЕЖКИ</b>	<b>163</b>		
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ</b>			
10 години статистика на еврозоната и сравнение с други основни икономически зони	<b>167</b>		

## СЪКРАШЕНИЯ

### ДЪРЖАВИ

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

### ДРУГИ

БВП	брутен вътрешен продукт	МВФ	Международен валутен фонд
БМР	Банка за международни разплащания	МИП	международна инвестиционна позиция
ДЦК	дългови ценни книжа	МОТ	Международна организация по труда
ЕО	Европейска общност	НПФИ	непарично-финансова институция
ЕОК	ефективен обменен курс	НЦБ	национална централна банка
ЕПИ	Европейски паричен институт	ПФИ	парично-финансова институция
ЕС	Европейски съюз	тр.	тримесечие
ЕСС'95	Европейска система от сметки'95	ХИПЦ	хармонизиран индекс на потребителските цени
ЕСЦБ	Европейска система на централните банки		
ЕЦБ	Европейска централна банка		
ИПС	Икономически и паричен съюз		
ИПЦ	индекс на потребителските цени		
ИФК	Икономически и финансов комитет		
ИЦП	индекс на цените на производител		

В съответствие с практиката в Общността държавите – членки на ЕС, се подреждат в този бюлетин според азбучния ред на техните имена, изписани на националните им езици.



## ПРЕДИСЛОВИЕ



Европейската централна банка (ЕЦБ) е създадена на 1 юни 1998 г. Тя става независимата централна банка за единната европейска валута – еврото, въведено през януари 1999 г. Единна валута на обединение от държави не може да съществува без обща централна банка и обща система на централните банки. Затова на ЕЦБ и на Европейската система на централните банки (ЕСЦБ), която се състои от ЕЦБ и от централните банки на всички държави – членки на Европейския съюз (ЕС), е възложен мандатът да поддържат ценовата стабилност и да запазват доверието в еврото.

През май 1998 г. Европейският съвет взема едно от епохалните решения в историята на европейската интеграция. Ръководителите на ЕС решават, че 11 държави-членки са изпълнили условията за приемане на еврото. Този крайъгълен камък на европейската интеграция е положен в Договора от Маастрихт през 1992 г., който определя институционалната рамка на ЕСЦБ. Договорът прехвърля определянето на паричната политика на над-

национално равнище и го защитава от всякакъв натиск, включително от страна на правителствата, осигурявайки по този начин пълната независимост на ЕЦБ. Той също така предоставя на ЕЦБ изключителното право да разрешава емитирането на банкноти.

Договорът от Маастрихт е сключен и ратифициран от националните парламенти въз основа на презумпцията, че след известно време всички държави – членки на ЕС, ще приемат еврото и ЕСЦБ ще изпълнява всички свързани с единната валута задачи. Дотогава обаче главната роля е поета от редица централни банки в рамките на ЕСЦБ – Евросистемата, която се състои от ЕЦБ и от централните банки на държавите от еврозоната. Основният орган за вземане решенията на Евросистемата е Управителният съвет на ЕЦБ, който се състои от шестимата членове на Изпълнителния съвет на ЕЦБ и от управителите на националните централни банки (НЦБ) на държавите от еврозоната.

Управителният съвет на ЕЦБ дефинира ценовата стабилност като положителен темп на инфлация под 2% и е заявил, че целта му е да поддържа инфлацията близо, но под 2% в средносрочен план. В продължение на почти десет години като цяло е постигната ценова стабилност, въпреки че значителното нарастване в световен мащаб на цените на суровините, върху които паричната политика не може пряко да влияе, засегна Европа и останалия свят и доведе до средна инфлация малко над 2% от въвеждането на еврото насам. Това е забележителен резултат, като се вземат предвид всички сътресения, с които е белязан този период, и пътят, изминат от икономиките на държавите от еврозоната. През десетилетията преди въвеждането на еврото средната годишна инфлация в същите държави е значително по-висока, отколкото в еврозоната през последните десет години.

Стабилните цени са от изключително голямо значение – не само защото защитават стойността на доходите на всички членове на

Общността, и особено на най-уязвимите и бедните сред тях, но и защото понастоящем и в средносрочен план осигуряването по надежден начин на ценова стабилност е една от предпоставките за устойчив растеж и за създаване на работни места. Стабилизирайки очакванията за бъдещата инфлация на ниски равнища в съответствие с нашата дефиниция за ценова стабилност, ЕЦБ намалява премиите за инфлационен риск и по този начин осигурява благоприятни финансови условия за растеж и създаване на работни места. От въвеждането на еврото до края на 2007 г. в еврозоната са създадени над 15 милиона нови работни места, а безработицата достига най-ниското си равнище от началото на 80-те години на XX век насам.

Еврот играе особено важна роля като стимул за функционирането на огромния пазар на нашия континент и за постигането на действително единен пазар. То допринесе и за защитата на икономиката на еврозоната от множеството трусове в световната икономика и от значителната неустойчивост през последните няколко години.

Тези постижения отнеха време и значителни усилия, защото ЕЦБ плаваше в непознати води, вземаше широкомащабни и сложни решения и ги изпълняваше заедно с всички членове на Евросистемата – националните централни банки от еврозоната. Една от многобройните ни задачи през последните години беше да разберем как ще функционира след изграждането си новосъздаденият паричен съюз и какво ще бъде цялостното развитие на една обширна икономическа област в нейния напредък към пълно икономическо и парично обединение.

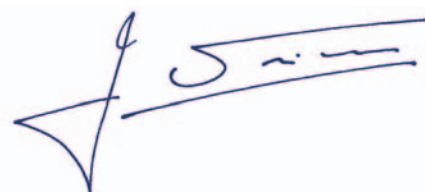
В този извънреден брой на *Месечния бюлетин* поглеждаме назад, към извършеното от ЕЦБ през последните десет знаменателни години, спираме се на някои от най-трудните моменти през този период и посочваме предизвикателствата, пред които ЕЦБ и еврозоната са изправени в началото на своето второ десетилетие.

Такива предизвикателства са преди всичко повишаването на гъвкавостта и приспособимостта на еврозоната чрез усъвършенстване на структурната и фискалната политика, както и увеличаването на потенциала ѝ за растеж. Неотменна остава необходимостта да вникваме в непрекъснатите промени в икономиката и да приспособяваме инструментариума си към тях, за да идентифицираме двигателите на бъдещата инфлация. За да продължи да вдъхва доверие, паричната политика трябва постоянно да бъде приспособявана и да поддържа инфлационните очаквания в съответствие с нашата дефиниция за ценова стабилност. Трябва също да разработим планове, как най-добре да се подготвим за бъдещото разширяване на еврозоната.

Постигнатото през изминалото десетилетие се дължи на далновидността и решимостта на членовете на Изпълнителния съвет – бивши и настоящи, и на енергията и усилията на всички служители на Евросистемата. По случай годишнината бих искал да изразя искрената си благодарност към всички, които допринесоха за изграждането на здрави основи за еврото. Единната валута се превърна в горд символ на един континент, който все повече извисява ръст.

Евросистемата работи сплотено в служба на 320 милиона граждани от 15 държави, решили да слоят своите съдбини. Еврот е нашата валута и народите на Европа знаят, че ние сме верни на мандата, който ни е възложен.

Издавам своята най-дълбока признателност на всички служители на ЕЦБ и НЦБ за техния изключителен принос и за това, че направиха възможно това издание.



Жан-Клод Трише, президент на ЕЦБ





**Изпълнителният съвет, юни 1998 г.**

**На заден план (от ляво на дясно):**

Томазо Падоа-Скиопа,  
Отмар Исинг,  
Еухени Доминго Соланс

**На преден план (от ляво на дясно):**

Кристиан Ноайе (вицепрезидент),  
Вим Ф. Дуйзенберг (президент),  
Сирка Хемелейнен



**Изпълнителният съвет, юни 2008 г.**

**На заден план (от ляво на дясно):**

Юрген Щарк,  
Хосе Мануел Гонсалес-Парамо,  
Лоренцо Бини Смаги

**На преден план (от ляво на дясно):**

Гертруде Тумпел-Гугерел,  
Жан-Клод Трише (президент),  
Лукас Д. Пападемос (вицепрезидент)

## КРАТЪК ИСТОРИЧЕСКИ ОБЗОР

Паричната интеграция в Европа се заражда в началото на 60-те години на XX век, когато шестте държави – членки на Европейската икономическа общност (ЕИО), започват да си сътрудничат по парични въпроси. Приблизително по същото време възниква и първото конкретно предложение за европейски икономически и паричен съюз. То е призив за превръщане до края на десетилетието на зоната за свободна търговия, създадена по силата на Договора от Рим, в икономически съюз. Не са предприети обаче никакви действия, тъй като през следващите няколко години международната парична система остава стабилна. Едва през 1969 г. след поредица от кризи на обменния курс и платежния баланс лидерите на шестте държави – членки на ЕИО, решават да разработят план за икономически и паричен съюз. Вследствие на това решение през 1970 г. е изработен Докладът „Вернер“, който предвижда създаването на такъв съюз на три етапа до 1980 г. Интересът към амбициозния план отслабва през 1971 г. след рухването на режима на фиксирания обменен курс от Бретън Удс. Същевременно европейските държави си дават сметка, че неконтролираното колебание на обменния курс може да възпрепятства по-нататъшната търговска интеграция. Първата стъпка през 1972 г., известна като „змията“, има за цел да стабилизира обменните курсове между няколко европейски валути, но тя става жертва на продължилото напрежение на валутните пазари и на международната рецесия, последвала първата петролна криза от 1973 г. През 1977 г., след като редица валути се присъединяват към „валутната змия“ или я напускат, системата вече е сведена до „зона на германската марка“, включваща Германия, държавите от Бенелюкс и Дания.

През 1979 г. Франция и Германия отново лансират каузата за парична интеграция и това довежда до създаването на Европейската парична система (ЕПС), която просъществува до въвеждането на еврото през 1999 г. Акцентът е поставен върху координирането и сближаването на паричната политика за постигане на ценова стабилност, допринасяща за стабилни

обменни курсове. През този период продължават да укрепват връзките между централните банки, преразглеждането на обменните курсове е поставено в зависимост от поетите ангажменти в политиката на сближаване, за да се намали честотата и въздействието на рушителни девалвации (каквито обаче все пак се случват), премахнати са ограниченията върху капитала, във всички държави се провежда политика за поддържане на ниска инфлация, а икономическата интеграция напредва с бързи крачки. Дългогодишният опит, натрупан от ЕПС, носи редица поуки за това, колко важно е да се поддържа устойчиво номинално сближаване и фискална дисциплина.

Към края на 80-те години отново се подлага на обсъждане въпросът за осъществимостта на европейски икономически и паричен съюз. Европейският съвет възлага на експертна комисия, председателствана от Жак Делор, да представи предложения за реализирането на икономическия и паричен съюз. Докладът „Делор“ очертава параметрите на Договора от Маастрихт, който през 1992 г. е подписан от държавните или правителствените ръководители на държавите – членки на ЕС, а до 1993 г. е ратифициран от всички държави-членки. Той полага основите за въвеждането на единната европейска валута близо десетилетие по-късно. В следващите години е отбелязан напредък в процеса на сближаване и се предприемат необходимите институционални мерки. Създаденият през 1994 г. Европейски паричен институт (ЕПИ) започва подготовката на законодателната, организационната и логистичната рамка на новата наднационална система на централно банкиране. Тази основа има съществено значение за създаването на ЕЦБ и ЕСЦБ, за възможността те да изпълняват задачите си и за въвеждането на новата единна валута.

През май 1998 г. Съветът на Европейския съюз решава, че 11 държави са изпълнили критериите за конвергенция, т.е. установения набор от условия за приемане на еврото. На 1 юни 1998 г. са създадени ЕЦБ и ЕСЦБ. До приемането на еврото от всички държави – членки на ЕС, глав-

ната роля е поета от Евросистемата, която се състои от ЕЦБ и централните банки на държавите от еврозоната.

Още от самото начало ЕЦБ и Евросистемата са изправени пред сериозни предизвикателства. По-специално, като нова институция ЕЦБ трябва да докаже своята надеждност и да спечели доверието на обществеността и на финансовите пазари, че ще поддържа ценова стабилност. Като свършено нова институция тя трябва също така да изгради рамка за ефективно единодействие с НЦБ от Евросистемата. Тези задачи са усложнени от изцяло новата институционална и икономическа среда. На практика еврото създава ново икономическо и финансово обединение, чиито характеристики не са опознати докрай и чиито последици не са напълно изяснени.

В този извънреден брой на *Месечния бюлетин* по случай десетата годишнина на ЕЦБ поглеждаме назад, към работата и постиженията на ЕЦБ и на Евросистемата през последните десет знаменателни години. Разглеждаме също и редица бъдещи предизвикателства и насоки за развитие в областите на компетентност на ЕЦБ. При обсъждане на работата на ЕЦБ и Евросистемата изпъкват две особености:

- Първо, паричната интеграция напредва през годините успоредно с икономическата. Всъщност пътят на Европа към икономическия и паричен съюз е уникален в историята, тъй като се основава на идеята за единен пазар на суверенни държави. Той се различава от множество парични съюзи, изградени в миналото, когато най-напред се създава политически съюз (национална държава), а той проправя пътя за въвеждането на единен пазар с единни условия за предприятията и домакинствата. Ние очакваме еврото да има благотворно влияние като стимул за по-нататъшна икономическа и финансова интеграция. Този въпрос е разгледан обстойно в четвърта, пета и шеста глава, които

представят ретроспективен преглед съответно на икономическата интеграция, нарастващата отвореност на търговията и интеграцията на финансовите пазари.

- Второ, вземането на решения в Евросистемата е централизирано, а изпълнението им е децентрализирано. Децентрализирането на Евросистемата предоставя три основни предимства. Първото се състои в това, че ЕЦБ се ползва от експертните знания, инфраструктурата и оперативния капацитет на НЦБ от Евросистемата. Второто предимство е, че НЦБ улесняват комуникацията между ЕЦБ и населението на еврозоната, тъй като говорят на езиките на съответните страни и познават тяхната култура. Третото предимство се заключава в това, че НЦБ осигуряват на кредитните институции във всяка държава достъп до мрежата за централно банкиране, а това е важен фактор предвид мащаба на еврозоната и дългогодишните взаимоотношения между националните банкови общности и техните НЦБ. Тази рамка функционира гладко през изминалите десет години. Освен това тя се справя успешно с разширяването на Европейския съюз и на еврозоната.

През тези десет години ЕЦБ спечели високо доверие в целия свят. Ще бъде важно тя да запазва това доверие, докато се сблъсква с всички бъдещи предизвикателства при навлизането на еврозоната в нейното второ десетилетие. В този извънреден юбилеен брой на *Месечния бюлетин* ще проличи, че в много отношения ние вече споделяме обща съдба.

## ЕВРОПЕЙСКА СИСТЕМА НА ЦЕНТРАЛНИТЕ БАНКИ (ЕСЦБ)



## ЕВРОСИСТЕМА







## I ВЪВЕДЕНИЕ

*„... да склоня всички да работят заедно, да им покажа, че отвъд разногласията и границите те имат общ интерес.“*

Жан Моне

В този извънреден брой на *Месечния бюлетин* е направен преглед на първите десет години от функционирането на Европейската централна банка (ЕЦБ) и на Евросистемата, която се състои от ЕЦБ и централните банки на държавите – членки на Европейския съюз, вече приели еврото. В юбилейния брой е описана работата на новата институция и на системата в това наситено със събития десетилетие и са посочени някои от предизвикателствата, с които те могат да се сблъскат през следващите десет и повече години.

ЕЦБ изпълнява своята първостепенна цел – да поддържа ценова стабилност – и нейната стратегия по паричната политика вдъхва доверие и е добре изяснена. Установяването на единна парична политика действително е най-очевидната задача на ЕЦБ, но в никакъв случай не е единствената. За да изпълнява целта си, ЕЦБ осъществява разнообразни задачи и дейности, някои от които са посочени и в Договора от Маастрихт, а други допълват установяването на единната парична политика. Ето защо в този извънреден брой ще бъдат разяснени по-подробно разнообразните други задачи на ЕЦБ и на Евросистемата.

Създаването на ЕЦБ и ЕСЦБ и въвеждането на еврото доведоха до ново институционално устройство на Икономическия и паричен съюз (ИПС). То съчетава централизирана парична политика и децентрализирана фискална и структурна политика. Във втора глава е обяснено как правомощията за определянето на единната парична политика са прехвърлени на наднационално, т.е. общностно равнище. Договорът предоставя на ЕЦБ – новосъздадената институция, на която е възложено да определя паричната политика – висока степен на независимост. Изяснено е, че това включва съчетание на институционалната независимост с персонална, финансова и функционална независимост. Новият Договор от Лисабон нарежда ЕЦБ сред институциите на Европейския съюз. Това отразява факта, че паричната политика е неделима и централните банки трябва да бъдат независими, за да осигуряват ценова стабилност. И обратно, за да се вземат предвид националните особености и институционалната уредба, фискалната политика се определя по-ефективно на национално равнище, при отчитане параметрите на Пакта за стабилност и растеж. Структурната политика също се определя на национално равнище, но подлежи на общностен преглед и съгласуване в рамките на Лисабонската стратегия.

Новото институционално устройство на ИПС предвижда подходящи процедури за съгласуване, които отчитат нарасналата взаимозависимост на държавите от еврозоната. В резултат на това ЕЦБ и Евросистемата трябва да обменят информация и да си взаимодействат тясно с няколко други европейски институции и органи, например със Съвета по икономически и финансови въпроси (Съвета ЕКОФИН), в който заседават министрите на финансите, и с различните му подготвителни комитети, с Еврогрупата и Европейската комисия. Освен това ЕЦБ е задължена да се отчита пред Европейския парламент. Съгласувателната практика от септември 1998 г. насам е задоволителна. С по-нататъшния напредък на интеграцията в еврозоната обаче политиката, определяна на национално равнище, ще трябва да отчита общностните изисквания.

Управителният съвет на ЕЦБ отговаря за формулирането на паричната политика на еврозоната и определя насоките за нейното прилагане. По-точно, през октомври 1998 г. той оповестява стратегия по паричната политика, ориентирана към стабилност и предназначена да изпълни

**ЕЦБ има една главна цел – ценова стабилност**

**Институционалното устройство на ИПС съчетава централизирана парична политика със...**

**... децентрализирана фискална и структурна политика...**

**... и изисква по-интензивен обмен на информация и координираност**

**Управителният съвет определя паричната политика**



## Двустълбова рамка на еврозоната

първостепенната цел, заложена в Договора от Маастрихт – ценова стабилност. Тази стратегия, доразвита през 2003 г., включва два основни елемента: количествено определение на ценовата стабилност и така наречената „двустълбова рамка“. Първият елемент определя, че главната цел на ЕЦБ е да задържа инфлацията под, но близо до 2 %. Всъщност единодушно е мнението, че паричната политика може да допринесе най-добре за икономическото благосъстояние чрез поддържането на ценова стабилност. Вторият елемент е „двустълбовата рамка“, която се основава на икономически анализ и на паричен анализ. И двата типа анализ са приложими за оценка на различните рискове за ценовата стабилност. Икономическият анализ се отнася за кратък до среден времеви хоризонт. Той черпи от широк набор икономически и финансови статистически данни и показатели относно перспективите за цените. Паричният анализ от своя страна се отнася за среден до дълъг времеви хоризонт и отдава първостепенно значение на динамиката на парите и кредита. Двустълбовата рамка дава възможност за добро структуриране на вътрешния анализ и улеснява комуникацията с широката общественост и с финансовите пазари.

## Евросистемата е плог на безпрецедентна подготовка

В трета глава са представени подробно основните характеристики и елементи на стратегията, нейното прилагане и провеждането на паричната политика след въвеждането на еврото през 1999 г. В тази глава се обръща внимание и на усърдния труд, вложен за осигуряване функционалността на Евросистемата. Той включва създаването на инфраструктурата за осъществяването на единната парична политика. ЕЦБ също установява своята собствена организация и процедури. В тази глава се подчертава, че ЕЦБ и Евросистемата започват да работят с ограничени познания за това, как би функционирала еврозоната след осъществяването на паричната интеграция. Провеждането на парична политика не е лесно и в спокойни времена, а при такова безпрецедентно преминаване от изпитани и доказани национални политики към нова, наднационална политика, предизвикателството е изключително голямо. От самото начало са вложени много средства в изследвания, анализи и статистика и до ден днешен се разработват разнообразни модели и инструменти, които способстват за генерирането на най-актуални данни. Голяма част от тези анализи са достъпни за обществеността и за експертите, така че представляват всеобщо благо.

## Икономическите реформи са ключът за гладкото функциониране на еврозоната

В четвърта глава са разгледани предизвикателствата пред икономическата политика и макроикономическите резултати в еврозоната. Анализът на реалните тенденции в икономиката и на икономическата политика служи на различни цели. Така например той допринася за гореописания анализ по двустълбовата стратегия и за анализа на трансмисионния процес на паричната политика, позволява да се изяснява доколко макроикономическите тенденции се дължат на структурна и фискална политика, както и на глобални фактори, и на влиянието им върху инфлационния натиск. В тази глава са описани някои тенденции в реалния растеж, производителността и пазара на труда в еврозоната през тези десет години. Забележително е, че през изминалото десетилетие общата рамка на ИПС поддържа много устойчив прираст на заетостта. След това е разгледана фискалната политика и са представени някои обобщени факти за презгранични различия в растежа на реалния БВП и в инфлацията.

От тази глава могат да се извлекат няколко поуки. В бъдеще структурните реформи и разумната фискална политика ще имат решаващо значение за цялостната макроикономическа стабилност и за добрите резултати в тези области, т.е. за по-силен растеж на заетостта и производството, ниска норма на естествена безработица и отсъствие на значителни разлики между тенденциите в различните държави. Презграничните различия в разходите и инфлацията, които се дължат на неуместна динамика на заплатите и на липса на фискална

и структурна гъвкавост, може да отслабят конкурентоспособността и да имат отрицателен ефект върху прираста на заетостта и на производството. Трябва да се осигури доброто функциониране на регулиращите механизми при конкретни сътресения чрез гъвкавост на трудовия и стоковия пазар, доизграждане на единния пазар и внимателно обмислена устойчива фискална политика. И накрая, за държавите, които имат в бъдеще за цел да приемат еврото, е добре в процеса на сближаване да вземат предвид тези проблеми и да бъдат добре подготвени, когато се присъединят към еврозоната.

Еврот постепенно променя икономиките в еврозоната. В деловата сфера някои разходи, например за обмяна на валута или за осигуряване срещу колебливи обменни курсове, са съкратени или изцяло премахнати. Намаляват разходите за информация, например за сравняване на цените на стоките и услугите в различни държави. Очаква се еврото да даде тласък на единния пазар, т.е. да премахне последните препятствия пред движението на стоки, услуги и хора, като повишава прозрачността на цените и възпира ценовата дискриминация. Това би следвало да допринесе за ограничаване на сегментирането на пазара и да стимулира конкуренцията. Като разменно средство и разчетна единица еврото е по-ефективно от многобройните валути, които замества. В този извънреден *Месечен бюлетин* ще обсъдим по какви начини еврото е допринесло за промяната на европейските финансови пазари и за макроикономическите резултати. Разбира се, процеси, които повишават интеграцията в еврозоната, протичат бавно и пълното им осъществяване може да отнеме няколко десетилетия.

Една от областите, където промяната е вече ясно видима, е международното измерение на еврото. В пета глава са представени четирите аспекта на тази промяна: търговията със стоки и услуги, капиталовите потоци, международната роля на еврото и взаимоотношенията на ЕЦБ с трети страни и с международни институции и органи. Ще видим какви процеси се развиват в държавите от еврозоната и какви са взаимоотношенията на еврозоната като цяло с останалия свят. Емпиричните данни и икономическите анализи сочат, че еврото стимулира търговията, преките чуждестранни инвестиции и презграничните портфейлни инвестиции между страните в еврозоната. Това означава, че еврозоната инвестира в себе си. Макар че благоприятства търговията в рамките на еврозоната, еврото повишава конкуренцията в нея и сближаването на търговските цени. Същевременно то допринася за повишаване на ефективността както в изпращащата, така и в приемащата държава посредством преразпределянето на капитал, най-вече в преработващата промишленост. Нещо повече, като стимулира потоците портфейлни инвестиции между държавите-членки от еврозоната, еврото способства за диверсификация на инвестиционния и потребителския риск. Очаква се тези явления да продължат и в бъдеще. Увеличава се значението на международното измерение на еврото и приложението му като резервна и трансакционна валута. То вече е втората по значимост международна валута след щатския долар, който има по-широк световен обхват.

През изминалото десетилетие ЕЦБ и ЕСЦБ отделят особено внимание на доброто функциониране на финансовата система. Централните банки са заинтересовани от финансовата система и нейната стабилност поради две основни причини. Първо, за да осъществяват централните банки главната си задача – да осигуряват ценова стабилност, – необходимо е финансовата система да функционира добре. Като се има предвид, че тя е основният канал на провеждане на единната парична политика, интегрираната, стабилна и ефективна финансова система е същностно необходима за гладкото и ефективно предаване на импулсите на паричната политика в цялата еврозона. Освен това централните банки носят основната отговорност за гладкото функциониране на системите за плащания и

**Въздействието на паричния съюз върху икономиката**

**Международното измерение на еврото**

**ЕЦБ/ЕСЦБ наблюдава внимателно финансовата система**

Евросистемата работи за  
напредъка на финансовата  
интеграция...

сетълмент и тази задача е тясно свързана със сигурността и ефективността на финансовата система като цяло. Второ, една добре функционираща финансова система разпределя финансовите ресурси по-ефективно в пространството и времето и поради това има ключово значение за постигането на по-висок и по-устойчив икономически растеж. Това е важна цел на държавната политика и централните банки я подкрепят активно.

Евروزоната е многонационална по характер. От самото начало една от основните цели на Евросистемата е да подобри функционирането на финансовите пазари, т.е. да стимулира финансовата интеграция в Европа. Шеста глава разглежда отбелязания напредък във финансовата интеграция от въвеждането на еврото насам, основните движещи сили и препятствията в това отношение, както и приноса на ЕЦБ и Евросистемата в процеса на интеграция. В нея се изтъква, че ЕЦБ и Евросистемата подпомагат процеса на финансова интеграция по четири основни начина: а) повишават информираността, привличат общественото внимание към финансовата интеграция и следят нейния напредък; б) действат като катализатор на пазарни инициативи за подпомагане на финансовата интеграция, например по отношение изграждането на Единната зона за плащания в евро (СЕПА); в) предоставят консултации по законодателната и регулаторната рамка на ЕС в областта на финансовите услуги; г) предоставят централнобанкови услуги, например улесненията за брутен сетълмент в реално време на плащания в евро (ТАРГЕТ), презграничното обработване на обезпечения (МКЦБ), както и инициативата ТАРГЕТ2-ценни книжа, която разработва начини за сетълмент в резервни пари на сделки с ценни книжа.

... и допринася за финансовата  
стабилност

Седма глава е посветена на друго основно задължение на Евросистемата – запазването на финансовата стабилност. Тази задача става все по-актуална през последните години, тъй като финансовият сектор се разширява значително спрямо реалната икономика и следователно икономическата роля на финансовата стабилност става все по-голяма. Макар че с поддържането на ценова стабилност Евросистемата дава своя възможно най-голям общ принос за финансовата стабилност, тя подпомага постигането на тази цел и по два конкретни начина. Първо, Евросистемата изпълнява определени задачи по поддържане на финансовата стабилност на равнище еврозона. Това включва наблюдение и оценка на финансовата стабилност в еврозоната (два пъти годишно ЕЦБ публикува своя „Преглед на финансовата стабилност“), както и осъществяване на пазарни операции за преодоляване на общи финансови сътресения и снемане на напрежението на паричния пазар в еврозоната. Второ, Евросистемата участва в определянето на политиката за финансова стабилност на компетентните национални власти и органи на ЕС, което включва три основни дейности: а) оказване на помощ в наблюдението и оценяването на финансовата стабилност на национално и общностно равнище; б) предоставяне на консултации по финансовото регулиране и финансовия надзор; в) принос в управлението при финансови кризи. Освен това Евросистемата отговаря пряко за наблюдението на пазарната инфраструктура, по-специално на платежните системи – задача, която също засилва стабилността на финансовата система. Тази глава описва задълженията и главните постижения на Евросистемата в областта на финансовата стабилност и надзора.

Добрата статистика има  
съществено значение за  
задълбочения анализ

Осма глава разглежда значението на висококачествената статистика за еврозоната и нуждата на ЕЦБ от изчерпателен набор от актуална, надеждна и еднородна парична, финансова и икономическа статистика, за да може да изпълнява задачите си, и по-специално да анализира рисковете за ценовата стабилност. В главата е представен и хармонизиращият индекс на потребителските цени, който ЕЦБ използва за оценка на ценовата стабилност. От 1999 г. насам количеството статистически данни, които ЕСЦБ предоставя, се е увеличило почти



трикратно. Паричната, финансовата и външната статистика се публикува редовно и съобразно стандартите за високо качество. Събрана е справочна документация, допринесла за разработването на световни статистически стандарти, например за паричната и финансовата статистика. Различни типове данни от статистиката на ЕЦБ вече са включени в подробните тримесечни финансови и нефинансови сметки на еврозоната. В статистическото приложение в края на този извънреден брой на бюлетина са включени избрани съпоставки по страни.

Девета глава представя евробанкнотите от различни аспекти и включва кратък преглед на развитието им през 90-те години на ХХ век и въвеждането им през 2002 г. След това е разгледано паричното обращение и неговото управление днес и в перспектива. Банкнотите действително са видим и успешен символ на ИПС и представляват сериозно постижение, като се има предвид мащабът на планирането и на организацията, свързани с въвеждането им.

В този извънреден брой на *Месечния бюлетин* е показано, че постигнатото през десетилетието от ЕЦБ и от Евросистемата може да се измерва в различни времеви хоризонти. Очертават се някои общи закономерности, които сочат и бъдещи предизвикателства:

- Евросистемата съчетава централизираното вземане на решения с децентрализираното им изпълнение от националните централни банки (НЦБ). Това се отнася за всички задачи и дейности, описани в този извънреден брой. В организационен план експерти на ЕЦБ и всички НЦБ участват в различни технически комитети и работни групи. Такива комитети и работни групи съдействат за редовното обработване на огромно количество данни и информация от всички държави в еврозоната. Това позволява да се обединят опитът и знанията на НЦБ от Евросистемата. Същевременно всички комитети и работни групи работят за еврозоната като цяло. Тази рамка подлежи на развитие и успешно насочва разширяването.
- Началото на Евросистемата бе скромно. Малко се знаеше за това, как ще функционира еврозоната след паричната интеграция. Провеждането на парична политика в свят на несигурност, разлюляван от трусове, е предизвикателство за всяка централна банка, а в първите години на еврозоната то беше още по-сериозно заради самата безпрецедентност на проекта, както е показано в трета глава. Това обяснява значителната инвестиция в аналитични инструменти, изследвания и статистика от самото начало, както е описано в трета, четвърта, пета, шеста и осма глава. Бяха разработени, понастоящем се използват и непрекъснато се усъвършенстват широк набор от модели и други аналитични инструменти. Огромна част от анализите и информацията е достъпна за обществеността. Тя е поместена на нашата интернет страница и в публикациите ни и е предмет на обществен контрол и експертни проучвания.
- Стратегията по паричната политика на ЕЦБ се основава на най-доброто от опита на НЦБ от Евросистемата, съчетано с нови елементи. Имайки предвид възложената му от Договора задача да поддържа ценова стабилност, Управителният съвет определи ясна цел за инфлацията. Това от своя страна повишава прозрачността и отговорността в работата на ЕЦБ. Икономическият и паричният анализ – двустълбовата рамка – осигуряват два допълващи се аспекта на оценката на рисковете за ценовата стабилност. Те също така представляват организиращият принцип за вътрешния анализ и за комуникациите с външния свят. Тази стратегия е вече добре позната и се радва на доверие. Доверието към нея способства за стабилизиране на дългосрочните инфлационни

Паричният съюз  
в моя джоб

Комитетите чертаят  
бъдещето на еврозоната

Малко се знаеше за това,  
как ще функционира еврозоната

Зоната на ценова стабилност  
се разширява

очаквания и за намаляване на инфлационните колебания. Във втора, седма и девета глава тук показваме как гладкото функциониране на стратегията по паричната политика на ЕЦБ подпомага изпълнението на различни други задачи на ЕЦБ и Евросистемата.

- Очаква се еврото да играе ролята на катализатор на икономическата и финансовата интеграция от гледна точка най-общо на пазарните сили, институционални и организационни промени и законодателни инициативи. За осъществяването на подобни промени понякога е нужно дълго време. Все пак процесите на икономическа, финансова и парична интеграция в Европа започват още през 50-те години на XX век и оттогава се развиват постъпателно. Решението за въвеждане на еврото се основава на твърдата увереност, че държавите от еврозоната са готови за това и че новата единна валута ще бъде двигател на благотворни процеси на по-нататъшно сближаване. Същевременно тук се обсъждат и някои непреодолени трудности. В отделни държави от еврозоната все още е налице разрыв между възприеманата от обществеността и реално измерваната инфлация. Този въпрос е разгледан в трета глава. Освен това икономиките в еврозоната могат още да повишат гъвкавостта и устойчивостта си срещу външни сътресения. За това става дума в четвърта глава. Нещо повече, европейската „регионална“ интеграция напредва едновременно с глобализацията, която също има сериозни и всепроникващи последици, представени в пета и шеста глава. Ето защо еврозоната ще трябва да напредва в развитието си под общия натиск на всички тези фактори.
- Фактът, че взаимосвързаността на еврозоната днес е по-силна отвсякога, променя представите ни за икономическия и паричен съюз. Еврото е и важен символ на идентичността на Европа.

Понастоящем еврото се използва от 320-милионното население на еврозоната, но освен това международното му обращение е по-широко, отколкото това на валутите, които замени, а и международните финансови пазари го използват все повече, както се посочва в пета глава. Тук, в извънредния брой на бюлетина, ние показваме, че еврото вече е довело до добри резултати, включително ценова стабилност и ниски лихвени проценти. Тези постижения подкрепят други положителни тенденции, които се развиват постепенно, но неотменно, например засилената търговия със стоки и услуги и по-тясна финансова интеграция, благоприятстваща от своя страна разволя и модернизирването на цялата финансова сфера. Наблюдава се и забележителна степен на устойчивост при усложнена международна обстановка. Според нас тези постижения дават и ще дават своя голям принос за посрещането на всички настоящи и бъдещи предизвикателства пред еврозоната и ще подкрепят адаптацията на националните икономики. Десета глава съдържа заключителни бележки. В таблицата по-долу са изброени някои важни институционални събития в историята на Евросистемата.

#### Важни институционални събития в историята на Евросистемата, 1998–2008 г.

1998 г.		
Май	Европейският съвет решава, че 11 държави са изпълнили конвергентните критерии и могат да приемат еврото (трети етап от ИПС)	Виж Предисловието
Юни	Създадени са ЕЦБ и ЕСЦБ	Виж Краткия исторически обзор
Септември	Президентът на ЕЦБ за първи път говори пред Европейския парламент	Виж глава 2
Октомври	Президентът на ЕЦБ за първи път участва в среща на Г-7	
Октомври	Оповестена е стратегията по паричната политика	Виж глава 3.1
Ноември	Съветът на ЕС приема регламент относно събирането на статистическа информация от страна на ЕЦБ	Виж глава 8
Декември	Оповестена е количествената референтна стойност за растеж на парите	

Декември	На ЕЦБ е предоставен статут на наблюдател в Международния валутен фонд	
Декември	Приети са необратимо фиксирани обменни курсове	Виж Краткия исторически обзор
<b>1999 г.</b>		
Януари	Въведено е фидуциарното евро. Създадена е единната парична политика на еврозоната	Виж глава 2
Януари	Въведен е ВМ II с Дания и Гърция като първи членове	Виж глава 2
Април	Споразумение на Евросистемата за извънредна ликвидна помощ	Виж глава 7
Юли	В няколко печатници започва производството на евробанкноти	Виж глава 9
Ноември	ЕЦБ става член на Банката за международни разплащания	
<b>2000 г.</b>		
Март	Европейският съвет приема Лисабонската стратегия	Виж глава 2
<b>2001 г.</b>		
Януари	Гърция се присъединява към еврозоната	Виж глава 2
Април	Приет е общоевропейски Меморандум за разбирателство между надзорниците на платежни системи и банковите надзорници	Виж глава 7
Август	Евробанкнотите са представени на обществеността	Виж глава 9
Септември	Започва предварителното разпределяне на евробанкноти и евромонети	Виж глава 9
<b>2002 г.</b>		
Януари	Преминва се към еврото: от края на февруари 2002 г. евробанкнотите и евромонетите са единственото законно платежно средство във всички държави от еврозоната	Виж глава 9
Ноември	ЕЦБ за първи път публикува „Доклад за банковите структури в Европейския съюз“	Виж глава 7
<b>2003 г.</b>		
Февруари	ЕЦБ за първи път публикува „Доклад за стабилността на банковия сектор в Европейския съюз“	Виж глава 7
Март	Приет е общоевропейски Меморандум за разбирателство относно сътрудничеството между надзорните органи и централните банки при финансови кризи	Виж глава 7
Март	Приет е Меморандум за разбирателство, установяващ съответните задължения за икономическа и финансова статистика на общностно равнище между ЕЦБ и Евростат	Виж глава 8
Май	Изяснена е стратегията по паричната политика на ЕЦБ	Виж глава 3.1
<b>2004 г.</b>		
Март	Изменена е оперативната рамка	Виж глава 3.3
Май	Националните централни банки на десетте нови държави – членки на ЕС, се присъединяват към ЕСЦБ	Виж глава 2
Юни	Валутите на Естония, Литва и Словения влизат във ВМ II	Виж глава 2
Декември	ЕЦБ за първи път публикува „Преглед на финансовата стабилност“	Виж глава 7
<b>2005 г.</b>		
Март/април	Лисабонската стратегия е обновена в резултат на прегледа, направен от групата на високо равнище, ръководена от Вим Кок	Виж глава 2
Март/юни	Преразгледан е Пактът за стабилност и растеж	Виж глава 2
Май	Приет е общоевропейски Меморандум за разбирателство относно сътрудничеството между надзорните органи, централните банки и министрите на финансите при финансови кризи	Виж глава 7
Май	Валутите на Кипър, Латвия и Малта влизат във ВМ II	Виж глава 2
Август	Евросистемата публикува допълнение към становището на Комисията относно политиката по финансовите услуги на ЕС (2005–2010 г.)	Виж глава 7
Септември	Евросистемата публикува за първи път показатели за финансовата интеграция в еврозоната	Виж глава 6
Ноември	Словашката крона влиза във ВМ II	
<b>2006 г.</b>		
Юли	Въведен е проектът ТАРГЕТ2-ценни книжа	Виж глава 6
<b>2007 г.</b>		
Януари	Словения се присъединява към еврозоната	Виж глава 2
Януари	Националните централни банки на България и на Румъния се присъединяват към ЕСЦБ	Виж глава 2
Март	ЕЦБ за първи път публикува „Доклад за финансовата интеграция в Европа“	Виж глава 6
Май	Публикувани са „Общи задължения във връзка със статистическата функция на ЕСЦБ“	Виж глава 8
Юни	За първи път ЕЦБ и Евростат публикуват съвместно интегрираните тримесечни икономически и финансови сметки на еврозоната по институционални сектори	Виж глава 8
Ноември	Евросистемата публикува „Принос към прегледа на Рамката <i>Ламфалуси</i> за финансово регулиране и надзор“	Виж глава 7
Декември	Подписана е Лисабонската стратегия	Виж глава 2
<b>2008 г.</b>		
Януари	Малта и Кипър се присъединяват към еврозоната	Виж глава 2
Април	Публикувана е „Рамка на ЕЦБ за качество на статистиката“	Виж глава 8
Април	Прието е споразумение за нов общоевропейски Меморандум за разбирателство относно сътрудничеството между надзорните органи, централните банки и министрите на финансите при финансови кризи	Виж глава 7

**Управителният съвет,  
юни 1998 г.**

**На заден план  
(от ляво на дясно):**

Луис Анхел Рохо,  
Алфонс Верплац,  
Антонио Фацио,  
Ив Мерш,

Антонио Жозе Фернандес де Соуса,  
Мати Ванхала, Клаус Либшер,  
Ноут Велинк,  
Жан-Клод Трише,  
Морис О'Конъл,  
Ханс Тетмайер

**На преден план  
(от ляво на дясно):**

Еухенио Доминго Соланс,  
Отмар Исинг, Кристиан Ноайе,  
Вилем Ф. Дуйзенберг,  
Сирка Хемелейнен,  
Томазо Падоа-Скиопа



**Управителният съвет,  
юни 2008 г.**

**На заден план  
(от ляво на дясно):**

Юрген Щарк, Ерки Лийканен,  
Клаус Либшер,  
Николас Гарганас,  
Ноут Велинк, Марко Кранъец

**В средата (от ляво на дясно):**

Джон Хърли,  
Мигел Фернандес Ордоньес,  
Кристиан Ноайе, Аксел А. Вебер,  
Лоренцо Бини Смаги,  
Майкъл Бонело

**На преден план  
(от ляво на дясно):**

Ив Мерш,  
Хосе Мануел Гонсалес-Парамо,  
Лукас Д. Пападемос,  
Жан-Клод Трише,  
Гертруде Тумпел-Гугерел,  
Атанасиос Орфанидис



Витор Констанцио, Ги Каден и Марио Драги не са присъствали при заснемането на фотографията.





**Генералният съвет, юни 1998 г.**

**На заден план (от ляво на дясно):**  
 Луис Анхел Рохо, Антонио Фацио,  
 Урбан Бекстрьом,  
 Антонио Жозе Фернандес де Соуса,  
 Мати Ванхала, Клаус Либшер,  
 Ноут Велинк,  
 Лукас Д. Пападемос,  
 Едуард Джордж,  
 Морис О'Конъл,  
 Ханс Тетмайер

**На преден план (от ляво на дясно):**  
 Алфонс Верплац, Ив Мерш,  
 Кристиан Ноайе,  
 Вилем Ф. Дуйзенберг,  
 Бодил Нибо Андерсен,  
 Жан-Клод Трише



**Генералният съвет, юни 2008 г.**

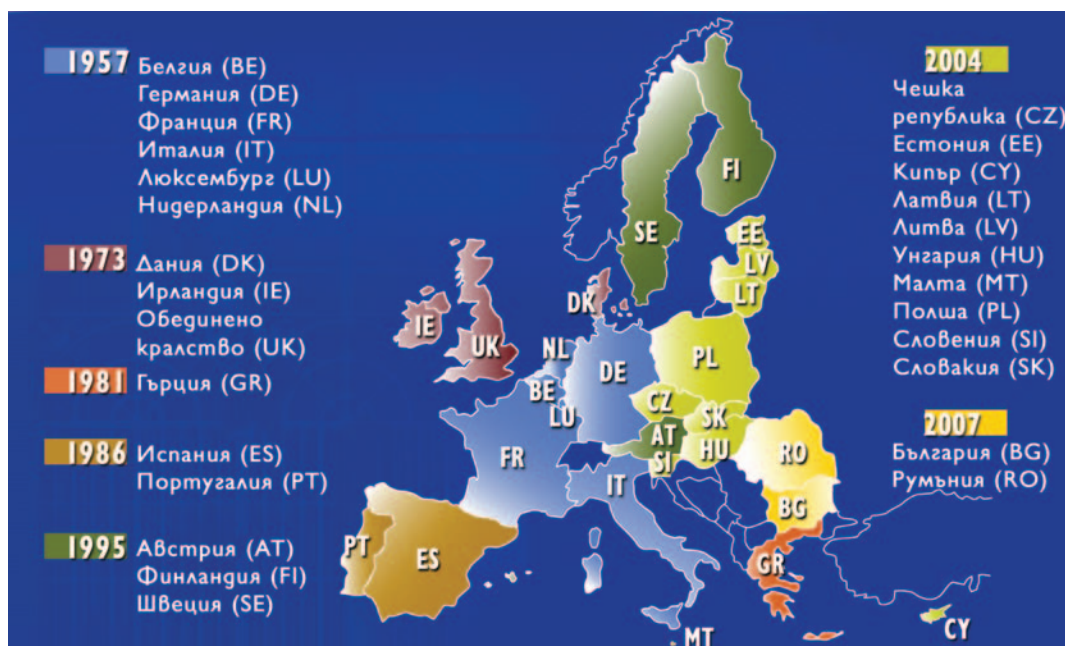
**На заден план (от ляво на дясно):**  
 Ерки Лийканен, Андраш Шимор,  
 Клаус Либшер,  
 Николас Гарганас,  
 Аксел А. Вебер,  
 Рейнолдиус Шаркинас,  
 Ноут Велинк, Андрес Липсток

**В средата (от ляво на дясно):**  
 Джон Хърли, Нилс Берншайн,  
 Кристиан Ноайе,  
 Илмар Римшевич,  
 Зденек Тюма,  
 Стефан Ингвес, Марко Краньец,  
 Мугур Константин Изареску

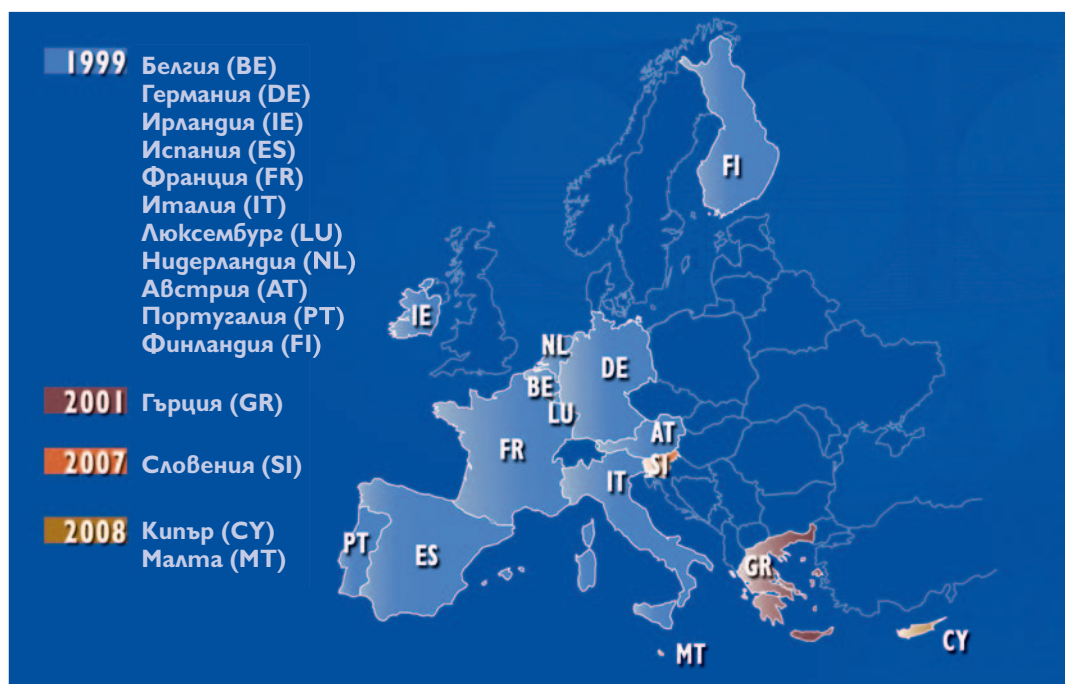
**На преден план (от ляво на дясно):**  
 Мигел Фернандес Ордоньес,  
 Иван Шрамко,  
 Лукас Д. Пападемос,  
 Жан-Клод Трише,  
 Майкъл Бонело,  
 Атанасиос Орфанидис,  
 Ив Мерш

Витор Констанцио, Ги Каден, Иван Искров, Марио Драги, Мървин Кинг и Славомир Скржишек не са присъствали при заснемането на фотографията.

## РАЗШИРЯВАНЕ НА ЕВРОПЕЙСКИЯ СЪЮЗ



## РАЗШИРЯВАНЕ НА ЕВРОЗОНАТА, 1999–2008 г.





## 2 ИНСТИТУЦИОНАЛНО УСТРОЙСТВО И ФУНКЦИОНИРАНЕ НА ЕВРОЗОНАТА

Макроикономическата политика в еврозоната се провежда въз основа на ясно разпределение на задълженията. Правомощията относно паричната политика са поставени на наднационално равнище, т.е. е възложени са на ЕЦБ. Икономическата политика, напротив, остава до голяма степен в кръга на правомощията на държавите-членки, макар да подлежи на процедури за съгласуване. Договорът от Маастрихт дава на ЕЦБ/Евросистемата независимостта, която ѝ е необходима, за да провежда единната парична политика и да изпълнява другите си задачи. Същевременно Договорът възлага на ЕЦБ редица задължения да се отчита пред широката общественост и пред нейните избрани представители – Европейския парламент. Освен това ЕЦБ участва в редица европейски форуми и редовно обменя мнения с институции на Общността.

Първото десетилетие на ИПС показва, че тази безпрецедентна институционална структура, от която ЕЦБ е неделима част, е стабилна в основата си. Това е отчетено и в новия Договор от Лисабон, който оставя институционалната уредба по същество непроменена. Има обаче и редица други важни предизвикателства. По-специално, ръководителите на икономическата политика на национално равнище следва да упражняват съответните си правомощия по сегашната уредба, за да продължи подобряването на макроикономическите резултати на еврозоната.

Тази глава е структурирана по следния начин: раздел 2.1 представлява кратък преглед на институционалното устройство на еврозоната и на някои промени, настъпили през изминалото десетилетие; в раздел 2.2 е разгледано взаимодействието на ЕЦБ с други институции и органи на Общността; в раздел 2.3 са изредени процедурните стъпки за разширяването на еврозоната и на ЕС.

### 2.1 ИНСТИТУЦИОНАЛНО УСТРОЙСТВО

В институционалното устройство на икономическия и паричен съюз (ИПС), установено в Договора от Маастрихт, ясно са разграничени отговорностите на общностно равнище и на национално равнище. Вследствие въвеждането на единната валута задълженията относно паричната политика в еврозоната са прехвърлени на общностно равнище. На Евросистемата е дадена висока степен на независимост от политическо влияние, за да изпълнява тя първостепенната си цел – да поддържа ценова стабилност. Икономическата политика (например фискалната и структурната) остава, напротив, главно в правомощията на държавите-членки и е вградена в европейска рамка, предназначена да дисциплинира. Основната причина за тази двойственост се корени в това, че докато паричната политика в един паричен съюз е по същество неделима, икономическата политика трябва да отчита национални особености и институционална уредба и поради това може да се провежда по-ефективно на национално ниво. Освен това, когато икономическата политика влиза до голяма степен в задълженията на националните власти, това добавя елемент на състезателност между политиките, която способства за повишаване на ефективността им и заимстване на най-добрите практики.<sup>1</sup>

Същевременно единната валута насърчава засилването на икономическата интеграция на националните икономики, което от своя страна повишава тяхната взаимозависимост (по-

Ясно разпределение на отговорностите

<sup>1</sup> По-подробно описание на настоящата рамка се съдържа в статията “The economic policy framework in EMU”, Месечен бюлетин на ЕЦБ, ноември 2001 г.

специално, през последните десет години се увеличиха търговските и капиталовите потоци, виж глава 5). Прекомерно децентрализирани и некоординирани политически мерки биха били вредни, защото няма да отчитат в достатъчна степен нарастващата взаимозависимост. По-конкретно, самостоятелното вземане на решения вероятно ще се окаже по-неефективно за преодоляване на общите икономически сътресения, които като цяло имат сходни въздействия в повечето или дори във всички държави. Нещо повече, държавите-членки трябва да вземат предвид евентуални вторични ефекти (т.е. възможността решенията на една държава да повлияят върху останалите). Освен това икономическата политика на държавите-членки трябва да бъде насочена към стабилност, за да се осигури нейната съвместимост с първостепенната цел на единната парична политика. Това е още по-необходимо поради факта, че държавите-членки от еврозоната вече не разполагат със своя парична политика и политика на обменните курсове и поради това трябва да разчитат на други видове политика, за да стимулират конкурентоспособността и да се справят със сътресенията. Тези съображения обосновават необходимостта от съгласуване в областта на икономическата политика. Такова съгласуване може да се извърши чрез два подхода към политиката: „твърд“, основан на строги закони или процедури, или „мек“, основан на взаимен натиск или взаимна подкрепа между държавите-членки и диалог на общностно равнище.

Три режима за изработване на политика

Договорът предвижда три различни режима за изработване на политика в различните области на ИПС: а) пълно прехвърляне на правомощията относно паричната политика на общностно равнище; б) правила за съгласуване на фискалната политика; в) „мек“ координиране за другите видове икономическа политика. В разделите по-нататък те ще бъдат разгледани поотделно.

Стабилно институционално устройство

Основното заключение от изложението в тази глава е, че институционалното устройство на еврозоната осигурява адекватна рамка за функционирането на ИПС през първите десет години. Новият Договор от Лисабон оставя институционалното устройство на ИПС по същество непроменено, признавайки по този начин адекватността на рамката.<sup>2</sup>

## ОБШНОСТНО РАВНИЩЕ

### Независимост на централната банка, отчетност и прозрачност

От икономическата теория и от примери от предишните десетилетия е напълно очевидно, че независимостта на централната банка е предпоставка за постигане и поддържане на ценова стабилност. Ето защо Договорът предвижда и узаконява независимостта на ЕЦБ в редица аспекти.

Независимостта на централните банки е световна тенденция

През последните няколко десетилетия развитието на рамките на паричната политика в целия свят се характеризира с обща тенденция към независимост на централните банки. Както ще видим, възгледът за независимостта има много аспекти. По-големите пълномощия и независимост изискват демократична легитимност, която предполага висока степен на прозрачност в провеждането на паричната политика и интензивни връзки с обществеността. Тази обща тенденция е резултат от радикалната промяна в мисленето на икономистите през

<sup>2</sup> Договорът от Лисабон е подписан от държавните или правителствените ръководители на държавите – членки на ЕС, на 13 декември 2007 г. Той изменя Договора за Европейския съюз и Договора за създаване на Европейската общност, като целта му е да осигури по-демократично, по-прозрачно и по-ефективно функциониране на разширения Европейски съюз. Предвижда се Договорът от Лисабон да влезе в сила през 2009 г., след като бъде ратифициран от всички държави-членки.



70-те години на XX в., когато те признават основната роля на очакванията за икономическото поведение.

Независимостта на една централна банка, т.е. нейната свобода от политическо въздействие при провеждането на паричната политика, осигурява съсредоточаването на паричната политика върху ценовата стабилност, като по този начин улеснява стабилизирането на инфлацията и на инфлационните очаквания на ниски равнища. След високата инфлация през 70-те години възниква въпросът, защо централните банки не могат да удържат инфлацията и как в бъдеще това може да се предотврати. Едно от основните изтъкнати обяснения е, че централните банки са изпуснали контрола върху инфлацията поради това, че са лишени от независимост. При липса на независимост на централната банка паричната политика не може да бъде съсредоточена надеждно върху ценовата стабилност, защото по всяко време може да бъде изложена на политически предпочитания за увеличаване на производството в краткосрочен план за сметка на повишаване на инфлацията в дългосрочен план. Обществото обаче разбира този проблем и от самото начало очаква по-висока инфлация, така че очакваната краткосрочна сделка „инфлация срещу производство“ се проваля и единственият сигурен резултат остава трайно по-високо равнище на инфлация. Единственият изход от тази дилема е паричната политика да бъде възложена на независима централна банка с ясен мандат да поддържа ценова стабилност.

Икономическите аргументи в подкрепа на независимостта на централната банка трябва да бъдат преоформени в изчерпателна и подробна правна рамка. За да бъде осигурена необходимата независимост на ЕЦБ/ЕСЦБ, следва да се вземат предвид измеренията на независимостта на паричната политика, произтичащи от Договора.

Институционалната независимост на ЕЦБ от всякаква намеса, включително от страна на правителствата на държавите-членки, е гарантирана с чл. 108 от Договора. Той постановява категорично, че нито ЕЦБ, нито някой от членовете на нейните органи за вземане на решения имат право да искат или да приемат указания от институциите или органите на Общността, от правителство на държава-членка или от някой друг орган. Договорът постановява също, че институциите и органите на Общността, както и правителствата на държавите-членки също са длъжни да спазват този принцип и да не се стремят да оказват влияние върху членовете на органите за вземане на решения на ЕЦБ. Институционалната независимост на ЕЦБ се допълва от нейните законодателни правомощия и от консултативната ѝ роля по отношение на проекти на национални и общностни законови разпоредби, които са в нейната сфера на компетентност.

Според разпоредбите на Договора ЕЦБ разполага с всички необходими компетентности и пълномощия, за да изпълнява своя мандат, като по този начин ѝ е предоставена функционална независимост. Така например ЕЦБ има изключителните правомощия по отношение на паричната политика в еврозоната. Пълният контрол на ЕЦБ над паричната база се осигурява от нейния монопол върху емитирането на банкноти и от изискването емитирането на монети от държавите-членки да подлежи на одобрение от страна на ЕЦБ. Освен това чл. 101 от Договора предпазва Евросистемата от натиск за предоставяне на парично финансиране на държавния дълг посредством кредитиране на публичния сектор.

Персоналната независимост дава на членовете на Управителния съвет необходимата сигурност за техния мандат и способства за избягването на конфликт на интереси. В това

отношение Уставът на ЕСЦБ/ЕЦБ защитава персоналната независимост на органите за вземане на решения на ЕЦБ, като постановява сравнително продължителни срочни договори и изключва отстраняване от поста на основание на провеждана по-рано политика. В това отношение най-важният въпрос е да се осигури възможността управителните органи на централните банки да имат по-дълги мандати, отколкото политиците, за да гледат по-далеч напред, да съсредоточават вниманието си върху средносрочни въпроси, докато политиците имат краткосрочни цели, съответстващи на изборния цикъл.

И накрая, финансовата независимост, която означава, че централната банка разполага самостоятелно със своите финансови ресурси и приходи, е важна, защото ѝ позволява да изпълнява ефективно задачите си. В ИПС това е осигурено от Европейската централна банка, която има собствен бюджет, независим от този на ЕС, и от пълното записване и внасяне на капитала на ЕЦБ от националните централни банки от Евросистемата.

В Договора от Лисабон ЕЦБ е изрично посочена като една от институциите на Европейския съюз. Тази промяна в правния статут на ЕЦБ няма реални последици за нейното положение в институционалното устройство на ЕС, тъй като Договорът от Лисабон не променя никога от основните институционални характеристики на ЕЦБ – нейните първостепенни цели и задачи, правото ѝ да приема правни актове и юридическата ѝ правосубектност и независимост.

Широкообхватната независимост, която Договорът и Уставът дават на ЕЦБ, трябва да получи адекватна легитимност, за да бъде в съответствие с демократичните основи на европейското общество. Това изисква отчетност пред широката общественост и пред демократично избрани органи. Демократичната легитимност на независимите централни банки е регламентирана различно в различните демократични системи. Правомощията им също може да се различават според целите, които те са си поставили.

Три елемента се открояват във връзка с демократичната легитимност на ЕЦБ/ЕСЦБ. Първо, ратифицирането на Договора и измененията на устройствените закони на националните централни банки в рамките на националното законодателство са основен източник на демократична легитимност. Второ, важно е членовете на управителните съвети, включително членовете на Изпълнителния съвет на ЕЦБ, както и управителите на национални централни банки да бъдат назначавани от демократични институции. И накрая, ЕЦБ е длъжна да се отчита за политиката си.

По отношение на отчетността ЕЦБ е длъжна да обяснява на гражданите и на техните представители в Парламента как изпълнява пълномощията си. По-специално, ЕЦБ е задължена да представя годишен доклад за своята парична политика и за другите си дейности пред Европейския парламент, Съвета, Европейската комисия и Европейския съвет (повече информация за тези органи е поместена в раздел 2.2). ЕЦБ е задължена да представя този доклад на Европейския парламент и на Съвета. Освен това президентът на ЕЦБ и другите членове на Изпълнителния съвет могат да бъдат изслушвани от компетентните комисии на Европейския парламент по искане от парламента или по своя инициатива (задължението на ЕЦБ за представяне на доклад пред Европейския парламент е разгледано в раздел 2.2)

Отчитането е по-лесно, ако на централната банка е даден ясен мандат. В ЕС Договорът определя на ЕЦБ/ЕСЦБ ясна първостепенна цел – да поддържа ценова стабилност. Ако

обаче централната банка трябваше да преследва едновременно няколко цели, щеше да е неимоверно по-трудно тя да се отчита за изпълнението на мандата си. Нещо повече, Управителният съвет на ЕЦБ е дал количествено определение на преследваната цел и е определил подходяща и изчерпателна стратегия за постигането ѝ, което ограничава откъслечните решения и личното влияние при вземането на решения.

Фактът, че намаляването на инфлацията в световен мащаб и успешното стабилизиране на инфлационните очаквания през последните две десетилетия съвпадна със световна тенденция към независимост на централните банки, доказва ясно, че независимостта на централните банки е предварително условие за постигане и поддържане на ценова стабилност. Това гледище се подкрепя и от множество емпирични доказателства. Многобройни проучвания в различни страни показваха, че по-голямата независимост на централната банка е свързана с по-ниска средна инфлация.<sup>3</sup>

## ПАРИЧНА ПОЛИТИКА

Договорът от Маастрихт възлага на ЕЦБ отговорността за единната парична политика и определя нейната първостепенна цел – да поддържа ценова стабилност. Без да накърнява тази първостепенна цел, паричната политика подкрепя цялостната икономическа политика на Общността. Тези правила се основават на принципа, подкрепен от емпирични доказателства и научни изследвания и възприет с широк обществен консенсус, че поддържането на ценова стабилност е най-добрият начин, по който паричната политика може да допринесе за постигане целите на икономическата политика на Общността, като високо равнище на заетост и устойчив и неинфлационен растеж. Основните характеристики на рамката на паричната политика и на нейното прилагане са разгледани в трета глава. Опитът от изминалите десет години потвърждава здравината и устойчивостта на този подход, както е описано в четвърта глава, която разглежда макроикономическите резултати на еврозоната.

В еврозоната решенията по паричната политика се вземат от Управителния съвет на ЕЦБ, който се състои от шестимата членове на Изпълнителния съвет и управителите на националните централни банки на държавите от еврозоната, на принципа „един човек – един глас“. Що се отнася до операциите, чрез които се прилагат решенията по паричната политика, когато това е възможно и подходящо, Управителният съвет ги провежда чрез националните централни банки в съответствие с принципа за оперативна децентрализация<sup>4</sup> (например докато минималният лихвен процент по заявките в ежеседмичните основни операции по рефинансиране се определя централно от ЕЦБ, самите търгове се провеждат от националните централни банки с пазарните им контрагенти).

За еврото е приет гъвкав режим на обменния курс. Това означава, че външната стойност на еврото, също както на другите основни валути, например щатския долар, се определя на пазара. Обменният курс не е инструмент на икономическата политика. Наистина не би имало особен смисъл да се създаде еврото и след това да се постави паричната политика в

3 Виж P. Moutot, A. Jung и F. Mongelli (2008), „The workings of the Eurosystem. Monetary policy preparations and decision making”, Annex 1, Тематични материали на ЕЦБ № 79, където се съдържа кратък преглед на данните и преоценката.

4 За анализ на принципа на децентрализация и разликата с принципа на субсидиарност виж Zilioli, *ESZB-Satzung, Artikel 12, in von der Groeben-Schwarze hrsg., Kommentar zum Vertrag über die Europäische Union, 2003, 6. edition, c. 427–428*, и Zilioli, Selmayr, *The Law of the ECB, Hart publishing 2001, c. 70–71*.

зависимост от външни, а не от вътрешни условия. Ценовата стабилност е цел както на паричната политика, така и на политиката на обменните курсове, следователно няма поставена цел по отношение на обменния курс. При провеждането на своята парична политика ЕЦБ взема предвид обменния курс дотолкова, доколкото той влияе върху икономическата обстановка и върху перспективите за ценова стабилност.

## НАЦИОНАЛНО РАВНИШЕ

### Фискална политика

За гладкото функциониране на паричния съюз е необходима фискална дисциплина, тъй като необмислената фискална политика може да създаде очаквания или да доведе до политически натиск върху централната банка да приеме по-висока инфлация, за да облекчи дълга на сектор *Държавно управление*, или да задържа ниски лихвените проценти. Ето защо Договорът съдържа няколко разпоредби за избягване на подобни рискове. Четвърта глава представя по-подробно фискалната политика и нейните последици.

На първо място, Договорът категорично забранява финансирането на държавния дефицит от централните банки. Той също така постановява, че сектор *Държавно управление* не трябва да има привилегирован достъп до финансови институции. Освен това така наречената „клауза за отказ от отговорност“ в Договора постановява ясно, че нито Общността, нито която и да е държава-членка следва да носи отговорност за задълженията на друга държава-членка.

Освен това Договорът предвижда задължение държавите-членки да избягват прекомерен дефицит. Ако дадена държава-членка не спазва референтните стойности за бюджетен дефицит и дълг, определени в Протокола за процедурата при прекомерен дефицит към Договора, процедурата може в крайна сметка да доведе до финансови санкции.

През 1997 г. фискалната рамка е значително усъвършенствана с въвеждането на Пакта за стабилност и растеж<sup>5</sup> (ПСР). „Предпазният лост“ на ПСР въвежда по-конкретна процедура за многостранно наблюдение, според която държавите-членки от еврозоната представят програми за стабилност, а държавите извън еврозоната представят програми за сближаване. Тези годишни програми съдържат общ преглед на икономическите и фискалните тенденции във всяка държава, средносрочна цел на бюджетната политика и коригиращи мерки за постигане на средносрочната цел. Съветът може също така да отправи препоръка за „ранно предупреждение“. Освен това Пактът за стабилност и растеж оптимизира стъпките и графика на процедурата при прекомерен дефицит посредством „коригиращия лост“.

Що се отнася до „коригиращия лост“, преработеният през 2005 г. Пакт за стабилност и растеж придава по-голяма гъвкавост на процедурите. По-специално, увеличена е свободата при определянето на прекомерния дефицит, а процедурните срокове са удължени. Колкото до „предпазния лост“, преработеният ПСР също предвижда по-голяма свобода при определянето и преследването на средносрочната цел. Много наблюдатели, включително ЕЦБ, изразяват загриженост, че тези промени ще подкопаят доверието във фискалната рамка

5 Пактът за стабилност и растеж, приет през юни 1997 г., се състои от резолюция на Европейския съвет и Регламенти № 1466/97 и № 1467/97. Виж и Stark, J. (2001) *The genesis of a pact*, във: Brunila, A., M. Buti and D. Franco (eds.), *The Stability and Growth Pact. The architecture of fiscal policy in EMU*. Basingstoke: Palgrave.

Необходима е зраба  
фискална политика

Фискалната политика  
на държавите-членки е  
координирана чрез Пакта  
за стабилност и растеж



и устойчивостта на публичните финанси в държавите-членки от еврозоната и че като цяло те я правят по-сложна и по-малко прозрачна.

### Структурна политика

Договорът изисква държавите-членки да „проведат икономическите си политики като въпрос от общо значение“. Общите насоки на икономическата политика са крайъгълен камък на тази постановка. Договорът въвежда също и многостранна рамка за надзор върху политиката по заетостта, включително приемане на насоки за заетостта. Все пак, макар че Съветът има право да издава препоръки до държавите-членки, които не съблюдават общите насоки на икономическата политика, Договорът не предвижда никакъв механизъм за принуда или санкции.

Структурната политика е важна част от цялостната координация на икономическата политика и съответно към нея се прилага „мек“ подход на съгласуване, основан предимно на взаимен натиск и взаимна подкрепа. Както се посочва в четвърта глава, за гладкото функциониране на ИПС са необходими особено гъвкави и конкурентни пазари, тъй като държавите вече не могат да прибегват до механизми за корекция от времето преди ИПС, за да си възвръщат конкурентоспособността (напр. девалвация на валутата). Икономическата политика, съсредоточена върху страната на предлагането, трябва да отчита конкретните условия във всяка държава, а при политика с национална специфика трябва да бъде прилаган само „мек“ подход на съгласуване.

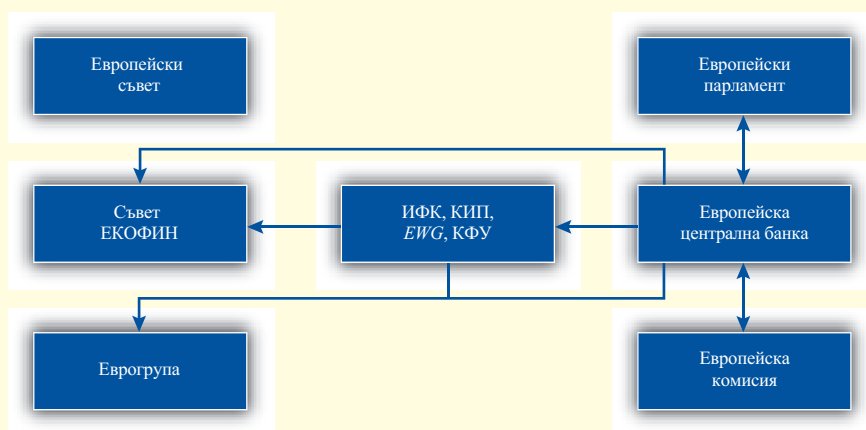
През март 2000 г. Европейският съвет в Лисабон доразвива този подход, като приема така наречената „Лисабонска стратегия“, чертаеща амбициозна програма за структурни реформи, които да повишат потенциала за растеж на Европейския съюз. Стратегията съдържа две институционални нововъведения: а) „пролетни заседания“, на които от Европейския съвет се очаква да дава импулси и насоки за икономическата политика и структурните реформи; б) нов „отворен метод за координация“ (нова форма на управление в ЕС) като средство за задълбочаване на сътрудничеството посредством определянето на „най-добри практики“.

Пет години след създаването на Лисабонската стратегия обаче резултатите от нея са нееднозначни. След преглед, проведен от група на високо равнище начело с бившия министър-председател на Нидерландия Вим Кок, на пролетното си заседание през 2005 г. Европейският съвет постига съгласие за съществено преработване на Лисабонската стратегия. По-специално, фокусът вече е прехвърлен към растежа и заетостта, а управлението ѝ е оптимизирано с цел да нарасне ролята на отделните държави в областта на структурните реформи и да се увеличи политическата легитимност на целия процес.

През пролетта на 2005 г. Европейският съвет решава също общите насоки на икономическата политика и насоките за заетостта да бъдат обединени в един пакет – „интегрирани насоки“, за да бъдат по-добре съгласувани. Сега интегрирани насоки са приети за тригодишен период, като при необходимост се актуализират годишно. Освен това многобройните доклади са заменени от национални програми за реформи, които позволяват ежегодна оценка на постигнатия напредък.

Имайки предвид големия мащаб на еврозоната, разликите в икономическите резултати на държавите-членки не са изненадващи (вж. раздел 3 на глава 4 за описание на разликите в макроикономическите резултати на държавите от еврозоната). Сходни наблюдения могат да

Графика I Взаимоотношения на ЕЦБ с други институции/органи на Общността



ИФК – Икономически и финансов комитет; КИП – Комитет по икономическа политика;  
EWG – Euro Working Group; КФУ – Комитет по финансови услуги

се направят за други големи валутни зони, например САЩ. Фактът обаче, че икономическите различия в еврозоната са по-скоро трайни, е признак, че икономиките в нея не са достатъчно гъвкави. Затова е от съществено значение правителствата да продължат да изпълняват целите на Лисабонската стратегия, за да могат да се ползват от предимствата на ИПС.

## 2.2 ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ НА ЕЦБ С ДРУГИ ИНСТИТУЦИИ И ОРГАНИ НА ОБШНОСТТА

Описаното институционално устройство на ИПС изисква интензивно взаимодействие на общностните/наднационалните институции. Този раздел допълва споменатите постановки за общите принципи, на които се опира устройството на ИПС. Тук ще разгледаме по-специално взаимодействието на ЕЦБ с основните институции на Общността.<sup>6</sup>

### ВЗАИМООТНОШЕНИЯ С ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ

Както вече беше посочено, в противовес на дадената ѝ независимост ЕЦБ осигурява прозрачност на действията си пред широката общественост и има сериозни задължения за отчетност, по-специално пред Европейския парламент. В рамките на тези задължения президентът на ЕЦБ и другите членове на Изпълнителния съвет могат да бъдат изслушвани от компетентните комисии на Европейския парламент по искане на Парламента или по собствена инициатива. На практика на всеки три месеца президентът на ЕЦБ се явява пред Комисията по икономически и парични въпроси. Годишният доклад на ЕЦБ се представя пред Комисията по икономически и парични въпроси и на пленарно заседание на Европейския парламент.

6 Обърнете внимание, че горната диаграма илюстрира само взаимодействието между ЕЦБ и други институции/форуми на общността, но не и взаимодействията между последните. По-подробен анализ се съдържа в статията “The ECB relation with institutions and bodies of the European Community”, Месечен бюлетин на ЕЦБ, октомври 2000 г.

ЕЦБ е задължена да се отчита пред Европейския парламент

Освен това, в допълнение към изискванията на Договора, ЕЦБ и Европейският парламент поддържат и редица други контакти, например неофициални посещения. ЕЦБ е заявила съгласие да отговаря на писмени въпроси на членове на Европейския парламент. За по-голяма прозрачност както въпросите, така и отговорите се публикуват в *Официален вестник на Европейския съюз*.

Тази уредба позволява на ЕЦБ ефективно да се отчита пред избраните представители на Европейския съюз и пред широката общественост.

### ВЗАИМОТНОШЕНИЯ СЪС СЪВЕТА ЕКОФИН И НЕГОВИТЕ ПОДГОТВИТЕЛНИ КОМИТЕТИ

Съветът по икономически и финансови въпроси (ЕКОФИН), т.е. Съветът, който заседава в състав министри на финансите, се занимава с въпроси на икономическата и финансовата политика, засягащи ЕС като цяло, и (за разлика от Еврогрупата, виж следващата подточка) е упълномощен да взема официални решения. Договорът предвижда президентът на ЕЦБ да присъства на заседанията на Съвета, когато Съветът обсъжда въпроси, свързани с целите и задачите на ЕЦБ/Евросистемата. Той предвижда също председателят на Съвета (който фактически е председател на Еврогрупата) да участва в заседанията на Управителния съвет без право на глас.

Решенията на Съвета ЕКОФИН се подготвят от Икономическия и финансов комитет, който включва високопоставени представители на финансовите министерства и централните банки, както и висши служители на Европейската комисия и ЕЦБ. Икономическият и финансов комитет играе ключова роля в прегледите на икономическото и финансовото състояние на държавите-членки и на Общността и координира позициите на ЕС на международни форуми. Комитетът по финансови услуги участва в подготовката на решенията на Съвета ЕКОФИН в областта на финансовите услуги и финансовия надзор. ЕЦБ също така е член на Комитета по икономическа политика, който играе ключова роля в подготовката на разискванията на Съвета ЕКОФИН в областта на структурните реформи.

### ВЗАИМОТНОШЕНИЯ С ЕВРОГРУПАТА

Икономическото управление в еврозоната се влияе в значителна степен от неофициалните разисквания в Еврогрупата. Този неофициален орган, създаден по силата на резолюция на Европейския съвет от Люксембург през декември 1997 г., събира ежесечно финансовите министри от еврозоната. На заседанията са поканени да присъстват също комисарят по икономическите и финансовите въпроси и президентът на ЕЦБ.

В Еврогрупата се извършва искрена и открита размяна на мнения между ключовите ръководители на икономическата политика в еврозоната. Тези разисквания дават възможност на ЕЦБ да получава информация от първа ръка и да обяснява решенията по своята политика.

През последните десет години значението на Еврогрупата нараства. Това намира отражение в нейната програма, която с времето се разширява. Докато преди съсредоточаваше вниманието си върху фискалната политика, сега Еврогрупата се занимава и с други въпроси, например структурните реформи, динамиката на конкурентоспособността на отделните държави от

Президентът на ЕЦБ може да присъства на заседанията на Съвета ЕКОФИН

Диалогът в рамките на Еврогрупата...

... придобива все по-важна роля

еврозоната, финансовата стабилност и динамиката на обменните курсове. Неофициалната роля на Еврогрупата вече е призната в протокол към новия Договор от Лисабон, който ѝ възлага задачата „да развива все по-тясна координация на икономическата политика в еврозоната“.

## ВЗАИМОТНОШЕНИЯ С ЕВРОПЕЙСКАТА КОМИСИЯ

Европейската комисия има важна роля в институционалното устройство на ИПС. Поспециално, тя има правото на инициатива да внася законодателни предложения за приемане от Европейския парламент и от Съвета. Освен това тя играе ключова роля в наблюдението и изпълнението на решенията и споразуменията, постигнати на европейско равнище. ЕЦБ поддържа редовни контакти с Комисията и обменя мнения с нейни представители на срещи на общностно равнище. Комисарят по икономическите и финансовите въпроси може да участва в заседанията на Управителния съвет без право на глас. Наред с тези официални контакти ЕЦБ е изградила неофициални работни отношения със служби на Комисията.

### 2.3 ПРОЦЕС НА РАЗШИРЯВАНЕ

#### РАЗШИРЯВАНЕ НА ЕС

Първите десет години от историята на еврото съвпадат с безпрецедентно разширяване на Европейския съюз. На 1 май 2004 г. към ЕС се присъединяват десет нови държави, още две ги последват на 1 януари 2007 г. В много отношения това разширяване е най-мощното и най-всеобхватното в историята на Европейския съюз. Общият брой на държавите-членки нараства от 15 на 27, а общото население се увеличава с около 100 милиона и достига почти 500 милиона души. Същевременно икономическият ефект от това разрастване като цяло е сравнително скромно. Общият БВП на ЕС се увеличава с по-малко от 10%, тъй като при присъединяването в повечето от новите държави-членки доходът на глава от населението е значително по-нисък от средния за ЕС.

Очаква се разширяването да продължи през следващите години, макар и по-бавно. Три държави са получили статут на кандидатки за членство: Турция през 1999 г., Хърватия през 2004 г. и Бившата югославска република Македония през 2005 г. Всички други балкански държави са потенциални кандидатки и следователно има изгледи да станат членки на ЕС.

Имайки предвид, че се очаква с времето всички нови държави-членки да приемат еврото, Евросистемата не престава да следи внимателно разширяването на ЕС. Генералният съвет на ЕЦБ прави редовни прегледи на процесите в сферата на икономиката, финансите и парите в държавите-кандидатки и потенциални кандидатки. Евросистемата също води близък диалог с централните банки на държавите, които се готвят за присъединяване към ЕС. Поспециално, преди предходните вълни на присъединяване Евросистемата организира съвместно с националните централни банки поредица от семинари по процеса на присъединяване, които да помогнат на централните банки от присъединяващите се страни за плавната им интеграция в ЕСЦБ. ЕЦБ също поддържа тесни контакти и обменя информация посредством ежегодни разисквания на политиката на високо равнище с централните банки на държавите, които понастоящем са кандидатки за членство.



## РАЗШИРЯВАНЕ НА ЕВРОЗОНАТА

В началото еврото е единна валута на 11 държави-членки. Десет години по-късно то вече е валутата на 15 държави-членки. Разширяването на еврозоната протича на три етапа: Гърция се присъединява през 2001 г., Словения – през 2007 г., а Кипър и Малта – през 2008 г. В бъдеще се очакват нови вълни на разширяване на еврозоната.

Държавите – членки на ЕС, осъществяват напредък с цел приемане на еврото съгласно ясно дефинирана процедура, която се състои от няколко етапа.

Първият етап продължава до влизането на държавата-членка във ВМ II. През този етап паричната политика и политиката на обменните курсове на тази държава трябва да изпълняват три основни изисквания по Договора. Първо, държавата е задължена да счита политиката на обменния курс като въпрос от общ интерес. Второ, ценовата стабилност трябва да бъде първостепенна цел на паричната политика. Трето, държавата трябва да избягва прекомерен дефицит (макар че финансовите санкции по процедурата при прекомерен дефицит стават приложими едва след приемането на еврото от съответната държава).

Вторият етап започва, когато държавата-членка влезе във ВМ II. В този механизъм нейната валута се подчинява на режим на фиксиран, но подлежащ на корекции обменен курс, около централен паритет спрямо еврото и диапазон на колебание със стандартни граници от 15% над и под централния курс. Този механизъм е пряк наследник на първоначалния валутен механизъм, който съществува от 1979 г. до въвеждането на еврото на 1 януари 1999 г. Валутният механизъм играе стабилизираща роля, допринася за насочеността на макроикономическата политика към устойчивост и способства за стабилизиране на инфлационните очаквания. ВМ II е изпитание за пазарите на държавите-членки по пътя им към приемането на еврото, тъй като от тях се очаква да следват ориентирана към стабилност политика, за да насърчават стабилността на обменните курсове и номиналното сближаване. Ето защо участието във ВМ II може да се смята за „тренировъчна зала“ за подготовка за приемането на еврото.

Самото приемане на еврото, което представлява третият етап, започва едва след като държавата е изпълнила устойчиво всички така наречени конвергентни критерии (вж. и раздел 4.4). Те са определени в Договора от Маастрихт и са описани в подробности в протокола към него. Предназначението им е да осигурят устойчиво постигане на номинално сближаване в ценовата динамика, дългосрочните лихвени проценти, бюджетния дефицит и държавния дълг. От държавите-членки се изисква освен това да са участвали в продължение на две години във ВМ II със стандартния диапазон на колебание, без да са били изложени на сериозно напрежение. През този период съответната държава трябва да хармонизира изцяло националното си законодателство (по-специално устройствения закон на съответната централна банка) с Договора и с Устава на ЕСЦБ.

Решението, дали дадена държава-членка е постигнала устойчиво сближаване в необходимата степен, за да приеме еврото, се взема от Съвета ЕКОФИН след обсъждане от държавните или правителствените ръководители. Решението се основава на Докладите за сближаване, които се изготвят от ЕЦБ и от Европейската комисия, на становище на Европейския парламент и на предложение от Европейската комисия. Освен това Съветът ЕКОФИН приема необходимите разпоредби за въвеждането на еврото в нова държава-членка, включително

разпоредби за необратимо фиксиране на обменния курс на съответната национална валута спрямо еврото.

Като цяло ЕС е определил ясна процедура, в която приемането на еврото бележи завършека на един ясно структуриран процес на сближаване в една многостранна рамка. Следователно едностранното въвеждане на еврото е несъвместимо с Договора.

Присъединяването към еврозоната има редица оперативни аспекти и изисква усилен техническа подготовка, особено по отношение преминаването към еврото и инструментите, необходими за прилагането на паричната политика и за участие в пазарните инфраструктури за обработка на плащания и за трансакции с обезпечение. Евросистемата стартира редица информационни кампании, за да запознае специалистите в обработката на пари и широката общественост с външния вид и защитните елементи на евробанкнотите и монетите (например посредством разпространение на информационни брошури сред домакинствата и организиране на конференции и семинари за деловите среди). С приемането на еврото националните централни банки стават членове на Евросистемата и техните управители влизат в Управителния съвет.

## 2.4 ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Институционалното устройство, въведено с Договора от Маастрихт, е единствено по рода си. То съчетава централизирана парична политика и децентрализирана фискална и структурна политика. Наред с ясното разпределение на задълженията то предвижда подходящи процедури за координация, които отчитат по-голямата взаимна зависимост между държавите от еврозоната след въвеждането на единната валута.

Опитът от първите десет години на ИПС показва, че това устройство функционира добре. Това е отчетено в новия Договор от Лисабон, който оставя уредбата по същество непроменена. Същевременно не всички ръководители на икономическата политика спазват винаги поетите ангажименти и споразуменията, постигнати на общностно равнище. Ето защо, ако трябва да извлечем една поука, която да направлява ИПС в неговото второ десетилетие, тя е, че всички ръководители на икономическата политика в държавите-членки следва да изпълняват съответните си задължения в рамките на ИПС. Така той ще продължи успешното си функциониране.



## 3 СТРАТЕГИЯ ПО ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА НА ЕЦБ И НЕЙНОТО ПРИЛАГАНЕ

За да изпълни мандата си да поддържа ценова стабилност в еврозоната, Управителният съвет разчита на своята стратегия по паричната политика, оповестена публично със самото създаване на паричния съюз. През изминалото десетилетие стратегията служеше като цяло добре на ЕЦБ. Решенията по паричната политика стабилизираха надеждно дългосрочните инфлационни очаквания на равнища, съответстващи на ценовата стабилност. Същевременно гъвкавото устройство и широката гама от инструменти и процедури на оперативната рамка на Евросистемата за провеждане на паричната политика доказаха своята ефективност и еластичност, включително в моменти на финансови сътресения.

Тази глава има следната структура: раздел 3.1 представя кратък преглед на стратегията по паричната политика на ЕЦБ. Той показва по-специално как икономическият и паричният анализ са се развили през изминалото десетилетие в двукомпонентна рамка за оценяване от Управителния съвет на рисковете за ценовата стабилност. Раздел 3.2 разкрива как единната парична политика е осъществявана на практика и как тя е успявала да насочва инфлационните очаквания при непрекъснато изменящи се икономически и финансови условия и трудности. Представяйки по-подробно провеждането на паричната политика, този раздел разграничава пет основни етапа: 1) преход към паричен съюз (от средата на 1998 г. до средата на 1999 г.); 2) затягане на паричната политика с цел възпиране на инфлационния натиск (от средата на 1999 г. до края на 2000 г.); 3) низходящи корекции на основните лихвени проценти на ЕЦБ (от началото на 2001 г. до средата на 2003 г.); 4) задържане на основните лихвени проценти на ЕЦБ непроменени (от средата на 2003 г. до края на 2005 г.); 5) ориентиране към по-рестриктивна парична политика (от края на 2005 г.). Раздел 3.3 описва оперативните инструменти и процедури, посредством които ЕЦБ прилага решенията по паричната политика. Заключителният раздел 3.4 представя някои поуки и насоки за бъдещето.

### 3.1 СТРАТЕГИЯ НА ЕЦБ ПО ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА

#### ЗАШО Е НЕОБХОДИМА ЦЕНОВА СТАБИЛНОСТ И КАКВА Е ПОЛЗАТА ОТ НЕЯ

Договорът за Европейския съюз, наричан още Договор от Маастрихт, установява ясна йерархия на целите на Евросистемата, като придава първостепенно значение на ценовата стабилност. Този избор се базира както на недвусмислени исторически примери, така и на икономическата теория. Ценовата стабилност допринася по различни начини за по-високия жизнен стандарт.

Тя запазва реалната стойност на доходите и богатството, докато неочакваната инфлация неизбежно води до неумишлено и произволно преразпределение. Ценовата стабилност е особено благотворна за най-уязвимите социални групи. Сравнително по-голяма част от техните спестявания са в брой и в спестовни сметки, чиято реална стойност лесно се обезценява от инфлацията. Най-често достъпът им до финансовите пазари е доста ограничен и не им дава възможност да избегнат „инфлационния данък“.<sup>1</sup> В това отношение пенсионерите, които се издържат от пенсии и натрупани през трудовия им живот спестявания, са особено уязвими на инфлацията. Ето защо ценовата стабилност допринася и за социалната взаимопомощ.

<sup>1</sup> Тази тема е разгледана подробно в Easterly, W., S. Fischer. *Inflation and the Poor*. World Bank Policy Research Working Paper No 2335, 2000.

Ценовата стабилност  
като първостепенна цел

Ползата от ценовата  
стабилност

Нещо повече, в условията на стабилни цени за гражданите е по-лесно да разграничат относителните промени в цените (т.е. движението на цените на отделни стоки или услуги) от изменението на общото равнище на цените. Това означава, че те могат да разчитат изцяло на предупредителната и информационната функция на цената на всяка отделна стока или услуга. Тогава хората знаят, че всяко движение на цените е свързано с промени в „относителната ценност“ на отделни стоки и услуги в резултат от промените в тяхното търсене и предлагане. В този смисъл ценовата стабилност улеснява сравняването на цените и съответно вземането на информирани решения за потребление и инвестиции. Това допринася за гладкото и ефективно функциониране на пазарите.

Ценовата стабилност допринася също и за ниското равнище на номиналните и реалните лихвени проценти. Така например инфлацията ерозира реалната стойност на номиналните активи и при инфлационна среда кредиторите обикновено изискват премия за инфлационен риск, която да ги компенсира за свързания с инвестицията риск от инфлация. И обратно, в условията на ценова стабилност кредиторите не се нуждаят от такава рискова премия. Намалвайки премиите за инфлационен риск, ценовата стабилност води до по-ниско равнище на реалните лихвени проценти и, следователно, прави печеливши повече инвестиционни проекти. В този смисъл по-ниските лихвени проценти допринасят за по-високо равнище на заетостта и за икономическия растеж.

Освен това ценовата стабилност е най-добрият – и в крайна сметка единственият – принос, с който една радваща се на доверие парична политика може да подпомогне икономическия растеж, създаването на работни места и социалната взаимопомощ. Това е отражение на факта, че формирацията на политиката, който контролира само един инструмент, не може да задоволи и да бъде държан отговорен за постигането на повече от една цел. Преследването на допълнителни цели крие риск от пренапрягане на паричната политика и в крайна сметка ще доведе до по-висока инфлация и по-голяма безработица. В дългосрочен план паричната политика може да въздейства само върху ценовото равнище в икономиката и няма възможност да влияе трайно върху икономическата активност. Този общ принцип се нарича „дългосрочна неутралност на парите“. При тези условия Договорът определя ясно и ефективно разпределение на задълженията, като на паричната политика е възложена първостепенната цел да поддържа ценовата стабилност.

Последните данни показват, че зависимостта между инфлацията и растежа в крайна сметка може да е дори обратнопропорционална, като непрекъснатото повишаване на инфлацията води до нетна загуба на реален доход.<sup>2</sup> Това е още един аргумент в подкрепа на възлагането на централните банки на ясната задача да поддържат стабилността на цените. По този начин паричната политика не само свежда до минимум разходите, свързани с инфлацията, но и способства за максимизиране в дългосрочен план на производствения потенциал на икономиката.

## ЕЛЕМЕНТИ НА СТРАТЕГИЯТА ПО ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА

Когато стратегията по паричната политика е приета и оповестена от Управителния съвет през октомври 1998 г., т.е. своевременно преди началото на ИПС, един от основните въпроси е дали тя ще бъде в състояние да обхване всички обстоятелства, с които може да се сблъска новосъздадената еврозона при основаването си и впоследствие. Затова е подходящо най-

<sup>2</sup> Виж статията *Price stability and growth* в *Месечен бюлетин* на ЕЦБ, май 2008 г.



напред да направим кратък преглед на основните елементи на тази стратегия и на нейната обосновка.

Стратегията по паричната политика е разработена въз основа на огромна подготовка, извършена от предшественика на ЕЦБ – Европейския паричен институт. Тази стратегия осигурява последователен и систематичен подход при провеждането на паричната политика. Състои се от два основни елемента: първо, количествено определение на ценовата стабилност – първостепенната цел на ЕЦБ, и второ, двустълбова рамка като организационен принцип на анализа, върху който се опира оценката на прогнозите за ценовата динамика. От самото начало паричната политика на ЕЦБ осигурява здрава основа за провеждането и разясняването на паричната политика. През 2003 г. в контекста на общата оценка на стратегията Управителният съвет потвърждава нейните основни елементи.

#### **КОЛИЧЕСТВЕНАТА ДЕФИНИЦИЯ НА ЕЦБ ЗА ЦЕНОВА СТАБИЛНОСТ**

Макар че определя ясно ценовата стабилност като първостепенна задача на паричната политика, Договорът не ѝ дава точна количествена дефиниция. За да осигури ясен критерий, по който ЕЦБ да се отчита пред обществеността, и с оглед стабилизирането на дългосрочните инфлационни очаквания през 1998 г. Управителният съвет приема количествена дефиниция на ценовата стабилност, според която „ценовата стабилност се дефинира като годишно нарастване на хармонизирания индекс на потребителските цени (ХИПЦ) в еврозоната с не повече от 2%. Ценовата стабилност трябва да се поддържа в средносрочен план“. В добавка към това след задълбочена оценка на стратегията по паричната политика през 2003 г. Управителният съвет разяснява, че в рамките на тази дефиниция той възнамерява да поддържа ХИПЦ-инфлацията „малко под 2%“. Такъв подход е достатъчен, за да избегне рисковете от много ниска инфлация и от дефлация.

Годишна ХИПЦ  
инфлация малко под 2%...

Когато през 1998 г. Управителният съвет приема количествената дефиниция на ценовата стабилност, той взема предвид редица специфични особености на еврозоната.

- На първо място, индексът на потребителските цени за цялата зона – в този случай ХИПЦ (вж. каре 1 в глава 8) – е естественят избор на ЕЦБ за референтна стойност за ценовата стабилност, тъй като вниманието е съсредоточено върху паричните трансакции в еврозоната.
- Второ, дефиницията е насочена към еврозоната като цяло, което е отражение на факта, че в паричния съюз паричната политика не може да бъде насочена към проблеми на отделните държави.
- Трето, дефиницията ясно показва, че инфлация над 2% е несъвместима с ценовата стабилност – първостепенната задача на ЕЦБ. Тя обаче подсказва също, че много ниската инфлация и особено дефлацията също са несъвместими с ценовата стабилност.

Освен това дефиницията на ценовата стабилност подчертава средносрочната ориентация на паричната политика на ЕЦБ. Тъй като паричната политика може да въздейства върху динамиката на цените само със значително и променящо се закъснение във времето, и то в степен, която е неизвестна, не е възможно една централна банка да поддържа непрекъснато конкретен, предварително определен темп на инфлация, или в много кратък срок да го връща на желаното равнище. Ето защо паричната политика трябва да бъде далновидна и насочена

... в средносрочен план

към средно дълъг времеви хоризонт. Така се избягва прекомерната намеса и въвеждането на излишни колебания в реалната икономика. Ето защо наличието на известни колебания в краткосрочния темп на инфлация е неизбежно.

## ДВАТА СТЬЛБА НА СТРАТЕГИЯТА НА ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА НА ЕЦБ

### Двустълбова рамка

Цялостният подход на ЕЦБ към анализа и оценката на информацията, засягаща оценката в бъдеще на рисковете за ценовата стабилност, се основава на две аналитични гледни точки, наричани често „двата стълба“. Това двустълбово устройство е организационен принцип на вътрешния анализ, на който се базират обсъждането и решенията по паричната политика на ЕЦБ, както и представянето ѝ пред финансовите пазари и широката общественост.

### Икономически анализ

Икономическият анализ цели да идентифицира рисковете за ценовата стабилност в краткото средносрочен план. За тази цел той се стреми да идентифицира икономическите сътресения, които обясняват динамиката на цените и производствените тенденции в краткото средносрочна перспектива, най-вече в контекста на анализа на икономическия цикъл. Този анализ обхваща широк кръг от икономически дейности, ценови и разходни показатели, преди всичко на агрегирано ниво за еврозоната, но също и на отраслово и национално ниво. Всички тези фактори допринасят за оценката на динамиката на реалната активност и на вероятната динамика на цените от гледна точка на взаимодействието между търсене и предлагане на стоки, услуги и фактори на производството в краткосрочен план. Ключов елемент на икономическия анализ е изработването на редовни прогнози за основните макроикономически променливи в еврозоната (вж. каре 1). За да взема подходящи решения за политиката, Управителният съвет трябва да е напълно наясно с икономическата ситуация и да съзнава специфичния характер и мащаб на всякакви икономически трусове, застрашаващи ценовата стабилност.

## Каре 1

### МОДЕЛИРАНЕ НА ИКОНОМИКАТА В ЕВРОЗОНАТА

В много централни банки икономическите модели са важно средство за икономически анализ. Често ги описват като „структурни“, защото целта им е да уловят определящите причини за икономическите решения относно потреблението, инвестициите и т.н. Моделите се проверяват емпирично, т.е. се „оценяват“, като се сравняват предвиденията им за определени макроикономически променливи с наблюдаваните реални резултати. След като бъдат подложени на такава оценка, моделите могат да се използват като лабораторни инструменти за намиране на отговор на различни икономически въпроси: те могат да прогнозират бъдещи икономически условия, да подпомагат количествената интерпретация на въздействието на определени икономически събития – например промени в заплатите или фискални мерки – върху икономиката като цяло, както и да се използват за оценка на отражението на политически действия върху икономическите резултати.

Макроикономическите модели в ЕЦБ са се развили значително от началото на 1999 г. до сега. Първият модел, който описва на агрегирано равнище икономиката на еврозоната, е

моделът за цялата зона (*area-wide model, AWM*).<sup>1</sup> Разработването му е свързано със специфични предизвикателства заради новите условия, създадени от ИПС. Например емпиричната проверка на модела по необходимост се основава на данни от преди въвеждането на паричния съюз, макар че е логично да се очаква той да промени структурата на икономиката в еврозоната. Освен това националните статистически служби не предоставят пълни данни за цялата зона. Такива данни трябва да се създадат посредством агрегиране на националните данни, което понякога изисква временни допускания. Въпреки тези трудности *AWM* се оказва инструмент, който служи добре за количествения анализ на макроикономическата динамика в еврозоната. Този подход на обхващане на цялата зона е възприет в повечето следващи модели, разработени в ЕЦБ.<sup>2</sup>

През годините структурата на *AWM* се усъвършенства в много отношения. Същевременно новостите в академичната литература довеждат до по-радикално преосмисляне на основните изисквания към един икономически модел. В ЕЦБ е разработен прототип на ново поколение икономически модели, чиято полезност впоследствие е доказана от много централни банки – така нареченият модел на Смец и Ваутърс за еврозоната.<sup>3</sup> Този модел се отличава с много нови особености. Той предвижда например обяснения на равнище предприятие и домакинство („микрооснова“) за наблюдаваните агрегирани резултати от рода на бавно приспособяване на цените към екзогенни изменения. Той позволява отчитане на бъдещи реакции на икономическите условия, а не само на минали промени в решенията на домакинствата и предприятията. И накрая моделът се подлага на оценка, при която се взема предвид цялата съвкупност от релевантна информация, затова той може да се конкурира с чисто статистическите инструменти при изработването на краткосрочни прогнози.

В по-ново време структурата на модела на Франк Смец и Рафаел Ваутърс е доразвита в модела на Кристиано, Мото и Ростаньо, който придава особено значение на ролята на паричните и финансовите променливи в структурата на икономиката.<sup>4</sup> Моделът включва изрично банковия сектор, който осигурява посреднически услуги между заемополучатели и заемодатели и играе съществена роля за паричните агрегати в икономиката. Той позволява също така вътрешно прехвърляне на определените от политиката лихвени проценти към лихвите върху заемите, отпуснати на предприятията, които съдържат премия, която да компенсира банките при непогасяване на задълженията от страна на заемополучателите.

И накрая, разработен е нов вариант на *AWM* на микрооснова – *NAWM*, който да замени *AWM* като основен инструмент при изработването на макроикономически прогнози.<sup>5</sup> В сравнение с гореописаните модели *NAWM* включва характеристиките на отворена икономика, които позволяват прогнозите да вземат предвид например допускания за

1 Вж. Fagan, G., J. Henry, R. Mestre. *An area-wide model (AWM) for the euro area*, *Economic Modelling* 22, 2005, с. 39–59.

2 Наред с *AWM* на ранен етап ЕЦБ в сътрудничество с НЦБ разработва мултистранови модел (МСМ). Структурата на МСМ е много подобна на тази на *AWM*, но икономическите взаимоотношения се подлагат на оценка на национално ниво, а не на ниво еврозона. Ето защо този модел осигурява надеждно средство за проверка на резултатите, основаващи се на *AWM*.

3 Вж. Smets, F., R. Wouters. *An Estimated Dynamic Stochastic General Equilibrium Model of the Euro Area*, *Journal of the European Economic Association* 1, 2003, с. 1123–1175.

4 Вж. Christiano, L., R. Motto, M. Rostagno. *The Great Depression and the Friedman-Schwartz Hypothesis*. *Journal of Money, Credit and Banking* 35(6), December 2003; Christiano, L., R. Motto, M. Rostagno. *Shocks, Structures or Policies? The EA and the US after 2001*. *Journal of Economic Dynamics and Control*, публикуването е предстоящо.

5 Вж. Christoffel, K., G. Coenen, A. Warne. *The New Area-Wide Model of the Euro Area: Specification, Estimation Results and Properties*, mimeo, юни 2007 г.; Coenen, G., P. McAdam, R. Straub. *Tax Reform and Labour-Market Performance in the Euro Area: A Simulation-Based Analysis Using the New Area-Wide Model*. *Journal of Economic Dynamics and Control*, под печат.

външни въздействия. Моделът *NAWM* е особено подходящ за анализ на сценарии и за оценка на несигурността на прогнозите. Вариантът на *NAWM*, който се използва за прогнози, се допълва от по-подробен, но специално изпробван вариант за по-широк кръг от свързани с политиката въпроси.

Математическите модели на икономиката играят важна спомагателна роля при количествената оценка на текущите икономически и парични условия в еврозоната. Въпреки това в отделни насоки те остават твърде традиционни. Насоките, в които съществуващите модели се обогатяват, са по-задоволителното третиране на фискалната политика и обогатяването структурата на трудовия пазар. При всички случаи симулациите на политиката в структурните модели могат да представят само един от многото елементи, които Управителният съвет взема предвид, когато прави обща оценка на перспективите за ценовата динамика в еврозоната.

#### Паричният анализ...

Паричният анализ има за цел да идентифицира рисковете за ценовата стабилност в средно-до дългосрочен план. В този контекст отчетлива роля играят паричната и кредитната динамика и техните определящи фактори, като се има предвид, че в дългосрочен план увеличаването на парите и инфлацията са тясно свързани (вж. графика 1). Тук намира отражение основният икономически принцип, че в дългосрочен план инфлацията представлява парично явление. По-специално, придаването на важна роля на парите запазва средносрочната ориентация на паричната политика на ЕЦБ. Графиката показва тясната зависимост между елементите на инфлацията, които се характеризират с малка честота, и прираста на парите, като динамиката на парите е водеща (и поради това потенциално позволява прогнозирането) за динамиката на инфлацията.

#### ... се основава на широк набор от информация...

Паричният анализ всъщност черпи от обширна парична, финансова и икономическа информация посредством широк набор от допълващи се инструменти и техники, които в съчетание с информираната преценка дават възможност да се идентифицира в реално време базовата тенденция на паричната динамика и да се направи оценка за въздействието ѝ върху рисковете за ценовата стабилност. За да покаже, че в контекста на своята стратегия се ангажира с паричния анализ, и за да осигури база за сравнение, спрямо която да оценява паричната динамика, през декември 1998 г. ЕЦБ обявява референтна стойност от 4.5% за годишния темп на прираст на широкия паричен агрегат МЗ<sup>3</sup>. Продължителна парична експанзия над бенчмарка свидетелства за нарастващ риск за ценовата стабилност. Изборът на МЗ се основава на данните, че този паричен агрегат е тясно свързан с ценовото равнище. Същевременно от самото начало е показано ясно, че паричната политика няма да реагира механично на отклоненията от референтната стойност на темпа на нарастване на МЗ.

#### ... и с времето се развива

Важно е обаче да се отбележи, че инструментите за идентифициране на рисковете за ценовата стабилност постепенно са се развивали и усъвършенствали според предизвикателствата, които различните тенденции поставят пред паричния анализ, особено бързият темп на финансовите иновации. Изправен пред постоянната необходимост да усъвършенства аналитичните си инструменти за идентифициране на рисковете за ценовата стабилност, през 2007 г. Управителният съвет решава да развие паричния си анализ в четири насоки:

3 Този агрегат обхваща парите в обращение, овърнайт-депозитите, депозитите с договорен матуритет до две години включително и депозитите, платими с предизвестие до три месеца включително, плюс споразуменията за обратно изкупуване, акциите/ дяловете на фондове на паричния пазар и дълговите ценни книжа с матуритет до две години включително.

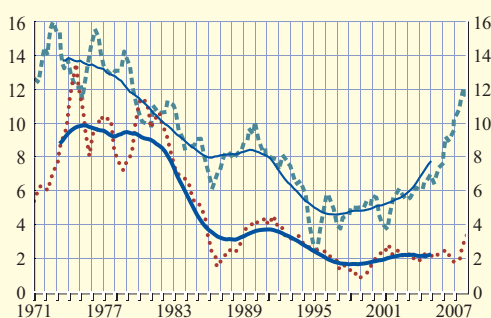


- Първо, моделите на търсенето на пари се усъвършенстват и разширяват, за да се изясни по-добре динамиката на паричните агрегати във времеви и в отраслов разрез.
- Второ, усъвършенства се надеждността на паричните показатели за риск от инфлация, за да се развие приложението им като фактор за определяне на насочените към поддържане на ценова стабилност политики.
- Трето, за целите на оценката на паричната динамика се разработват и усъвършенстват структурни модели, които придават активна роля на парите и кредита при определянето на динамиката на инфлацията.
- И накрая, важно е да продължи задълбочаването на аналитичната рамка с цел съпоставяне на информацията и заключенията от паричния и от икономическия анализ.

Графика 1 Зависимост между ХИПЦ и М3 в еврозоната

(годишен темп на прираст, компонент, характеризиращ се с малка честота, отразява периодичността > 10 години)

— ХИПЦ компонент, характеризиращ се с малка честота  
 ..... ХИПЦ  
 - - - М3, коригиран с оценката за влиянието от реструктурирането на портфейлите  
 — М3 компонент, характеризиращ се с малка честота



Забележки: Компоненти, характеризиращи се с малка честота, са извлечени чрез лентов филтър на Кристиано-Фицджералд със симетрично фиксирана дължина, приложен към годишен темп на прираст по тримесечия. Пикът на прираста на парите изпреварва инфлацията с осем до дванадесет тримесечия.

Съпоставянето осигурява последователност в оценката

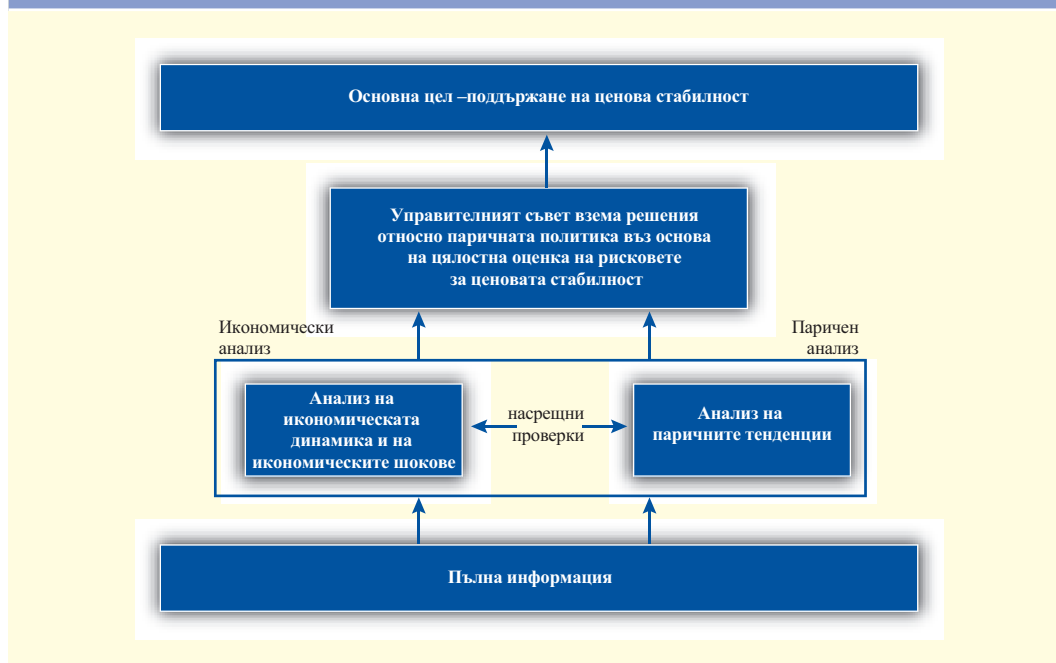
Новаторски и солиден подход

Като цяло двустълбовата рамка прави по-стабилна оценката на на Управителния съвет за паричната политика по отношение на несигурността както на данните, така и на модела. Използват се по-конкретно всички възможности за взаимно допълване между двата стълба. Това е най-добрият начин да се осигури последователното и ефективно използване на цялата релевантна информация за извършването оценка на рисковете за ценовата стабилност. Редовното съпоставяне на резултата от икономическия анализ с резултата от паричния анализ осигурява съгласувана цялостна оценка, при която се отчита информацията както в краткосрочен, така и в дългосрочен план. Така се намалява рискът от грешки в политиката поради предоверяване на един единствен показател, прогноза или модел. Графика 2 обобщава основните елементи на двустълбовия подход и ролята му в определянето на политиката.

След близо десет години практически опит стратегията на ЕЦБ е доказала, че осигурява надеждна и стабилна рамка за оценка на рисковете за ценовата стабилност и за ефективно представяне пред финансовите пазари и обществеността на насочеността на паричната политика. Фактът, че не се е налагало да се променят основни елементи на стратегията по паричната политика на ЕЦБ, е ясен знак за нейната адекватност. През последните години редица елементи на стратегията на ЕЦБ са включени в рамките на паричната политика на други централни банки. Средносрочната насоченост се налага все повече сред централните банки, чиято цел е инфлацията и които все повече осъзнават необходимостта от по-гъвкав хоризонт в своята политика.

По същия начин всеобхватният характер на двустълбовата рамка става все по-привлекателен поради възможността да се интегрира в една система цялата приложима информация, извлечена от модели, конюнктура и оценки. Нещо повече, ясно определеният паричен стълб

Графика 2 Двата стълба на стратегията на паричната политика на ЕЦБ



гарантира, че паричната политика на ЕЦБ е ориентирана в средносрочен хоризонт. Този стълб осигурява и развитието на компетентността на ЕЦБ по въпросите на парите и кредита. Тясната връзка между паричната динамика и възникващите диспропорции на кредитния пазар и пазара на активи означава, че паричният анализ прави възможно такива диспропорции да се откриват на ранен етап и да се реагира своевременно и далновидно на свързаните с тях рискове за ценовата стабилност. В това отношение паричният анализ се оказва особено ценен в моменти на сътресения на финансовите пазари.

### 3.2 ПРОВЕЖДАНЕ НА ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА В ЕВРОЗОНАТА И НЕЙНИТЕ РЕЗУЛТАТИ ПО ОТНОШЕНИЕ НА ЦЕНОВАТА СТАБИЛНОСТ<sup>4</sup>

Тази част представя преглед на историята на единната парична политика от създаването ѝ през януари 1999 г. За да се представи нейната позиция (вж. глава 3) в контекста на променящите се условия и предизвикателства, е полезно да я разделим на пет етапа.

#### ПРОВЕЖДАНЕ НА ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА

##### ПЪРВИ ЕТАП – ПРЕХОДЪТ КЪМ ПАРИЧЕН СЪЮЗ (ОТ СРЕДАТА НА 1998 г. ДО СРЕДАТА НА 1999 г.)

Евросистемата поема отговорността за единната парична политика в момент, когато темпът на инфлация в еврозоната е сравнително нисък, а перспективите за ценовата динамика –

4 Всички позовавания на данни за растежа на реалния БВП и ХИПЦ-инфлацията се отнасят до ревизираните данни към крайната дата на настоящия доклад (31 март 2008 г.). Използването на осъвременени ревизиранни данни вместо наличните в момента на вземането на решения относно паричната политика не променя същността и логиката на обосновка на обсъжданата парична политика и на решенията, представени в тази част.

благоприятни (вж. графика 4). Същевременно икономическата активност продължава да се разраства в условията на много ниски лихвени проценти (вж. графики 5 и 6), като се запазват предпоставките за устойчив растеж. През 1998 г. обаче отзвукът от финансовите кризи в Азия през 1997 г. и в Русия през август 1998 г., наред с едва избягнатото рухване на хеджинговия фонд *LTCM* през септември 1998 г. довеждат до големи колебания на финансовите пазари и в доверието на инвеститорите. След продължителното напрежение на финансовите пазари перспективите за икономически растеж в еврозоната са помрачени от твърде високата степен на несигурност, довела не само до коригиране надолу на очакванията за растежа общо за 1998 г., но и до по-ниски прогнози за растеж през 1999 г.

В хода на 1998 г. фокусът на паричната политика в държавите от еврозоната постепенно се измества от националното равнище към зоната като цяло. На фона на благоприятните перспективи за ценовата стабилност сближаването протича посредством постепенно намаляване на официалните лихвени проценти към най-ниските нива във формиращата се еврозона. Този процес на сближаване се ускорява през последните месеци на 1998 г. и достига връхната си точка на 3 декември, когато всички НЦБ в еврозоната съгласувано намаляват основните лихвени проценти на своите централни банки до 3% (с изключение на централната банка на Италия (*Banca d'Italia*), която намалява дисконтовия лихвен процент на 3.5%). Това съгласувано определяне на лихвените проценти по-късно се възприема като фактическо решение за равнището на лихвените проценти, при което Евросистемата ще навлезе в третия етап на ИПС, т.е. то е фактическият старт на паричния съюз в Европа.

В началото на 1999 г. Управителният съвет получава противоречиви сигнали от икономическия и паричния анализ. От една страна става все по-ясно, че в крайна сметка рисковете за ценовата стабилност в средносрочен план са по-скоро намаляващи. Темпът на инфлацията е много нисък в сравнение с предишните стойности и значително под границата на дефиницията на ЕЦБ за ценова стабилност при възникващи признаци за сериозно забавяне на икономиката. От друга страна, след продължилото до края на 1998 г. и началото на 1999 г.

... говеждат го отслабване на паричния натиск в навечерието на ИПС

Тъй като рисковете за ценовата стабилност намаляват...

Графика 3 Основни лихвени проценти на ЕЦБ от януари 1999 г.

(проценти годишно)



Източник: ЕЦБ.

Забележка: Лихвеният процент при основни операции по рефинансиране се отнася за операциите, чийто сетълмент е извършен преди 28 юни 2000 г. по лихвен процент, приложим за търгове с фиксиран лихвен процент. За операции със сетълмент, извършен след тази дата, това е минималният лихвен процент по заявките, приложим при търгове с променлив лихвен процент.

Графика 4 ХИПЦ в еврозоната

(годишно процентно изменение)



Източник: Евростат.

Графика 5 Реален БВП в еврозоната



Източник: Евростат и изчисления на ЕЦБ.

Графика 6 Номинални краткосрочни и дългосрочни лихвени проценти в еврозоната



Източници: НЦБ, *Global Financial Data*, БМР, Ройтерс и ЕЦБ.

спадане на цените на петрола под равнище 10 щатски долара за барел, от средата на февруари 1999 г. те започват отново да се покачват (вж. графика 7). Нещо повече, през първите няколко месеца на 1999 г. еврото ефективно поевтинява (вж. графика 8). Двата фактора съдържат потенциална възможност за натиск за повишаване на цените.

Темпът на нарастване на МЗ се увеличава от близка до референтната стойност до нива доста над 5%, а кредитите за частния сектор продължават бързо да нарастват с около 10% (вж. графика 9). Като се има предвид обаче сравнително слабо отклонение от референтната стойност и несигурността, с която по това време е свързан анализът на паричната динамика (във връзка с промените в статистическата отчетност, наложени от прехода към паричен съюз), водещият темп на прираст на МЗ не се възприема непременно като отражение на

Графика 7 Цени на суровия петрол тип Брент



Източници: МВФ и ЕЦБ.

Графика 8 Номинален и реален ЕОК на еврото



Източник: ЕЦБ.  
 Забележка: Теглата, използвани за агрегиране на „теоретичните“ обменни курсове на еврото от преди 1999 г., се базират на дела на всяка страна от еврозоната в общата търговия с промишлени стоки в еврозоната за страни извън еврозоната (вж. Приложение П.6 в *Тематични материали* на ЕЦБ № 2, 2002 г.).



Графика 9 МЗ и кредити за частния сектор

(годишен темп на прираст)



Източник: Евростат.

базовия темп на парична експанзия. Ето защо Управителният съвет не приема сигналите от паричния анализ като признак за засилване на рисковете за ценовата стабилност в средно- и дългосрочен план.

Въз основа на тази обща картина на 8 април 1999 г. той намалява фиксирания лихвен процент при основните операции по рефинансиране на Евросистемата с 50 б.т., от 3.0% на 2.5%. Понижаването на основните лихвени проценти на ЕЦБ се възприема като предпазна мярка за запазване на ценовата стабилност в средносрочен план и съответно за по-добро оползотворяване на потенциала за растеж на икономиката на еврозоната.

... ЕЦБ понижава основните лихвени проценти през април 1999 г.

Нарастващият ценови натиск...

... в условията на бърз икономически растеж...

... и продължителна парична експанзия...

## ВТОРИ ЕТАП – ПОВИШАВАНЕ НА ЛИХВЕНИТЕ ПРОЦЕНТИ ЗА ОВЛАДЯВАНЕ НА ИНФЛАЦИОННИЯ НАТИСК (ОТ СРЕДАТА НА 1999 Г. ДО КРАЯ НА 2000 Г.)

През този период рязкото поскъпване на петрола и общото повишение на вносните цени продължава да упражнява натиск за нарастване на цените в краткосрочен план. До края на 2000 г. цените на петрола и на вноса се покачват до нива, каквито не са наблюдавани от началото на 90-те години. Тъй като повишенията са по-големи и продължават по-дълго от предвижданото, опасността от косвени и вторични въздействия върху инфлацията на потребителските цени в резултат от договарянето на заплатите нараства значително в условията на силен икономически растеж. Тези опасения се засилват от динамиката на обменния курс на еврото. Тенденцията му към поевтиняване продължава през този период, като се засилва особено през втората половина на 2000 г., отдалечавайки се още повече от стабилните икономически показатели на еврозоната. В резултат на това равновесното в средносрочен план равнище по отношение на риска за ценовата стабилност се измества нагоре.

В началото на 2000 г. икономическата активност в еврозоната се засилва много бързо и при съществуващите благоприятни външни условия се очаква тази тенденция да продължи. Именно изявената динамичност на световната икономика в първата половина на 2000 г. е конкретната причина за оптимизма на инвеститорите, особено в т.нар. нови икономически отрасли. Положителните нагласи се отразяват в главоломното покачване на пазарните индекси във всички големи държави, включително в еврозоната, и достигат върхови стойности през първата половина на 2000 г.

Що се отнася до паричния анализ, продължителната парична експанзия над референтната стойност все повече свидетелства за засилващи се рискове за ценовата стабилност в средно- и дългосрочен план през цялата 1999 г. и в началото на 2000 г. Независимо от постепенното забавяне през лятото на 2000 г., наличните данни продължават да потвърждават натиска за повишаване на инфлацията в условията на все още силен икономически растеж. Като цяло, с изключение на първите няколко месеца на 1999 г., тези сигнали съвпадат с изводите от икономическия анализ.

... довежда до повишаване от ноември 1999 г. до октомври 2000 г. на лихвените проценти на ЕЦБ

Основните лихвени проценти на ЕЦБ спадат до безпрецедентни нива...

Ценовият натиск отслабва...

На този фон на нарастващ инфлационен натиск става ясно, че тенденцията към намаляващ риск за ценовата стабилност вече не е преобладаваща и това става ясно при намаляването на основните лихвени проценти на ЕЦБ през април 1999 г. Тъй като и икономическият, и паричният анализ на ЕЦБ сочат засилване на рисковете за ценовата стабилност, Управителният съвет постепенно повишава от ноември 1999 г. до октомври 2000 г. основните лихвени проценти на ЕЦБ с общо 225 б.т., като през октомври 2000 г. минималният лихвен процент по заявките при основните операции по рефинансиране на Евросистемата достига 4.75%.

### ТРЕТИ ЕТАП – КОРЕКЦИИ НА ОСНОВНИТЕ ЛИХВЕНИ ПРОЦЕНТИ НА ЕЦБ НАДОЛУ (ОТ НАЧАЛОТО НА 2001 г. ДО СРЕДАТА НА 2003 г.)

През този период Управителният съвет понижава основните лихвени проценти на ЕЦБ с общо 275 б.т., като през юни 2003 г. минималният лихвен процент по заявките при основните операции на Евросистемата по рефинансиране достига рекордно ниското равнище от 2%. Това е най-ниският лихвен процент, наблюдаван в Европа след Втората световна война. Решенията за корекции на лихвените проценти надолу съответстват на целта в средносрочен план ХИПЦ-инфлацията да се поддържа малко под 2%. Управителният съвет възприема политика на намаляване на лихвените проценти в отговор на продължителното отслабване на инфлационния натиск, предизвикано от влошаващите се перспективи за икономическото развитие след поредица от тежки сътресения в световната икономика и на глобалните финансови пазари. Сред тях се открояват терористичните актове в САЩ на 11 септември 2001 г., които увеличават икономическата несигурност и подкопават доверието. Те имат потенциала не само да засилят вече преобладаващата тенденция към спад в икономическата активност, но и да разстроят функционирането на финансовите пазари.<sup>5</sup>

Що се отнася до динамиката на цените, през 2000 г. и първата половина на 2001 г. годишната ХИПЦ-инфлация продължава да расте, независимо от отчетливото поевтиняване на петрола и от същественото повишаване на обменния курс на еврото спрямо всички основни валути. Поскъпването на еврото настъпва след съгласувани намеси на централната банка на валутния пазар през септември и ноември 2000 г. През май 2001 г. годишният темп на ХИПЦ-инфлацията нараства от 2.0% през януари същата година до рекордните 3.1%. Повишението се дължи главно на същественото поскъпване на енергоносителите и непреработените храни във връзка с епидемиите от болести по животните в редица държави от еврозоната. Покачването на цените е свързано с повишаване на рисковете за ценовата стабилност в средносрочен план. Това намира отражение и в макроикономическите прогнози на експертите на Евросистемата/ЕЦБ за ХИПЦ-инфлацията, които тогава са значително коригирани нагоре.

Опасенията от вторични ефекти обаче постепенно се разсейват, а перспективите за икономиката на еврозоната продължават да се влошават, сочейки известно забавяне на инфлационния натиск от страна на вътрешното търсене и понижаване на свързаните със заплатите рискове за ценовата стабилност. Към края на 2001 г. краткосрочният натиск на практика затихва и годишната ХИПЦ-инфлация намалява. Като цяло средногодишната ХИПЦ-инфлация през 2001 г. и 2002 г. е съответно 2.3% и 2.2% в сравнение с 2.1% през 2000 г. Картината остава в общи линии непроменена през първата половина на 2003 г.,

5 При тези условия на 17 септември 2001 г. Управителният съвет взема решение да намали основните лихвени проценти на ЕЦБ с 50 б.т. Решението е съгласувано с равнозначно решение на Федералния комитет по операциите на открития пазар към Федералната резервна система на САЩ, за да се реагира бързо на извънредните обстоятелства, свързани с това сътресение в световен мащаб.

когато ХИПЦ-инфлацията остава над 2%. Очаква се обаче забавянето на икономическата активност и същественото поскъпване на еврото след пролетта на 2002 г. да отслабят инфлационния натиск. През юни 2003 г. всъщност има основания да се очаква, че в средносрочен план годишната ХИПЦ-инфлация ще достигне равнище доста под 2%. Тази цялостна картина намира отражение и в макроикономическите прогнози на експертите на Евросистемата от юни 2003 г., и в прогнозите на други международни институции през второто тримесечие на същата година.

След известни първоначални признаци, които се наблюдават след края на 2000 г., че въздействието на поскъпването на петрола може да е изиграло роля за забавяне икономиката на еврозоната, в хода на 2001 г. икономическата активност в нея се развива с по-умерени темпове. След терористичните актове от 11 септември става все по-ясно, че икономическото забавяне в еврозоната ще се окаже по-продължително от очакваното преди. Предвижда се външното търсене да продължи да намалява и се предполага, че високото равнище на несигурност в резултат от терористичните нападения вероятно ще забави възстановяването на вътрешното търсене. Независимо от лекото икономическо оживление в еврозоната в началото на 2002 г., по-късно през годината процесът на възстановяване губи инерция. Основни движещи фактори на тази тенденция са новите сътресения на финансовите пазари през лятото и изострянето на геополитическото напрежение през втората половина на годината с неговите негативни последици върху цените на петрола и доверието.

Като цяло през 2002 г. икономическият растеж в еврозоната е твърде слаб, годишният реален БВП нараства само с 0.9% в сравнение с 1.9% през 2001 г., като и през двете години остава под потенциалния. Този резултат не се променя съществено през 2003 г., като през първата половина на годината реалният БВП е в застой в резултат от засилването на геополитическото напрежение във връзка със ситуацията в Ирак и от господстващата на финансовите пазари несигурност. При тези условия очакванията за рисковете за растежа остават неблагоприятни.

От гледна точка на паричния анализ годишният прираст на М3 се ускорява значително от средата на 2001 г. след известно забавяне през 2000 г. и началото на 2001 г. По ред причини обаче това нарастване не се интерпретира като свързано с рискове за ценовата стабилност в средно- и дългосрочен план. На първо място, ускореното нарастване на М3 отчасти отразява нарасналата нужда на стопанските субекти от операционни салда, с които да се приспособят към новите по-високи цени на енергията и храните. Второ, сравнително плоската крива на доходност в този момент и свързаните с това малки пропуснати ползи от притежаването на пари засилва привлекателността на краткосрочните парични активи в сравнение с по-рисковите дългосрочни инструменти. Още по-важна последна причина е, че несигурността при интерпретирането на паричната динамика се засилва от случаите на съществено изместване на вложенията на частните инвеститори от акции и други дългосрочни финансови активи към сигурните и по-ликвидни парични активи, включени в М3. Това реструктуриране на портфейлите се възприема като реакция на инвеститорите спрямо продължителната несигурност при приспособяването на световния фондов пазар след пролетта на 2000 г. и терористичните актове от 11 септември 2001 г., които се насочват към предпазни спестявания. Машабът и причините за тези промени в портфейлите са безпрецедентни и поради това интерпретирането им е свързано с висока степен на несигурност.

... в резултат на забавящия се темп на растеж...

... като същевременно търсенето на ликвидни активи нараства в момент на значителна несигурност

Основните лихвени проценти на ЕЦБ остават непроменени в течение на две години и половина

Вътрешният ценови натиск е ограничен

В ход е процес на икономическо оживление

Като цяло Управителният съвет оценява промените в портфейлите като временно, макар и възможно продължително явление, което ще отmine след нормализирането на икономическите, финансовите и геополитическите условия. Тази оценка е подкрепена от факта, че годишният растеж на кредитите в частния сектор продължава да намалява, особено що се отнася до кредитите за нефинансови предприятия, в условията на сравнително потисната икономическа активност. Затова на този етап данните от паричния анализ, свързани с определянето на политиката, са доста нееднозначни. От една страна, като се имат предвид промените в портфейлите, силното нарастване на МЗ не се възприема като носител на инфлационен натиск в средно- и дългосрочен план. От друга страна, дори коригиран с предполагаемия ефект от промените в портфейлите, прирастът на МЗ остава твърде устойчив и следователно е свързан с нарастващ риск за интерпретацията на паричната динамика и съответно за прогнозите за ценовата динамика в средно- и дългосрочен аспект. Това послание е особено важно през 2002–2003 г., когато публично се обсъжда появата на риск от дефлация в еврозоната.<sup>6</sup>

#### ЧЕТВЪРТИ ЕТАП – БЕЗ ПРОМЕНИ В ОСНОВНИТЕ ЛИХВЕНИ ПРОЦЕНТИ НА ЕЦБ (ОТ СРЕДАТА НА 2003 г. ДО КРАЯ НА 2005 г.)

От юни 2003 г. в продължение на две години и половина Управителният съвет поддържа лихвените проценти на едно и също равнище, като минималният лихвен процент по заявките при основните операции по рефинансиране се запазва на ретроспективно ниското ниво от 2.0%.

Що се отнася до цените, през втората половина на 2003 г. ХИПЦ-инфлацията не спада толкова бързо и значително, колкото се очаква, най-вече поради неблагоприятната динамика на цените на храните и надхвърлилите очакванията цени на петрола – макар и влиянието на последните да е отслабено от поскъпването на еврото. Освен това неблагоприятно въздействие върху темпа на инфлация оказва и повишението на косвените данъци и на административно определяните цени в края на 2003 г. и началото на 2004 г. Въпреки значимото поскъпване на суровините и енергоносителите, в условия на възобновен, но все още сравнително умерен икономически растеж, през цялата 2004 г. и по-голямата част от 2005 г. натискът върху базовата местна инфлация остава под контрол. По-специално през този период динамиката на заплатите е умерена. Водещата инфлация все пак остава донякъде по-висока през 2005 г., предимно в резултат от сериозното поскъпване на енергоносителите и, в по-малка степен, от повишението на административно определяните цени и косвените данъци. Като цяло през 2005 г. годишната ХИПЦ-инфлация е 2.2% – малко по-висока, отколкото в двете предходни години (2.1%). С напредването на годината икономическият анализ показва засилващи се рискове особено по отношение на потенциалните вторични ефекти върху определянето на заплатите и цените в резултат от поскъпването на петрола.

Що се отнася до икономическата активност, през втората половина на 2003 г. след съществено нарастване на износа на еврозоната в резултат от подновеното динамично развитие на световната икономика общата картина се подобрява. Макар че през този период вътрешното търсене остава слабо, наблюдават се предпоставки за оживление, не на последно място поради ниското равнище на лихвените проценти и като цяло благоприятните условия за финансиране. Нещо повече, непрекъснатото приспособяване на корпоративния сектор,

<sup>6</sup> Във връзка с това е важно да се отбележи, че наблюдаваните през този период промени в портфейлите може да се тълкуват като признак на доверие в стабилността на европейския банков сектор, което разпръсква опасенията за евентуално обезценяване на дълга в еврозоната.

целящо повишаване на производителността на труда и рентабилността, подкрепя очакванията за постепенно възстановяване на инвестициите. Като цяло всички предвиждания и прогнози, изготвени през втората половина на 2003 г., включително макроикономическите прогнози на експерти на Евросистемата, публикувани през декември, сочат последователно засилване на растежа на реалния БВП в еврозоната през 2004 и 2005 г.

Наистина, възстановяването на икономическата активност в еврозоната, започнало през втората половина на 2003 г., продължава през 2004—2005 г. Реалният БВП бележи среден растеж от средно 0.5% на тримесечна база през първата половина на 2004 г. – най-високият темп, отбелязан след първата половина на 2000 г. През втората половина на 2004 г. и първата половина на 2005 г. темпът малко се забавя отчасти поради поскъпването на петрола, временното забавяне растежа на световната икономика и по-късно проявилите се последици от поскъпването на еврото. Смята се обаче, че предпоставките за укрепване на икономическата активност остават налице независимо от известно засилване на рисковете за растежа, свързани с отслабването на потребителското доверие, високите и нестабилни цени на петрола и глобалните диспропорции. Във външен план растежът на световната икономика остава значителен, благоприятствайки износа от еврозоната. Във вътрешен план особено изгодните условия за финансиране, големите печалби на предприятията и реструктурирането на бизнеса създават благоприятна среда за инвестиране. Предвижда се прирастът на частното потребление да бъде положително повлиян от очакваното увеличение на реалния разполагаем доход в условията на значително нарастване на заетостта и ниска инфлация. Действително, през втората половина на 2005 г. икономическата активност в еврозоната набира скорост.

От гледна точка на паричния анализ финансовата и икономическата несигурност започва да отслабва, а структурата на портфейлите – да се нормализира, най-вече в резултат на събитията в Ирак до средата на 2003 г. Вследствие на това от средата на 2003 г. до средата на 2004 г. годишният прираст на МЗ се забавя съществено наред с отслабването на предишната тенденция към реструктуриране на портфейлите чрез вложения в парични активи. Все пак в съответствие със симетричното интерпретиране на въздействието на изменящите се портфейли върху свързаните с политиката сигнали за динамиката на парите, в средно- и дългосрочен план този спад във водещия темп на прираст на МЗ не се възприема като отслабване на инфлационния натиск. Той се разглежда по-скоро като монетарно доказателство, че несигурността и бягството от риск постепенно се връщат към традиционните си равнища. Всъщност през целия период динамичният ред МЗ, коригиран за отчитане очакваното влияние от реструктурирането на портфейлите, продължава да нараства с устойчив и леко ускоряващ се темп, подкрепяйки впечатлението, че базовият темп на парична експанзия не се проявява в съществено по-нисък водещ темп на прираст на МЗ. В допълнение към това през втората половина на 2003 г. се ускорява годишният темп на прираст на кредитите за частния сектор.

В хода на 2004 г. паричният анализ представя данни за по-нататъшен отказ от реструктуриране на портфейлите, протичащ макар и по-бавно от очакваното въз основа на историческите закономерности при освобождаване от натрупани ликвидни наличности. От средата на 2004 г. нататък обаче водещият годишен темп на прираст на МЗ се ускорява. През 2005 г. паричната динамика допълнително набира скорост и оценката допуска това да е свързано с нарастващ риск за ценовата стабилност в средно- и дългосрочен план. По-конкретно, стабилната кредитна и парична експанзия от средата на 2004 г. нататък отразява по-скоро стимулиращото въздействие на особено ниското по това време равнище на лихвените

Паричната динамика остава умерена през 2003 г. и в началото на 2004 г...

... преди отново да се ускори от средата на 2004 г. насетне



проценти в еврозоната, а по-късно — и засилващата се отново динамика на икономиката в еврозоната, отколкото реструктурирането на портфейлите в периода 2001—2003 г. Бързият растеж на парите също допринася за и без това голямата ликвидност в еврозоната, което е признак за нарастващ риск за ценовата стабилност в средно- и дългосрочен план.

#### ПЕТИ ЕТАП – ОТКАЗ ОТ НЕРЕСТРИКТИВНА ПАРИЧНА ПОЛИТИКА (ОТ КРАЯ НА 2005 г.)

От края на 2005 г. насам Управителният съвет е повишил основните лихвени проценти на ЕЦБ с общо 200 б.т. Така в края на юни 2007 г. равнището на минималният процент по заявките при основните операции по рефинансиране на Евросистемата достига 4%. Тази корекция на нерестриктивната парична политика е оправдана, тъй като е насочена срещу рисковете за ценовата стабилност, идентифицирани както от икономическия, така и от паричния анализ. Важно е обаче да се отбележи, че през декември 2005 г., когато Управителният съвет започва постепенно да повишава основните лихвени проценти на ЕЦБ, паричният анализ изиграва важна роля. Тогава той ясно показва наличието на нарастващ риск за ценовата стабилност в средно- и дългосрочен аспект, докато показателите и сигналите от икономическия анализ са нееднозначни. В общи линии, постепенният отказ от нерестриктивна парична политика се извършва в условия на стабилен икономически растеж и продължаваща динамична парична и кредитна експанзия в еврозоната.

Що се отнася до цените, средногодишната ХИПЦ-инфлация е 2.2% през 2006 г. и 2.1% през 2007 г., като неин двигател е най-вече вътрешното търсене. И в двете години водещата инфлация отбелязва значителни колебания, породени в голяма степен от динамиката на цените на петрола. През 2006 г. тя следва тенденция към повишение до август, най-вече заради същественото поскъпване на енергоносителите, но до края на годината годишният ѝ темп спада под 2% предимно вследствие значимото поевтиняване на петрола и базови ефекти. До третото тримесечие на 2007 г. годишният темп на инфлация се развива в съответствие с дефиницията на ЕЦБ за ценова стабилност, отчасти поради благоприятните базови ефекти от динамиката на цените на енергоносителите година по-рано.

Към края на 2007 г. и началото на 2008 г. обаче годишната инфлация се повишава рязко. Тя достига нива значително над 2%, тласкана предимно от същественото повишение на международните цени на петрола и храните през втората половина на 2007 г. Силният краткосрочен натиск за повишаване на цените нараства по-конкретно през четвъртото тримесечие на 2007 г. Въпреки тези ценови шокове динамиката на заплатите остава по-скоро умерена и през целия етап средно- и дългосрочните инфлационни очаквания остават устойчиво на равнище, съвместимо с ценовата стабилност, независимо от благоприятните икономически условия и затягането на трудовия пазар. Макар че това способства за отслабване на инфлационния натиск, рисковете за ценовата стабилност в средносрочен план несъмнено остават високи. Те включват потенциал за допълнително поскъпване на петрола и селскостопанските продукти (особено в края на 2006 г. и през 2007 г.), по-нататъшно повишение на административно определяните цени и косвените данъци доста над предвиданото, както и вероятност за засилване натиска на предприятията при определянето на цените, особено в защитените от конкуренция отрасли. И което е още по-важно, възможното възникване на по-силна от очакваното динамика на заплатите и по-специално вторичните ефекти от определянето на цените и заплатите вследствие поскъпването на суровините и по-голямата водеща инфлация крие съществен и засилващ се риск за ценовата стабилност.

... а икономическият растеж  
остава  
устойчив и...

паричната експанзия –  
енергична

Еврото –  
стабилна валута

Устойчиво стабилизиране на  
инфлационните очаквания...

През първата половина на 2006 г. икономическата експанзия набира скорост и постепенно придобива по-широка основа, като все повече се самовъзпроизвежда. Нейна главна движеща сила е вътрешното търсене. Като цяло въпреки въздействието на високите и колебаещи се цени на петрола през 2006 г. реалният БВП нараства с 2.8% в сравнение с 1.6% през 2005 г. и 2.1% през 2004 г. И през 2007 г. икономическата активност продължава да нараства със стабилни темпове. Реалният БВП отбелязва растеж от 2.7%, тласкан основно от вътрешното търсене. Инвестициите остават динамични благодарение на благоприятните условия за финансиране, стабилните печалби на предприятията и непрекъснатото повишаване на ефективността в резултат от продължителното реструктуриране на корпоративния сектор. През втората половина на 2007 г. обаче перспективите за икономическата активност са помрачени от необичайно висока степен на несигурност. Тя произтича от трудното установяване на потенциалното въздействие на финансовите сътресения през август върху реалната икономика. Въпреки това основните икономически показатели на еврозоната остават стабилни, рентабилността на предприятията е устойчива, заетостта расте динамично, а безработицата спада до 7.4% – равнище, което не е наблюдавано от 25 години. Равновесието на рисковете пред перспективите за растеж е нарушено.

Съпоставката с резултатите от паричния анализ потвърждава, че в средно- и дългосрочен план преобладават засилващи се рискове за ценовата стабилност. През целия този етап паричната и кредитната експанзия остават силни, подкрепяни от неизменно енергично нарастване на банковите кредити за частния сектор. В средносрочен аспект ясно изразената динамичност в нарастването на парите и кредита отразява продължаващия неизменно възходящ тренд на базовия темп на парична експанзия, наблюдаван от средата на 2004 г. Поради това тя допринася допълнително за натрупването на ликвидност, което в условия на трайно и силно нарастване на парите и кредита е признак за нарастващ риск за ценовата стабилност в средно- и дългосрочен план. Ето защо Управителният съвет продължава да отделя особено внимание на паричната динамика, включително предвид по-доброто разбиране на краткосрочните реакции на финансовите институции, домакинствата и предприятията спрямо сътресенията на финансовите пазари през втората половина на 2007 г. Засега няма достатъчно данни тези сътресения да са повлияли сериозно върху общата динамика на паричната и кредитната експанзия.

## РЕЗУЛТАТИТЕ ОТ ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА НА ЕЦБ ПО ОТНОШЕНИЕ НА ЦЕНОВАТА СТАБИЛНОСТ

През изминалите десет години еврото се утвърди като стабилна валута, която е не само ценена от гражданите на държавите от еврозоната, наброяващи вече 320 милиона, но и широко приета и използвана на международните финансови пазари (вж. глава 5). При средногодишна ХИПЦ-инфлация малко над 2% от въвеждането на еврото насам цените се запазват относително стабилни, значително под средния годишен темп на инфлация в повечето държави – участнички в еврозоната, в десетилетията, предхождащи въвеждането на паричния съюз (вж. глава 4). В рамките на еврозоната колебанията на инфлацията също са значително по-малки, отколкото в предишни периоди.

Освен това ЕЦБ успешно стабилизира дългосрочните инфлационни очаквания в съответствие със своята дефиниция за ценова стабилност (вж. графика 10). Това се отразява в измерителите за инфлационните очаквания, които се извличат от доходността на облигациите и от проучвания (*Consensus Economics Forecasts* и Проучване на експерти на ЕЦБ). Твърдото

стабилизиране на индивидуалните инфлационни очаквания в по-далечна перспектива се отразява благоприятно върху гладкото функциониране на паричната политика на ЕЦБ и върху възможността ѝ да осигурява ценова стабилност в средносрочен план. Оттогава насам се наблюдава забележителна стабилност на инфлационните очаквания. Това е още по-удивително на фона на поредицата от съществени неблагоприятни шокови повишения на цените през този период, особено повече или по-малко непрекъснатото поскъпване на петрола (от около 10 щатски долара за барел през 1999 г. до рекордните почти 120 щатски долара за барел през 2008 г.), на значителното поскъпване на международните цени на храните, а на местно ниво – на почти редовното повишаване на косвените данъци и на съществено административно определяне на цените в повечето държави от еврозоната.

... в средносрочен хоризонт...

Накратко казано, въз основа на своите редовни икономически и парични анализи в контекста на средносрочно ориентираната си стратегия по паричната политика Управителният съвет на ЕЦБ е изпълнил своята задача съгласно определения му в Договора мандат, а именно средносрочна ценова стабилност в еврозоната като цяло.

Благодарение избягването на чести корекции паричната политика на ЕЦБ сама по себе си не представлява източник на несигурност в една и без това изпълнена с несигурност икономическа среда. Това несъмнено е допринесло за стабилизирането на средносрочните и дългосрочните инфлационни очаквания на равнище, съответстващо на ценовата стабилност.

## ПРОЗРАЧНОСТ, ОТЧЕТНОСТ И КОМУНИКАЦИЯ

... и ясна комуникация

За да бъде ефективна паричната ѝ политика, още от самото начало ЕЦБ поставя силен акцент върху прозрачното и своевременно представяне пред участниците на финансовите пазари и пред широката общественост на своите политически действия и на икономическите аргументи, на които се основават решенията ѝ. Това е допринесло за стабилизирането на инфлационните очаквания, дори когато трендът им е бил възходящ.

В общи линии, съчетаването на комуникация и ясен процес на вземане на решения способства за изясняването пред обществото на решенията на ЕЦБ за паричната политика в контекста на публично оповестената ѝ стратегия. То също така помага на финансовите пазари да разбират по-добре закономерностите в реакцията на паричната политика на ЕЦБ спрямо икономическите тенденции и сътресения и така по-успешно да предвиждат общите насоки на паричната политика в средносрочен план, придавайки по-голяма предсказуемост на свързаните с тази политика действия.

Графика 10 Очаквания за дългосрочна инфлация



Източници: Consensus Economics и ЕЦБ.

1) Изравняващи темпове на инфлацията, изчислени въз основа на инфлационно индексирани облигации, обхващат основно инфлационните очаквания и рисковите премии.

Днес прозрачността се смята за важен елемент на съвременната дейност на централните банки, тъй като способства по различни начини за засилване на доверието към паричната политика и нейната ефективност. На първо място, прозрачността относно целите на паричната политика и относно начините, по които централната банка се стреми да ги постигне, укрепва доверието в нея. Това от своя страна засилва способността на банката да направлява дългосрочните инфлационни очаквания и така да насочва ценообразуването и определянето на възнагражденията по такъв начин, че да съответстват на ценовата стабилност. С други думи, една ползваща се с доверие парична политика е в състояние да гарантира, че неблагоприятните първични ефекти от повишаването на цените, например на петрола, няма да доведат до вторични ефекти върху заплатите и цените и евентуално до общо повишаване на инфлацията.

Нещо повече, прозрачността относно стратегията по паричната политика на централната банка и относно оценката на икономическата ситуация подобрява възможността на участниците на финансовите пазари да предвиждат бъдещите мерки на паричната политика, а това от своя страна способства за намаляване колебанията на финансовия пазар и засилва влиянието на централната банка върху дългосрочните лихвени проценти. И накрая, твърдият ангажимент за прозрачност налага на създателите на политиката самодисциплина, благодарение на която решенията и обясненията им са последователни и съответстват на техния мандат.

През последното десетилетие като цяло нарасна възможността финансовите пазари да предвиждат мерките на паричната политика.<sup>7</sup> Този факт подкрепя концепцията, че подходът на прозрачност на паричната политика, възприет от централните банки в целия свят, е подобрил разбирането на паричната политика от страна на пазара. Фактът, че през последните десет години дългосрочните инфлационни очаквания са се стабилизирали в безпрецедентна степен във всички страни, показва, че прозрачността също е допринесла за това.

Централната банка е изправена пред необходимостта да прави компромиси между детайлността и яснотата на информацията, която предоставя, защото е невъзможно да се представи абсолютно изчерпателно и същевременно ясно описание на всички елементи и аспекти от изработването на политиката. Освен това прозрачността е нещо повече от просто публикуването на информация, тъй като само по себе си не води до по-добро разбиране на паричната политика. За да се подобри общо ефикасността на паричната политика, информацията трябва да бъде ефикасно поднесена на обществеността. Ето защо, за да се ползва от предимствата на прозрачността, централната банка се нуждае от ефикасна комуникационна стратегия. Тя трябва да бъде насочена към това информацията, която е необходима, за да разбере обществото паричната политика, да бъде разпространявана своевременно, по открит, ясен и недвусмислен начин и това да бъде съобразено с различните условия и публика – от широката общественост до участниците на финансовите пазари.

Основните елементи на стратегията по паричната политика също засилват прозрачността и отчетността пред широката общественост. Количественото определение на ценовата стабилност като годишно нарастване на ХИПЦ осигурява ясен критерий, за който ЕЦБ се отчита пред обществото, допринасяйки същевременно за стабилизиране на пазарните очаквания. Двустълбовият подход определя ясна рамка за вътрешния процес на вземане на

По-голямата прозрачност  
прави паричната политика  
по-ефективна...

... повишава нейната  
прегсказуемост...

... и подобрява отчетността

<sup>7</sup> За преглед на емпиричната литература по предвидимостта на паричната политика вж. *Blattner, T., M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch, J. Turunen (2008) The predictability of monetary policy. ECB Occasional Paper No 83.*

решения и за външните взаимодействия. И накрая, ЕЦБ оповестява пред широката общественост обсъжданата в Управителния съвет информация и обяснява най-подробно икономическата обосновааност на решенията по паричната политика.

Комуникацията трябва да отразява и факта, че паричната политика функционира в сложна, несигурна и непрекъснато променяща се среда. Външната комуникация по въпросите на стратегията по паричната политика разчита преди всичко на добросъвестното отчитане на този факт. Понякога е трудно да се предвидят точните срокове и дори посоката на едно решение за лихвените проценти, имайки предвид въздействието на редица неочаквани шокове, които могат да настъпят в икономиката, и значителното и променливо във времето закъснение, с което мерките на паричната политика се прехвърлят върху цените. Като оповестява публично своята стратегия по паричната политика и съобщава по прозрачен начин редовната си оценка на икономическите тенденции, ЕЦБ постига висока степен на предсказуемост, която повишава ефикасността на паричната политика (вж. каре 2).

В условията на световна тенденция към по-детайлно и прозрачно взаимодействие между централните банки основните елементи на комуникационната стратегия на ЕЦБ, по-специално встъпителното изявление на ежемесечните пресконференции, в които решенията по паричната политика се появяват почти в реално време, бележат все повече приближаване до оповестяване на информацията в реално време.

## Каре 2

### ОСНОВНИ КОМУНИКАЦИОННИ ИНСТРУМЕНТИ И КАНАЛИ, ИЗПОЛЗВАНИ ОТ ЕЦБ

Встъпителното изявление е сърцевината на ежемесечните пресконференции, които президентът и вицепрезидентът провеждат непосредствено след първото за месеца заседание на Управителния съвет. На тези пресконференции президентът прави изявление от името на Управителния съвет. В него своевременно и подробно се обобщава свързаната с политиката оценка на икономическите и паричните тенденции, както и състоянието на паричната политика, а структурата му съответства на стратегията по паричната политика на ЕЦБ. Месечната пресконференция включва време за въпроси и отговори; на нея присъстват представители на медии от цялата еврозона и извън нея; тя осигурява трибуна за своевременно и обективно разясняване на решенията по паричната политика пред обществеността. Ето защо пресконференцията е ефективно средство за навременно представяне и обясняване на взетите от Управителния съвет решения и – съответно – на процеса на вземане на решения по паричната политика.

Месечният бюлетин е друг важен комуникационен инструмент на ЕЦБ наред с месечната пресконференция. Той осигурява на широката общественост и на финансовите пазари подробен и изчерпателен анализ на икономическата обстановка и на паричната динамика. Обикновено се публикува една седмица след заседанието на Управителния съвет и съдържа информацията, с която той е разполагал по времето, когато е вземал решенията си за паричната политика. Месечният бюлетин съдържа освен това и статии, в които се представят анализи на дългосрочните тенденции, принципни въпроси или аналитични инструменти, използвани от Евросистемата в рамките на стратегията по паричната политика.



Освен това на всеки три месеца президентът на ЕЦБ се явява пред Комисията по икономически и парични въпроси на Европейския парламент. Тогава той обяснява решенията, свързани с политиката на ЕЦБ, и отговаря на въпроси, поставени от членовете на комисията. Заседанията на комисията са открити за обществеността, а текстът на изказването на президента впоследствие се публикува на интернет страниците на Европейския парламент и на ЕЦБ. Пред комисията се явяват и други членове на Изпълнителния съвет на ЕЦБ.

За да достигне посланието им до различни кръгове, членовете на Управителния съвет участват в многобройни обществени прояви. Речите на членовете на Изпълнителния и Управителния съвет, както и интервютата на членове на Управителния съвет също са важно средство за представяне становищата на ЕЦБ пред обществеността.

### 3.3 ПРОВЕЖДАНЕ НА ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА

Краткосрочните лихвени проценти на паричния пазар играят важна роля в осъществяването на паричната политика. Посредством тяхното насочване паричната политика оказва значително влияние върху пазарните лихвени проценти и – по различни канали – върху решенията на предприятията и домакинствата да извършват разходи, върху паричната динамика и в крайна сметка върху общото равнище на цените. Този раздел разкрива как ЕЦБ изпълнява решенията по паричната си политика, като направлява лихвените проценти в най-краткосрочния сегмент на паричния пазар. Тук освен това са очертани основните трудности, които Евросистемата среща при изпълнението на решенията по паричната политика след въвеждането на еврото.

#### РАЗГРАНИЧАВАНЕ НА ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА ОТ УПРАВЛЕНИЕТО НА ЛИКВИДНОСТТА

За да се изясни управлението на ликвидността от страна на ЕЦБ, е полезно да се разграничи определянето на състоянието на паричната политика от текущото ѝ провеждане. Както бе показано в раздел 3.1, стратегията по паричната политика осигурява структура за релевантната икономическа информация, въз основа на която се вземат решенията по паричната политика. На базата на редовни икономически и парични анализи Управителният съвет определя нивото на основните лихвени проценти на ЕЦБ, което най-добре обслужва постигането на целта – ценова стабилност. Изпълнителният съвет на ЕЦБ отговаря за изпълнението на тези решения по паричната политика. Решенията по паричната политика се изпълняват чрез насочване на краткосрочните пазарни лихвени проценти към равнището на лихвените проценти, определено от Управителния съвет. Определянето на основните лихвени проценти на ЕЦБ и представянето им пред обществеността несъмнено играе важна роля в направляването на участниците на пазара. Само по себе си обаче това не е достатъчно, за да съгласува краткосрочните пазарни лихвени проценти с основните лихвени проценти на ЕЦБ. Краткосрочните лихвени проценти всъщност могат да бъдат направлявани и посредством управлението на ликвидността от страна на Евросистемата с помощта на нейната оперативна рамка.

Оперативната рамка съдържа набор от инструменти и процедури, посредством които Евросистемата прилага на практика решенията по паричната политика, т.е. насочва краткосрочните лихвени проценти на паричния пазар. Друг ключов фактор за въздействие

Определяне на основните  
лихвени проценти на ЕЦБ

Управление  
на ликвидността

Разграничаване на състоянието на паричната политика от нейното прилагане

върху пазарните лихвени проценти е, че като цяло банковата система в еврозоната се нуждае от ликвидност и поради това разчита на рефинансиране от Евросистемата. При тези условия Евросистемата играе ролята на доставчик на ликвидност за банките чрез своите операции на открития пазар. При това Евросистемата управлява наличната ликвидност в банковия сектор на еврозоната с цел да създаде балансирано условия за ликвидност и възможно най-много да приближи краткосрочните пазарни лихвени проценти до равнището, определено от Управителния съвет.

Накратко, Евросистемата разграничава ясно, от една страна, решенията на Управителния съвет на ЕЦБ по паричната политика и, от друга страна, изпълнението им посредством инструментите на паричната политика. Ясното разделение между решенията по паричната политика и изпълнението им намалява риска стопанските субекти погрешно да сметнат колебанията в краткосрочните пазарни лихвени проценти, предизвикани от временни и непредсказуеми колебания в търсенето и предлагането на ликвидност, за сигнали на паричната политика на Евросистемата. То се оказва особено важно по време на финансовите сътресения от началото на август 2007 г., когато краткосрочните пазарни лихвени проценти на моменти отбелязаха много големи колебания.

#### ОПЕРАТИВНА РАМКА ЗА ПРОВЕЖДАНЕ НА ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА

Ръководни принципи на оперативната рамка

Оперативната рамка за провеждане на паричната политика на Евросистемата се основава на принципите, заложи в Договора за създаване на Европейската общност. Член 105 от Договора постановява, че за постигане на своите цели Евросистемата „действа в съответствие с принципа на отворената пазарна икономика със свободна конкуренция, благоприятстваща ефективното разпределяне на ресурсите“.

С цел управление на характеристиките на оперативната рамка са формулирани и редица други „ръководни принципи“. Най-важният от тях е оперативната ефикасност. Тя се дефинира като способност на рамката решенията по паричната политика възможно най-бързо и най-точно да намерят проявление в краткосрочните пазарни лихвени проценти. Други важни принципи са необходимостта от равнопоставеност на банките и хармонизирането на правилата и процедурите в цялата еврозона. Друг принцип е свързан с децентрализацията при провеждането на паричната политика. Съгласно този принцип операциите по паричната политика обикновено се осъществяват от НЦБ. И накрая, оперативната рамка трябва да е изградена върху следните принципи: простота, прозрачност, сигурност и разходна ефективност.

Три инструмента за насочване на лихвените проценти

ЕЦБ и Евросистемата разчитат на три инструмента за насочване на краткосрочните пазарни лихвени проценти към определеното от Управителния съвет равнище: 1) задължителни минимални резерви; 2) операции на открития пазар; 3) ликвидни улеснения с постоянен достъп. Тези инструменти влияят върху наличния обем ликвидност в банковия сектор на еврозоната, а това от своя страна въздейства върху преобладаващото на пазара равнище на краткосрочните лихвени проценти.<sup>8</sup> В този контекст Евросистемата играе ролята на доставчик на ликвидност и – посредством оперативната си рамка – съдейства на банките организирано и без сътресения да посрещат нуждите си от ликвидност.

<sup>8</sup> Подробно описание на рамката на паричната политика на Евросистемата вж. в: *ECB. The implementation of the monetary policy in the euro area*, с допълнение от септември 2007 г.

Нужди на банките от  
ликвидност и минимални  
задължителни резерви

Преплагане от  
Евросистемата на  
ликвидност и операции  
на открития пазар

1) Банките се нуждаят от определен обем ликвидност, за да посрещнат потребностите, произтичащи от т.нар. „автономни фактори на ликвидността“. Тези фактори обхващат позиции от баланса на Евросистемата, които не са свързани с инструментите на паричната политика.<sup>9</sup> Най-значимият автономен фактор са банкните в обращение. Освен това банките се нуждаят от ликвидност, за да изпълнят изискването за задължителни резерви. Те са задължени да поддържат минимални резерви при Евросистемата. Това изискване създава структурно търсене на ликвидност в банковия сектор на еврозоната. Изискването за задължителни резерви се определя поотделно за всяка институция в зависимост от баланса ѝ. Понастоящем изискване за минимални резерви има по отношение на около 6000 банки. Общите нужди от ликвидност на банковия сектор в еврозоната възлизат средно на около 450 милиарда евро. В момента дневните минимални резерви възлизат съвкупно на близо половината от тази сума.

Основното предназначение на системата на задължителните минимални резерви е да стабилизира пазарните лихвени проценти. Изискването за задължителни резерви всъщност трябва да бъде изпълнено средно за периода на поддържане – периода, за който се изчислява изпълнението му от банката. Периодът на поддържане обикновено започва във вторник след заседанието на Управителния съвет, за което е насрочена оценката за състоянието на паричната политика. Механизмът на усредняването означава, че поддържането на резерви в който и да е конкретен ден през периода на поддържане представлява по принцип близък заместител на поддържането на резерви през който и да е друг ден от същия период. Това означава, че наличните резерви могат да се колебаят в различните дни и дневните колебания в ликвидността се изглаждат. Минималните резерви не са свързани с разходи за банковия сектор, тъй като се олихвяват от Евросистемата по средния пределен лихвен процент при основните операции по рефинансиране за периода на поддържане.

2) Операциите на открития пазар играят главна роля при управлението на ликвидността в банковия сектор на еврозоната и при насочването на краткосрочните пазарни лихвени проценти. Операциите на открития пазар се извършват децентрализирано: ЕЦБ ги координира, но самите трансакции се извършват от националните централни банки.

Таблица 1 Операции на открития пазар и ликвидни улеснения с постоянен достъп, предлагани от Евросистемата

Операции по паричната политика	Видове трансакции		Матуритет	Честота
	Предоставяне на ликвидност	Изтегляне на ликвидност		
<b>Операции на открития пазар</b>				
Основни операции по рефинансиране	обратни трансакции	-	една седмица	седмично
Дългосрочни операции по рефинансиране	обратни трансакции	-	три месеца	месечно
Операции за фино регулиране	обратни трансакции	събиране на срочни депозити	нестандартизирани	нередовно
<b>Ликвидни улеснения с постоянен достъп</b>				
Пределно кредитно средство	обратни трансакции	-	овърнайт	достъп по усмотрение на контрагентите
Депозитно улеснение		депозити	овърнайт	достъп по усмотрение на контрагентите

<sup>9</sup> Вж. също статиите *The liquidity management of the ECB* и *The Eurosystem's experience with forecasting autonomous factors and excess reserves*, съответно в *Месечен бюлетин* на ЕЦБ, май 2002 г. и януари 2008 г.

В Евросистемата се прилагат три вида операции: а) основни операции по рефинансиране; б) дългосрочни операции по рефинансиране; в) операции за фино регулиране (вж. таблица 1).

Посредством основните операции по рефинансиране и дългосрочните операции по рефинансиране Евросистемата отпуска заеми на банките. Заемите са винаги за определен кратък период от време и срещу обезпечение, за да бъде предпазена Евросистемата от финансов риск (вж. каре 3). Посредством операции на открития пазар Евросистемата отпуска на банковия сектор в еврозоната среднодневно заеми на обща стойност около 450 милиарда евро. Операциите на Евросистемата са за значително по-големи суми, отколкото на другите основни централни банки.

И основните, и дългосрочните операции по рефинансиране се извършват редовно. Основните операции по рефинансиране са ежеседмични, провеждат се под формата на търг с променлив лихвен процент и минимален лихвен процент по заявките и имат матуритет от една седмица. В търг с променлив лихвен процент и минимален процент по заявката банките подават заявки с няколко лихвени процента – на или над равнището на предварително обявения минимален процент. Най-напред се изпълняват заявките с най-високия лихвен процент, следващите се изпълняват в низходящ ред до изчерпване на сумата за разпределение. Лихвеният процент, при който сумата се изчерпва, се нарича пределен и по него заявките се изпълняват пропорционално. Дългосрочните операции по рефинансиране се извършват месечно под формата на чист търг с променлив лихвен процент, като матуритетът им е тримесечен. За разлика от основните операции по рефинансиране, обемът ликвидност, който се предоставя чрез дългосрочни операции по рефинансиране, се определя предварително. При тези операции Евросистемата действа като получател на лихви. В основните и в дългосрочните операции по рефинансиране могат да участват широк кръг от банки, т.е. около 1700. Този брой е доста голям, включително в сравнение с оперативните рамки на другите основни централни банки.

Операциите за фино регулиране не са редовно средство за предоставяне или изтегляне на ликвидност, а се провеждат при необходимост. За да могат да се изпълняват бързо и гъвкаво, матуритетът и честотата им не са стандартизирани, а могат да се приспособяват към конкретната ситуация. Като се има предвид, че тези търгове трябва да се провеждат бързо (обикновено до 90 минути след обявяването на операцията), в такива операции могат да участват само ограничен брой банки (в момента около 130). Операциите за фино регулиране имат за цел да изглаждат отражението върху лихвените проценти на неочаквани колебания на ликвидността в банковия сектор.

3) Евросистемата предлага на банките и две ликвидни улеснения с постоянен достъп – пределно кредитно улеснение/средство и депозитно улеснение (вж. таблица 1). Те образуват коридор (най-често  $\pm 100$  б.т.) около минималния процент по заявките и така ограничават колебанията в овърнайт лихвените проценти (т.е. краткосрочните лихвени проценти на паричния пазар). Пределното кредитно улеснение определя тавана на коридора. То може да се използва от банките за получаване на овърнайт-ликвидност срещу допустимо обезпечение. Депозитното улеснение определя долната граница на коридора. То се използва от банките за овърнайт-депозити при Евросистемата.

**Ликвидните улеснения с постоянен достъп формират коридор за краткосрочните лихвени проценти**

## Каре 3

## РАМКА НА ЕВРОСИСТЕМАТА ЗА ОБЕЗПЕЧЕНИЯТА

В съответствие със световната практика на централните банки всички операции на Евросистемата за предоставяне на ликвидност трябва да се основават на подходящо обезпечение, което да я предпазва от загуби. Същевременно рамката за обезпечения трябва да гарантира, че широк кръг от банки ще разполагат с достатъчно обезпечения, така че Евросистемата да бъде в състояние да предостави толкова ликвидност, колкото прецени за необходимо. За по-голямо удобство Евросистемата приема като обезпечение много видове активи.<sup>1</sup> Тази особеност на нейната рамка за обезпеченията неотдавна спечели всеобщо признание като стабилизиращ фактор при скорошните трусове на финансовите пазари. Тя действително осигурява на банките възможност да разполагат с достатъчно обезпечения, за да имат достъп до операциите на Евросистемата на открития пазар. Това каре представя кратък преглед на рамката на Евросистемата за обезпеченията и на основните подобрения, внесени в нея през последните девет години и половина.

През 1998 г. е въведена „двустепенна рамка на обезпеченията“, която да осигури гладкото преминаване към паричен съюз. „Двустепенна рамка на обезпеченията“ означава, че допустимите активи се разделят на две групи или „редове“, което има за цел да изгладя различията между финансовите структури на държавите-членки в началото на ИПС. Докато активите от първи ред включват търгуеми дългови инструменти, които отговарят на критериите за допустимост в цялата еврозона, активи от втори ред са онези, които са важни за определени национални финансови пазари и банкови системи и изпълняват само критериите за допустимост на национално равнище. По принцип всички активи могат да се използват презгранично в цялата еврозона. Тази рамка служи добре на Евросистемата и доказва устойчивостта си при справяне със съществени временни увеличения на търсенето на обезпечения в периоди на напрежение на пазара (например при настъпването на новото хилядолетие).

Двустепенната рамка за обезпеченията обаче също има своите недостатъци. Например фактът, че някои категории активи са допустими само в някои, но не във всички държави, се възприема като потенциално противоречащ на равнопоставеността в еврозоната, а тя е сред важните принципи на рамката на паричната политика на Евросистемата. Ето защо, вследствие на две обществени обсъждания (проведени през юни 2003 г. и май 2004 г.) Евросистемата решава да въведе единна рамка (известна като „единен списък“) за общо използване при всички операции на Евросистемата за предоставяне на ликвидност. Единният списък има за цел да подобри още повече ефективността на рамката за обезпеченията. Той се въвежда на два етапа. В първия етап, приключил през май 2005 г., са внесени някои изменения по отношение на търгуемите активи.<sup>2</sup> Във втория – през януари 2007 г. – нетъргуемите активи и по-специално вземанията по кредити (т.е. банковите заеми) стават допустими обезпечения във всички държави в еврозоната. Но поради

1 Вж. шеста глава от изданието на ЕЦБ *The implementation of monetary policy in the euro area*, допълнено през септември 2007 г., която описва подробно критериите за допустимост и мерките за контрол на риска по допустимите активи за кредитни операции на Евросистемата.

2 Промените включват: а) изключване на акциите от допустимите активи, б) уточняване на нерегулираните пазари, които са приемливи за Евросистемата от гледна точка на управление на обезпеченията, в) усъвършенстване на критерия за дългови инструменти, емитирани от кредитни институции, и г) въвеждането на деноминирани в евро дългови инструменти, емитирани от икономически агенти със седалище в държавите от Г-10, които не са част от Европейското икономическо пространство.



технологично необходимото за внедряването му време единен режим за вземанията по кредити ще се приложи цялостно едва през януари 2012 г.<sup>3</sup>

Това приемане на различни видове категории активи като обезпечение в кредитните операции на Евросистемата означава, че не е възможно във всички категории да се прилага единен набор от критерии за допустимост. Затова като цяло важат два набора от критерии за допустимост и мерки за контрол върху риска<sup>4</sup>, като единият се отнася за търгуемите, а другият – за нетъргуемите активи. И двата набора критерии обаче осигуряват съпоставима степен на защита на Евросистемата от риск. Като обезпечение се приемат само активи с високо кредитно качество. Критериите за допустимост за търгуеми активи са запазени достатъчно общи и по този начин рамката за обезпеченията остава гъвкава за новости на пазара и следва динамиката му. С развитието на финансовите пазари и през следващите години ще се определят нови подобрения в критериите за допустимост и в мерките за контрол върху риска.

През 2007 г. средната стойност на допустимите обезпечения възлиза на 9.5 трилиона евро, т.е. от 5.5 трилиона евро през 1999 г. тя е отбелязала увеличение със 73%. Що се отнася до структурата на обезпеченията, дългът на сектор „Държавно управление“ заема 49% от всички обезпечения, а останалата част от търгуемите обезпечения се състои от обезпечени и необезпечени облигации на кредитни институции (съответно 12% и 17%), корпоративни облигации (9%), обезпечени с активи ценни книжа (8%) и други облигации като например емитираните от наднационални организации (4%). През 2007 г. около 12% от всички допустими активи, т.е. 1.1 трилиона евро са депозирани за ползване при Евросистемата. Структурата на депозирания пул от активи се различава от структурата на дълговия пазар в евро, тъй като банките са склонни да депозират по-слабо ликвидни обезпечения при кредитни операции на Евросистемата. Средният обем на вземанията по кредити заема 10% от общо предоставените обезпечения през 2007 г. Все още обаче не се използва пълният потенциал на този допълнителен източник на обезпечения, тъй като кръгът от вземания по кредити, чиято кредитоспособност може да бъде оценена, се увеличава постепенно. Презграничното използване на обезпечения, при което контрагент в дадена държава от еврозоната използва обезпечение, издадено в друга държава от еврозоната, е признак за задълбочаването на финансовата интеграция. През 2007 г. 51% от обезпеченията са използвани презгранично, в сравнение с 12% през 1999 г.

3 Технологично необходимото време за разработване на оперативните системи и процедури за оценка и мобилизиране на вземанията по кредити е голямо, тъй като те се различават в редица важни отношения от търгуемите инструменти. Поради разнообразието си те не са стандартизирани и нямат уеднаквена документация, често нямат кредитен рейтинг от кредитна агенция или външен ценови източник, възможно е да се намират под юридическа възбрана за продажба на трета страна, а проверката дали определен заем продължава да съществува е трудна. През 2006 г. Евросистемата разработва рамка за кредитна оценка (*ESAF*), която дава възможност на други източници на кредитна оценка освен кредитните агенции да предлагат новите категории активи за включване в единния списък.

4 Мерките за контрол на риска се прилагат по отношение на базовите активи, обезпечавачи операциите на Евросистемата по предоставяне на ликвидност, като целта е да я предпазят от риск от финансови загуби, в случай че базовите активи трябва да се реализират поради банков фалит. Евросистемата прилага изискване за минимален рейтинг за всички видове емитенти и активи, равностоен на А – определеният от нея бенчмарк за висок кредитен стандарт. За повече подробности вж. *ECB. The implementation of monetary policy in the euro area*, допълнен през септември 2007 г.

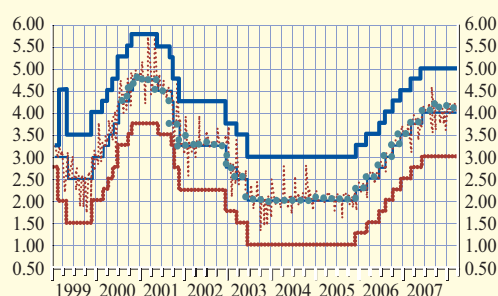
## ПРОВЕЖДАНЕ НА ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА СЛЕД ВЪВЕЖДАНЕТО НА ЕВРОТО

Оперативната рамка на паричната политика служи добре на Евросистемата от въвеждането на еврото насам. Постигната е основната оперативна цел, а именно насочване на най-краткосрочните лихвени проценти на паричния пазар близо до минималния лихвен процент

Графика 11 Основни лихвени проценти на ЕЦБ и ЕОНИА от януари 1999 г.

(проценти)

- пределен лихвен процент по кредити
- ..... лихвен процент по депозити
- пределен лихвен процент при основни операции по рефинансиране
- минимален лихвен процент по заявките
- ..... лихвен процент по овърнйт депозити (ЕОНИА)



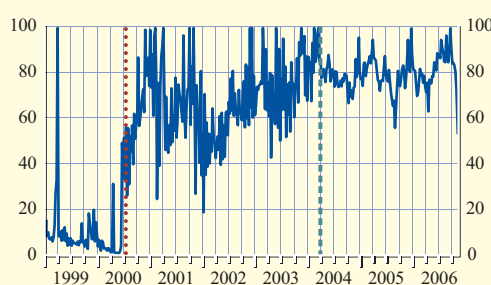
Източник: ЕЦБ.

Забележка: Лихвеният процент при основните операции по рефинансиране се отнася за операции, чийто сетълмент е извършен преди 28 юни 2000 г. по лихвен процент, приложим за търгове с фиксиран лихвен процент. За операции със сетълмент, извършен след тази дата, това е минималният лихвен процент по заявките, приложим при търгове с променлив лихвен процент.

Графика 12 Тенденции при съотношението между заявените и разпределените суми в периода януари 1999 г. – ноември 2006 г.

(проценти годишно)

- съотношение между заявените и разпределените суми
- ..... юни 2000 г.: преминаване към тръжна процедура с променлив лихвен процент
- март 2004 г.: промени в оперативната рамка



Източник: ЕЦБ.

по заявките при основните операции по рефинансиране (определян от Управителния съвет). Нещо повече, оперативната рамка доказва своята стабилност и устойчивост дори при извънредни трудности като началото на новото хилядолетие, терористичните актове от 11 септември 2001 г. и неотдавнашните трусове на финансовия пазар през 2007—2008 г. В никой от тези случаи не се наложи Евросистемата да прибегва до извънредни мерки, непредвидени в оперативната ѝ рамка.

Графика 11 показва, че овърнйт пазарният лихвен процент (*EONIA*)<sup>10</sup> като цяло остава близък до минималния лихвен процент по заявките. Тя илюстрира също, че лихвените проценти по ликвидните улеснения с постоянен достъп дават горната и долната граница на *EONIA*. Колебанията, които се наблюдават на графиката, в общи линии отразяват временното затягане или разхлабване на условията за ликвидност на паричния пазар. Ефикасността на рамката на паричната политика на Евросистемата донякъде е послужила за пример и е тласнала други централни банки да въведат система на коридорите.

Усъвършенстването от 1999 г. насам несъмнено е изиграло важна роля като стимул за добрите резултати на оперативната рамка. През последните девет години и половина са внесени три подобрения.

Най-напред, през юни 2000 г., е въведена тръжна процедура с променлив лихвен процент вместо търговете с фиксиран лихвен процент, използвани от създаването на паричния съюз. Това усъвършенстване само по себе си не изменя оперативната рамка, защото тя допуска прилагането на търгове както с променлив, така и с фиксиран лихвен процент. Преминаването към търгове с променлив лихвен процент е реакция на явлението „завишени заявки“ на

<sup>10</sup> *EONIA* представлява среден индекс на лихвите по овърнйт-депозитите в евро и е измерител на ефективния лихвен процент, преобладаващ на междубанковия овърнйт-пазар в евро.

Усъвършенстване на оперативната рамка

Преминаване към процедура на търг с променлив лихвен процент...

**Графика 13 Стандартно отклонение на ЕОНИА за период на поддържане (на дневна база) април 2004 г. – януари 2007 г.**



банките в операциите на Евросистемата, което става особено изразено в първата половина на 2000 г. Завишаването на заявките представлява ситуация, при която банките представят високи и непрекъснато увеличаващи се заявки в основните операции по рефинансиране. В такива случаи съотношението между разпределените и заявените суми спада до много ниско равнище (вж. графика 12). Завишени заявки се получават тогава, когато банките очакват повишаване на основните лихвени проценти на ЕЦБ в периода на поддържане. При очакване за повишение на лихвените проценти овърнайт пазарните лихвени проценти действително могат да се покачат до очакваното равнище,

т.е. над фиксирания лихвен процент при основните операции по рефинансиране.<sup>11</sup> За банките това е особено силен стимул да получат ликвидност посредством основни операции по рефинансиране и поради това завишават заявките.

На 8 юни 2000 г. Управителният съвет на ЕЦБ взема решение от 28 юни основните операции по рефинансиране да преминат от търг с фиксиран лихвен процент към търг с променлив лихвен процент. Той решава също да определя при тези операции минимален процент по заявките, който да бъде сигнал за състоянието на паричната му политика. Минималният лихвен процент по заявките поема ролята, която преди това играе лихвеният процент в търговете с фиксиран лихвен процент. Новата тръжна процедура веднага решава проблема със завишените заявки.

Второ, преминаването към търгове с променлив лихвен процент не предпазва системата от т.нар. „занижени заявки“ на банките. Занижаване на заявките е ситуация, при която общата заявка на банките е по-ниска от предвидената за разпределение сума. В този случай банките са изправени пред риск от недостиг на ликвидност в края на периода на поддържане, който би ги принудил да прибегнат до пределното кредитно улеснение, тласкайки нагоре овърнайт пазарния лихвен процент. От 2001 г. нататък в условията на очаквано намаляване на основните лихвени проценти на ЕЦБ занижени заявки са получавани осем пъти. При очакване за намаляване на лихвените проценти в периода на поддържане овърнайт пазарният лихвен процент действително би спаднал до очакваното равнище, т.е. под минималния лихвен процент по заявките. Така намалява стимулът банките да си набавят ликвидност посредством основните операции по рефинансиране.

За да не допусне очакванията за промени в основните лихвени проценти на ЕЦБ да повлияят върху заявките на банките през текущия период на поддържане, през януари 2003 г. Управителният съвет решава да въведе две промени в оперативната рамка, които влизат в действие през март 2004 г. Първата промяна се отнася за графика на периодите на поддържане на резервите, така че те винаги да започват след заседанието на Управителния съвет, за което

<sup>11</sup> При търговете с фиксиран лихвен процент ЕЦБ предварително определя лихвения процент и банките правят своите заявки за сумите, с които желаят да участват в трансакцията при дадения фиксиран лихвен процент. Заявените суми след това се разпределят на пропорционална основа.

... структурни промени през март 2004 г...

е насрочена месечната оценка на състоянието на паричната политика. Промените в лихвените проценти по ликвидните улеснения с постоянен достъп се съгласуват с началото на новия период на поддържане на резервите. Втората промяна засяга матуритета на основните операции по рефинансиране – той е съкратен от две на една седмица. Това означава, че основните операции по рефинансиране вече не могат да попаднат в два различни периода на поддържане. Въвеждането на промените минава гладко и банките адаптират бързо поведението си по отношение на заявките.

И накрая, вследствие съгласуването на графика на периодите на поддържане със заседанията на Управителния съвет при въвеждането на промените, средният срок между последната основна операция по рефинансиране за даден период на поддържане и последния ден от периода се увеличава до шест работни дни. До март 2004 г. той варира между един и шест дни. Страничният ефект от това е, че понякога в края на периодите на поддържане се явяват големи диспропорции в ликвидността, което донякъде засилва колебанията на овърнайт пазарните лихвени проценти. В отговор на това от октомври 2004 г. насам ЕЦБ по-често противодейства на настъпилите големи диспропорции в ликвидността в края на периода на поддържане чрез операции за фино регулиране в последния ден от този период. Те служат добре на ЕЦБ за намаляване на колебанията в лихвените проценти, които понякога се наблюдават в последната седмица от периода на поддържане (вж. графика 13).

Неотдавнашният период на сътресения на финансовия пазар, който започва през август 2007 г. с кризата на високорисковия ипотечен пазар в САЩ и се прехвърля на паричния пазар на еврозоната, е най-голямото досега предизвикателство пред оперативната рамка на Евросистемата. В този неспокоен период оперативната рамка продължава да служи добре на Евросистемата, запазвайки способността ѝ да насочва овърнайт лихвените проценти (вж. графика 11).

За да приближи овърнайт лихвените проценти до минималния лихвен процент по заявките, ЕЦБ прилага четири категории мерки срещу финансовите сътресения.<sup>12</sup>

На първо място, променя се графикът на предоставяне на ликвидност в хода на периода на поддържане, като се използват и основните операции по рефинансиране, и операциите за фино регулиране. Преди сътресенията предоставянето на ликвидност от ЕЦБ протича равномерно в течение на периода на поддържане, но след неотдавнашните колебания на финансовия пазар ЕЦБ увеличава предлагането на ликвидност в началото на периода, за да позволи на банките да изпълнят голямата част от изискванията за минимални резерви на сравнително ранен етап. Общото предлагане на ликвидност обаче остава непроменено – Евросистемата се стреми да осигурява такъв обем ликвидност, който да позволи на банките да изпълнят точно изискванията за задължителни резерви.

Второ, увеличава се делът на рефинансиране от Евросистемата посредством дългосрочни операции по рефинансиране, като съответно намалява делът на ликвидността, предоставяна посредством едноседмичните основни операции по рефинансиране. Така се удължава средният матуритет на неуредените операции по паричната политика.

<sup>12</sup> Вж. също статията *The Eurosystem's monetary policy implementation during the recent financial market volatility*, Месечен бюлетин на ЕЦБ, май 2008 г.

... по-чести операции за фино регулиране в края на периода на поддържане

Оперативната рамка е подложена на изпитание от неотдавнашните финансови сътресения

Трето, в отделни случаи се прилагат специални търгове с пълно разпределение, по-специално за отслабване на напрежението на пазара в края на годината. Подобни процедури дават възможност на пазара да определи точната сума за разпределение при условия, в които е трудно да се направи оценка на търсенето на ликвидност, и се налага провеждането на операции за фино регулиране с цел изтегляне на получилия се излишък от ликвидност.

Тези три категории мерки дават на ЕЦБ възможност да запази контрол върху краткосрочните лихвени проценти на паричния пазар. Никоя от тях не изисква структурна промяна в оперативната рамка на Евросистемата за провеждане на паричната политика. Не се налагат промени и в рамката за обезпеченията, за която се счита, че играе важна роля в подкрепа на функционирането на паричния пазар.

И накрая, ЕЦБ е договорила валутно споразумение (суап-линия) с Федералната резервна система във връзка със срочното улеснение чрез аукцион на щатски долари (*Term Auction Facility*). ЕЦБ провежда поредица такива улеснения, при които от името на Федералната резервна система предоставя ликвидност в щатски долари на банки в еврозоната.

В заключение, гъвкавото устройство и широкият диапазон от инструменти и процедури на оперативната рамка на Евросистемата за провеждане на паричната политика са доказали своята ефикасност и устойчивост.

Във връзка с провеждането на паричната политика трябва да се отбележи, че като направлява краткосрочните пазарни лихвени проценти, тя влияе съществено върху равнищата на пазарните лихвени проценти и – по различни канали – върху решенията за потребление и инвестиции, паричната динамика и, в крайна сметка, върху тенденциите в ценовото равнище. Процесът, чрез който решенията по паричната политика влияят върху икономиката като цяло и върху равнището на цените в частност, се нарича трансмисионен механизъм на паричната политика. Това е сложен процес, който подлежи на промени във времето и може да се различава в различните икономики. Каре 4 по-долу представя някои емпирични данни за еврозоната.

#### Каре 4

##### ТРАНСМИСИОНЕН МЕХАНИЗЪМ НА ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА

Емпиричните данни от еврозоната показват, че трансмисионният механизъм на паричната политика действа сходно във всички участващи в нея държави. Банките играят ключова роля за пренасянето на промените в лихвената политика до лихвените проценти по банкови кредити, като се има предвид силната зависимост на предприятията и домакинствата от банковото финансиране и все още относително ограничената капитализация на фондовите пазари в еврозоната. Останалите различия по страни са свързани главно с появата на нови финансови продукти и участници на пазара, с променливия характер на конкуренцията между банките и с различните степени на интеграция на финансовия пазар в отделните държави – участнички в еврозоната.

За еврозоната като цяло класическият канал на лихвените проценти играе водеща роля в пренасянето на импулсите от паричната политика към икономиката. Други основни канали, които се отнасят за цялата еврозона, са каналът на парите и кредита и каналът на очакванията (вж. графика А).<sup>1</sup>



Що се отнася до каналите на лихвените проценти и парите и кредита, анализите на ЕЦБ и Евросистемата показват забележителна степен на сближаване в еврозоната от 1999 г. досега. Все още обаче съществуват разлики между държавите в равнището и движението на банковите лихвени проценти. Налице са и признаци, че все още има известна нееднородност в прехвърлянето на пазарните лихвени проценти върху банковите.<sup>2</sup>

Графики Б и В представят някои данни за степента на нееднородност в различните държави. Колоните съпоставят промените в лихвените проценти по заеми за домакинствата и предприятията на национално равнище с промените в тримесечния *EURIBOR* за периода 2003—2008 г. (вж. колона 13 в графики Б и В), за който са налице хармонизирани данни за банковите лихвени проценти. При наличието на пълно прехвърляне промените в банковите лихвени проценти би трябвало да бъдат еднакви с промените в пазарните лихвени проценти. Данните обаче показват, че реакцията на банките на промените в пазарните лихвени проценти се различава значително в различните държави и само в отделни случаи съотношението се доближава до едно към едно. Наличните данни свидетелстват, че по отношение на промените в банковите лихвени проценти сближаването е по-изразено при заемите за домакинствата, предназначени за покупка на жилище, отколкото при краткосрочните заеми за нефинансови предприятия (или други категории продукти).

Конкуренцията в сектора на финансовите услуги, взаимоотношенията между банки и клиенти, предпочитанията по отношение на матуритета на кредитните договори, разнообразието в лихвените проценти, премиите за риск и административните разходи за ефикасно изменение на лихвените проценти вероятно ще повлияят върху ефективността на мерките на паричната политика чрез последиците от прехвърлянето им върху банковите лихвени проценти.<sup>3</sup>

Като цяло, имайки предвид важната роля, която банките играят в предоставянето на заеми на домакинствата и предприятията, кредитният канал е подходящ за еврозоната, макар че значимостта му варира в различните държави.<sup>4</sup> Обикновено този канал включва балансовия канал и канала на банковите кредити.<sup>5</sup>

Що се отнася до балансовия канал, анализите установяват, че в някои държави от еврозоната ликвидността и паричният поток оказват голямо влияние, а в други нямат почти никакво значение.<sup>6</sup> Важността на балансовия канал може да се извлече косвено, като се анализират различията между държавите по отношение задлъжнялостта към

1 По-подробен преглед на трансмисионните механизми на паричната политика можете да намерите в статията *Monetary policy transmission in the euro area* в *Месечен бюлетин* на ЕЦБ, юли 2000 г., както и в брошурата *The monetary policy of the ECB*, 2003 г. Вж. също Kashyap, A. K., J. C. Stein. *What Do a Million Observations on Banks Say About the Transmission of Monetary Policy*. *The American Economic Review*, Vol. 90, No. 3, 2000, с. 407–428.

2 Това се потвърждава от иконометричните изследвания. Вж. например Sander et al., *H. Convergence in euro-zone retail banking? What interest rate pass-through tells us about monetary policy transmission, competition and integration*. *Journal of International Money and Finance*, 23, 2004, с. 461–492; De Bondt, G. *Interest rate pass-through: Empirical results for the euro area*. *German Economic Review*, 6 (1), 2005, с. 37–78; Kok Sørensen, C. et al. *Bank interest rate pass-through in the euro area: A cross-country comparison*. *ECB Working Paper No 580*, 2006.

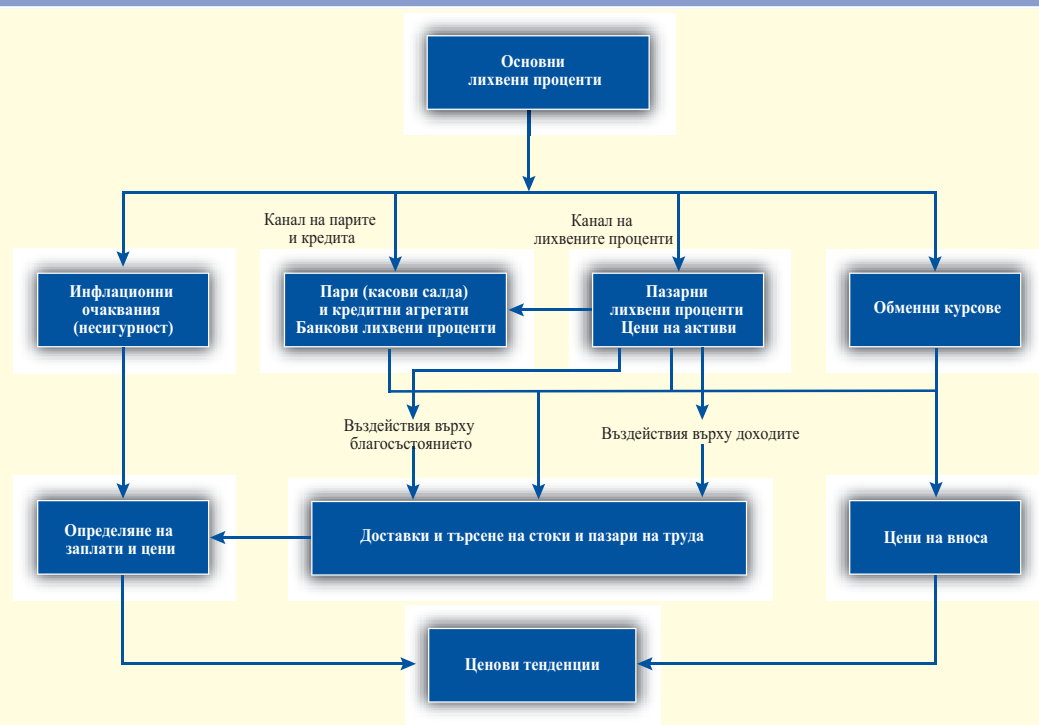
3 Вж. ECB. *Differences in MFI interest rates across euro area countries*, септември 2006 г.

4 Вж. Chatelain, J. B. et al. *Firm investment and monetary transmission in the euro area*; Angeloni, I., A. Kashyap, B. Mojon. *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Cambridge University Press, Cambridge, 2003.

5 Вж. също Bernanke, B. S., M. Gertler. *Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission*. *Journal of Economic Perspectives*, 9 (4), 1995, с. 27–48.

6 Вж. таблица 24.6 в Angeloni, I., A. Kashyap, B. Mojon, op. cit.; Gambacorta, L., P. E. Mistrulli. *Does Bank Capital Affect Lending Behavior?* *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 13, No 4, 2004, с. 436–457.

Графика А Схематично представяне на паричния трансмисионен механизъм



Източник: ЕЦБ.

Графика Б Промени в лихвените проценти по жилищни кредити за домакинства

(пр.п.)



Източник: ЕЦБ.

Забележка: Лихвените проценти по жилищни кредити са плаващи лихвени проценти с първоначален период на фиксиране до една година.

Графика В Промени в лихвените проценти по кредити за НФП

(пр.п.)



Източник: ЕЦБ.

Забележка: Лихвените проценти по кредити за НФП над 1 млн. евро с първоначален период на фиксиране на лихвения процент до една година са плаващи.

банките на нефинансовите предприятия или характера на източниците им за финансиране. Графика Г показва съществуващите различия в равнището на дълга на предприятията в различните държави от еврозоната. В някои държави предприятията като че ли са по-чувствителни към промени в лихвените проценти, тъй като от гледна точка на еврозоната дълговото им бреме им е сравнително голямо.

Що се отнася до канала на банковите кредити, анализът установява разнопосочни данни, че предлагането на кредити влияе върху трансмисионния механизъм на паричната политика в редица държави от еврозоната. Анализи, използващи микроданни, водят до извода, че обичайните показатели за степента на асиметрична информация (например размерът на банките) нямат голямо значение за реакцията на банковите кредити спрямо паричната политика в еврозоната. В повечето държави от еврозоната реакцията на банките по отношение на паричната политика като че ли зависи повече от тяхната ликвидност.

Като цяло съществува известна разнородност в различните държави, що се отнася до естеството на източниците за финансиране на предприятията. В някои водещи са банките, а в други – капиталовият пазар. Това може би отразява различията в характеристиките на фирмите в различните страни (например наличието на малки и средни предприятия, или това дали повечето предприятия са частни или публични). Възможно е обаче да отразява и различните възможности на предприятията за достъп до алтернативни източници на външно финансиране. В този смисъл трябва да се изтъкнат значителните промени във финансовия сектор от въвеждането на паричния съюз насам.

Графика Г Съотношения дълг/БВП за НФП

(1999 г. и 2006 г.)



Източници: Евростат и изчисления на ЕЦБ.  
Данните за дълга на Белгия включват междуфирмени заеми.  
\* За Гърция и Ирландия първата колонка се отнася за 2001 г.

### 3.4 ПОГЛЕД НАПРЕД: ОШЕ ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВА

От създаването си досега ЕЦБ се е справила с редица предизвикателства, произтичащи предимно от поредица съществени шокови повишения на цените. Предприемайки твърди и своевременни действия винаги, когато е било необходимо, Управителният съвет на ЕЦБ доказва способността и решимостта си да изпълни възложения му мандат – да осигурява ценова стабилност. Това намира отражение и в твърдото и устойчиво стабилизиране на дългосрочните инфлационни очаквания.

Място за самодоволство обаче няма. Макар че в продължение на почти цяло десетилетие ЕЦБ успешно поддържа висока степен на ценова стабилност в еврозоната, средният годишен темп на ХИПЦ-инфлацията остава висок, на равнище, което от 2000 г. насам устойчиво е над горната граница от дефиницията на ЕЦБ за ценова стабилност. Макар и обясним със

споменатите неблагоприятни ценови сътресения, този резултат не съответства на целта на Управителния съвет да поддържа годишното нарастване на ХИПЦ-инфлацията малко под 2%.

Същевременно ЕЦБ премина през трудни периоди, в които инфлационните очаквания, извлечени от инструментите на паричния пазар като например доходност на облигациите, временно се повишаваха значително над равнището, съвместимо с ценовата стабилност в средносрочен план. Досега ЕЦБ успява да отслаби инфлационните очаквания, връщайки ги обратно до сравнително стабилизиран равнище, съответстващи на ценовата стабилност. В последно време обаче се наблюдават известни признаци за възходящ тренд на инфлационните очаквания. Затова не е изключено понастоящем те да се задържат по-високи, отколкото в първите години на единната парична политика. Именно поради това твърдото им стабилизиране е толкова съществено и Управителният съвет го счита за първостепенен приоритет.

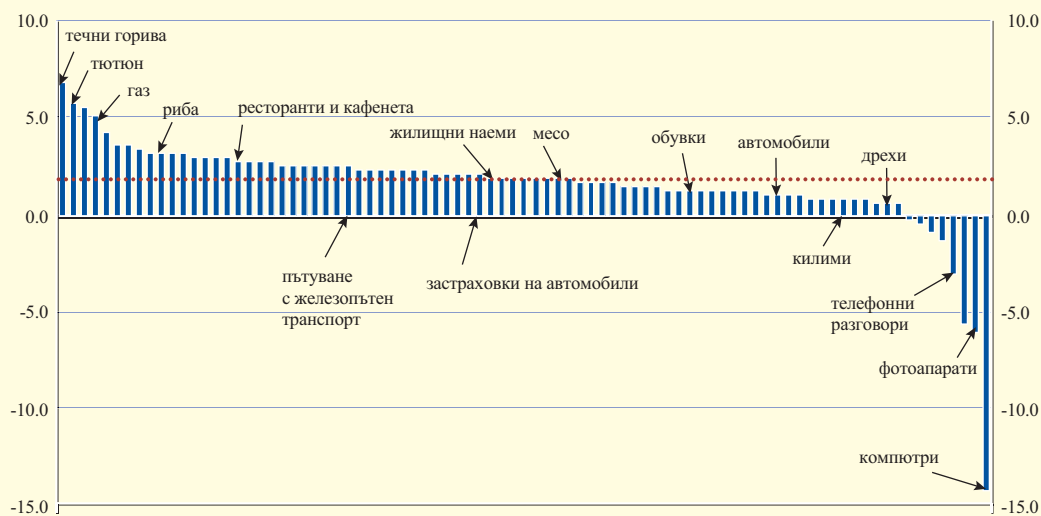
Графика 14 Измерена ХИПЦ-инфлация и усещания за инфлацията в еврозоната



Източници: Евростат и Проучване на бизнеса и потребителите на ЕК.

1) В периода 2002–2003 г. усещанията за инфлацията рязко се повишават. Делът на потребителите, които считат, че цените са се „повишили значително“, нараства от 14% в периода 1999–2001 г. до 38% в периода 2002–2003 г.

Графика 15 Средногодишно изменение на ценовите подиндекси на ХИПЦ, за избрани продукти в периода 1996-2007 г. (средногодишно изменение в ХИПЦ1)



Източници: Изчисления на ЕЦБ, базирани на данни на Евростат.

Забележка: Непрекъснатата линия показва среднегодишното нарастване на ХИПЦ, което в разглеждания период е 1.9%.

И накрая, макар че реалният среден темп на инфлация като цяло е съвместим с ценовата стабилност, проучванията показват продължаващо разминаване между официалните стойности на инфлацията и „усещаната“ от обществото в еврозоната инфлация (вж. графика 14). Това може да се дължи на редица фактори. Важно съображение в това отношение е, че потребителите вероятно придават по-голямо значение на динамиката на цените на стоките и услугите, които по-често купуват. Така тези стоки и услуги влияят по-силно върху усещането на потребителите за инфлацията, отколкото реално похарчените за тях пари.<sup>13</sup>

Макар че като цяло от 1996 г. досега средната ХИПЦ-инфлация е 1.9%, зад този общ темп се крият твърде разнопосочни тенденции. Графика 15 показва средногодишното процентно изменение на най-детайлизираните подиндекси на ХИПЦ от 1996 г. насам. Най-често наблюдаваното явление е, че по-рядко купуваните трайни продукти (напр. компютри и автомобили) бележат значително по-слабо поскъпване от по-често купуваните (напр. бензин и храна в заведения за обществено хранене). Затова обясняването на разминаването между усещаната и реалната инфлация и запазването на общественото доверие в официалната статистика за инфлацията остава сериозно предизвикателство, най-вече за комуникационната политика на ЕЦБ и Евросистемата.

Различна динамика на  
елементите на ХИПЦ

<sup>13</sup> За повече подробности вж. статията *Measured inflation and inflation perceptions in the euro area* и каре 1 – *The European Commission's survey of consumers' inflation perceptions*, Месечен бюлетин на ЕЦБ, май 2007 г.



## ТРИТЕ ЕТАПА НА ИКОНОМИЧЕСКИЯ И ПАРИЧЕН СЪЮЗ (ИПС)

**1** 1 юли 1990 г. –  
отмяна на всички забрани  
за движението на капитала

**2** 1 януари 1994 г. – Създаване на  
Европейския паричен институт,  
предшественика на ЕЦБ

**3** 1 януари 1999 г. – Неотменимо  
фиксиране на обменните курсове.  
ЕЦБ е отговорна за паричната политика

1 януари 2002 г. –  
Въвеждане на еврото  
банкноти и монети

## КОНВЕРГЕНТНИ КРИТЕРИИ

**Икономически и паричен съюз**

Ценова стабилност

Сближаване %  
на лихвените проценти

Дисциплина на публичните финанси

Стабилност на обменния курс



## 4 ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВА ПРЕД ИКОНОМИЧЕСКАТА ПОЛИТИКА И РАЗШИРЯВАНЕ НА ЕС

*Както се отбелязва в глава 3, чрез поддържане на ценова стабилност паричната политика допринася в най-голяма степен за реалния икономически растеж. Наред с важното значение на паричната политика структурната и фискалната политика са основните фактори, определящи макроикономическите тенденции, които са предмет на анализ в настоящата глава.*

*Ако се разгледа периодът на последните десет години от създаването на ИПС, броят на заетите в еврозоната нараства с над 15 млн. души. За периода 1990–1998 г. нарастването е с около 5 млн. Данните са окуражаващи и отразяват извършеното през изминалите години преструктуриране на корпоративния сектор, реформите на пазара на труда, забавянето в темповете на имиграция и в нарастването на работните заплати. Независимо от това обаче почасовата производителност на труда в еврозоната е сравнително ниска от средата на 90-те години насам.*

*В общата оценка на фискалната политика се наблюдават различни нюанси. От една страна, общата фискална позиция на еврозоната се подобрява значително през последните години. От друга обаче, все още има държави от еврозоната, които е необходимо да постигнат и поддържат стабилна фискална позиция и да намалят съотношенията на държавния дълг до по-устойчиви равнища. В този смисъл в редица случаи неуспехът в периоди на по-благоприятни икономически условия по-бързо да се консолидират публичните финанси определено е разочароващ.*

*Презграничните различия в прираста на реалното производство и темповете на инфлация не са големи в сравнение с наблюдаваните в отделните щати и региони в САЩ. Както при всяка валутна зона съществуването на подобни разлики се приема за нормално до определена степен – например, ако те са свързани с ефекта на догонване. Различията обаче може да се дължат и на неподходяща национална икономическа политика и структурна нееластичност – проблеми, които следва да бъдат разрешени от хората, разработващи националната икономическа политика.*

*В тази глава се разглежда и разширяването на еврозоната – от 11 до 15 държави понастоящем. Разширяването на еврозоната е необратим процес и затова следва да бъде добре подготвен. При по-нататъшно разширяване от решаващо значение ще бъде постигането на устойчиво сближаване.*

*Като цяло е постигнат сериозен напредък, но все още предстои да се направи много. Появилите се напоследък признаци на забавяне, а дори и на обрат в структурните реформи и фискалната консолидация будят безпокойство и по отношение на паричната политика. Недобре разработена структурна политика, икономическа нееластичност или разхлабена фискална политика също могат да допринесат за засилване на инфлационния натиск или за по-високо равнище на устойчивост на инфлацията, което е необходимо да се отчита при провеждане на паричната политика. Икономическа политика и реформи, които засилват гъвкавостта и конкуренцията на пазарите на стоки, труд и капитал, както и на Единния пазар, стимулират икономически растеж и създаването на нови работни места, ограничават ценовия натиск и съответно увеличават благосъстоянието. Подобна политика допринася и за гладкото функциониране на коригиращите механизми на ИПС.*

Настоящата глава е структурирана по следния начин. В раздел 4.1 се разглеждат тенденциите, свързани с реалния икономически растеж, производителността и пазарите на труд. Раздел 4.2 обхваща фискалната политика. В раздел 4.3 са представени някои характерни факти, свързани с различията в отделните държави, с прираста на реалното производство и темпа на инфлация. В раздел 4.4 се описва процесът на разширяване на еврозоната от 11 държави първоначално до 15 понастоящем. В раздел 4.5 се обобщават предстоящите предизвикателства, свързани с икономическата политика.

#### 4.1 ДИНАМИКА НА РЕАЛНИТЕ МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ПОКАЗАТЕЛИ В ЕВРОЗОНАТА И СТРУКТУРНА ПОЛИТИКА

В този раздел се разглеждат динамиката на реалните макроикономически показатели и основните предизвикателства, свързани със структурната икономическа политика на еврозоната. Първо, в раздела накратко се разглежда значението на структурните реформи за ИПС. Второ, анализират се прирастът на производството, заетостта и производителността на труда. В дългосрочен план структурните и институционалните параметри на икономиката на еврозоната са в голяма степен определящи за нейната възможност да ускорява производителността и заетостта при запазване на силен икономически растеж. Трето, направена е оценка на основните въпроси, свързани със структурната икономическа политика и предизвикателствата пред пазарите на труд и стоки.

#### ЗНАЧЕНИЕТО НА СТРУКТУРНИТЕ РЕФОРМИ ЗА ПАРИЧНИЯ СЪЮЗ

Икономическите реформи на пазарите на стоки, труд и капитал наред с изграждането на Единния пазар са насочени към премахване на свързаните с конкуренцията ограничения, към засилване гъвкавостта на пазарите и създаване условия на силна конкуренция както на национално, така и на презгранично равнище. Подобни структурни реформи като цяло имат голямо значение за паричната политика, тъй като играят важна роля за намаляване на инфлационния натиск и равнището на устойчивост на инфлацията при шокове. По-конкретно, нееластичността на механизмите за формиране на заплатите и цените или прекомерното нарастване на заплатите могат да забавят необходимите при икономически шокове корекции на относителните цени, което да доведе до засилване устойчивостта на инфлацията. Гъвкавите и конкурентни пазари, които безпроблемно се приспособяват към икономическите промени и абсорбират стопанските шокове<sup>1</sup>, в т. ч. и на презгранично равнище, имат особено значение за паричен съюз като еврозоната, където вече не съществуват инструменти за коригиране на националната парична и валутна политика в случай на икономически шок.<sup>2</sup>

Нещо повече, икономически реформи, които премахват свързаните с конкуренцията ограничения, не само засилват гъвкавостта на еврозоната при промяна на икономическите условия, но и допринасят за намаляване на ценовия натиск, тъй като по-силната конкуренция като правило оказва натиск за намаляване на цените и разходите.<sup>3</sup>

1 Финансовата интеграция също подпомага приспособяването към шокове в еврозоната (вж. глава 6).

2 Вж. Leiner-Killinger, N., V. López Pérez, R. Stiebert, G. Vitale. *Structural Reforms in EMU and the Role of Monetary Policy*. ECB, Occasional Paper No. 66, юли 2007 г.

3 Вж. например Cavelaars, P. *Does competition enhancement have permanent inflation effects?* *Kyklos*, Vol. 56, No.1, 2003, с. 69–94; Przybyla, M., M. Roma. *Does product market competition reduce inflation? Evidence from EU countries and sectors*. ECB Working Paper No. 453, март 2005 г.

Конкурентните пазари  
укрепват устойчивостта  
на шокове

Конкуренцията стимулира  
икономическия растеж и  
ограничава инфлационния  
натиск

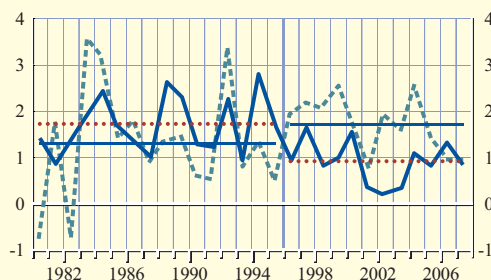
С оглед отчетените в Европа слаби икономически резултати, през последното десетилетие Европейският съвет предприема широкообхватна и амбициозна икономическа реформа – Лисабонската стратегия за растеж и заетост (вж. също глава 2). Сред целите на Лисабонската стратегия са ускоряване на икономическия растеж, повишаване на производителността и по-добро оползотворяване на труда в европейската икономика.<sup>4</sup> Както се посочва в глава 2, Лисабонската стратегия е основополагаща и амбициозна програма, целяща да привлече вниманието на Европа върху необходимостта от неотложни структурни реформи. Тя представлява цялостен подход за реформа, насочена към засилване на конкуренцията и гъвкавостта на стоковите и трудовите пазари. В стратегията се разглеждат допълнителните положителни последици на икономическите реформи, от една страна, върху перспективите за дългосрочен растеж в еврозоната в резултат от благоприятното им отражение върху участието на трудовия пазар и, от друга, върху нарастването на производителността на труда вследствие насърчаването на нововъведенията и технологичните промени.

Графика 1 Съпоставка между еврозоната и САЩ

Реален БВП за брой отработени часове<sup>1</sup>  
(годишно процентно изменение)



Реален БВП на заето лице<sup>1</sup>  
(годишно процентно изменение)



Източник: База данни AMECO на Европейската комисия.  
Забележка: Данните за Германия преди 1991 г. се отнасят само до Западна Германия.

1) Средни темпове, изчислени за периодите 1980–1995 г. и 1996–2006 г.

В следващия подраздел се разглежда динамиката на макроикономическите показатели, свързани с производството, производителността на труда и заетостта през последните две десетилетия.

#### ДИНАМИКА НА РЕАЛНИЯ ИКОНОМИЧЕСКИ РАСТЕЖ И ПРОИЗВОДИТЕЛНОСТТА НА ТРУДА В ЕВРОЗОНАТА

От 1996 г. насам годишният темп на икономически растеж в еврозоната е средно 2.2% и се запазва почти непроменен спрямо периода 1980–1995 г. Този темп обаче прикрива две абсолютно противоположни тенденции – на фона на наблюдаваното през последните десет години значително нарастване на заетостта средният темп на повишаване на производителността отбелязва от средата на 90-те години значително забавяне.

Повишаването на производителността на труда е един от основните двигатели на прираста на производството в дългосрочен план. Най-общо дългосрочната динамика в еврозоната се характеризира със спад в средата на 90-годици след период на продължителен растеж. В периода 1980–1995 г. средното почасово нарастване на

**Значителен прираст на заетостта, но слабо повишаване на производителността на труда**

производството в еврозоната достига 2.3%, докато темпът му на прираст се ускорява с 2.2%. От средата на 90-те години се наблюдава ясно изразено забавяне в темпа на прираст на

4 За повече информация вж. интернет страницата на Европейската комисия ([http://ec.europa.eu/growthandjobs/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/growthandjobs/index_en.htm)).

Слабо увеличение на производителността на труда при пазарните услуги

Висока степен на регулиране и структурна нееластичност

производителността на труда в еврозоната. От 1996 г. до 2007 г. средният темп на прираст на производителността, измерен на база продукцията, произведена за броя отработени часове, се забавя и за периода е едва 1.3% (вж. графика 1), докато средният прираст на производството остава почти непроменен спрямо предходния период. Наред със забавянето на производителността се наблюдава ясно изразено ускоряване на годишния темп на прираст на общия брой отработени часове. За периода 1980–1995 г. общият брой часове за производството на практика намалява средно с 0.2%, докато през 1996 и 2007 г. той нараства годишно с 0.9%. От 1999 до 2007 г. почасовата производителност в еврозоната се повишава средно с 1.2% годишно спрямо 1.9% през периода 1990–1998 г.

Наблюдаваните в еврозоната тенденции контрастират с тези в САЩ, където темпът на нарастване на общия брой отработени часове слабо се забавя – средно от 1.4% през 1980–1995 г. до 1.3% през 1996–2007 г., а темпът на повишаване на производителността се ускорява значително – от 1.4% до 2.1%. Следователно по-високият прираст на заетостта и по-големият общ брой отработени часове в еврозоната се компенсират от по-ниския темп на повишаване на производителността, като по този начин темпът на прираст на производството се запазва като цяло непроменен. И обратно, прирастът на производителността в САЩ компенсира в по-голяма степен наблюдавания спад на вложения труд, стимулирайки по този начин ускоряването на прираста на производството.

Анализът по отрасли показва, че прирастът на производителността се забавя най-вече при пазарните услуги, в които по-интензивно се използват информационните и комуникационните технологии (ИКТ), като например тези, предлагани при пласмента, финансите и бизнес-услугите.<sup>5</sup> В същото време производителността на труда в тези отрасли в САЩ се ускорява, докато в еврозоната губи инерция. Това показва, че по-ниската производителност на труда в еврозоната е свързана с факта, че фирмите не се ползват от предимствата на новите ИКТ, които влияят най-силно за повишаване на производителността, стимулирайки по-високата ефективност на управленските процеси, на процедурите и организационните структури и улеснявайки използването на допълнителни технологични нововъведения. Например компютрите и интернет позволяват намаляване на комуникационните разходи и въвеждане на по-гъвкави и децентрализирани структури. Независимо от това обаче цялостното използване на предимствата на ИКТ за повишаване производителността на труда е възможно, само ако не съществуват пречки от рода на регулативни ограничения за извършване на организационни промени. В контекста на тази хипотеза в редица изследвания се констатира, че в по-силно регулирана среда равнището на инвестициите и производителността на труда са по-ниски<sup>6</sup>. В изследванията се посочва, че институционалната нееластичност е причина за ограничаване капацитета на фирмите за гладкото им и безпроблемно приспособяване към нови условия, които са определящи за прираста на производителността на труда в икономиките на страните от еврозоната.

5 Виж статията *Productivity developments and monetary policy*, публикувана в *Месечен бюлетин* на ЕЦБ, януари 2008 г., в която е представен подробен анализ на тенденциите в производителността на труда в еврозоната.

6 Вж. например *Alesina, A., S. Ardagna, G. Nicoletti, F. Schiantarelli (2005) Regulation and investment. Journal of the European Economic Association*, Vol. 3, с. 791–825, където авторите установяват, че регулаторните реформи имат силно положително влияние за акумулиране на капитал в транспорта, комуникациите и комуналните услуги, особено в дългосрочен план. В изследването на *Nicoletti, G., S. Scarpetta (2003) Regulation, productivity and growth. Economic Policy*, април, авторите констатира, че редица регулации, насочени към ограничаване на конкуренцията на продуктовете пазари, водат до значително забавяне на прираста на общата факторна производителност на отраслово равнище.



## ПАЗАРИТЕ НА ТРУДА В ЕВРОЗОНАТА

Степента на оползотворяване на работната сила в еврозоната (измерена като общ годишен брой отработени часове, разделен на общото население) нараства средно с 0.2% годишно за периода 1999–2007 г.<sup>7</sup> Това се дължи на разширяване участието на пазара на труда и увеличаване на заетостта. Степента на участие на пазара на труда е 67.2% през 1999 г. и се увеличава до почти 71% към 2007 г. Най-важното е че от създаването на ИПС през 1999 г. броят на заетите в еврозоната нараства с над 15 млн., докато за периода от 1990 г. до 1998 г. нарастването е едва с около 5 млн. души. За периода 1999–2007 г. общото равнище на заетост се увеличава от 60.3% до 65.5%. Прирастът на заетостта е най-силно изразен по отношение нарастването на заетостта при жените и сред по-възрастните работници, както и при временната и почасова/на непълнен работен ден заетост (вж. таблица 1). Тези тенденции са резултат от извършените през предходни периоди икономически реформи, както и от отслабване на имиграционните процеси и забавяне прираста на работната заплата. Независимо от това общото равнище на заетост в еврозоната остава ниско спрямо това в САЩ (73.3% през 2007 г.) и значително под определеното от Лисабонската стратегия – 70% за 2010 г.

В същото време безработицата сред населението на възраст от 15 до 64 години достига най-ниското си равнище за последните 25 години, като намалява от 9.1% през 1999 г. до 7.5% през 2007 г. (вж. графика 2). Равнището на безработица бележи намаление най-вече сред младите (от 23.9% до 16.6%), жените (от 12.7% до 9.4%) и според образователния ценз – при нискоквалифицираните работници (от 13.3% до 9.9%).<sup>8</sup>

Тези тенденции са окуражаващи и показват, че извършените по-рано реформи на пазара на труда, забавянето на имиграционните процеси и на прираста на работната заплата са спомогнали за преодоляване на някои свързани с растежа ограничения, произтичащи от

7 За преглед на структурните процеси на пазарите на труда в еврозоната през последните десет години вж. статията *Developments in the structural features of the euro area labour markets over the last decade*, публикувана в *Месечен бюлетин* на ЕЦБ, януари 2007 г.

8 Източник: Евростат (Проучване на работната сила), 2007 г.

Таблица 1 Основни статистически данни за трудовия пазар

	Средно 1998-2007	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Прираст на заетостта	1.70	-	2.2	2.2	1.6	0.9	1.0	0.6	2.5	2.0	2.7
Отработени часове, общо <sup>1)</sup>	0.90	-	0.0	1.9	2.5	1.2	-0.9	0.0	0.6	1.1	1.3
Темп на заетостта (15–64 г.)	62.50	59.1	60.3	61.4	62.0	62.4	62.7	62.8	63.9	64.8	65.5
Жени	53.40	48.6	50.1	51.5	52.2	52.9	53.8	54.3	55.8	56.8	57.8
Мъже	71.60	69.6	70.5	71.4	71.9	71.8	71.6	71.3	71.9	72.7	73.2
15–24 г.	36.49	34.1	35.6	37.0	37.2	37.1	36.8	36.2	36.6	37.0	37.3
25–54 г.	76.30	73.2	74.4	75.5	76.0	76.2	76.4	76.6	77.4	78.4	79.1
55–64 г.	37.30	33.3	33.6	34.0	34.7	36.1	37.5	38.3	40.5	41.8	43.4
Темп на безработицата (възраст >15) <sup>2)</sup>	8.60	10.0	9.1	8.20	7.8	8.2	8.7	8.8	8.9	8.3	7.5
Степен на участие (15–64 г.)	68.70	66.6	67.2	67.6	67.5	68.1	68.8	69.2	70.1	70.6	70.8
Съотношение на временна заетост (15–64 г.)	15.44	14.3	14.9	15.4	15.1	14.8	14.8	15.3	16.2	16.8	16.8
Съотношение на заетост на непълнен работен ден (15–64 г.)	17.10	15.4	15.9	16.2	16.0	16.1	16.5	17.5	18.7	19	19.3

Източници: Евростат (Проучване на работната сила) и изчисления на ЕЦБ.

1) Данните се отнасят за еврозона-12.

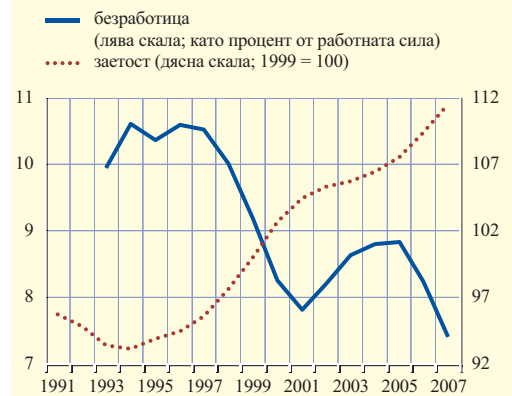
2) Средни стойности на месечните данни.

нееластичния и свръхрегулиран пазар на труда. Наблюдаваните тенденции потвърждават също, че парична политика, насочена към осигуряване на ценова стабилност, е напълно подходяща за създаване на работни места и постигане на ниско равнище на безработица. Независимо от постигнатия напредък обаче повечето от държавите от еврозоната са далеч от изчерпване на потенциала за по-нататъшно увеличаване на степента на участие и на заетостта. Структурните ограничения, произтичащи от сковаността на законовата и регулаторната среда, високите данъци върху труда и деформациите, свързани с регулации от рода на минимална работна заплата, все още демотивират много хора и възпрепятстват активното им участие на пазара на труда, съответно задържайки равнището на заетостта ниско, а на безработицата – високо.

Емпирични факти показват, че законодателство, което е протекционистично спрямо заетостта, и данъчният клин създават сериозни пречки пред нарастването на заетостта.<sup>9</sup> През последното десетилетие страните от еврозоната като цяло отбелязват напредък при увеличаване на стимулите за труд, по-специално чрез едновременно намаляване на препятствията пред по-продължителната трудова дейност и на финансовите стимули за ранно пенсиониране. В периода 2001–2006 г. за отделни групи данъчният клин, включващ платените данъци върху доходите на служителите и работодателите плюс социалноосигурителните им вноски, намалява (вж. таблица 2). Обратно, страните от еврозоната имат сравнително по-малък успех по отношение засилване стимулите за труд на безработните лица.

9 Вж. също статията *Developments in the structural features of the euro area labour markets over the last decade*, публикувана в *Месечен бюлетин* на ЕЦБ, януари 2007 г.

Графика 2 Заетост и безработица в еврозоната през периода 1991–2007 г.



Източници: Евростат и изчисления на ЕЦБ.

Таблица 2 Данъчен клин и капан на безработица в еврозоната през периода 2001–2006 г.

(процентни пунктове)	Равнище през 2006 г.	Изменение за 2001–2006 г.
Данъчен клин <sup>1)</sup>		
Самотно живеещ	38.2	-0.6
Двойка с един работещ	32.1	-0.3
Двама работещи	33.4	-0.7
Капан на безработица <sup>2)</sup>	78.3	2.6
Капан на ниската заплата <sup>3)</sup>	48.3	4.7

Източници: ОИСР (2007 г.), *Taxing wages 2006–2007*. База данни на структурните показатели на Евростат, 2008 г.; непрегледени средни стойности. Налични данни само за 2001–2006 г.

1) *Данъчният клин* включва данък *доход* плюс социалноосигурителните вноски на служителите и работодателите минус получаваните на ръка помощи като процент от разходите за труд. Данни за самотно живеещите без деца с 67% от средната работна заплата, за двойка с един работещ и две деца на възраст 4 и 6 г. със 100% от средната работна заплата и за двойка с двама работещи с две деца, при които единият получава 100% от средната работна заплата, а другият – 33%.

2) *Капанът на безработица* се определя като процент от brutния доход, обложен с по-високи данъци и социалноосигурителни вноски, както и спирането на помощите, след като безработният започне работа. Тук изчисленията се отнасят за самотно живеещ без деца с 67% от средната заплата на работник на пълен работен ден в преработващата промишленост.

3) *Капанът на ниската заплата* се определя като процент от brutния доход, обложен с по-високи данъци и намалени помощи при започване на по-високоплатена работа. Тук изчисленията се отнасят за самотно живеещ без деца, чиято заплата нараства от 33% до 67% от средната заплата на работник в производството.

В тази връзка нетният коефициент на заместване<sup>10</sup> се увеличава през периода 2001–2005 г. Същевременно показателят за т.нар. капан на безработицата, измерващ сумата от данъците и анулираните правителствени трансфери след като безработният започне работа, също се увеличава чувствително – до 78.3% от brutния доход за 2006 г. (за подробности вж. таблица 2). По-нататъшни реформи на подоходното данъчно облагане и на системата за компенсационни плащания биха спомогнали за увеличаване на стимулите за работа. Ограничаването на отрицателните стимули за работа, като високите пределни данъчни ставки и значителният размер на компенсациите при безработица, както и насърчаването на хората да работят до по-късна възраст, могат да стимулират предлагането на работна сила и заетостта на всички работници, особено на тези, които се приспособяват по-трудно към условията на трудовия пазар, като жените, по-младите и по-възрастните работници.

През изминалото десетилетие независимо от общо наблюдавания напредък в много страни от еврозоната все още предстои да се извърви дълъг път за осъществяването на реформи, които да осигурят равнище на заетост, съпоставимо с това в държавите с най-добри постижения в тази област. Еврозоната още далеч не е изчерпала потенциала си за по-интензивно използване на работната сила в процеса на производството. В редица държави за трудовия пазар все още са характерни модели от типа „вътрешен – външен“, като структурните ограничения (дължащи се на законовата и регулаторната среда, на високото данъчно облагане на труда и на нееластичността при регулирането на работните заплати) създават затруднения за определени групи да участват активно на пазара на труда.

Високата степен на гъвкавост на пазара на труда би спомогнала за приспособяване на националните трудови пазари при икономически шок и би улеснила ефективното разпределение на работната сила и останалите ресурси. Адекватното диференциране на работните заплати би увеличило възможностите за заетост на работниците с по-ниска квалификация, както и в региони или сектори с високо равнище на безработица. Освен това емпирични данни показват, че съществува значителен потенциал за кръстосано стимулиране на трудовите и продуктовете пазари – дерегулирането на трудовия пазар би довело до увеличаване на заетостта, особено при по-конкурентни пазари, и обратно.<sup>11</sup> Това поставя въпроса за ефективните и добре функциониращи пазари като втора предпоставка за постигане на по-висок потенциален растеж в еврозоната.

## КОНКУРЕНЦИЯ И НОВОВЪВЕДЕНИЯ НА ПРОДУКТИВНИТЕ ПАЗАРИ

През последните две десетилетия в Европейския съюз се отчита напредък по отношение засилването на конкуренцията и задълбочаването на икономическата интеграция. По-конкретно, основните предимства за икономиката на ЕС се дължат на Единния пазар. Според оценките на Европейската комисия, създадените от Единния пазар работни места са 2.75 млн., което води до повишаване на благосъстоянието с около 500 евро на човек от населението през 2006 г. и съответства на растеж на БВП в ЕС в размер на 2.15% за периода 1992–2006 г.<sup>12</sup>

<sup>10</sup> Нетният коефициент на заместване измерва размера на освободените от данъци компенсационни плащания (които включват помощи при безработица, за социално подпомагане, семейни и жилищни надбавки) като дял от нетното трудово възнаграждение, което работникът (домакинството) е получавал преди да стане безработен.

<sup>11</sup> Виж например Berger, H., S. Danninger (2007) *The employment effects of labor and product market deregulation and their implications for structural reform*. International Monetary Fund Staff Paper Vol. 54, No 3.

<sup>12</sup> Европейска комисия. *The single market: review of achievements*, ноември 2007 г.

По-ниските подоходни данъци стимулират заетостта

Все още има какво да се направи

Гъвкавостта на работната заплата и разумната пазарна конкуренция стимулират създаването на работни места

Задълбочаване на икономическата интеграция

Засилването на конкуренцията на продуктовите пазари на ниво ЕС и на национално ниво стимулира по-ефективните производствени структури. В емпиричната литература като цяло се констатира, че конкуренцията на пазарите е важен фактор както за динамиката на производителността на труда, така и за динамиката на относителните цени. Деретулирането и либерализацията допринасят за по-високото равнище и ускоряването на прираста на производителността на труда.<sup>13</sup> Например ползата от отварянето на инфраструктурните отрасли за конкуренцията е видима в сектора на телекомуникациите. Почасовата производителност на труда в този сектор се ускорява значително – от 4.5% до 7.3% съответно за периодите 1980–1995 г. и 1995–2005 г., а цените на телефонните услуги в Европа за вътрешни и международни разговори, определяни от някогашните монополи, намаляват средно с над 40% за периода от 2000 г. до 2006 г. Това води до увеличаване на покупателната способност на потребителите, които сега разполагат с по-голяма част от доходите си за други стоки и услуги.

Независимо от това предстои още много да се направи, особено в някои сфери на пазарните услуги, които представляват около 70% от общата номинална добавена стойност и общото равнище на заетостта в еврозоната.<sup>14</sup> Постигането на по-широк и по-стабилен вътрешен пазар в ЕС запазва приоритетното си място в стремежа към ефективна конкуренция на енергийния пазар и при прилагане на Директивата за услугите<sup>15</sup>. Нарастващото икономическо значение на услугите показва, че повишаването на жизнения стандарт в Европа изглежда до голяма степен зависи от равнището на конкуренция и от повишаването на производителността на труда в услугите.

С оглед цялостното използване на потенциала на производителността реформите на продуктовите пазари е необходимо да бъдат съпроводени от политика, стимулираща иновационни и технологични промени. Подобна политика предполага отключване на стопанския потенциал чрез създаване на благоприятна за предприемаческа инициатива икономическа среда, мерки за стимулиране на нововъведенията чрез по-големи инвестиции за развойна дейност и политика, насочена към развитие на човешкия капитал.

Благоприятната за предприемаческа инициатива икономическа среда включва по-малко, но по-ефективни регулации, подпомагащи в частност малките и средните предприятия да се развиват както на местно, така и на презгранично равнище, както и действия за улесняване на достъпа до финансирането, от което те се нуждаят. В тази област Европа все още изостава. Например финансирането с рисков капитал в Европа е едва малка част от това в САЩ, съпоставено с размера на всяка една от икономиките. Увеличаването на инвестициите за развойна дейност е също ключов въпрос. През 2005 г. инвестициите в развойна дейност представляват 1.9% от БВП на еврозоната спрямо 2.7% в САЩ.

Освен структурните реформи предпоставка за гладкото функциониране на ИПС е провеждането на ориентирана към поддържане на стабилност бюджетна политика. В следващия раздел се разглеждат въпросите, свързани с фискалната политика.

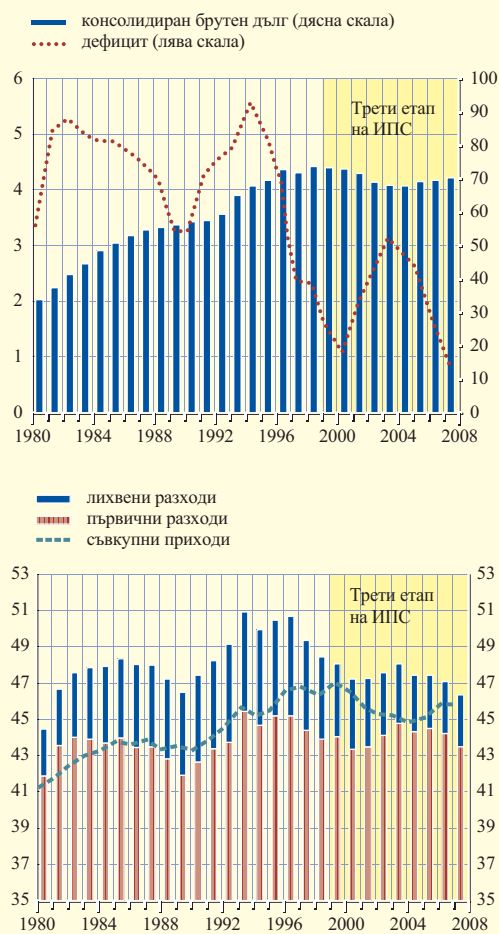
13 Вж. Conway, P., D. De Rosa, G. Nicoletti, F. Steiner (2006). *Regulation, Competition and Productivity Convergence*. OECD Economics Department Working Paper No 509, и цитираната в него литература.

14 За по-подробен анализ на степента на конкуренция в сектора на услугите в еврозоната и отражението ѝ върху производителността на труда и цените виж статията *Competition and economic performance of the euro area services sector*, публикувана в *Месечен бюлетин* на ЕЦБ, май 2008 г.

15 Директивата за услугите на вътрешния пазар, която има за цел да стимулира свободното установяване на фирми от ЕС в други държави-членки и свободното движение на услуги, е приета от Европейския парламент и Съвета през декември 2006 г. и към края на 2009 г. следва да бъде транспонирана в националните законодателства на държавите-членки.

Графика 3 Фискално развитие на сектор „Държавно управление“ на еврозоната през периода 1980–2007 г.

(като процент от БВП)



Източници: Европейска комисия, изчисления на НЦБ и ЕЦБ.  
Забележка: Данните не включват постъпленията от продажбата на лицензи за универсални мобилни телекомуникационни системи (UMTS).

## 4.2 ФИСКАЛНА ПОЛИТИКА

В този раздел отново се подчертава значението на стабилните публични финанси. В него е представен преглед на публичните финанси преди и по време на третия етап на ИПС, на прилагането на Пакта за стабилност и растеж, както и на предизвикателствата пред бюджета в средно- и дългосрочна перспектива (за подробности, свързани с институционалната рамка на фискалната политика в ИПС, вж. глава 2).

Ориентираната към осигуряване на стабилност фискална политика може да окаже силно влияние върху икономическия растеж и инфлационния натиск чрез равнището и структурата на държавните приходи и разходи, а също и чрез бюджетния дефицит и публичния дълг.<sup>16</sup> Големият бюджетен дефицит може да доведе до засилване на търсенето и инфлационния натиск, потенциално принуждавайки паричните власти да поддържат по-високо от необходимото при други обстоятелства равнище на краткосрочните лихвени проценти. Бюджетът може да подрони доверието в ориентираната към осигуряване на стабилност парична политика, ако частните икономически агенти сметнат, че потребностите от допълнително финансиране на дефицита на сектор „Държавно управление“ ще се осигурят в крайна сметка от централната банка. Следователно провеждането на стабилна и твърда бюджетна политика е предпоставка за устойчив икономически растеж и гладко функциониране на паричния съюз, в т.ч. и за предотвратяване на диспропорции

Ориентираната към осигуряване на стабилност фискална политика е от особено значение за ИПС

между отделните държави (вж. раздел 4.3).

На равнище ЕС съществува добра институционална уредба за гарантиране на подходяща средносрочна национална фискална политика и устойчиви публични финанси в ИПС. В частност държавите-членки, приемащи еврото, са задължени по силата на Договора за Европейския съюз да не допускат прекомерен бюджетен дефицит. Той се оценява спрямо референтните стойности от 3% до 60% от БВП съответно за дефицита на сектор „Държавно управление“ и съотношенията на дълга. Освен това с приетия през 1997 г. и актуализиран през 2005 г. Пакт за стабилност и растеж държавите – членки от ЕС, се задължават да определят подходящи средносрочни бюджетни цели за постигане на „балансирана бюджетна

<sup>16</sup> Вж. статията *Fiscal policy influences on macroeconomic stability and prices*, публикувана в *Месечен бюлетин* на ЕЦБ, април 2004 г.



Фискалната позиция се подобрява...

... това се дължи главно на по-ниското равнище на лихвените плащания

позиция или излишък“. Държавите, постигнали подобна позиция, следва да пускат в действие „автоматичните бюджетни стабилизатори“, без да преминават прага на 3-процентния дефицит, като по този начин ограничават отражението на бизнес-цикъла и допринасят за гладкото функциониране на ИПС.<sup>17</sup>

### ПУБЛИЧНИТЕ ФИНАНСИ НА ЕВРОЗОНАТА ПРЕДИ И ПО ВРЕМЕ НА ТРЕТИЯ ЕТАП НА ИПС

През десетилетията преди ИПС фискалната политика на редица европейски държави се характеризираше с неустойчиви темпове на увеличаване на разходите, засилване на данъчното бреме и прогресивно нарастване на държавния дълг. През 80-те и 90-те години дефицитът на сектор „Държавно управление“ на еврозоната се колебае средно между 4 и 5% от БВП, а съотношението *държавен дълг/БВП* отбелязва увеличение от малко под 40% до около 70% (вж. графика 3 и таблица 3). От тогава до сега общата фискална позиция на държавите от еврозоната се подобрява значително. За отбелязване е, че в навечерието на третия етап от ИПС финансирането на сектор „Държавно управление“ бележи чувствително намаление и към 2000 г. дефицитът (без приходите от продажбата на лицензи за универсални мобилни телекомуникационни системи) достига рекордно ниското за тогава равнище от 1% от БВП. Дефицитът на държавния бюджет в еврозоната отново нараства и достига 3.1% от БВП през 2003 г., но след това започва да намалява и през 2007 г. достига най-ниското си равнище от началото 70-те години – 0.6% от БВП.

Наблюдаваният през последните години по-нисък бюджетен дефицит в страните от еврозоната се дължи до голяма степен на понижаването на лихвените проценти и съответно на намаляването на лихвената тежест – от около 5.5% от БВП в началото на 90-те години до малко под 3% от БВП от 2005 г. насам. Освен това оценката за приноса на бюджетните приходи и на първичните бюджетни разходи за фискалната консолидация се усложнява от

17 Вж. статията *EMU and the conduct of fiscal policies*, публикувана в *Месечен бюлетин* на ЕЦБ, януари 2004 г.

Таблица 3 Бюджетно салдо на сектор „Държавно управление“ на държавите от еврозоната през периода 1990–2007 г.

(като процент от БВП)

	1990-1998	1999-2007	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Белгия	-5.0	-0.2	-0.5	0.1	0.4	0.0	0.0	0.0	-2.3	0.3	-0.2
Германия	-	-2.4	-1.5	-1.1	-2.8	-3.7	-4.0	-3.8	-3.4	-1.6	0.0
Ирландия	-	1.6	2.7	4.7	0.9	-0.6	0.4	1.4	1.6	3.0	0.3
Гърция	-	-4.5	-3.4	-3.7	-4.9	-4.7	-5.6	-7.4	-5.1	-2.6	-2.8
Испания	-	0.1	-1.4	-1.1	-0.6	-0.5	-0.2	-0.3	1.0	1.8	2.2
Франция	-	-2.6	-1.8	-1.5	-1.6	-3.2	-4.1	-3.6	-2.9	-2.4	-2.7
Италия	-	-2.9	-1.7	-2.0	-3.1	-2.9	-3.5	-3.5	-4.2	-3.4	-1.9
Кипър	-	-2.7	-4.3	-2.3	-2.2	-4.4	-6.5	-4.4	-2.4	-1.2	3.3
Люксембург	-	2.3	3.4	6.0	6.1	2.1	0.5	-1.2	-0.1	1.3	2.9
Малта	-	-5.3	-7.7	-6.2	-6.4	-5.5	-9.8	-4.6	-3.2	-2.5	-1.8
Нидерландия	-3.0	-0.5	0.4	1.3	-0.2	-2.0	-3.1	-1.7	-0.3	0.5	0.4
Австрия	-	-1.5	-2.2	-2.1	0.0	-0.6	-1.4	-3.7	-1.5	-1.5	-0.5
Португалия	-	-3.6	-2.8	-3.2	-4.3	-2.9	-2.9	-3.4	-6.1	-3.9	-2.6
Словения	-	-2.4	-3.1	-3.8	-4.5	-2.5	-2.7	-2.3	-1.5	-1.2	-0.1
Финландия	-	3.9	1.6	6.9	5.0	4.1	2.6	2.4	2.9	4.1	5.3
Еврозона	-	-1.9	-1.4	-1.0	-1.9	-2.5	-3.1	-2.9	-2.5	-1.3	-0.6

Източници: Европейска комисия, изчисления на НЦБ и ЕЦБ.

Забележки: Данните за периодите 1990–1998 г. и 1999–2007 г. са средни годишни стойности. Данните за Германия за 1990 г. се отнасят за Западна Германия. Данните не включват постъпленията от продажбата на лицензи за универсални мобилни телекомуникационни системи (UMTS).

Таблица 4 Фискална позиция на сектор „Държавно управление“ през периода 1990–2007 г.

(като процент от БВП)

	Дълг				Първични разходи				Лихвени разходи			
	1990-1998	1999-2007	1998	2007	1990-1998	1999-2007	1998	2007	1990-1998	1999-2007	1998	2007
Белгия	127.0	98.8	117.1	84.6	42.9	44.4	43.0	44.9	9.6	5.4	7.4	3.9
Германия	н.д.	63.3	60.3	65.0	н.д.	44.1	44.7	41.1	н.д.	2.9	3.4	2.8
Ирландия	н.д.	32.4	54.0	25.5	н.д.	32.4	31.1	35.4	5.8	1.4	3.3	0.9
Гърция	н.д.	100.5	105.8	94.5	н.д.	39.6	41.0	39.4	н.д.	5.5	8.5	3.9
Испания	н.д.	49.3	64.1	36.2	н.д.	36.4	36.9	37.2	4.5	2.4	4.2	1.6
Франция	48.7	61.5	59.4	64.2	49.8	49.8	49.4	50.0	3.2	2.8	3.3	2.6
Италия	н.д.	106.9	114.9	104.0	н.д.	42.7	41.3	43.8	н.д.	5.4	7.9	4.7
Кипър	н.д.	64.0	58.4	59.8	н.д.	37.9	33.7	40.0	3.1	3.3	3.1	3.1
Люксембург	н.д.	6.4	7.4	6.8	н.д.	39.6	40.6	37.3	н.д.	0.2	0.4	0.2
Малта	н.д.	63.8	53.4	62.6	н.д.	40.4	39.8	39.3	2.6	3.5	3.2	3.3
Нидерландия	74.6	51.8	65.7	45.4	46.7	43.0	42.0	43.8	5.6	2.8	4.7	2.2
Австрия	н.д.	64.1	64.3	59.1	н.д.	47.7	50.0	45.6	н.д.	3.0	3.5	2.6
Португалия	56.5	57.5	52.1	63.6	н.д.	42.4	39.5	42.9	н.д.	2.8	3.3	2.9
Словения	н.д.	26.8	23.1	24.1	н.д.	44.6	44.1	41.9	2.3	1.9	2.3	1.4
Финландия	н.д.	41.9	48.2	35.4	н.д.	47.2	49.0	46.1	н.д.	2.0	3.5	1.4
Еврозона	н.д.	69.0	72.8	66.4	н.д.	44.0	44.0	43.3	н.д.	3.4	4.6	3.0

Източници: Европейска комисия, изчисления на НЦБ и ЕЦБ.

Забележки: Данните не включват постъпленията от продажбата на лицензи за универсални мобилни телекомуникационни системи (UMTS). Данните за Германия за 1990 г. се отнасят за Западна Германия. Н.д. – няма данни.

реакцията на тези променливи спрямо промени в цикъла. При разглеждане на дългосрочните тенденции съотношението на първичните бюджетни разходи към БВП в еврозоната като цяло запазва равнището си без промяна от средата на 80-те години, докато при съотношението на приходите към БВП се наблюдава структурно увеличение преди началото на третия етап на ИПС. От 1999 г. насам и двете съотношения се колебаят около високи, но като цяло постоянни равнища, което показва, че тенденцията от предходните десетилетия към прогресивно нарастване на бюджетните приходи и разходи е преустановена.

Подобрението на общата бюджетна позиция на еврозоната през последните две десетилетия в значителна степен отразява постигането на устойчиви публични финанси от страна на участващите държави. За отбелязване е, че наблюдаваният в някои страни през 80-те и началото на 90-те години висок бюджетен дефицит като цяло не съществува. В страните с голям държавен дълг лихвената тежест намалява чувствително за сметка на значително пониските понастоящем лихвени плащания по обслужването му. Като цяло това може да се отчете като предимство в резултат от премахването на валутния риск и преминаването към макроикономическа политика, ориентирана в по-голяма степен към осигуряване на стабилност в ИПС.<sup>18</sup> Това означава обаче, че мерките по отношение на първичния дефицит не са достатъчно ефективни. Нещо повече, наблюдаваното при съотношението *дълг/БВП* подобрене е частично и фактът, че в някои държави-членки от еврозоната дългът през 2007 г. все още надхвърля референтната стойност от 60% от БВП (вж. таблица 4), поражда безпокойство.

## ПРИЛАГАНЕ НА ПАКТА ЗА СТАБИЛНОСТ И РАСТЕЖ

От 1999 г. насам при прилагането на рамката на ИПС за бюджетен контрол се наблюдават многобройни трудности, свързани с публичните финанси на страните от еврозоната. Някои

<sup>18</sup> Виж статията *Fiscal policies and financial markets*, публикувана в *Месечен бюлетин* на ЕЦБ, февруари 2006 г.

Необходимо е по-нататъшно намаление на някои от съотношенията на дълга към БВП

Предизвикателства, пред които са изправени бюджетните правила на ИПС

Цялостното прилагане би могло да се подобри

Основното предизвикателство е свързано със застаряването на населението

държави-членки успяват да постигнат или поддържат „балансирана бюджетна позиция или излишък“ според предписанията на „предпазните мерки“, залегнали в Пакта за стабилност и растеж (т.е. процедурите, насочени към недопускане възникването на прекомерен дефицит), докато други не успяват да се справят. В някои държави определените в годишните им програми за стабилност средносрочни бюджетни цели редовно не се изпълняват поради прекалено оптимистични макроикономически и бюджетни допускания, липса на усилия за консолидация и преразход, дължащи се отчасти на липсата на политическа воля за спазване на поетите ангажменти.

Следователно при наблюдавания през периода 2001–2003 г. икономически спад, бюджетният дефицит в редица страни (Германия, Гърция, Франция, Италия, Нидерландия и Португалия) достига или надхвърля прага от 3% от БВП (вж. таблица 3). При тези обстоятелства вижданията относно прилагането на „предпазните мерки“ на Пакта (т.е. процедурите, насочени към бързо коригиране на прекомерния дефицит) се различават. Проблемът приключва с решението на Съвета ЕКОФИН от ноември 2003 г. за отмяна на процедурите при прекомерен дефицит спрямо Германия и Франция. Следват дискусии, които довеждат до реформа на Пакта, извършена през пролетта на 2005 г. (вж. глава 2).

От 2005 г. насам прилагането на реформирания Пакт за стабилност и растеж се улеснява от установяването на по-благоприятни икономически условия и особено от чувствителното увеличение на бюджетните приходи. Поради това бюджетният дефицит на страните от еврозоната възвръща стойността си от 3% или под 3% от БВП. Независимо от това обаче все още съществуват значителни различия по отношение степента на използване на „добрите времена“ за ускоряване на фискалната консолидация. Например в резултат от по-големите данъчни приходи в Германия през 2007 г. е постигнат балансиран бюджет, докато във Франция и Италия извънредните приходи са използвани главно за увеличаване на разходите или за намаляване на данъците. Така дефицитът в тези страни остава близо до 3% от БВП, без голяма възможност за маневриране в случай на икономически спад. Следователно прилагането на Пакта, дори и след реформирането му, се характеризира като частичен успех, а действителните изпитания предстоят.

## СРЕДНО- И ДЪЛГОСРОЧНИ БЮДЖЕТНИ ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВА

Неуспехът на редица страни от еврозоната по-бързо да постигнат или поддържат стабилна бюджетна позиция и да намалят държавния дълг определено поражда опасения с оглед свързаните със застаряването на населението бъдещи бюджетни трудности. Според последните разчети на Европейската комисия и на Комитета за икономическа политика на ЕС бюджетните разходи за пенсии, здравеопазване и дългосрочни грижи за еврозоната се предвижда да се увеличат като цяло с 4.7% от БВП за периода 2004–2050 г., като за някои страни те са значително по-високи.<sup>19</sup> Само малка част от тези допълнителни разходи се очаква да бъде компенсирана с по-ниските разходи за обезщетения при безработица и за образование. Според по-късно направени разчети на ОИСР свързаното със застаряването на населението бюджетно бреме може да се окаже още по-голямо в сравнение с предвижданията, особено в областта на здравеопазването и дългосрочните грижи (вж. таблица 5).<sup>20</sup> В повечето страни само фискална консолидация явно няма да е достатъчна за справяне с подобни

19 Вж. *European Commission (2006) The long-term sustainability of public finances in the European Union. European Economy No 4.*

20 Вж. *OECD Economic Outlook, June 2007.*

Таблица 5 Прогнозни изменения на избрани съотношения разходи/БВП, свързани със застаряването на населението, за периода 2004–2050 г.<sup>1)</sup>

	Пенсии (1)		Здравеопазване (2)		Дългосрочни грижи (3)		Общо (1+2+3)	
	ЕК/КИП	ОИСР	ЕК/КИП	ОИСР	ЕК/КИП	ОИСР	ЕК/КИП	ОИСР
Белгия	5.1	5.1	1.4	3.3	0.9	1.9	7.4	10.3
Германия	1.7	2.0	1.2	3.6	1.0	1.9	3.9	7.5
Ирландия	6.4	6.5	2.0	4.0	0.6	3.8	9.0	14.3
Гърция	-	3.9	1.7	3.9	-	2.7	1.7	10.5
Испания	7.1	7.0	2.2	4.1	0.5	2.4	9.8	13.5
Франция	2.0	2.1	1.8	3.5	0.2	1.7	4.0	7.3
Италия	0.4	0.4	1.3	3.8	0.7	2.9	2.4	7.1
Кипър	12.9	н.д.	1.1	н.д.	н.д.	н.д.	14.0	н.д.
Люксембург	7.4	7.4	1.2	1.4	0.6	3.1	9.2	11.9
Малта	-0.4	н.д.	1.8	н.д.	0.2	н.д.	1.6	н.д.
Нидерландия	3.5	3.8	1.3	3.8	0.6	2.0	5.4	9.6
Австрия	-1.2	-1.0	1.6	3.8	0.9	2.0	1.3	4.8
Португалия	9.7	9.3	0.5	4.2	0.4	2.0	10.6	15.5
Словения	7.3	н.д.	1.6	н.д.	1.2	н.д.	10.1	н.д.
Финландия	3.1	3.3	1.4	3.6	1.8	2.4	6.3	9.3
Евروزона <sup>2)</sup>	2.6	3.0	1.5	3.7	0.6	2.2	4.7	8.9

Източници: Комитет по икономическата политика, Работна група по застаряването на населението, януари 2006 г. и ОИСР (2007 г.) *Economic Outlook*.

Забележка: н.д. = няма данни; ЕК – Европейска комисия; КИП – Комитет по икономическа политика.

1) Очаква се слабо намаляване на общите разходи поради по-ниските разходи за образование и безработица.

2) С изключение на Гърция, Кипър, Малта и Словения.

предизвикателства, а е необходимо предприемането и на по-нататъшни системни реформи и/или реформи по предварително зададени параметри, особено на пенсионните системи.<sup>21</sup>

Освен това сериозно предизвикателство за страните от еврозоната остава повишаването на качеството на публичните финанси с цел стимулиране на икономическия растеж. Реформите в данъчната система и в системата на компенсационни плащания могат да стимулират увеличаване на заетостта и повишаване на производителността на труда. Нещо повече, приоритетното разглеждане и повишаването на ефективността на публичните разходи може да доведе до облекчаване на все още значителната данъчна тежест в редица държави-членки.<sup>22</sup>

Ориентираната към осигуряване на стабилност фискална политика е необходимо условие за постигане на устойчив икономически растеж и гладко функциониране на паричния съюз, както и за избягване на ненужни различия между страните. В следващия раздел са представени някои характерни факти относно различията в растежа на производството и инфлацията в отделните държави.

#### 4.3 РАЗЛИЧИЯ МЕЖДУ ОТДЕЛНИТЕ СТРАНИ

Общото икономическо развитие в еврозоната, описано и в раздел 4.1, до известна степен прикрива различията между отделните държави в еврозоната. Настоящият раздел разглежда

21 Вж. статията *Demographic change in the euro area: projections and consequences*, публикувана в *Месечен бюлетин* на ЕЦБ, октомври 2006 г.; вж. също Maddaloni, A., A. Musso, P. C. Rother, M. Ward-Warmedinger, T. Westermann. *Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area*, *ECB Occasional Paper No 51*.

22 Вж. статията *The importance of public expenditure reform for economic growth and stability*, публикувана в *Месечен бюлетин* на ЕЦБ, април 2006 г.

Макроекономическите различия са естествени при паричния съюз

това разнообразие, първо, по отношение различията в реалния БВП и, второ, спрямо динамиката на цените и разходите в отделните държави от еврозоната.<sup>23</sup>

Някои различия в реалния прираст на производството и инфлацията в еврозоната, както при всеки паричен съюз, са естествени, например свързаните с ефекта на догонване – когато доходите в отделна държава догонват доходите на по-силно развитите държави от паричния съюз. Други различия може да се превърнат в трудности, ако продължат твърде дълго. Възможно е те да се дължат на неправилна икономическа политика, структурна нееластичност или неправилно функциониране на коригиращия механизъм за приспособяване на отделните държави – проблеми, с чието решаване трябва да се заемат хората, разработващи националната политика. Разликите, дължащи се на липса на презгранична търговия и интеграция, би следвало да се отстранят чрез цялостно преминаване към Единния пазар. За да се избегне ситуация, при която дадена държава или регион от еврозоната след претърпян национален или регионален шок навлиза в период или на продължителен слаб растеж и висока безработица, или на продължително прегряване на икономиката, е необходимо да се задейства ефективен коригиращ механизъм. Единната политика на ЕЦБ не може пряко да повлияе върху различията в растежа и инфлацията, тя по-скоро допринася за гладкото функциониране на ИПС посредством поддържане стабилността на цените в еврозоната като цяло.

#### ТЕНДЕНЦИИ В РАСТЕЖА НА РЕАЛНИЯ БВП В ОТДЕЛНИТЕ ДЪРЖАВИ ОТ ЕВРОЗОНАТА

Разликите в растежа на производството в еврозоната са умерени

Различията в прираста на производството в отделните държави от еврозоната не са големи нито в ретроспективен план, нито в сравнение с другите големи валутни зони.

Както се вижда от графика 4, дисперсията в темповете на растеж на реалния БВП в дванайсетте държави, от които се е състояла еврозоната през 2001 г., измерена с непретегленото стандартно отклонение, се колебае с около 2 пр.п. и не показва ясна възходяща или низходяща тенденция през последните 35 години.

Отклонението в прираста на производството в еврозоната понастоящем не се различава съществено от отклонението, наблюдавано в отделни региони или щати в САЩ (вж. графика 4).<sup>24</sup>

Разликите в прираста са устойчиви...

Ако разгледаме промените в отделните държави (вж. таблица 6), темповете на растеж в някои от тях се задържат над средните за еврозоната от началото на 90-те години на миналия век. По-общо казано, разликите в растежа на реалния БВП в държавите от еврозоната до голяма степен отразяват устойчива тенденция и в по-малка степен – циклични различия. Обратно, от началото на 90-те години на миналия век степента на синхронизация на бизнес цикъла в държавите от еврозоната е нараснала.

Причините за запазващите се различия в растежа на производството в еврозоната може да бъдат свързани например със структурната политика (включително със структурата на институциите), с различията в развитието на факторите, определящи предлагането, и на

23 Вж. статията *Output growth differentials in the euro area: sources and implications*, Месечен бюлетин на ЕЦБ, април 2007 г.

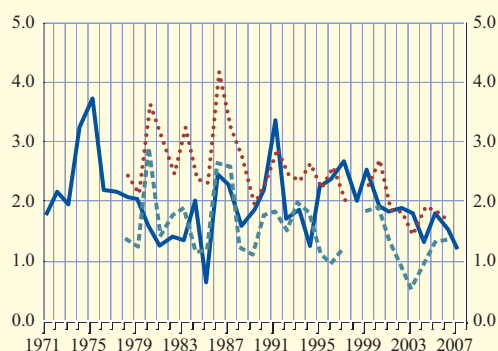
24 За цялостен преглед на данните за разликите в прираста на производството вж. *Benalal, N., J. L. Diaz del Hoyo, B. Pierluigi, N. Vidalis. Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts. ECB Occasional Paper No 45, 2006.*



Графика 4 Дисперсия на прираста на БВП в държавите от еврозоната и регионите и щатите на САЩ

(непретеглено стандартно отклонение, процентни пунктове)

— еврозона (12 държави)  
..... САЩ (50 щата и област Колумбия)  
- - - САЩ (8 региона)



Източници: Европейска комисия и Бюро за икономически анализи на САЩ.

Забележка: Наблюдава се прекръсване на двата динамични реда на САЩ през периода 1997–1999 г. (няма данни за 1998 г.).

Таблица 6 Темпове на прираст на БВП в държавите от еврозоната

(средно годишно процентно изменение)

	1980-1989	1990-1998	1999-2007
Еврозона	2.3	2.0	2.2
Белгия	2.2	3.4	2.3
Германия	2.0	2.3	1.5
Ирландия	3.1	6.7	6.4
Испания	2.7	2.5	3.8
Гърция	0.8	1.7	4.1
Франция	2.5	1.7	2.1
Италия	2.6	1.4	1.4
Кипър	-	4.5	3.7
Люксембург	4.6	4.4	5.2
Малта	-	4.8	2.4
Нидерландия	1.7	3.0	2.3
Австрия	2.0	2.5	2.3
Португалия	3.4	2.8	1.7
Словения	-	1.4	4.4
Финландия	3.6	1.3	3.4

Източници: Евростат и Европейската комисия.

Забележка: Данните за 2007 г. са по оценки на Европейската комисия (прогнози от есента на 2007 г.).

процесите на сближаване, както и с комбинацията от шокове, характерни за страната, и с функционирането на коригиращия механизъм.

Разликите в прираста на производството може отчасти да отразяват дълготраен процес на догонване от страна на държавите с ниски доходи. От групата на държавите с ниски доходи в еврозоната през 80-те години на миналия век впоследствие Ирландия, Гърция и Испания отбелязват значителен напредък, докато, съпоставен с еврозоната, в Португалия БВП на глава от населението спада след преминаването на държавата към еврото. В края на 90-те години на миналия век Ирландия постига средното за еврозоната равнище, а през последните години вече го надминава.

Съществуването на устойчиви разлики в прираста на производството може да се дължи до известна степен на продължителното въздействие на икономическите шокове и структурната политика. Не съществуват сериозни доказателства в подкрепа на това, че някой от основните общи шокове през последните години е бил сам по себе си фактор, влияещ на устойчивите разлики в растежа на реалния БВП. Обратно, наличната емпирична литература показва, че характерните за определена държава шокове и промените в политиката, като фискална програма и структурни реформи, играят много по-важна роля за възникването на разлики в прираста на производството през последните години, отколкото общите шокове, и че въздействието на тези фактори може да бъде особено продължително.<sup>25</sup>

Бавното действие на коригиращия механизъм може допълнително да задълбочи разликите в прираста на производството, произтичащи от характерни за страната шокове. При паричен съюз с единна валута и единна парична политика, както в еврозоната, основният коригиращ

25 Най-новите анализи по този въпрос се съдържат в Giannone, D., L. Reichlin. *Trends and cycles in the euro area: how much heterogeneity and should we worry about it?* ECB Working Paper No 595, 2006; Buisán, A., F. Restoy. *Cross-country macroeconomic heterogeneity in EMU*. Banco de España Occasional Paper No 0504, 2005.

... и се дължат отчасти на нееластичността в процеса на догонване и в коригиращия механизъм...

... но също и на бюджетната и структурната политика

механизъм – в отсъствието на висока степен на мобилност на работната сила и фискални трансфери между страните – е каналът на презграничната търговия или конкуренцията.<sup>26</sup> Друг канал от малко по-различно естество е разпределението на риска.<sup>27</sup> Наличната информация показва, че поради структурната нееластичност и проблемите, свързани с цялостното реализиране на Единния пазар, каналът на конкуренцията се нуждае от сравнително дълъг период, за да заработи в еврозоната. Това показва, че в отговор на асиметричните шокове може да бъдат наблюдавани по-големи различия в цените и в инфлацията, както и по-висока регионална безработица, отколкото при по-силна презгранична конкуренция и икономическа интеграция.

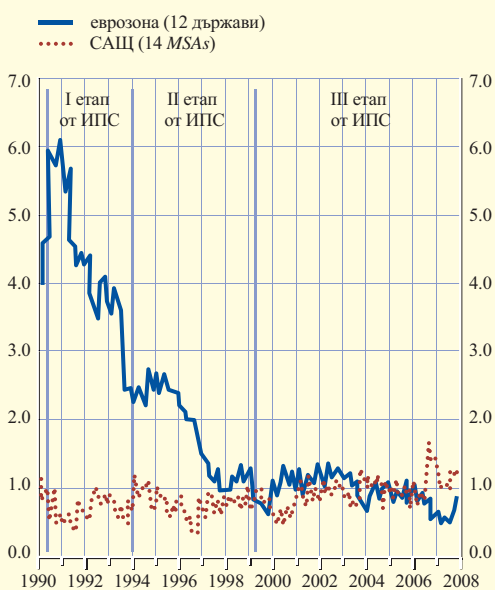
### НАРАСТВАНЕ НА ИНФЛАЦИЯТА И РАЗХОДИТЕ ЗА ТРУД – РАЗЛИЧИЯ ПО ДЪРЖАВИ ОТ ЕВРОЗОНАТА

Процесът на реално сближаване е съпътстван от намаляваща дисперсия на инфлацията и на прираста на разходите за труд в еврозоната. Различията в инфлацията намаляват в държавите от еврозоната и в момента са на равнища, близки до наблюдаваните в САЩ. Дисперсията на инфлацията може да бъде причинена от уравниващите корекции по сближаването на ценовите равнища. Те обаче може да се дължат и на структурна нееластичност и на

26 Конкуренцията действа, както следва: след рязко повишаване на работната заплата или след нарастване на производството над потенциалните възможности на страната вътрешният инфлационен натиск върху работната заплата или върху други вътрешни разходи ще предизвика влошаване на външната конкурентоспособност. Това от своя страна постепенно ще намали външното търсене на износа на страната, така че по-слабото вътрешно търсене ще върне производството до равнището на неговия потенциал и ще смекчи инфлационния натиск.

27 По същество този механизъм означава, че потреблението не е нужно да следва промените в производството, тъй като потребителите могат да ползват заеми от чужбина.

**Графика 5** Дисперсия на годишните темпове на инфлацията в държавите от еврозоната и 14-те северноамерикански главни статистически области (MSAs) след 1990 г. (непретеглено стандартно отклонение, пр.п.)



Източник: Изчисления на ЕЦБ на базата на Евростат и Бюрото за статистика на пазара на труда в САЩ.

**Таблица 7** Темпове на ИПШ/ХИПЦ-инфлация в държавите от еврозоната

	(средно годишно процентно изменение)		
	1980-1989	1990-1998	1999-2007
Еврозона	7.6	3.0	2.1
Белгия	4.9	2.1	2.0
Германия	2.9	2.2	1.6
Ирландия	9.3	2.5	3.4
Гърция	19.5	11.8	3.2
Испания	10.2	4.4	3.1
Франция	7.4	2.1	1.8
Италия	11.2	4.4	2.3
Кипър	-	-	2.6
Люксембург	4.8	2.4	2.7
Малта	-	-	2.3
Нидерландия	2.9	2.2	2.4
Австрия	3.8	2.4	1.7
Португалия	17.7	6.1	2.9
Словения	-	-	5.5
Финландия	7.3	2.5	1.6

Източник: ЕЦБ.

Забележки: Данните се отнасят за ХИПЦ-инфлацията от началото на проследяването ѝ, а за ИПЦ-инфлацията и преди този момент. Данните за Словения започват от 1996 г., а за Кипър и Малта – от 1997 г. „Еврозона“ се отнася за еврозоната, която включва различен брой държави през отделните периоди.

Таблица 8 Отражение на инфлацията за периода 1999–2007 г.

(средни годишни стойности, пр.п.; съпоставка с еврозоната)

	Дефлатор на крайното търсене			Разходи за труд на единица продукция		
	Общо изменение	Принос за общото изменение		Общо изменение	Принос за общото изменение	
Вътрешни разходи		Разходи за внос	Компенсация		Негативен принос на производителността на труда	
Белгия	0.3	-0.2	0.5	-0.1	0.4	-0.5
Германия	-1.2	-1.2	0.0	-1.4	-1.2	-0.2
Ирландия	0.8	1.0	-0.1	1.5	3.7	-2.1
Гърция	1.5	1.7	-0.2	1.3	4.1	-2.7
Испания	1.5	1.4	0.1	1.2	0.4	0.8
Франция	-0.5	-0.1	-0.4	0.3	0.5	-0.3
Италия	1.7	0.6	1.1	1.0	0.0	0.9
Кипър	-1.9	-0.8	-1.1	1.6	1.8	-0.2
Люксембург	1.6	0.1	1.6	1.0	3.5	-2.5
Малта	0.4	0.1	0.3	0.6	1.0	-0.5
Нидерландия	0.1	0.0	0.1	0.7	1.1	-0.4
Австрия	-0.5	-0.5	0.0	-1.2	-0.5	-0.7
Португалия	0.9	1.1	-0.3	1.6	1.7	-0.1
Словения	3.2	1.7	1.5	3.4	6.1	-2.6
Финландия	-0.8	-0.7	-0.1	-0.4	0.9	-1.2

Източник: Изчисления на ЕЦБ на базата на данни на Европейската комисия и Евростат.

Забележки: Тази таблица показва отклоненията в годишния темп на нарастване на променливите от средните за еврозоната стойности. Числата в таблицата могат да се тълкуват по следния начин: ако вземем Белгия например, общото изменение на дефлатора на крайното търсене надхвърля годишно с 0.3 пр.п. това в еврозоната през периода 1999–2007 г. Приносът на средните разходи за внос в Белгия в сравнение с еврозоната е 0.5 пр.п. годишно, докато приносът на съответните вътрешни разходи е -0.2 пр.п. годишно спрямо съответното изменение на дефлатора на крайното търсене.

прекомерно нарастване на работната заплата и, ако продължат дълго, е възможно да доведат до загуба на конкурентоспособност с неблагоприятно въздействие върху производството и заетостта.

От 90-те години на миналия век степента на дисперсия на инфлацията в групата на дванайсетте държави, съставляващи през 2001 г. еврозоната, се характеризира със силно изразена низходяща тенденция, която е стабилна от 1998 г. насам (вж. графика 5).

Представеното на графика 5 сравнение със САЩ, които са дългогодишен паричен съюз, показва, че дисперсията в темповете на инфлация в четиринайсетте североамерикански главни статистически области се колебае близо до равнищата, наблюдавани в държавите от еврозоната от 2004 г. насам.<sup>28</sup>

Общата инфлация спада във всички страни от еврозоната през периода 1999–2007 г. в сравнение с периода 1990–1998 г., с изключение на Ирландия, Люксембург и Нидерландия, където се повишава (вж. таблица 7). Разбивката на промените в цените показва, че вътрешните разходи в повечето страни от еврозоната са най-важният фактор, свързан с различията в инфлацията спрямо средната стойност за еврозоната в периода 1999–2006 г. (вж. таблица 8). От вътрешните фактори важна роля играят разликите в прираста на единица разходи за труд, които от своя страна са по-тясно свързани с разнопосочните тенденции в работната заплата,

Общата инфлация в еврозоната намалява

Разликите в инфлацията са малки

<sup>28</sup> Четиринайсетте главни статистически области са: Ню Йорк, Филадельфия, Бостън, Вашингтон, Чикаго, Детройт, Кливланд, Далас, Хюстън, Атланта, Маями, Лос Анджелис, Сан Франсиско и Сиатъл.

## Разликите са обичайни за паричния съюз

отколкото различията в нарастването на производителността на труда. Промените в цените на вноса обаче също са допринесли за съществуването на разлики в инфлацията.

Някои разлики в инфлацията и разходите са естествени за паричния съюз. Процесът на уравнивяващи корекции на цените и разходите в паричния съюз обикновено се свързва с коригиране изменението на относителните цени по региони и отрасли. Подобен механизъм, който до известна степен е нормална черта на процеса на догонване, или по-общо на различията в тренда на производителността на труда, може да породи регионални и отраслови разлики в инфлацията в рамките на паричния съюз.<sup>29</sup>

Различията на инфлацията в еврозоната са постоянни, в смисъл че много страни поддържат системно положителна или отрицателна разлика на инфлацията си в сравнение със средната стойност за еврозоната през продължителен период от време (вж. каре 5).

Устойчивите разлики в нарастването на инфлацията и разходите за труд в еврозоната могат да се обяснят с няколко фактора, които са вътрешно взаимно свързани.<sup>30</sup> По-специално, може да се направи разграничение между факторите, свързани с процесите на сближаване и икономическа интеграция, факторите, произтичащи от продължително съществуващите или неизменни различия в структурата на националните икономики, и факторите, породени от провеждането и функционирането на националната бюджетна, структурна и подходяща политика или от разнообразните регионални реакции спрямо провежданата в еврозоната политика.

## Някои разлики се дължат на сближаване равнището на цените

Ако разгледаме първо факторите, свързани със сближаването и икономическата интеграция, ще установим, че реализирането на Единния пазар на Европа през първата половина на 90-те години на миналия век и последвалото въвеждане на единната валута водят до чувствително намаляване дисперсията на ценовите равнища, главно при търгуемите стоки. Сближаването на цените по отношение на общото дългосрочно равнище при търгуемите стоки обяснява някои от различията в инфлацията през първите години от въвеждането на еврото.

Различната инфлация по страни в еврозоната е възможно да произтича и от сближаването в ценовите равнища на нетъргуемите стоки и услуги.<sup>31</sup> Този ефект на догонване често се свързва с разликите в нарастването на секторната производителност на труда при търгуемите и нетъргуемите стоки или, по-общо казано, с процесите на сближаване на жизнения стандарт, измерен с БВП на глава от населението в икономиките на отделните държави. Например според ефекта на Баласа – Самуелсън при държавите, в които съществуват ясно изразени отраслови разлики в динамиката на производителността на труда спрямо други държави (с относително по-висок растеж на производителността в сектора на търгуемите стоки), се забелязва сравнително по-високо нарастване на работната заплата и инфлацията в сектора на нетъргуемите стоки. В условията на паричен съюз, където повишаване на номиналния валутен курс е невъзможно, подобни държави биха отчели по-висока обща относителна инфлация. Емпиричните данни за този ефект обаче са противоречиви.

29 Вж. също Angeloni, I., M. Ehrmann (2004) *Euro area inflation differentials*. ECB Working Paper No 388; Altissimo, F., P. Benigno, D. Rodríguez-Palenzuela (2004) *Inflation differentials in a currency area: facts, explanations and policies*, доклад, представен на семинара на ЕЦБ *Monetary policy implications of heterogeneity in a currency area*, Франкфурт, 13–14 декември 2004 г., който може да се намери на интернет страницата на ЕЦБ ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)).

30 Вж. статията *Monetary policy and inflation differentials in a heterogeneous currency area*, *Месечен бюлетин* на ЕЦБ, май 2005 г.

31 Нетъргуеми стоки и услуги са тези, които в преобладаващата си част се търгуват само в отделни страни.

Второ, разликите в инфлацията или в ценовите равнища също могат да произтичат от естествени структурни различия, като например хетерогенност в предпочитанията на потребителите и разлики в изложеността на отделните страни на промени във валутния курс на еврото и в цената на суровините. По-специално, разликите в степента на отвореност и в структурата на международната търговия биха могли да бъдат фактори, обясняващи различията в инфлацията.

Трето, общата за еврозоната и регионалната политика могат сами по себе си да оформят степента на хетерогенност на паричния съюз. Например фискалната политика може да засили инфлационния диференциал посредством неподходящо използване на фискални инструменти (вж. раздел 4.2). Структурната нееластичност и непълното реализиране на Единния пазар може да означава, че съществува вероятност да се наблюдават по-големи ценови различия, отколкото при по-висока степен на презгранична конкуренция и икономическа интеграция. Структурната и доходната политика, провеждани на национално или регионално равнище, също могат да бъдат източник на инфлационни различия. Например фактът, че в колективните трудови договори в някои страни от еврозоната съществуват клаузи, предполагащи индексация, може да забави необходимите корекции и да допринесе за устойчиви разлики в инфлацията, като засили инерцията ѝ в тези страни.

## Карте 5

### УСТОЙЧИВОСТ НА ИНФЛАЦИЯТА И ФАКТОРИ, ОПРЕДЕЛЯЩИ ДИНАМИКАТА НА РАБОТНАТА ЗАПЛАТА

Освен характерните за конкретните държави шокове важен източник на различията в инфлацията и растежа са потенциалните разлики в гъвкавостта на цените и на работната заплата по страни от еврозоната. Във всеки случай задълбоченото разбиране на факторите, определящи динамиката на цените и работната заплата в държавите от еврозоната, е от съществено значение за провеждането на паричната политика. От гледна точка на важността на проблема в рамките на ЕСЦБ бяха създадени две мрежи – Мрежа за изследване устойчивостта на инфлацията и Мрежа за изследване динамиката на работната заплата. В това карте са представени основните изводи, до които са стигнали изследванията в тези мрежи.

Мрежата за изследване устойчивостта на инфлацията започна работа през 2003 г. и отчете резултатите от изследването си на конференция, проведена през декември 2004 г.<sup>1</sup> Тази мрежа си служи с три подхода при разглеждане на проблема: анализ на макроикономическите данни, подробен анализ на микроданните за индивидуалните промени както на потребителските, така и на производствените цени и преглед на предприятията с оглед откриване на основните фактори, влияещи върху начина им на ценообразуване.

Основните изводи от тези изследвания са следните. Първо, при сегашния паричен режим степента на устойчивост на инфлацията е умерена. Това контрастира с опита от предишния период на висока инфлация, когато очакванията не бяха толкова здраво стабилизиращи, в резултат на което шоковете върху инфлацията бяха в състояние да породят по-продължи-

<sup>1</sup> Вж. Altissimo, F., M. Ehrmann, F. Smets (2005) *Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence*. ECB Occasional Paper No 46.



телни промени в инфлацията. Второ, според микроданните за промените в цените потребителските цени в еврозоната са по-устойчиви, отколкото в САЩ. Например цените в еврозоната обикновено се променят на всеки 12–15 месеца, докато в САЩ това се случва на всеки шест месеца. Трето, по отношение формирането на цените съществува значителна отраслова хетерогенност, но по държави няма особено големи различия в честотата на ценовите изменения. Така цените на хранителните стоки и енергоносителите се променят много по-често от цените на услугите. Четвърто, спадовете в цените са доста често срещани (около 40% от промените в потребителските цени са намаления), което означава, че в номинално изражение спадът в цените не е толкова нееластичен, колкото се предполагаше. Пето, данните от обзора сочат, че процесът на изглаждане на цените обикновено се състои от два етапа: анализ на цените от страна на предприятията и последващи промени в цените. Всъщност много по-често се прави преразглеждане на цените, отколкото промяна. По отношение на факторите, определящи промените в цените, резултатите показват, че около една трета от фирмите в еврозоната следват редовен времеви график при формирането на цените („ценообразуване, зависимо от времето“), докато една пета от тях променят цените си, когато някои конкретни събития доведат до достатъчно голямо отклонение на действителната от желаната цена („ценообразуване, зависимо от състоянието“). Останалите следват смесена стратегия. И данните от проучванията, и анализът на отделните промени в цените показват, че колебанията в разходите на фирмите са важен фактор за честотата на ценовите изменения. Например цените се променят много по-рядко в отрасли, в които работната заплата е твърде устойчива и представлява голям дял от общите разходи на предприятията.

Заклученията, до които стига Мрежата за изследване устойчивостта на инфлацията, подчертават необходимостта от по-задълбочено разбиране на факторите, определящи динамиката на работната заплата. Ето защо през 2006 г. влезе в действие Мрежа за изследване динамиката на работната заплата. Освен изследователи от еврозоната в мрежата участват и учени от централни банки на държави извън нея. Изследването се извършва в четири направления. При първото ударието е поставено върху анализа на работната заплата и разходите за труд (агрегирано и по отрасли) и върху взаимодействието им с динамиката на цените. При второто се анализират микроданните за работната заплата, като целта е наред с другото да са определи естеството и степента на нееластичност на работната заплата и пазара на труда. Трето, Мрежата за изследване динамиката на работната заплата извърши проучване на предприятия за установяване на главните механизми, които лежат в основата на техните практики за формиране на работната заплата. И накрая чрез метаанализа на резултатите се правят основните изводи от изследването и се очертават съответните насоки на провежданата политика. Резултатите от изследването са представени на конференция през юни 2008 г.

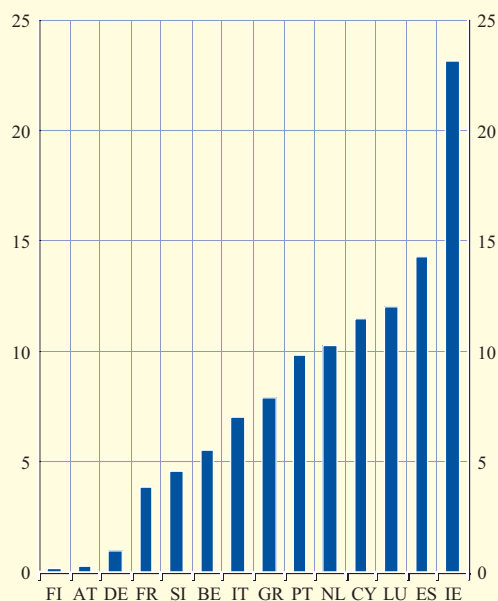
В резултат от наблюдаваните устойчиви различия в инфлацията държавите от еврозоната са подложени на видимо различно усъвършенстване на показателите за националната ценова конкурентоспособност. Хармонизираните индекси на конкурентоспособност (ХИК), основаващи се среднопретеглените относителни цени, дефлирани с ХИПЦ, представляват измерител за съпоставяне на ценовата конкурентоспособност в отделните държави от еврозоната.<sup>32</sup> От графика 6 се вижда, че в периода 1999–2007 г. в Германия, Австрия и Финландия е имало

32 Вж. карето *The introduction of harmonised competitiveness indicators for euro area countries*, *Месечен бюлетин* на ЕЦБ, февруари 2005 г. При бъдещо разширяване набора на тези индекси ще бъде полезно да се сравни сегашният набор на ХИК, базиран на динамиката на потребителските цени, с индикаторите, базирани на дефлаторите, които включват по-малко нетъргуеми продукти и услуги и са по-тясно свързани с конкурентоспособността на външния сектор на отделните държави.

Разликите може да  
причинят загуба на  
конкурентоспособност и на  
прираста на производството

Графика 6 Хармонизирани показатели на конкурентоспособността в държавите от еврозоната през периода 1999–2007 г.

(кумулятивно процентно изменение)

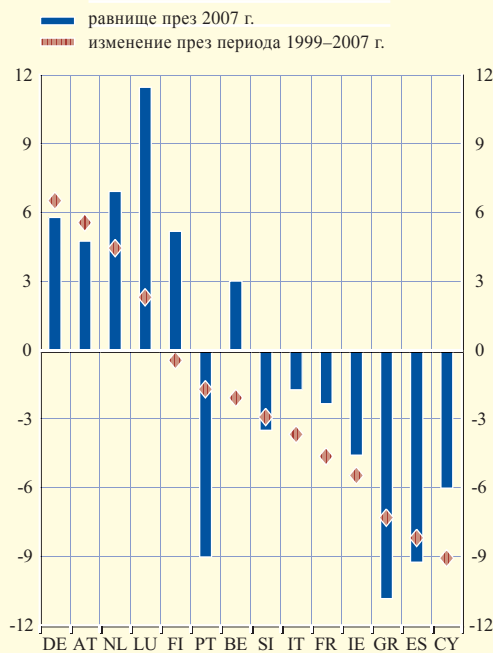


Източник: Изчисления на ЕЦБ на базата на данни на Евростат.

Забележки: Среднопотеглени стойности, дефлирани с ИПЦ от ЕЦБ, на съответните темпове на инфлация спрямо група от 44 търговски партньори и държави от еврозоната. Нарастването отразява реално ефективно посъпяване, т.е. понижението на този показател на националната конкурентоспособност. Държавите са подредени във възходящ ред по нарастване на показателя.

Графика 7 Състояние на текущата сметка през 2007 г. и натрупани изменения в държавите от еврозоната през периода 1999–2007 г.

(равнище като процент от БВП и натрупани изменения в процентни пунктове като процент от БВП)



Източник: Изчисления на ЕЦБ на базата на данни на Европейската комисия.

много слабо увеличение на ХИК, което показва незначителни загуби в този измерител на ценовата конкурентоспособност, докато увеличението е било изключително голямо при ХИК в Ирландия и Испания. Промените в относителните разходи за труд на единица продукция представят подобна хетерогенна картина на изменение на конкурентоспособността в страните от еврозоната. Измененията в относителните цени или разходи са един от ключовите канали за корекциите в еврозоната. Намалването на разходите за труд на единица продукция не е политика, означаваща „да докараш съседа си до просяшка тояга“. Тъкмо обратното, умерените разходи за труд намаляват инфлационния натиск, което допринася за по-ниските лихвени проценти в еврозоната като цяло. Устойчиво умерените разходи въздействат благотворно върху структурната заетост в допълнение към положителния ефект от по-добрата конкурентоспособност и по-силната търговия. Продължителната загуба на конкурентоспособност на цените и разходите, ако не е свързана с корекция за изравняване (изглаждане) на цените и разходите, може да се отрази неблагоприятно върху производството и заетостта, както и върху търговския баланс и салдото по текущата сметка (вж. графика 7).<sup>33</sup>

33 Вж. картата *Current account balances across the euro area countries from a savings and investment perspective*, Месечен бюлетин на ЕЦБ, юли 2007 г.

В заключение, устойчивостта през по-продължителни периоди от време на различията в инфлацията и растежа в много случаи може да бъде балансиращ фактор, дължащ се на процесите на догонване и/или разликите в тренда на потенциалния растеж. Ако обаче е предизвикан от структурна неефективност или несъгласувана национална политика (включително политиката по формиране на работната заплата), подобни различия може да породят безпокойство. Тъй като в еврозоната вече не съществува избор на национална парична и валутна политика, важно е да се осигури правилното функциониране на останалите механизми за корекция при шокове. Нееластичността на механизмите за определяне на работната заплата и цените или текущата динамика на свръхзаплащане на труда може да забавят необходимите корекции на относителните цени спрямо икономическите шокове и да доведат до продължителен период на сравнително висока инфлация в отделни държави. Това от своя страна може да допринесе за натрупването на вътрешни диспропорции и до загуба на конкурентоспособност на цените и разходите в еврозоната, които биха могли също да предизвикат спад на производството и заетостта. Ефективното и гладко функциониране на корективните икономически мерки в еврозоната изисква премахването на институционалните бариери пред гъвкавите механизми за определяне на работната заплата и на цените и за окончателно формиране на Единния пазар, които биха засилили вътрешната и презграничната конкуренция [вж. раздел 4.1], а също и разумната фискална политика.

Надеждната политика е от особено значение и за онези държави, които целят в бъдеще да се присъединят към еврозоната. Разширяването на еврозоната ще бъде разгледано по-долу.

#### 4.4 РАЗШИРЯВАНЕ НА ЕВРОЗОНАТА

В този раздел е представено разширяването на еврозоната от 1999 г. насам, описано е текущото състояние на процеса с оглед по-нататъшното ѝ разширяване и е подчертана необходимостта от устойчиво сближаване като предварително условие за присъединяването към еврозоната (вж. също глава 2).

#### ТРИ ЕТАПА НА РАЗШИРЯВАНЕ НА ЕВРОЗОНАТА

Както беше упоменато в глава 2, от въвеждането на еврото през 1999 г. в единадесет държави – членки на ЕС, разширяването на еврозоната протече в три етапа, в резултат на което страните в еврозоната са вече петнадесет.

#### БЪДЕШО РАЗШИРЯВАНЕ НА ЕВРОЗОНАТА

Понастоящем дванадесет от страните – членки на ЕС, все още не са преминали към еврото; те се различават съществено по правен статут и степен на сближаване. По-специално, Дания и Обединеното кралство са със специален статут (с право да не въвеждат еврото, т.нар. „*opt-out clause*“), и степента на сближаване, постигната от тях с оглед присъединяването им към еврозоната, ще бъде оценявана по тяхно искане.

Останалите десет държави (България, Естония, Латвия, Литва, Полша, Румъния, Словакия, Унгария, Чешката република и Швеция) са членове на ЕС с дерогация. Това означава, че те

са се обвързали с приемането на еврото, но точното време и оптималното сближаване по пътя към приемането на еврото трябва да бъдат разгледани поотделно за всяка страна.

Приемането на еврото предполага паричната единица на държавата, която ще въвежда единната валута, да остане във ВМ II най-малко две години, без да е подложена на съществен натиск, преди да се извърши оценка за степента на сближаване и за съответствието с критериите на Договора от Маастрихт.

Таблица 9 Планове за паричната интеграция на държавите от ЕС извън еврозоната

(пр.п. средногодишно; съпоставка с еврозоната)

Държава	Планове за членство във ВМ II	Планове за въвеждане на еврото
България	Възможно най-бързо.	Целта е възможно най-бързото въвеждане на еврото.
Чешка република	Участие във ВМ II само за минималния период от две години преди членството в ИПС. Таргетирането на инфлацията ще продължи до окончателната парична интеграция. Готовността за присъединяване към ВМ II и еврозоната се преценява на годишна база съвместно с правителството и националната централна банка.	Последното осъвременяване на Стратегията за присъединяване на Чешката република към еврозоната, одобрено от чешките власти през август 2007 г., сочи, че някои от предварителните условия, които са нужни за извличане на полза от въвеждането на еврото, все още не са достигнали удовлетворителни параметри. Основните пречки са свързани с необходимостта от повишаване гъвкавостта на икономиката и от консолидиране на фискалната политика.
Дания	Участва.	Без планове към настоящия момент. Референдумът за приемането на еврото, проведен през септември 2000 г., завърши с 53% отрицателен вот.
Естония	Участва.	Целта е възможно най-бързото въвеждане на еврото.
Латвия	Участва.	Целта е възможно най-бързото въвеждане на еврото.
Литва	Участва.	Целта е възможно най-бързото въвеждане на еврото.
Унгария	Осъвременената Програма за сближаване не съдържа конкретна дата за влизане във ВМ II. В нея само се споменава, че участието във ВМ II ще зависи от възстановяването на надеждността на фискалната политика.	Програмата за сближаване не съдържа конкретна дата за влизане във ВМ II.
Полша	Участие във ВМ II само за минималния период от две години. Не е определена конкретна дата за влизане във ВМ II.	Програмата за сближаване не съдържа конкретна дата за приемането на еврото.
Румъния	Съгласно Програмата за сближаване за 2007 г. присъединяването към ВМ II не се очаква да стане преди 2012 г. Възнамерява да остане във ВМ II за минималния период от две години, преди да приеме еврото.	Не по-рано от 2014 г.
Словакия	Участва.	Целта е да достигне фискалната референтна стойност през 2007 г. и да се присъедини към еврозоната през 2009 г.
Швеция	Без планове към настоящия момент.	Без планове към настоящия момент. Референдумът за приемането на еврото, проведен през септември 2003 г., завърши с 56% отрицателен вот.
Обединеното кралство	Без планове към настоящия момент.	Веднага след приключването на петте проверки на правителството.

Източник: ЕСЦБ.

Пет държави – членки на ЕС извън еврозоната, участват във ВМ II. Две от тях се присъединиха към него на различни дати, някои са с едностранно обвързан валутен курс. На 1 януари 1999 г. Дания влезе във ВМ II с диапазон на колебание +/- 2.25% около централния курс на валутата си. На 28 юни 2004 г. се присъединиха Естония и Литва (а също и Словения). Естония и Литва влязоха във ВМ II с диапазон на колебание +/- 15%. Тези страни решиха освен това да запазят паричния съвет като едностранен ангажимент. На 2 май 2005 г. към ВМ II се присъедини и Латвия (заедно с Кипър и Малта). Латвия също взе решение да влезе във ВМ II с диапазон на колебание +/- 15%, но продължи да се придържа към диапазон на колебание от +/- 1% като едностранен ангажимент. Накрая на 25 ноември 2005 г. към ВМ II се присъедини и Словакия, участвайки с диапазон на колебание от +/- 15%.

Към настоящия момент България, Полша, Румъния, Унгария, Чешката република и Швеция са само членове на ЕС с дерогация и все още не са се присъединили към ВМ II (вж. таблица 9).

#### НЕОБХОДИМОСТ ОТ УСТОЙЧИВО СБЛИЖАВАНЕ

За да се присъединят към еврозоната, страните – членки на ЕС, трябва да отговорят на няколко конвергентни критерия, свързани с правния им статут и икономическото сближаване. Устойчивото изпълнение на конвергентните критерии е гаранция, че държавата може плавно да се интегрира в Паричния съюз. Този подход се основава категорично на икономически аргументи. След като се присъедини към Паричния съюз, държавата губи възможността да използва инструментите на политиката на лихвения процент. Тъй като решенията, свързани с паричната политика, се вземат в светлината на преобладаващите в еврозоната като цяло икономически условия, е необходимо постигането на устойчиво икономическо сближаване, за да се гарантира достатъчната готовност на икономиката на страната за паричния съюз.

Преминаването към еврото може да бъде от съществена полза за държавата, постигнала устойчиво сближаване. Предимствата включват отпадане на валутния риск по отношение на основните ѝ търговски партньори, намаляване на трансакционните и информационните разходи, по-сигурна защита от евентуални финансови проблеми, намаляване на рисковите премии и по-ниски дългосрочни лихвени проценти поради надеждната рамка на фискалната и паричната политика. За еврозоната като цяло, а също и за ЕС, основната полза от разширяването на еврозоната е реализирането на вътрешен пазар на стоки, услуги и капитал. Това обаче не би било възможно, ако еврото се приеме преждевременно, което би нанесло много щети на държавата. Различията в бизнес цикъла биха могли да доведат до „недостатъчно оптимални“ лихвени проценти в национален контекст (по отношение на икономическото стабилизиране и разпределението на ресурсите) и до появата на „балони“ или „кризи“. Ако сближаването не е устойчиво, в държавата може да възникнат проблеми, свързани с конкурентоспособността, които тя вече да не е в състояние да реши посредством корекции на валутния курс. Ако гъвкавостта по отношение на работната заплата и цените не е достатъчна за приспособяване към промените в конкурентоспособността и/или шоковете, също би се появил риск от продължителни икономически загуби. За еврозоната като цяло преждевременното приемане на еврото би могло да доведе до загуба на кредитоспособност на проекта Икономически и паричен съюз.

В Докладите за сближаване на ЕЦБ<sup>34</sup> се набляга на факта, че сближаването трябва да се постигне на трайна основа, а не само в определен момент от времето. По тази причина в прегледите по страни се описва подробно устойчивостта на сближаването. Във връзка с казаното дотук икономическото развитие на обсъжданите държави се разглежда ретроспективно – като правило за предходните 10 години. Това позволява по-точното определяне доколко текущите постижения са резултат от ендогенни структурни промени, което от своя страна води до по-точна преценка за устойчивостта на икономическото сближаване. Освен това в анализа, доколкото е уместно, се правят и прогнози. Тук особено внимание се обръща на факта, че устойчивостта на благоприятното икономическо развитие зависи изключително много от подходящата и трайна политика по отношение на сегашните и бъдещите предизвикателства. Като цяло ударението се поставя върху факта, че гарантирането на устойчиво икономическо сближаване зависи както от постигането на стабилна стартова позиция, така и от провежданата след приемането на еврото стопанска политика.

Конвергентният критерий за правно сближаване задължава бъдещите членове на еврозоната да поставят правните основи на участието си в Паричния съюз, крайгълен камък на които е независимостта на централната банка.

Критериите за икономическа устойчивост гарантират, че страните-кандидатки са създали икономически условия, които благоприятстват поддържането на ценова стабилност и взаимна обвързаност в еврозоната. Рамката на анализа включва динамиката на цените, бюджетните салда и съотношенията на дълга, обменните курсове и дългосрочните лихвени проценти, както и други фактори. При прилагането на тези критерии се спазват няколко основни принципа:

1. Отделните критерии се тълкуват и се прилагат точно.
2. Критериите формират последователен интегриран подход. Всички те трябва да бъдат изпълнени. В Договора критериите са равнопоставени и не предполагат йерархично подреждане.
3. Критериите следва да се прилагат въз основа на точни данни.
4. Прилагането на критериите трябва да е последователно, прозрачно и опростено.
5. Сближаване трябва да се постигне на устойчива база, а не само в определен момент.

След като изпълни устойчиво тези правни и икономически критерии, държавата се присъединява към еврозоната. С приемането на еврото обаче въпросът не се изчерпва, защото само по себе си присъединяването към еврозоната не е рецепта за успех. След преминаването към еврото, за да преуспяват в еврозоната, държавите трябва да продължат да следват съгласувана политика (вж. раздели 4.1, 4.2 и 4.3).

34 Вж. Доклад за сближаване на ЕЦБ, май 2008 г.



Коригиращите механизми трябва да бъдат по-ефективни...

... с цел гладкото функциониране на еврозоната

Досега – постижения, но отсега нататък са необходими още реформи

Диференциацията на заплащането съдейства за заетостта

Единният пазар трябва да бъде завършен

#### 4.5 ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВА И ПЕРСПЕКТИВИ

Предходните раздели показват, че икономическата гъвкавост и интеграцията са ясно предварително условие за гладкото функциониране на еврозоната, когато отделни икономики или региони от еврозоната могат да бъдат засегнати от специфични промени. Освен това еврозоната непрекъснато е изправена пред шокове и предизвикателства, например в областта на глобалната конкуренция или динамиката на енергийните цени. Същевременно националните парични и валутни политики вече не са варианти на политиката, възможни за прилагане в рамките на паричния съюз. За да се избегнат ситуации, при които, след като преживее специфичен асиметричен шок, дадена страна или регион в еврозоната влиза или в период на продължителен нисък растеж и висока безработица, или в дълъг период на прегриване, трябва да разполагаме с други ефективни механизми за корекции (изглаждане).

Неотдавнашното повишаване на участието на трудовия пазар и заетостта е насърчителна промяна, която показва, че предходните реформи на трудовия пазар, имиграцията и умереността на заплатите са спомогнали за преодоляване на някои спъващи растежа ограничения, произтичащи от нееластичните и свърхрегулирани пазари на труда. То също потвърждава, че паричната политика, ориентирана към ценова стабилност, по никакъв начин не противоречи на създаването на работни места и ниската безработица, дори напротив. Въпреки този напредък обаче повечето държави от еврозоната все още са далече от изчерпване на своя потенциал за допълнително повишаване процента на участие и заетостта. Структурните пречки, породени от закостенялата правна и регулаторна среда, високите данъци върху трудовите доходи и нееластичността, свързана с регламентирането на възнагражденията, все още възпрепятстват или обезкуражават твърде много хора да участват активно на пазара на труда, като по този начин поддържат процента на участие твърде нисък, а безработицата твърде висока.

Ето защо за повишаване на заетостта, производителността и устойчивостта на икономически сътресения е особено важно икономическата политика в държавите от еврозоната да бъде допълнително развита в следните насоки. Първо, по отношение политиката на трудовия пазар правителствата и социалните партньори трябва да споделят отговорността, за да гарантират, че определянето на заплатите зависи в достатъчна степен от условията на трудовия пазар и не застрашава конкурентоспособността и заетостта. Затова е необходимо социалните партньори да вземат предвид различните условия на фирмено и отраслово ниво и да омекотяват последствията от договарянето на заплатите върху конкурентоспособността, а оттам и върху заетостта в своята фирма, отрасъл, сектор или регион. Достатъчната диференциация на заплащането би подобрила възможностите за заетост на нискоквалифицираните работници, както и в региони или сектори с висока безработица. В това отношение прекомерното регламентиране, например минималната работна заплата, не благоприятства създаването на работни места, особено за младите и по-нискоквалифицирани работници, както и за всички, които срещат проблеми да влязат на трудовия пазар.

Второ, необходимото реорганизиране на трудовите пазари трябва да бъде допълнено чрез завършването на единния пазар, особено при услугите и инфраструктурата. По-тясното интегриране на пазарите би стимулирало ценова гъвкавост чрез насърчаване на конкуренция и открити продуктов пазари. По-силната презгранична конкуренция и интеграцията на пазарите във всички държави от еврозоната ще спомогнат за понижаване на цените. Те могат

Надежната фискална  
политика и ниските  
данъци са важни

Лисабонската стратегия  
остава ключова

Промените в  
конкурентоспособността  
трябва да се наблюдават

също да задълбочат процесите на корекции в отделните държави в случай на шок на регионално или национално ниво или при различни циклични движения, с което да се предотвратят твърде високите нива на регионална безработица.

Трето, националните власти могат значително да допринесат за осигуряване правилното функциониране на коригиращите механизми в рамките на еврозоната, когато провеждат отговаряща на потребностите устойчива фискална политика в съответствие с насоките, залегнали в Пакта за стабилност и растеж. Още повече че фискалната политика може и трябва също да спомага за поддържане на дългосрочен растеж чрез подобряване качеството на разходите и минимизиране на икономически възпиращите фактори в рамките на данъчната политика. В този контекст е особено важно фискалните органи да се подготвят за предизвикателствата от застаряването на населението. Високите и неефективни публични разходи могат да затормозят икономическата активност чрез налагане на високо данъчно бреме върху икономиката и чрез насочване на ресурси към непродуктивно използване. По същия начин по-високите административно определяни цени, косвените данъци и минималните заплати са склонни да засилват инфлационния натиск и да затрудняват провеждането на паричната политика.

Четвърто, в контекста на Лисабонската стратегия трябва да бъдат прилагани необходимите реформи, насочени към подобряване на дългосрочните перспективи за растеж в еврозоната и повишаване на заетостта и производителността. Това би усъвършенствало коригиращите механизми в отделни държави, региони или отрасли и затова представлява важен фактор за повишаване общата устойчивост на икономиката на еврозоната срещу икономически шокове.

Пето, динамиката на конкурентоспособността на цените и на разходите за труд на единица продукция във всички икономики от еврозоната трябва да бъде внимателно наблюдавана. Трайната относителна загуба на конкурентоспособност на разходите може да бъде свързана с редица структурни нееластичности, водещи до инерция при формирането на цените и заплатите и прекомерно високи разходи за труд. Ако и когато бъдат установени такива явления, е важно всички заинтересовани страни – частният сектор, социалните партньори и националните органи на публичната власт – да обясняват добре своите решения, за да избягват относителна загуба на конкурентоспособност, която не е икономически обоснована и по този начин може да подкопае растежа и създаването на работни места в бъдеще.

Накрая, за държавите, които искат да влязат в еврозоната, е полезно да знаят, че трябва да приемат сериозно предизвикателствата, възникващи в процеса на тяхното сближаване, и да бъдат добре подготвени, когато се присъединят.





## 5 ВЛИЯНИЕ НА ЕВРОТО ВЪРХУ ТЪРГОВИЯТА И КАПИТАЛОВИТЕ ПОТОЦИ И НЕГОВАТА МЕЖДУНАРОДНА РОЛЯ

От 1998 г. насам еврозоната се отваря все повече за останалия свят, измервано с търговията и с нейните международни инвестиционни позиции – активи и пасиви. Същевременно търговските и капиталовите потоци между държавите от еврозоната също нарастват. Търговията в еврозоната със стоки и услуги се повишава с около 10 пр.п. спрямо БВП, което може отчасти да се отдаде на създаването на еврото. Единната валута насърчава повишаването на степента на конкуренция в рамките на еврозоната и сближаването на търговските цени в еврозоната – явления, които се очаква да продължат и в бъдеще. А относно капиталовите потоци еврото дава тласък на преките чуждестранни инвестиции (ПЧИ), по-конкретно презграничното сливане и придобиване в производствената сфера и портфейлните потоци между държави от еврозоната. Редица фактори, свързани с еврото, спомагат за това по-голямо движение на капитали между държавите от еврозоната, включително отпадането на валутния риск, по-ниската цена на финансиране, използването на общи платформи за търговия и презграничното сливане на борси (напр. Евронекст). Друго измерение на еврото е свързано с използването му извън границите на еврозоната. През последните десет години ролята на еврото на международните пазари нараства в известна степен, но промяната е постепенна и балансирана в някои пазарни сегменти. Още повече че международната роля на валутата е географски съсредоточена в региони в близост до еврозоната. Тези международни измерения на еврозоната подчертават нуждата от пряк диалог между Евросистемата и другите централни банки по света. Този диалог се провежда на разнообразна двустранна и многостранна основа. Настоящата глава е структурирана, както следва: в раздел 5.1 е разгледано влиянието на еврото върху търговията и конкурентоспособността, в раздел 5.2 вниманието е съсредоточено върху влиянието на еврото върху международните капиталови потоци. В раздел 5.3 се прави преглед на развитието на международната роля на еврото, а в раздел 5.4 е представено международното сътрудничество в еврозоната с акцент върху ролята на ЕЦБ.

### 5.1 ТЪРГОВИЯ СЪС СТОКИ И УСЛУГИ В ЕВРОЗОНАТА

Икономиката на еврозоната е относително отворена, особено в сравнение с двете водещи световни икономики – САЩ и Япония. През 2006 г. общата стойност на вноса и износа на стоки и услуги се равнява на около 42% от БВП, спрямо около 32% и 28% съответно за Япония и САЩ. Еврозоната отчита също 18% от стойността на световния износ в сравнение с приблизително 12% за САЩ, 6% за Япония и 10% за десетте най-големи износителки на петрол в света. Освен това търговската отвореност на еврозоната нараства значително от 1998 г. насам (с 11 пр.п.), особено в резултат от бързо нарастващата търговия с новите членове на ЕС и с Китай.

От 1998 г. търговията между държавите от еврозоната силно нараства. Стойността на вноса и износа на стоки в рамките на еврозоната се повишава от около 26% от БВП през 1998 г., годината преди въвеждането на еврото, на 33% от БВП през 2007 г. Междувременно търговията с услуги в рамките на еврозоната също нараства от 5% на 7% от БВП. През 2007 г. търговията между държавите от еврозоната представлява около половината от общата търговия на еврозоната.

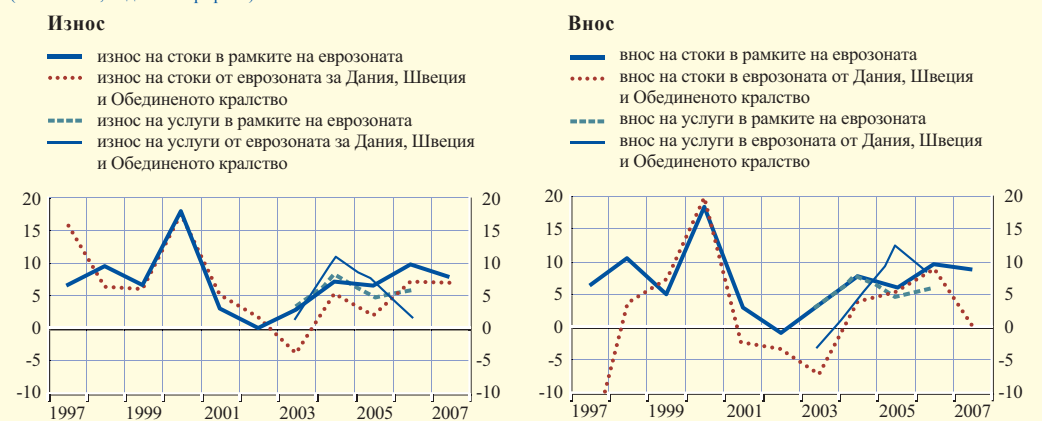
Динамиката на търговията на еврозоната с Дания, Швеция и Обединеното кралство показва, че еврото е насърчило търговията между държавите от еврозоната, като влиянието му нахвърля положителния ефект, пораздан от постоянния процес на интеграция на ЕС в

**Икономиката на еврозоната – относително отворена, особено в сравнение със САЩ и Япония**

**Търговията между държавите от еврозоната нараства рязко от 1998 г.**

**Графика 1** Динамика на търговията в рамките на еврозоната спрямо търговията на еврозоната с Дания, Швеция и Обединеното кралство, 1996–2007 г.

(стойности; годишен прираст)



Източници: Евростат и изчисления на ЕЦБ.

Забележки: Оценките за 2007 г. са на база данните за първата половина на 2007 г. Налични данни за търговията в сектора на услугите след 2002 г.

рамките на единния пазар. От 1998 г. насам годишният прираст на износа на стоки от еврозоната за трите държави от ЕС-15, които не са приели еврото, е средно с 3% по-нисък от годишния прираст на износа в рамките на еврозоната. Същевременно нарастването на вноса от тези държави е било с 2% по-ниско от вноса от страни от зоната. При услугите годишното нарастване на потоците в рамките на еврозоната е всъщност по-ниско от нарастването на търговията с трите държави извън еврозоната, вероятно като отражение отчасти на по-силната специализация на Обединеното кралство в сферата на услугите и на вътрешния пазар на услуги в ЕС, който все още е много фрагментиран (вж. графика 1).

По-долу разглеждаме по-подробно влиянието на Икономическия и паричен съюз въз основа на различни емпирични проучвания, за да разграничим генериращите търговия влияния на еврото от влиянието на други важни изменения през последното десетилетие (включително например непрекъснатата интеграция на ЕС и постоянния висок темп на глобализация).

### ГЕНЕРАРАЩИ ТЪРГОВИЯ ВЛИЯНИЯ НА ЕВРОТО ВЪРХУ ТЪРГОВИЯТА СЪС СТОКИ

При равни други условия създаването на паричния съюз се очаква да стимулира търговията между нейните членове чрез отпадането на колебанията на валутните курсове, с което се елиминира поражданата от тях несигурност на доходите и печалбите. Освен влиянието на колебливостта на валутните курсове може би е налице и ефект на повишаване на вътрешната търговия вследствие формирането на паричен и валутен съюз – така нареченият ефект на Роуз<sup>1</sup>.

През последните години нарастващ обем емпирични проучвания разглеждат влиянието на еврото върху търговията със стоки, докато влиянието върху услугите все още не получило количествен израз поради недостатъчните необходими данни. Общоприето е мнението, че

<sup>1</sup> Ефектът на Роуз е наречен на името на Андрю Роуз, икономиста, който първи предположил, че паричните съюзи биха могли да съдействат за увеличение на търговията над положителното влияние, породено от отпадането на колебанията на валутните курсове. Rose, Andrew K. (2000) *One money, one market: the effect of currency unions on trade*, *Economic Policy* 30, с. 7–46.

Търговията между държавите от еврозоната е средно с 2 до 3% по-висока благодарение на еврото



еврото има положително влияние върху търговията в еврозоната. Все пак оценките за мащаба на влиянието дадоха много разнородни резултати, най-вече поради прилагането на различни методологии на анализ. И все пак икономистите стигат до единодушно становище, че единната валута стимулира нарастването на търговията на държавите от еврозоната средно с 2 до 3 пр.п.<sup>2</sup> Тази оценка съответства на първоначалните параметри на графика 1. Обратно, по-ранните оценки за по-голямо влияние може да се дължат на системна грешка. Доскоро малкият брой налични наблюдения за периода на ИПС пречеше да се разграничи как се отразяват върху търговията еврото, единният пазар на ЕС и общото нарастване на търговията между еврозоната и останалия свят.

По отделни отрасли отпадането в държавите от еврозоната на несигурността, поражда от движението на валутните курсове, благоприятства търговията във всички отрасли. В противоположност ефектът на Роуз, т.е. допълнителният тласък, породен от създаването на единната валута, се наблюдава само в области като машиностроенето и при силно диференцираните потребителски стоки, като храните и произведените от тях продукти<sup>3</sup>. Повечето от тези отрасли имат високи разходи за навлизане на пазара, свързани с решението да започнат износ, което навежда на мисълта, че намаляването на такива разходи е канал, по който еврото може да е допринесло за търговските потоци в еврозоната.

Текущият анализ на износа на фирмите подкрепя това виждане и показва, че еврото по-скоро е спомогнало най-вече за увеличаване броя на продуктите и разнообразието на износа в рамките на еврозоната, отколкото да е увеличило обемите от вече изнасяни продукти преди 1999 г. Освен това единната валута може е да повлияла върху търговията и като е променила ценообразуването на износителите от еврозоната. Наличните данни показват, че след създаването на еврото е намалял стимулт за фирмите да сегментират пазарите в рамките на еврозоната, като прилагат различни цени в различните държави<sup>4</sup>. Паралелно еврото допринася и за сближаването на цените в държавите-членки на еврозоната<sup>5</sup>. Като цяло еврото, изглежда, е понижило трансакционните и постоянните разходи на фирмите в еврозоната, като икономистите са частично прехвърлени върху потребителите чрез по-ниските търговски цени.

## ЕВРОТО И КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТТА НА ЕВРОЗОНАТА

По отношение влиянието на ИПС върху конкурентоспособността на фирмите от еврозоната и възможностите им да играят водеща роля на световните пазари неотдавнашни изследвания показват, че еврото има принос за повишаване конкурентоспособността на фирмите чрез улесняване търговията на държавите от еврозоната и с приноса си за интегрирането на единния пазар на ЕС. На държавите от еврозоната се гледа като на по-добра база за износ, привличаща по-голям брой фирми от съседни държави. Една по-голяма и по-интегрирана еврозона, макар и да позволява на фирмите да се ползват от предимствата от нарастващия

Възможно е еврото да е довело до намаляване разходите на фирмите в еврозоната и до по-ниски цени на търгуваните стоки

Еврото направи фирмите по-конкурентоспособни

2 Виж например *Bun M. and Klassen F. (2007) The euro effect on trade is not as large as commonly thought, Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, том 69, 4.

3 Като примери на секторни проучвания виж например *Baldwin R., Skudeny F. And Taglioni D. (2005) The Effect of the Euro: Evidence from Sectoral Studies*, Работни материали на ЕЦБ, № 446; *De Nardis S., De Santis R. and Vicarelli C. (2007) The single currency's effect on eurozone sectoral trade: winners and losers? ISAE*.

4 Виж например *Berthou D. and Fontagne L. (2008) The Euro and the Intensive and Extensive Margins of Trade: Evidence from French Firm Level Data, CEPPI*; както и *Mejean I. and Schwelnlus C. (2007) Does European Integration have an Effect on the Pricing Behaviour of French Exporters?, CEPPI*.

5 Виж например *Allington N., Kattuman P. and Waldman F. (2005) One Market, one money, one price?, Journal of Central Banking*, с. 73–115.

Държавите от еврозоната са изправени пред по-голяма ценова конкуренция в световен мащаб

По-големи пазарни дялове на еврозоната в сегментите на луксозните и традиционните стоки

мащаб на операциите си при намаляващи пределни разходи, също се свързва и с по-силна конкуренция и затова и с по-богато разнообразие на продукти, по-висока производителност и по-ниски цени<sup>6</sup>.

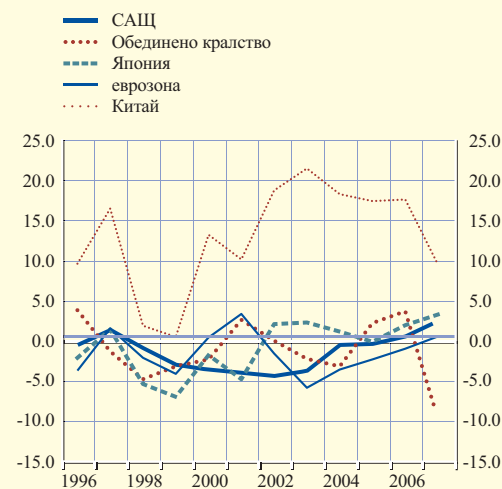
Ето защо при равни други условия еврото допринася за ефективността в еврозоната, повишавайки конкурентоспособността ѝ на световните пазари. И все пак влиянието му в различните държави от еврозоната може да е различно поради различията в качеството на институциите и достъпа до технологии и научноизследователски постижения.

При наличието на силна конкуренция в еврозоната появата в световен мащаб на конкурентоспособни по отношение на разходите си държави-износители също допринася за степента на външната конкуренция, пред която еврозоната е изправена<sup>7</sup>. Например през последното десетилетие Китай повишава дела си на световния експортен пазар средно с почти 13% годишно (виж графика 2). Това вероятно отговаря на спада в дела на еврозоната (1.7% годишно) и на другите големи търговски държави през същия период (с годишен спад в диапазона от 1.2 до 1.7%). Загубите обаче варират в рамките на еврозоната. Има различия между отделните икономики от еврозоната, като Ирландия и Германия са забележимите изключения с по-висок пазарен дял през последното десетилетие. Има различия и във времето, като най-големите загуби са концентрирани в периода 2002–2004 г., когато Китай е приет в Световната търговска организация.

Намаляването на дела на експортния пазар на еврозоната се дължи отчасти на механичното приспособяване към появата на новите по-слабо развити конкурентни държави. В известна степен обаче то може да отразява и експортната специализация в еврозоната. По-конкретно някои държави от еврозоната, изглежда, изпитват затруднения в някои по-трудоемки сектори, където възникващите икономики разполагат относително със сравнително предимство. Оптимизъм обаче вдъхват неотдавнашни анализи, които показват, че през изминалото десетилетие еврозоната и другите държави – членки на ЕС, са повишили пазарните си дялове в сегменти на високоразвити отрасли и продукти с по-високи цени и по-високо качество, в противовес на относително по-слабото си представяне при други видове износ<sup>8</sup>.

Графика 2 Годишно изменение на експортните пазарни дялове на еврозоната, Обединеното кралство, САЩ, Япония и Китай

(обеми; процентни пунктове)



Източник: Изчисления на ЕЦБ.  
Забележки: Измененията на експортните пазарни дялове се изчисляват като разлика между годишния процент на нарастване на износа и външното търсене (където външното търсене се определя като специфична за всяка държава експортно-преплетена сума на обемите от чуждестранен внос на стоки и услуги). Последните наблюдения се отнасят за 2007 г.

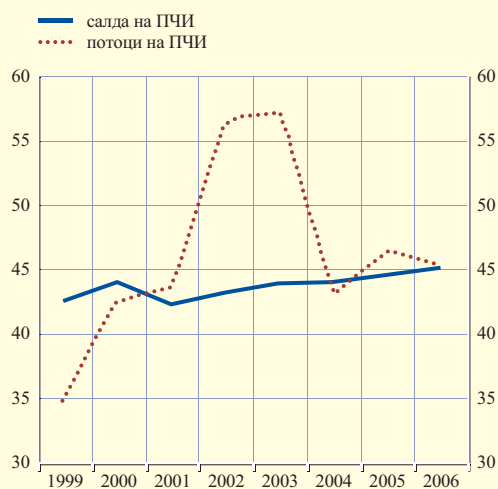
6 Ottaviano G., Taglioni D. and Mauro F. (2007) *Deeper, Wider and More Competitive? Monetary Integration, Eastern Enlargement and Competitiveness in the European Union*, Работни материали на ЕЦБ, 847.

7 Виж например *Месечен бюлетин* на ЕЦБ, януари 2008 г., *Globalization, trade and the euro area macroeconomy*, u F. di Mauro and R. Anderton (2007) *The external dimension of the euro area: assessing the linkages*, Cambridge University Press.

8 L. Fontagne, G. Gaulier and S. Zignago (2008) *Specialization Across Varieties and North-south Competition*, *Economic Policy*, Т. 23, брой 53, с. 51–91.

Графика 3 ПЧИ в рамките на еврозоната като дял от общия размер на ПЧИ на еврозоната, 1999–2006 г.

(проценти)



Източник: ЕЦБ.

Забележка: Входящи потоци от ПЧИ в рамките на еврозоната (салда) плюс изходящи потоци от ПЧИ в рамките на еврозоната (салда) като процент от два пъти общия размер на потоците от ПЧИ в еврозоната (салда).

## 5.2 МЕЖДУНАРОДНИ КАПИТАЛОВИ ПОТОЦИ

Еврозоната е относително отворена и от финансова гледна точка, като чуждестранните активи и пасиви са над 150% от БВП през 2006 г. спрямо около 115% за САЩ и 90% за Япония. Освен това външната финансова отвореност на еврозоната нараства значително през последните години, като чуждестранните активи и пасиви се увеличават с около 60% от БВП през периода 1999–2006 г.

Отделните държави от еврозоната са значително по-отворени от еврозоната като цяло предвид големите преки чуждестранни инвестиции (ПЧИ) и портфейлната активност, извършвана между членовете на еврозоната. Например държавите от еврозоната – като реципиенти или като източници на инвестиции – имат значителния дял от 57% от световните потоци от ПЧИ в периода 2000–2005 г. Междувременно резидентите на еврозоната държат 34% и 44% от световните портфейли от акции и облигации от 2001 г. до 2006 г.

Еврозоната е отворена финансово, особено след въвеждането на еврото

Като се има предвид, че БВП на еврозоната е само около една четвърт от световния БВП, тези отделни факти говорят, че еврото може да е изиграло важна роля за това движение на капитали, особено между държавите от еврозоната.

В следващите две точки е описано възможното влияние на еврото върху ПЧИ, сливанията и придобиванията и портфейлните инвестиции.

### ВЛИЯНИЕ НА ИПС ВЪРХУ ПРЕКИТЕ ЧУЖДЕСТРАННИ ИНВЕСТИЦИИ И ВЪРХУ СЛИВАНИЯТА И ПРИДОБИВАНИЯТА

Фирмите могат да разгръщат дейности в чужбина чрез физически инвестиции в друга държава или чрез сливане или придобиване на съществуваща чуждестранна фирма. ПЧИ могат да осигурят на една фирма нови пазари и маркетингови канали, както и достъп до нови технологии, продукти и умения. За страната-домакин или за чуждестранната фирма, която получава инвестицията, това може да бъде източник на нови технологии, капитал, процеси, продукти, организационни технологии и управленски умения, както и може да осигури силен тласък за икономическото развитие. Като цяло ПЧИ могат да повишат ефективността и в инвестиращата държава, и в държавата, в която се инвестира.

Европейската икономическа и финансова интеграция, изглежда, е магнит за дейности, свързани с ПЧИ, особено в преработващата промишленост, като нарастващ дял от потоците от ПЧИ са между държави от еврозоната. Например потоците от ПЧИ между държавите в еврозоната като дял от общия размер ПЧИ на еврозоната са се повишили от 35% през 1999 г. на 45% през 2006 г. (виж графика 3). Положителен тренд се наблюдава и при салдата на

Силно нарастване на потоците от ПЧИ между държавите от еврозоната след 1999 г...

... особено чрез сливания и придобивания в преработващата промишленост

ПЧИ, тъй като в рамките на еврозоната като дял от общите салда на ПЧИ в еврозоната те са нараснали от почти 43% през 1999 г. на 45% през 2006 г.

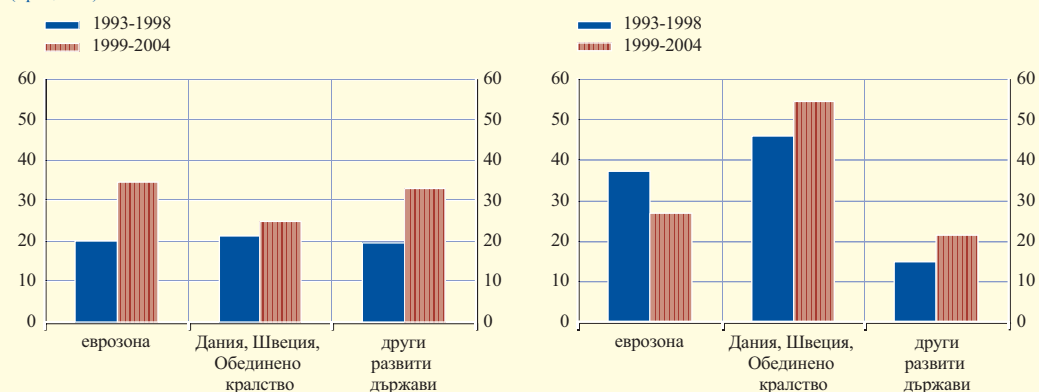
Тъй като повечето дейности, свързани с ПЧИ, приемат формата на сливания и придобивания, при които най-големите играчи са държавите от ЕС-15 и САЩ, прегледът на презграничните сливания и придобивания дава допълнителна информация за влиянието на евроото върху дейностите по ПЧИ.

Делът на презграничните сливания и придобивания в преработващата промишленост на еврозоната от общите презгранични сливания и придобивания на еврозоната в същия отрасъл нараства от 20% за шестгодишния период преди ИПС (1993–1998 г.) на 35% за шестгодишния период след това (1999–2004 г.). Също така фирми-производители от Канада, Япония, Норвегия и САЩ повишават своя дял на сливания с фирми от еврозоната. В противовес при услугите делът на сливанията и придобиванията в рамките на еврозоната за същия период спада от 37% на 27%, докато други държави повишават дела си в активите, инвестирани в еврозоната чрез сливания и придобивания (виж графика 4).

Основният въпрос е дали ИПС има роля в тези промени. В допълнение към отпадането на валутния риск някои от възможните механизми за привличане на ПЧИ в резултат от въвеждането на евроото са: а) намаляването на трансакционните и постоянните разходи, б) спадът в цената на акционерния капитал и на облигационното и банковото финансиране, и в) влиянието на търговията върху ПЧИ, доколкото вътрешните и външните потоци от ПЧИ са взаимосвързани с търговията. Всички тези фактори може да са спомогнали за преразпределянето на капитала между държавите от еврозоната.

Графика 4 Презгранични сливания и придобивания в преработващата промишленост и услугите с цел придобиване на активи на еврозоната (1993–2004 г.)

(проценти)



Източник: Thomson Financial.

Забележка: Показателят „Еврозна“ е съотношението между презграничните сливания и придобивания в рамките на еврозоната и сумата от презграничните сливания и придобивания в рамките на еврозоната и извън нея. Показателят „Дания, Швеция и Обединено кралство“ е съотношението на сливанията и придобиванията в Дания, Швеция и Обединеното кралство спрямо фирмите от еврозоната, разделено на съвкупните презгранични сливания и придобивания в тези страни. Показателят „Други развити държави“ представлява съотношението между сливанията и придобиванията в Канада, Япония, Норвегия и САЩ и фирмите от еврозоната, разделено на съвкупните презгранични сливания и придобивания в тези страни.

Вътрешните за  
еврозоната потоци от  
ПЧИ се оценяват на  
около 15% и са по-големи  
благогарение на еврото

Няколко емпирични изследвания проучват влиянието на еврото върху ПЧИ<sup>9</sup>. Резултатите подсказват, че увеличението на ПЧИ в държавите от еврозоната в резултат от еврото надхвърля значително положителното влияние на единния пазар на ЕС. Като цяло изглежда, че положителното влияние на еврото върху съвкупните потоци от ПЧИ в рамките на еврозоната се оценява на средно около 15%, докато влиянието му върху притока на ПЧИ от държави извън еврозоната към еврозоната е около 7%. Тези резултати изглеждат съвместими с изнесените в графика 3.

Еврото вероятно оказва най-голямо влияние върху преработващата промишленост. Оценките сочат, че то е повишило презграничните сливания и придобивания в преработващата промишленост в еврозоната средно с около 160%<sup>10</sup>. Нещо повече, оценяваното влияние на еврото върху сливанията и придобиванията в еврозоната от държави извън към еврозоната отговаря на около 80% повишение. В сравнение с външните ПЧИ в еврозоната най-бързо развиващите се в нея отрасли са химически продукти и нефт, въглища, каучукови и пластмасови продукти и транспортно оборудване. И обратно, делът на сливанията между държави от еврозоната в машиностроенето и оборудването всъщност е спаднал.

При услугите оценяваното влияние на еврото върху презграничните сливания и придобивания изглежда незначително, което предполага, че тези дейности може да са отрицателно повлияни от бариерите пред презгранична търговия с услуги и регулирането на продуктовия пазар в съответната страна<sup>11</sup>. Тези резултати са съвместими с данните на графика 4, както и с умерения растеж, наблюдаван при търговията с услуги в рамките на еврозоната в сравнение с търговията извън нея.

## ВЛИЯНИЕ НА ИПС ВЪРХУ ПРЕЗГРАНИЧНИТЕ ПОРТФЕЙЛНИ ИНВЕСТИЦИИ

Индивидуалното богатство често е под формата на портфейлни инвестиции в акции, които представляват инвестиции в конкретни фирми; облигации, представляващи инвестиции в дълг с цел получаване на лихвен доход; и взаимни фондове, които по същество са парични пулове, управлявани от името на инвеститорите от специалисти. Ако такива инструменти се емитират в държава, различна от резидентната държава на инвеститора, тогава инвестицията е презгранична и наред с другото е изложена на валутен риск.

Еврото стимулира презграничните портфейлни инвестиции между държавите от еврозоната, като елиминира валутния риск и багоприятства създаването на общи търговски платформи (напр. създаването на борсата Евронекст чрез презграничното сливане на фондовите борси в Амстердам, Брюксел, Лисабон и Париж) и интеграцията на посттърговската пазарна инфраструктура, които заедно свалят допълнително търговските бариери пред портфейлните инвестиции.

9 Виж например Petroulas, P. (2007) *The effect of the euro on foreign direct investment*, *European Economic Review*, 51: 1468–1491; Schiavo S. (2007) *Common Currencies and FDI flows*, *Oxford Economic Papers*, 59: 536–560; De Sousa, J. and J. Lochard, (2006) *Does the single currency affect FDI? A gravity-like approach*, *University of Paris 1, mimeo*; Flam H. and H. Nordstrom (2007) *The Euro and the Single Market Impact on Trade and FDI*, *Institute for International Economic Studies, Stockholm University, mimeo*.

10 Виж Coeurdacier, N., De Santis, R.A. and A. Aviat (2008) *Cross-border mergers and acquisitions: Institutional and financial forces* (материал, представен на 47-ата специализирана среща по икономическа политика в Любляна, април 2008 г.). Тези оценки съответстват на други проучвания, свързани с общите ПЧИ, като презграничните сливания и придобивания в производствената сфера между развитите държави са само около 30% от тяхната обща презгранична дейност и изключват някои категории общи ПЧИ, като инвестиции „на зелено“, реинвестиране на печалбата и междудфирмени заеми.

11 Тъй като регулирането на услугите все още е в компетенциите на отделните държави – членки на ЕС, вътрешният пазар на услуги остава и до днес фрагментиран. Затова рестрикциите при услугите може да са ограничили инвестиционните решения на предприемачите, с което да са засегнали ефективното разпределяне на капитала в международен мащаб и в еврозоната.

Презграничните  
портфейлни инвестиции  
в еврозоната нарастват  
силно от 1999 г. насам...

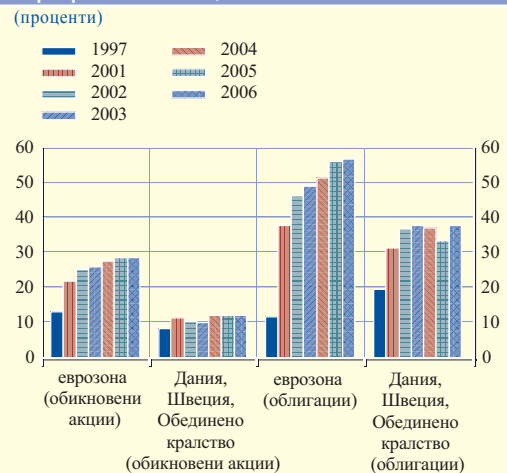
... също и поради отпадането на ограниченията за инвестиции в други държави

В повечето държави средствата, инвестирани в портфейли, са обект на някаква форма на ограничение, доколкото са инвестиции извън страната. Например правилата за обвързаност на валутите при инвестирането на средства в портфейли имат за цел да осигурят намаляване на валутния риск. След въвеждането на еврото през януари 1999 г. правилото за валутна обвързаност в рамките на еврозоната се преориентира от националните валути към еврото. Осигурената по този начин по-голяма гъвкавост позволява по-добра диверсификация на инвестиционния риск на отделните портфейли в страните от еврозоната чрез покупката на повече активи от други държави от еврозоната.

Всъщност притежаваните в еврозоната портфейлни активи от еврозоната като дял от притежаваните от резиденти на еврозоната чуждестранни активи се повишават значително в периода 1997–2006 г.: с 16 пр.п. при обикновените акции и с 46 пр.п. при ценните книжа с фиксиран доход (виж графика 5). Нещо повече, през този период всички основни региони в останалия свят и Дания, Швеция и Обединеното кралство увеличават притежаваните от тях активи от еврозоната (като дял от своя международен портфейл), но само в малка степен. Това предполага, че може би еврото е стимулирало силно портфейлните трансакции между държавите от еврозоната.

Може да има много причини, поради които преориентирането на портфейлните инвестиции към еврозоната става след въвеждането на еврото, например отпадането на валутния риск между държавите от еврозоната, отпадането на техническите търговски бариери, ползите от диверсификацията вследствие притежаването на разнообразни чуждестранни активи и факта, че държаните по света активи от еврозоната през 1998 г. може вече да са били под оптималните нива, както подсказват икономическите принципи<sup>12</sup>. Емпиричните оценки подкрепят виждането, че приемането на еврото е изиграло основна роля при преразпределянето на портфейлите между държавите по света, както и между членовете на еврозоната. След отчитане на споменатите променливи общото влияние на еврото при двустранните трансакции между отделни държави от еврозоната се оценява на 3.5% повишение на акциите и 4.2% повишение на облигациите спрямо общия размер на държаните от тях чуждестранни активи<sup>13</sup>. Нещо повече, държавите извън еврозоната средно са увеличили своите относителни

Графика 5 Притежавани портфейлни активи на еврозоната спрямо общите международни портфейлни активи, 1997–2006 г.



Източници: БМР, МВФ, Thomson DataStream, изчисления на ЕЦБ.

Забележка: Показателят „еврозоната“ представлява презграничните активи (обикновени акции или облигации) в рамките на еврозоната, разделени на сумата от презгранични активи (обикновени акции или облигации) в рамките и извън еврозоната. Показателят „Дания, Швеция, Обединено кралство“ означава активите (обикновени акции или облигации) на еврозоната, държани от Дания, Швеция, Обединено кралство, разделени на общите презгранични (обикновени акции или облигации) активи, държани от тези страни.

Еврото засилва портфейлните потоци между отделните държави от еврозоната

12 Други фактори, които може да са повлияли на преразпределянето на портфейлите в световен мащаб, са: очаквани доходи и колебливост на активите в различните икономики, тенденцията да се инвестира в местни активи (т.е. степента на предпочитание към собствената страна), очаквано изпълнение по отношение на икономическия растеж, институционална рамка, моделът на застаряване на населението в съответната държава, интензивността на двустранната търговия, културни връзки и пр.

13 De Santis, R and B. Gerard (2006), *Financial integration, integrational portfolio choice and the European Monetary Union*, Работни материали на ЕЦБ, № 626. De Santis R. (2006) *The geography of international portfolio flows, international CAPM and the role of monetary policy frameworks*, Работни материали на ЕЦБ, № 678.



инвестиции в облигации на еврозоната. Тези резултати изглеждат съвместими с динамиката, показана на графика 5.

Като цяло еврото стимулира капиталовите потоци между членовете на еврозоната, позволявайки по този начин по-добра диверсификация на инвестиционния и потребителския риск.

### 5.3 МЕЖДУНАРОДНАТА РОЛЯ НА ЕВРОТО

Третото международно измерение на еврото се отнася до използването му извън еврозоната. Въпреки че е въведено в полза на населението на еврозоната, то има видими отражения и за хората и предприятията извън еврозоната. Домакинствата, предприятията и правителствата извън еврозоната могат да използват еврото в много от всекидневните си икономически и финансови трансакции. Те могат да притежават евробанкноти и евромонети. Имат възможност да откриват деноминирани в евро банкови сметки или да теглят заеми в евро. Могат да емитират финансови инструменти като дългосрочни и краткосрочни ценни книжа, деноминирани в евро. Могат да издават фактури и извършват международни разплащания в евро. Властите в трети страни също могат да изберат еврото като котва при валутния си режим или да вземат решение за инвестиране на част от международните си валутни резерви в евро.

От гледна точка на политиката си Евросистемата е приела неутрална позиция по отношение използването на валутата си в международен план. Целта на политиката ѝ не е интернационализиране на еврото и тя не насърчава, нито възпрепятства използването му от нерезиденти на еврозоната. Използването на валутата извън границите на еврозоната е и следва да остане резултат от развитието на икономиката и финансовия сектор на основата на свободни частни (а понякога и обществени) решения. Във всеки случай в глобализирания свят с дълбоко интегрирани и пазарноориентирани финансови системи органите за вземане на решения имат ограничени възможности да влияят върху интернационализирането на валутата, дори и да искат да го направят. Задълбочаването на финансовите пазари, насърчаването на интеграцията им и поддържането на ценова стабилност са пример за политика, която може непряко да съдейства за използването на еврото извън границите на еврозоната. Например използването му като резервна валута може да се разглежда като пряко свързано с такава политика<sup>14</sup>. В същото време е ясно, че тази политика има по-скоро вътрешни, отколкото международни цели.

Неутралната политика по отношение международната роля на еврото не означава отсъствие на интерес от страна на Евросистемата. ЕЦБ наблюдава и анализира тази роля и публикува основните изводи от тези дейности в годишните си прегледи от 2001 г. насам. На какво се дължи този постоянен интерес? Една от причините е, че използването на единната валута извън еврозоната може да има влияние върху трансмисионния механизъм на паричната политика и върху информационното съдържание на показателите, използвани в стратегията по паричната политика. Друга причина се крие в това, че международната роля на еврото може да влияе върху прехвърлянето на световните финансови и валутни шокове в еврозоната. И накрая, наблюдението от страна на ЕЦБ на международната роля на еврото предоставя на

Еврото се използва широко извън еврозоната

Използването на еврото от нерезиденти не е непосредствена цел на политиката на Евросистемата

ЕЦБ наблюдава внимателно международната роля на еврото

<sup>14</sup> Виж Chinn, M. и J. Frankel (2006), *Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?*, в *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, Richard Clarida (ed.), The University of Chicago Press, Чикаго; и Chinn, M. и J. Frankel (2008), *The Euro May Over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency*, NBER Working Paper No 13909, април 2008 г.

Ролята на еврото извън еврозоната нараства, но промяната се осъществява постепенно

широката общественост и на учените, работещи в тази област, уникален и разширяващ се набор от данни за използването на еврото от нерезиденти.

В годишните прегледи на международната роля на еврото са застъпени три общи констатации. Първо, ролята му на международните пазари леко нараства през годините, но промяната се осъществява постепенно и балансирано в някои пазарни сегменти. Второ, международното измерение е отчасти под влияние и на самата еврозона. Трето, от географска гледна точка тази роля е съсредоточена в региони, разположени близо до еврозоната.

От самото начало през 1999 г. еврото става „международна валута“ просто защото заменя 11 съществуващи до този момент валути. Като наследник на германската марка и френския франк еврото веднага бе използвано като резервна валута от централните банки и като котва за валутната политика в някои страни. Международната му роля обаче нараства извън тези граници. Например понастоящем дялът на еврото в световните официални резерви е по-висок от сумата на дяловете на резервите във всички валути, заменени от еврото, в частност германската марка, в световните официални резерви в края на 1998 г., когато е около 18%. В действителност според МВФ дялът на еврото в световните валутни резерви с известна валутна структура се увеличава през първите пет години от икономическия и паричен съюз до приблизително 25%. Оттогава дялът му се запазва относително стабилен (графика 6). В отговор на използването на еврото като международна резервна валута през януари 2005 г. Евросистемата изготвя рамка за услугите по управление на резервите, предназначена за централните банки и паричните власти, разположени извън еврозоната, както и за международните организации.

Резидентите на еврозоната също оказват влияние върху международната роля на еврото

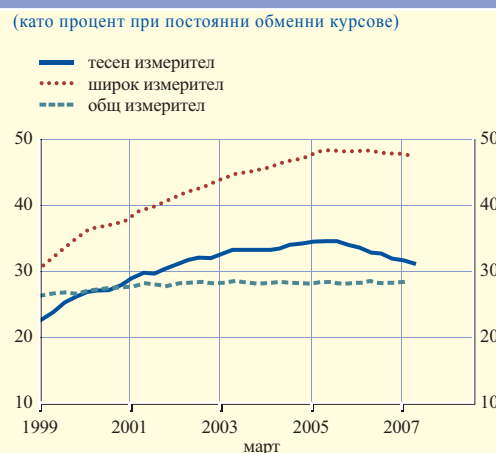
Втората особеност на международната роля на еврото е, че тя отчасти се влияе от самата еврозона. С други думи, вътрешните потребители на еврото, а именно гражданите на еврозоната, също оказват въздействие върху статута на валутата си в международен план. Например кредитополучателите извън еврозоната все по-често емитират облигации в евро. В действителност дялът на еврото в

Графика 6 Дял на еврото в световните валутни резерви



Източник: IMF/COFER database и изчисления на ЕЦБ.  
Забележка: Дяловете при постоянните обменни курсове са отчетени по курсове от третото тримесечие на 2007 г.

Графика 7 Дял на еврото в салдата по чуждестранните дългови ценни книжа



Източници: BIS и изчисления на ЕЦБ.  
Забележка: Дяловете при постоянните обменни курсове са отчетени за курсовете през третото тримесечие на 2007 г. Тесният измерител на чуждестранните дългови ценни книжа се определя като емитиране на дългосрочни и краткосрочни ценни книжа, както и инструменти на паричния пазар във валута, различна от тази на кредитополучателя. Широкият измерител допълва тесния, включвайки и емитирането на дългови ценни книжа, деноминирани във валутата на кредитополучателя, при условие че това емитиране е предназначено за международния финансов пазар. Общият измерител на дълговите ценни книжа допълва широкия, включвайки и всички вътрешни емисии, предназначени за вътрешния пазар. Подробен анализ на тези измерители можете да намерите в публикацията на ЕЦБ, озаглавена *Review of the International Role of the Euro*, юни 2007 г.

Салда по чуждестранни дългосрочни и краткосрочни ценни книжа по региони

(процент; второ тримесечие на 2007 г.)

	Евროзона	Дания, Швеция и Обединено кралство	Нови държави- членки	Европа извън ЕС	Северна Америка	Азия и Тихоокеан- ският регион	Латинска Америка	Офшорни центрове	Между- народни организации	Други
евро	44.7	3.1	3.8	23.6	5.5	2.0	10.0	6.3	1.0	
щатски долар	23.7	19.0	0.3	2.4	4.9	10.8	6.6	23.1	5.0	4.2
японска йена	30.0	12.7	1.2	2.9	18.6	4.9	0.6	21.1	7.6	0.5

Източници: БМР и изчисления на ЕЦБ.

„тесния измерител“ на чуждестранните дългови ценни книжа, т.е. с изключение на емитираните в местната валута, се увеличава до около 31% към юни 2007 г. (графика 7). Тези облигации обаче не се изкупуват изключително от инвеститори извън еврозоната. В действителност повече от половината от деноминирани в евро ценни книжа, емитирани от нерезиденти, са предназначени за и се изкупуват от инвеститори от еврозоната.

Последната и може би най-характерна черта на международната роля на еврото е регионалният ѝ характер. Например на международните финансови пазари е естествено държави, разположени в близост до еврозоната, да избират еврото като валута за финансиране. Например емитентите от Дания, Обединеното кралство и Швеция имат значителен дял от деноминирани в евро ценни книжа, емитирани от нерезиденти на еврозоната (виж таблицата), а Лондонското сити като основен международен финансов център развива трансакциите си в евро наред с тези в щатски долари<sup>15</sup>. По подобен начин всички държави, чиято валутна политика е свързана с еврото, се намират в близост до еврозоната. И накрая, степента на валутна субституция е най-висока в новите държави – членки на ЕС извън еврозоната, както и в кандидат-членките и потенциалните кандидат-членки от Югоизточна Европа (виж графика 8). В този контекст Евросистемата подчертава, че всяко едностранно приемане на единната валута под формата на „евроизация“ извън рамката на Договора ще противоречи на основополагащите икономически принципи на икономическия и паричен съюз, който предвижда окончателното въвеждане на еврото като национална валута да бъде крайната стъпка от един структуриран процес на сближаване в многостранна рамка<sup>16</sup>. ЕЦБ внимателно изучава и факторите, определящи нарастването на заемите в чуждестранна валута в Централна, Източна и Югоизточна Европа<sup>17</sup>, а Евросистемата постоянно следи до каква степен заемите могат да окажат влияние върху финансовата стабилност на тези страни<sup>18</sup>.

Регионалният характер на международното приложение на еврото отразява съчетание от исторически, институционални и икономически фактори. От историческа гледна точка еврото наследява дългата традиция на валутите, които заменя, в частност германската марка, използвана широко в някои части на европейския континент и близки региони. От институционална гледна точка много от държавите в близост до еврозоната се готвят да приемат еврото. Това се отнася за държавите-членки извън еврозоната с право да въвеждат еврото (*without an opt-out clause*), които се очаква да се присъединят към еврозоната в

Международната роля на еврото географски е разпространена близо до еврозоната

15 Ролята на еврото в Лондонското сити е анализирана в *ECB (2003), Review of the International Role of the Euro*, декември 2003 г.

16 Виж *ECB (2003), Policy Position on Exchange Rate Issues Relating to the Acceding Countries*, декември 2003 г.

17 Подробен анализ на валутната субституция в Централна, Източна и Югоизточна Европа можете да намерите в *ECB (2007), Review of the International Role of the Euro*, юни 2007 г..

18 Виж например *ECB (2006), Macroeconomic and Financial Stability Challenges for Acceding and Candidate Countries*, Тематични материали на ЕЦБ, № 48, юли 2006 г.

определен момент. Това се отнася и за кандидат-членките, които ще се присъединят към Европейския съюз в средно- до дългосрочна перспектива и в крайна сметка ще приемат еврото. От икономическа гледна точка еврозоната е основен търговски и финансов партньор на тези страни. Но дали за тях е изгодно да следват политика, насочена към фиксиран обменен курс спрямо еврото в ранния етап на процеса на сближаване, зависи в много голяма степен от конкретната ситуация в страната. Тъй като процесът на сближаване предполага тенденция към реално поскъпване на обменния курс във времето, няколко страни са избрали да насочат паричната си политика към вътрешна ценова стабилност, като позволяват на номиналния си обменен курс да поскъпва по отношение на еврото.

#### 5.4 МЕЖДУНАРОДНО СЪТРУДНИЧЕСТВО

ЕЦБ поддържа тесни връзки с централните банки и с организации извън еврозоната.

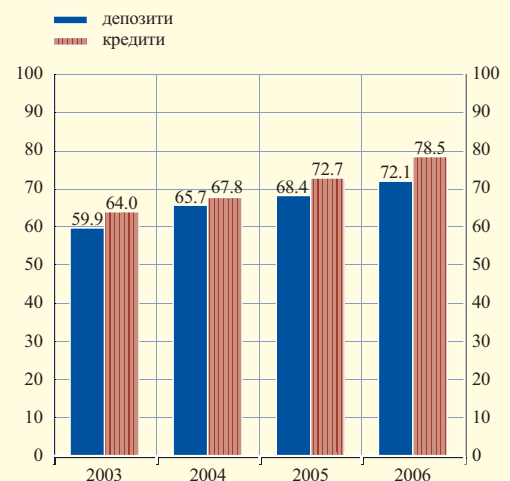
Международното сътрудничество се осъществява както на многостранна, така и на двустранна основа. Дейностите в областта на международното сътрудничество помагат на ЕЦБ да наблюдава развитието на икономиката и финансовия сектор извън еврозоната. Международните срещи осигуряват основа за обмен на информация относно последните тенденции в икономиката, перспективите и предизвикателствата пред икономическата политика извън еврозоната.

Евросистемата е разработила набор от инструменти за засилване на сътрудничеството си с най-значимите централни банки в света. Тя организира редица семинари на високо равнище с централните банки от много региони, включително с централната банка на Русия, средиземноморските централни банки, участващи в Процеса от Барселона на ЕС, централните банки и парични власти на Съвета за сътрудничество на страните от Персийския залив и централните банки от Латинска Америка и Източния азиатско-тихоокеански регион. ЕЦБ предоставя също техническа помощ и консултации по паричната политика по искане на страните и е готова да сподели опита си в различни сфери, включително осъществяване на парична политика, банков надзор и платежни системи. В този смисъл европейският път към икономическия и паричен съюз, и особено създаването на наднационална централна банкова система, често служи като пример и източник на вдъхновение за други региони в света.

ЕЦБ играе ключова роля в редица международни финансови организации и форуми. В МВФ – институция, в която членуват много страни, на ЕЦБ е даден статут на наблюдател, което означава, че тя може да присъства на срещите на борда на изпълнителните директори на МВФ, когато се обсъждат свързани с Евросистемата въпроси. Освен това президентът на ЕЦБ е поканен да присъства на срещите на Международния паричен и финансов комитет,

Графика 8 Деноминирани в евро депозити/кредити в Централна, Източна и Югоизточна Европа

(като процент от всички депозити/кредити)



Източници: Националните централни банки и изчисления на експертите от ЕЦБ.  
Забележки: Непретеглени средни стойности за Албания, Босна и Херцеговина, Хърватия, Чешката република, Естония, Унгария, Латвия, Бившата югославска република Македония, Сърбия, Словакия и Турция. Данните за Босна и Херцеговина до края на 2004 г. не включват индексирани спрямо еврото кредити.

които се провеждат два пъти годишно и на които се дават политическите насоки за дейността на МВФ. Президентът на ЕЦБ участва също заедно с председателя на Еврогрупата в срещите на министрите и управителите на централните банки на страните от Г-7. ЕЦБ има също свои представители в срещите на два форума, създадени от Г-7 през 1999 г. – групата на 20-те финансови министри и управители на централни банки (Г-20), която обединява представители на ключови развити и възникващи пазарни икономики с цел обсъждане на проблеми, свързани с международното икономическо развитие и финансовата политика, както и Форума за финансова стабилност (ФФС), който дава оценка на възможните уязвими места на световната финансова система. Освен това ЕЦБ присъства и на съответните срещи на Организацията за икономическо сътрудничество и развитие (ОИСР), която също обединява много страни, като част от делегацията на ЕС.

Особено значение има Банката за международни разплащания (БМР), т.нар. „банка на централните банкери“, която играе ролята на секретариат и домакин на редица срещи на централни банки, включително на управителите от Г-10. ЕЦБ става член на съответните комитети на БМР през ноември 1999 г. и акционер през 2005 г. Президентът на ЕЦБ взема участие в срещите на управителите от Г-10, а от края на 2003 г. лично председателства тези срещи. Г-10 от своя страна има редица постоянни комитети и специални работни групи, в които ЕЦБ също взема участие.<sup>19</sup>

## 5.5 ПОУКИ И ПЕРСПЕКТИВИ

От 1998 г. степента на откритост на еврозоната към външните търговски и финансови пазари устойчиво се повишава, а търговията и инвестициите в самата еврозона също значително нарастват. Еврото оказва положително въздействие върху търговията в еврозоната, като стимулира износа на нови продукти и ограничава в известна степен разходите за износа. Тези резултати се потвърждават от данните за предизвиканите от еврото промени в ценовата политика на фирмите, което, изглежда, насърчава сближаването на цените вътре в еврозоната – тенденция, оказваща от своя страна натиск за понижаване на експортните цени в еврозоната. И накрая, еврото засилва вътрешната конкуренция в страните, приели единната валута, което води до общо повишаване на конкурентоспособността на фирмите и означава, че засилването на конкуренцията също може да бъде отключващ механизъм за наблюдаваното по-голямо сближаване на търговските цени.

По отношение на капиталовите потоци може да се каже, че създаването на ИПС е фундаментална институционална промяна, с помощта на която може да се обясни огромното преразпределение на капитали, което беше наблюдавано. Проучването на преките инвестиции показва, че еврото оказва благоприятно влияние върху потоците от преки чуждестранни инвестиции във всички страни от еврозоната, като играе ролята на катализатор, генериращ вълни от презгранични сливания и придобивания в преработващата промишленост. Страните от еврозоната са облагодетелствани от изключителното ускоряване на вътрешните дейности по сливане и придобиване в сектора на преработващата промишленост, докато секторът на услугите все още не се е възползвал максимално от европейската финансова интеграция. Ако погледнем в перспектива, това означава също, че бъдещи дейности по сливане и придобиване могат да се очакват, ако се премахнат презграничните бариери в сектора на услугите.

<sup>19</sup> Четирите най-известни комитета са Базелският комитет за банков надзор, Комитетът за платежни и сетълмент-системи, Комитетът за световната финансова система и Комитетът по пазарите.

При портфейлните инвестиции, освен че елиминира валутния риск, приемането на еврото подпомага презграничното извършване на пазарни портфейлни инвестиции и на акции и облигации в еврозоната с помощта на фактори, като намаляване на разходите както при финансирането със собствен капитал, така и при облигационното и банковото финансиране, използването на общи търговски платформи и презграничното сливане на фондовите борси на Амстердам, Брюксел и Париж в т.нар. Евронекст (*Euronext*).

Въвеждането на еврото оказва влияние и върху международната финансова система, тъй като е нова валута, която може да се използва на международните пазари. От въвеждането си през 1999 г. еврото незабавно придобива международен статут, защото наследява международната роля на валутите, които заменя. Оттогава ролята му на международните пазари в известна степен нараства, но промяната настъпва съвсем постепенно. Това е в унисон с изводите на икономическата наука – международната роля на валутите се променя бавно, отразява исторически и институционални фактори и се характеризира с ефекта на изгодата от мащаба (*network effect*).

Международните измерения на еврозоната подчертават необходимостта от международно сътрудничество с централните банки по света. Ето защо през изминалите десет години Евросистемата поддържа тесен диалог с централните банки от различни региони чрез организирането например на семинари на високо равнище и развиването на тесни двустранни отношения с най-големите централни банки, като Федералната резервна система на САЩ и централната банка на Япония. Освен това ЕЦБ участва в срещите на различни международни организации и форуми, включително МВФ, Г-7, Г-20 и БМР.





## 6 ФИНАНСОВА ИНТЕГРАЦИЯ

*Евросистемата проявява повишен интерес към финансовата интеграция по няколко причини, свързани с основните ѝ задачи. Първата и най-важна причина е, че добре интегрираната финансова система допринася за гладкото и ефективно функциониране на трансмисионния механизъм на паричната политика в еврозоната. Второ, финансовата интеграция е от огромно значение за изпълнение задачата на Евросистемата да допринася за финансовата стабилност, тъй като тя увеличава възможностите за подялба и диверсифициране на риска и повишава ликвидността на финансовите пазари. Същевременно по-интегрираната финансова система увеличава обхвата на косвените ефекти и верижните реакции, като ги разпространява презгранично. Трето, целта на финансовата интеграция е тясно свързана със задачата на Евросистемата за осигуряване на гладко функциониране на платежните системи, които са свързани и със системите за клиринг и сетълмент на ценни книжа. По-интегрираните платежни и сетълмент-системи ще функционират по-ефективно и по-ефикасно и в същото време са ключови за процеса на финансова интеграция, имайки предвид централната роля на платежните системи при трансфера на финансови потоци. И накрая, финансовата интеграция играе важна роля, гарантирайки, че финансовата система разпределя ефективно във времето и пространството ресурсите от пазарните участници с излишък към онези с недостиг, което в крайна сметка води до висок и устойчив икономически растеж.*

*По тази причина Евросистемата горещо подкрепя по-нататъшната финансова интеграция в Европа и особено в еврозоната. По-конкретно Евросистемата цели постигането на напредък съгласно определението на ЕЦБ за финансова интеграция към общ финансов пазар на еврозоната, където всички потенциални пазарни участници: 1) се подчиняват на еднакви правила, когато купуват или продават базови финансови инструменти или услуги; 2) имат равен достъп до едни и същи финансови инструменти или услуги; и 3) се третират равнопоставено, когато извършват операции на пазара.*

*В тази глава се прави преглед на напредъка в областта на финансовата интеграция в еврозоната и съответния принос на Евросистемата. Тя е структурирана по следния начин. Раздел 6.1 описва дейностите на Евросистемата, насочени към подпомагане на финансовата интеграция. Раздел 6.2 разглежда състоянието на финансовата интеграция в Европа десет години след въвеждането на еврото. В раздел 6.3 се дава оценка на основните движещи сили и бариери в процеса на интегриране, като вниманието се насочва към ролята на Евросистемата. Раздел 6.4 съдържа изводите.*

### 6.1 ДЕЙНОСТИ НА ЕВРОСИСТЕМАТА В ОБЛАСТТА НА ФИНАНСОВАТА ИНТЕГРАЦИЯ

Според виждането на Евросистемата финансовата интеграция е преди всичко стимулиран от пазара процес. Съгласно общата разпоредба, залегнала в член 105, параграф 1 от Договора за Европейския съюз, Евросистемата следва да действа „в съответствие с принципа на отворената пазарна икономика при свободна конкуренция, като подкрепя ефективното разпределение на ресурсите“. Като се имат предвид задачите, свързани с централното банкиране, и ролята ѝ на активен участник на пазара с многобройни взаимоотношения с другите пазарни участници, Евросистемата може да насърчава финансовата интеграция със своята дейност.

В унисон с позицията си, че процесът на финансово интегриране трябва да бъде стимулиран от пазара, Евросистемата смята, че ролята на държавната политика за насърчаване на

**Финансовата интеграция е насочван от пазара процес...**

**... но държавната политика може да стимулира напредъка**



финансовата интеграция следва да бъде ограничена. В частност политическите мерки не трябва да стимулират определено равнище или тип презгранични дейности, тъй като единствено участниците на пазара могат да развиват основните стопански стратегии, да вземат съответните инвестиционни решения и да поемат отговорност за икономическите последици. Процесът на финансово интегриране се влияе също и от редица фактори, които се простират извън обхвата на компетенциите на държавната политика, като географски разстояния (и свързаните с тях информационни бариери), културни и езикови различия и предпочитания на потребителите. Въпреки това държавният сектор може да има важен принос за финансовата интеграция чрез намаляване на свързаните с политиката пречки. Държавният сектор следва да осигурява правна, регулаторна, надзорна и фискална рамка, които да насърчават равните условия и равния достъп на участниците до пазара в ЕС.

Евросистемата насърчава процеса на финансова интеграция по четири основни начина, а именно чрез: 1) задълбочаване на познанията, повишаване на осведомеността и наблюдение върху напредъка на финансовата интеграция в еврозоната; 2) съгласуване на правната и регулаторната рамка на финансовата система; 3) катализираща роля на частния сектор чрез стимулиране на колективните действия; и 4) предоставяне на централнобанкови услуги, които също насърчават финансовата интеграция.

Предпоставки за целенасочени действия, стимулиращи финансовата интеграция, се създават от прецизния анализ на състоянието на европейската финансова интеграция и непосредственото наблюдение на напредъка във времето. По тази причина ЕЦБ се стреми да измерва състоянието на финансовата интеграция в еврозоната с помощта на ценови и количествени показатели. Ценовите показатели измерват различията в цените на активите на основата на географския им произход. В максимално интегриран пазар цените на активите със сходни характеристики следва да се влияят главно от общи фактори. Количествените показатели се използват за изследване степента на интернационализиране на портфейлите от страна на инвеститорите с цел напълно да се възползват от възможностите за диверсифициране в резултат от задълбочената финансова интеграция<sup>1</sup>.

През септември 2005 г. ЕЦБ публикува първия набор от 20 показателя, след което обсегът му се разширява. През март 2007 г. те са представени в първото издание на годишния доклад на ЕЦБ „Финансовата интеграция в Европа“<sup>2</sup>; показателите се обновяват на шестмесечна база на интернет страницата на ЕЦБ. В момента тече работа по разширяване на списъка на базата на постиженията на научноизследователския и икономическия анализ и благодарение на подобрения достъп до статистиката, като в него се включват инвестиционни фондове, схеми за секюритизация, застрахователни дружества и пенсионни фондове.

Освен в годишния доклад на ЕЦБ за финансовата интеграция информация за тенденциите в развитието ѝ може да се намери в редица други периодични и единични публикации. Например годишният доклад на ЕЦБ „Банкови структури в ЕС“, подготвен от Комитета по банков надзор на ЕСЦБ, предлага анализ на структурните промени при презграничното банкиране. На основата на опита и познанията си като активен участник на пазара ЕЦБ спонсорира и съгласувани изследвания с други членове на Евросистемата и учени. Като ярък пример за това може да се посочи съвместната изследователска мрежа върху капита-

1 Виж *L. Baele et al., Measuring financial integration in the euro area*, Тематични материали на ЕЦБ, № 14, май 2004 г.

2 Работата на ЕЦБ в областта на финансовата интеграция в е описана в две статии в *Месечен бюлетин* на ЕЦБ: *The integration of Europe's financial markets* (октомври 2003 г.) и *The contribution of the ECB and the Eurosystem to European financial integration* (май 2006 г.).

... чрез съгласуване  
на правната и  
регулаторната рамка...

... катализираща роля  
за дейността на частния  
сектор...

... и чрез предоставяне  
на централнобанкови  
услуги, които насърчават  
финансовата интеграция

ловите пазари и финансовата интеграция в Европа със спонсори ЕЦБ и Центъра за финансови изследвания във Франкфурт.<sup>3</sup>

За да гарантира, че правната и регулаторната рамка за финансовите услуги намалява пречките за презграничните финанси и защитава равнопоставеното третиране на участниците на пазара, Евросистемата дава своя активен принос за развиването на рамката на ЕС за финансовите услуги чрез предоставяне на консултации по основните съображения и инициативи на политиката. Работата се концентрира върху проблеми, свързани със залегналите в член 105 от Договора задачи на Евросистемата, а именно да подкрепя, без да се засяга целта за ценова стабилност, общата икономическа политика на Общността, да насърчава гладкото функциониране на платежните системи и да допринася за безпроблемното провеждане на политиката, свързана с разумния надзор върху кредитните институции и стабилността на финансовата система.

Въпреки че държавната рамка трябва да благоприятства финансовата интеграция, напредъкът ѝ в крайна степен зависи от действията на частния сектор, който в максимална степен се възползва от съществуващите презгранични възможности за бизнес. Конкуренцията сред играчите на пазара е основната движеща сила в това отношение. В същото време ефективните колективни действия също могат да бъдат важни, особено когато разнородни пазарни стандарти и практики пречат на процеса на финансово интегриране. Евросистемата може да помогне на участниците на пазара до преодолеят трудностите при съгласуването им.

Предоставянето от централните банки на услуги е друг начин, чрез който Евросистемата се стреми да ускорява процеса на финансова интеграция. Независимо от това, че главната цел на тези услуги е да позволят на Евросистемата да изпълнява своите основни задачи като централна банка, тя отделя и специално внимание, за да гарантира, че когато е възможно, тези услуги се предоставят по благоприятен за финансовата интеграция начин.

В таблица 1 са разгледани някои основни примери за дейността на Евросистемата в областта на финансовата интеграция.<sup>4</sup>

3 Виж <http://www.eu-financial-system.org>.

4 Подробна информация е представена в годишния доклад на ЕЦБ „Финансовата интеграция в Европа“.

Таблица 1 Основни дейности на Евросистемата за финансова интеграция

Дейности	Основни цели и текущо състояние
<b>Задълбочаване на познанията, повишаване на осведомеността и наблюдение върху напредъка</b>	
Годишен доклад на ЕЦБ „Финансовата интеграция в Европа“	Издаден е за първи път през 2007 г. със задачата да предостави информация за финансовата интеграция в Европа, за да насърчи нейния напредък и да повиши осведомеността на обществеността относно ролята на Евросистемата в развитието на интеграционния процес
Разработване на показатели за финансовата интеграция в еврозоната	Първият набор от показатели е публикуван през 2005 г. с цел оценяване и наблюдение на състоянието на финансовата интеграция в еврозоната. Оттогава наборът от показатели се осъвременява и разширява два пъти годишно, понастоящем са в ход по-нататъшни подобрения
<b>Съгласуване на правната и регулаторната рамка</b>	
Обща стратегия на ЕС относно политиката за финансови услуги	Разработване и въвеждане на: а) План за действие относно финансовите услуги от 1999 г. за осъвременяване и усъвършенстване на регулаторната рамка на ЕС, и б) съответната съпътстваща го стратегия за периода 2005–2010 г. Стратегията още е в процес на въвеждане

Таблица 1 Основни дейности на Евросистемата за финансова интеграция (продължение)

Институционална среда в ЕС за финансово регулиране и надзор	Осигуряване на гладкото функциониране на Рамката <i>Ламфалуси</i> . Първият цялостен преглед на Рамката <i>Ламфалуси</i> е извършен през 2007 г.; разработването на съответни мерки продължава
Инфраструктура на ЕС за клиринг и сетълмент на ценни книжа	Постигане на интегрирана, сигурна и ефективна посттърговска пазарна инфраструктура и премахване на презграничните препятствия. В ход са различни инициативи, целящи например разработването на обща рамка за регулирането, следенето и надзора на системите за клиринг и сетълмент на ценни книжа (ЕСЦБ- <i>CESR</i> )
<b>Катализираща роля за дейността на частния сектор</b>	
Единна зона за плащания в евро (СЕПА)	Инициатива за постигане до 2010 г. на изцяло интегриран пазар за платежните услуги на дребно в еврозоната без разлика между презгранични и национални плащания. СЕПА започна да функционира официално през януари 2008 г.
Краткосрочни европейски ценни книжа (СТЕП)	Разработване на общоевропейски пазар на краткосрочни ценни книжа чрез доброволно съгласие на пазарните участници да се подчиняват на основен набор от общи стандарти. СТЕП действа от юни 2006 г.
Среден евро овърнайт-индекс (ЕОНИА)	Установяване на референтен лихвен процент за необезпечени овърнайт междубанкови депозити. Изчислен на текуща база от 1999 г.
<b>Предоставяне на централнобанкови услуги, които насърчават финансовата интеграция</b>	
ТАРГЕТ и ТАРГЕТ2	Установяване през 1999 г. на улеснение на Евросистемата за брутен сетълмент в реално време на големи плащания в еврозоната с ТАРГЕТ; по-нататъшно развитие към единна съвместна техническа платформа с въвеждането на ТАРГЕТ2 през 2007 г.
ТАРГЕТ2-ценни книжа	Инициатива на Евросистемата, въведена през 2006 г., за предоставяне на единна платформа за сетълмент на ценни книжа с пари на централни банки в Европа. Окончателното решение за проекта ще бъде взето в средата на 2008 г.
Модел на кореспондентски отношения между централни банки (МКЦБ)	Схема за преграничен трансфер на обезпечения в Евросистемата, въведена през 1999 г., в която всяка НЦБ действа като „кореспондент“ за другите НЦБ и за ЕЦБ. През 2007 г. е подета инициатива за единна съвместна платформа (МКЦБ2)

Таблица 2 Степен на финансова интеграция в еврозоната: преглед на основните финансови сегменти

Пазар	Степен на интеграция	Свързани инфраструктури
<b>Парични пазари</b>		
Необезпечен паричен пазар	„Почти отлична“	Необезпечен паричен пазар: напълно интегриран
Обезпечен паричен пазар	Напреднала	Обезпечен паричен пазар: платежно рамо – напълно интегрирано; от страната на обезпеченията има затруднения поради фрагментираност (виж пазар на облигации)
<b>Пазари на облигации</b>		
Пазар на държавни облигации	Много напреднала	Фрагментирани
Пазар на корпоративни облигации	Задоволителна	Фрагментирани
<b>Пазари на акции</b>	Ниска	Много фрагментирани
<b>Банкови пазари</b>		
Операции на едро	Доста напреднала	Напълно интегрирани
Дейности, свързани с капиталовите пазари	Напреднала	Фрагментирани
Банкиране на дребно	Много слаба	Много фрагментирани

## 6.2 ФИНАНСОВАТА ИНТЕГРАЦИЯ ДЕСЕТ ГОДИНИ СЛЕД ВЪВЕЖДАНЕТО НА ЕВРОТО

### ОБЗОР

Показателите за финансовата интеграция на ЕЦБ разкриват, че постигнатият в еврозоната напредък се различава значително по пазарни сегменти. В частност интеграцията е напреднала в по-голяма степен в сферите, повлияни най-пряко от единната парична политика. Нещо повече, тя зависи и от степента на интегрираност на съответната пазарна инфраструктура

Значителен напредък на финансовата интеграция

тура. Таблица 2 прави преглед на състоянието на финансовата интеграция в основните пазарни сегменти в еврозоната.

В следващите раздели се прави по-задълбочена оценка на напредъка на финансовата интеграция на паричните пазари, пазарите на акции и облигации и банковите пазари, като се очертават основните недостатъци.

## Карте 6

### ПРЕДВАРИТЕЛНИ ИЗВОДИ ЗА РАБОТАТА НА ЕЦБ, СВЪРЗАНА С РАЗВИТИЕТО НА ФИНАНСИТЕ

Някои проблеми на финансовите пазари може да съществуват дори и при напълно завършена финансова интеграция. Финансовото развитие спомага за преодоляването на тези проблеми. То може да се разбира като процес на финансови иновации и институционално и организационно усъвършенстване на финансовата система, което води до намаляване на несиметричната информация, повишава зрелостта на пазарите, понижава разходите за трансакции и засилва конкуренцията.

Въпреки че финансовото развитие и финансовата интеграция са взаимосвързани и влияят благоприятно върху финансовата ефективност, те в същото време се различават, тъй като описват различни икономически процеси. Например проблемите, свързани с неблагоприятен избор на инвеститорите, които оказват негативно влияние върху разпределението на капитала, могат да съществуват продължително време дори в условията на напълно интегриран пазар. По такъв начин финансовото развитие допълва финансовата интеграция при насърчаването ефективността на финансовия пазар.

Във връзка с това ЕЦБ създава аналитично звено за работа с цел избистряне на понятието за финансово развитие и определяне на количествени показатели за измерване състоянието на финансовото развитие във финансовата система. Първият набор от показатели е представен в доклада на ЕЦБ „Финансовата интеграция в Европа“ за 2008 г.<sup>1</sup>

Финансовото развитие е предмет на постоянно развиваща се изследователска дейност и следователно не всички аспекти на финансовата система могат да бъдат обхванати напълно от количествените показатели. Например въпреки че формалните закони и правила са лесни за изследване, неформалните правила и практики могат да бъдат също толкова важни. Освен това наличната информация често се отнася за пазарни трансакции на едро, но не и за такива на дребно, които се основават на конкретни взаимоотношения.

Независимо от тези уговорки наличните показатели показват значителна степен на разнородност по пазари и страни в еврозоната. Основните различия са свързани със степента на юридическа ефективност, типа и обхвата на секюритизация, равнището на търговски дейности на фондовия пазар и броя безналични трансакции на човек от населението.

<sup>1</sup> Виж специалната статия, озаглавена *Financial development: concepts and measures*, в доклада от 2008 г., която се основава на по-ранни публикации в тази област, а именно *P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou и M. Lo Duca, The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe*, Тематични материали на ЕЦБ, № 72, септември 2007 г., и статията *Assessing the performance of financial systems*, *Месечен бюлетин* на ЕЦБ, октомври 2005 г.

Допълнителна оценка на  
степената на развитие на  
финансите

Съпоставена с финансовата система на група референтни страни, тази на еврозоната регистрира средни стойности, освен може би по отношение на Обединеното кралство и САЩ, които отчитат твърде различни стойности при повечето от показателите. Тези резултати показват, че съществуват допълнителни възможности за структурни реформи на финансовите сектори в еврозоната и изучаването на финансовата интеграция и финансовото развитие носи определена полза.

## ПАРИЧНИ ПАЗАРИ

Паричните пазари са почти напълно интегрирани...

Паричният пазар в еврозоната – пазарният сегмент, който е най-близо до единната парична политика – достигна до етапа на „почти пълна“ интеграция веднага след въвеждането на еврото. Стандартното отраслово отклонение на лихвените проценти ЕОНИА по страни от еврозоната спадна рязко до нула след въвеждането на еврото и оттогава е стабилно (вж. графика 1).

Съществено изключение от общото високо равнище на интеграция на паричните пазари в еврозоната е сегментът на краткосрочните дългови ценни книжа (т.е. търговски ценни книжа и депозитни сертификати), който в голяма степен остава фрагментиран.

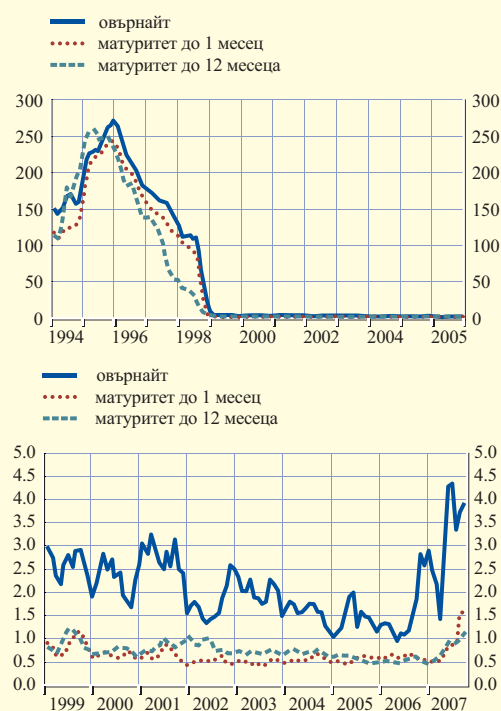
В условията на глобалните сътресения на финансовия пазар през втората половина на 2007 г. възникналите проблеми с ликвидността на краткосрочните парични пазари повлияха върху колебливостта на краткосрочните лихвени проценти на паричния пазар и най-вече на тези по овърнайт-депозитите. Възможно обяснение за това е по-скоро все по-голямата колебливост на кредитния риск сред банките, отколкото по-силната фрагментираност или по-слабата интегрираност на пазара.

## ПАЗАРИ НА АКЦИИ И ОБЛИГАЦИИ

Преди въвеждането на еврото няколко фактора действаха демотивиращо върху презграничната финансова активност, сред които най-вече са валутният риск, презграничните различия в равнището на инфлацията и лихвените проценти, значителните разходи, свързани с трансакциите при операции в различни валути и валутните ограничения за инвеститори и посредници. С приемането на еврото тези пречки бяха премахнати и се даде тласък на интегрирането на пазара на ценни книжа, зависещо, макар и в различна степен, от пазарния сегмент.

Графика 1 Стандартно отраслово отклонение на средните необезпечени междубанкови лихвени проценти в страните от еврозоната

(61-дневна плъзгача се средна; б.т.)



Източници: EBF и изчисления на ЕЦБ.

... с изключение на сегмента на краткосрочните дългови ценни книжа

Явен признак за интеграция...



Най-голям напредък по отношение на финансовата интеграция на пазара на държавни облигации се наблюдава там, където доходността е достигнала желаното равнище, стимулирана все повече от общи фактори, макар че все още имат място локалните фактори – например различната ликвидност и съществуването на развити пазари на деривати, свързани с отделни обособени пазари на облигации. Съществуващите несъответствия могат също да окажат влияние върху (усещаните) различия в кредитния риск, но това не би следвало да се разглежда като признак за липса на интеграция.<sup>5</sup>

По подобен начин възникването на паричния съюз също доведе до напредък в интеграцията на пазара на корпоративни облигации, тъй като различните пазари, сегментирани по-рано по валути, сега се сляха в един многообразен пазар на еврото. В резултат на това отслабва влиянието на специфичните за всяка държава фактори при определянето на цените и на спредовете по корпоративните облигации.

Делът на наличностите по страни също потвърждава заключението, че пазарите на държавни и корпоративни облигации са силно интегрирани. Например наличностите на всяка държава от дългосрочни дългови ценни книжа са се увеличили значително през последните десет години. При парично-финансовите институции<sup>6</sup> от 15% през 1999 г. те са нараснали до приблизително 40% през 2007 г. (вж. графика 2). Освен това количествата дългови ценни книжа, емитирани от нефинансови предприятия, отбелязват съществено увеличение от доскоро много ниското си равнище, което показва чувствително разнообразяване на инвеститорските портфейли в еврозоната.

Напредъкът в интеграцията на пазарите на акции е по-незначителен, но все пак показва признаци на подобрение. От началото на 90-те години на миналия век интегрирането на пазара на акции се развива много по-динамично, отколкото в световен мащаб, макар че колебливата възвръщаемост на акциите все още се дължи на местни шокове (вж. графика 3). В периода 1997–2005 г. инвеститорите в еврозоната удвоиха притежаваните от тях акции, емитирани в други държави от еврозоната, достигайки 29% от общия портфейл капиталови активи на еврозоната, докато извън нея делът на капиталовите ѝ активи остава доста по-нисък и слабо се увеличава.

## БАНКОВИ ПАЗАРИ

Докато в еврозоната банковите пазари за продажби на едро и дейностите, свързани с капиталовите пазари, показват явно задълбочаване на интеграцията, сегментът на банкирането на дребно остава по-фрагментиран. По-конкретно, дисперсията на лихвените проценти на банките от еврозоната по страни, и по-точно на лихвените проценти по потребителските кредити, се запазва относително висока (вж. графика 4).

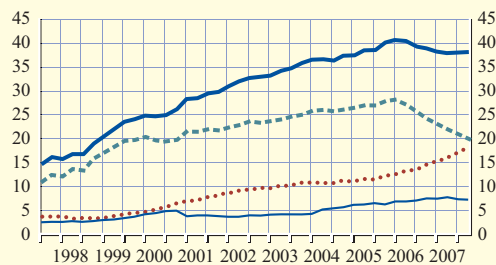
5 По-конкретно, същественото нарастване на спредовете на ДЦК в еврозоната спрямо немския бенчмарк от юли 2007 г. явно е резултат по-скоро на свързани с трусовете на финансовите пазари опасения за ликвидността, отколкото на различията в държавната гаранция за риск по кредитите.

6 Парично-финансовите институции се състоят от финансови институции, които заедно образуват сектора на емитентите на пари в еврозоната. Те включват Евросистемата, кредитните институции-резиденти и всички други финансови институции – резиденти на еврозоната, чиято сфера на дейност е да получават от институционални единици, различни от ПФИ, депозити и/или близки до депозити заместители и за своя собствена сметка (поне в икономическия смисъл) да предоставят кредити и/или да инвестират в ценни книжа. Последната група се състои главно от фондове на паричния пазар.

**Графика 2** Дял на наличностите по страни от дългови ценни книжа на ПФИ, емитирани от еврозоната, и НПФИ от ЕС: салда по резидентност на емитента

(дял от общите наличности, с изключение на Евросистемата; проценти)

— други държавни и корпоративни облигации на еврозоната  
 ..... други корпоративни облигации на еврозоната  
 - - - - - други държавни облигации на еврозоната  
 — държавни и корпоративни облигации на останалите страни от ЕС



Източник: ЕЦБ.

Различията в лихвените проценти на банките се дължат вероятно на няколко фактора, сред които са различните условия в националните икономики (т.е. кредитен и лихвен риск, големина на фирмите, индустриална структура и степен на развитие на капиталовия пазар), институционални фактори (данъчно облагане, нормативна база, надзор и защита на потребителите) и финансови структури (т.е. степен на финансиране на банковите/капиталовите пазари и конкурентоспособност).<sup>7</sup> Въпреки съществените различия все пак съществуват признаци за процес на постепенно сближаване.

### 6.3 ФАКТОРИ, СТИМУЛИРАЩИ И ПРЕПЯТСТВАЩИ ФИНАНСОВАТА ИНТЕГРАЦИЯ

#### 6.3.1 ПАРИЧНИ ПАЗАРИ

##### ИНТЕГРИРАНЕ НА ПАЗАРНАТА ИНФРАСТРУКТУРА КАТО ФАКТОР, СТИМУЛИРАЩ НАПРЕДЪКА

Основен фактор за постигане и запазване на интеграцията на паричния пазар е високата степен на интегрираност на платежните системи за големи плащания в евро, които позволяват сигурно и ефективно управление на междубанковите разплащания в еврозоната.

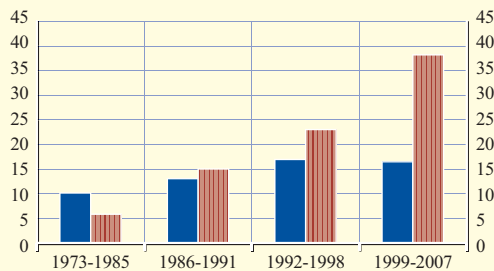
Преди въвеждането на еврото всяка от държавите, на които им предстоеше да станат част от еврозоната, имаше своя собствена валута, парична политика, национален паричен пазар и платежна и сетълмент-инфраструктура. Макар тези национални пазари и инфраструктури да

<sup>7</sup> Вж. доклада на ЕЦБ *Differences in MFI interest rates across euro area countries*, септември 2006 г.

**Графика 3** Процент на колеблива възвръщаемост на акциите, дължаща се на шокове в еврозоната и САЩ

(проценти)

■ шокове в САЩ  
 ■■ шокове в ЕС

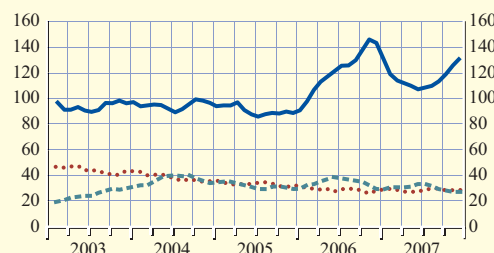


Източници: Thomson Financial Datastream и изчисления на ЕЦБ.

**Графика 4** Стандартно отклонение от лихвените проценти на ПФИ по жилищни кредити за домакинствата по страни

(б.т.)

— потребителски кредит: от една до пет години  
 ..... жилищен кредит: с плаващ лихвен процент и първоначален период на фиксиране на лихвения процент до 1 година  
 - - - - - жилищен кредит: с първоначален период на фиксиране на лихвения процент от 5 до 10 години



Източници: Thomson Financial Datastream и изчисления на ЕЦБ.

са служили добре на тези държави в продължение на десетилетия, от гледна точка на новата еврозона те се оказаха недостатъчни. Фрагментирането и липсата на обща инфраструктура пречеше презграничните дейности. Ясно бе, че толкова фрагментирана пазарна инфраструктура не би могла ефективно да подпомогне паричната политика на ЕЦБ и паричния пазар на еврото. Ето защо бе взето решение да се създадат нови улеснения за сетълмент на плащания в евро с резервни пари и за презгранични трансакции по предоставяне на обезпечения при кредитните операции на Евросистемата. Тези улеснения на Евросистемата са системата ТАРГЕТ<sup>8</sup> и моделът на кореспондентски отношения между централните банки.

Централната банка е „банка на банките“. Когато банките извършват големи плащания помежду си, те предпочитат да извършват трансакциите в книга на централната банка, за да избегнат излагането си на междубанков кредитен риск. При системите за брутен сетълмент в реално време плащанията се получават в резервни пари с окончателност на сетълмента в рамките на деня и веднага след това тези средства са на разположение за повторно използване. След като през януари 1999 г. Евросистемата въведе ТАРГЕТ, тази услуга е достъпна и за средства в евро.

С въвеждането си системата се превърна в еталон за обработване на плащания в евро по отношение на скорост, надеждност, начало на работното време и равнище на обслужване. Плащания, свързани пряко с операции, в които участва Евросистемата, се извършват чрез ТАРГЕТ. Ето защо сетълментът на операция по паричната политика засяга сметките на контрагентите, участващи във въпросните операции. Не всички кредитни институции участват в операции с Евросистемата и поради това впоследствие въздействието на такива операции върху ликвидността се преразпределя в рамките на банковата система чрез паричния пазар. В резултат от трансакции на паричния пазар се извършват плащания, чийто сетълмент до голяма степен също се извършва чрез ТАРГЕТ. Свободният достъп до системата гарантира, че всички кредитни институции биха могли да имат пряк достъп до общ набор от сетълмент-улеснения в резервни пари, без да е необходимо да разчитат на конкурентни търговци. По този начин участниците от еврозоната могат да извършват пряко помежду си преводи на резервни пари с незабавен окончателен сетълмент в рамките на деня. Тази услуга е достъпна и за някои държави – членки на ЕС извън еврозоната, чиито централни банки се присъединиха доброволно към системата.

Като гръбнак на инфраструктурата за големи междубанкови плащания с критични срокове и за да отговори на потребностите както на клиентите си, така и на финансовите пазари като цяло, системата ТАРГЕТ има удължено работно време и е достъпна всеки ден с изключение на събота и неделя и още шест дни в годината. Всъщност работните дни на системата са дните, в които се извършва сетълмент за финансовите пазари в евро, както и на валутни сделки с евро.

Първоначалният проект за ТАРГЕТ се основаваше на принципа на минимална хармонизация и на децентрализирана архитектура, свързващи различните съществуващи на национално равнище системи. В отговор на нарастващото търсене от страна на финансовите институции на по-добре развити и хармонизирани услуги през октомври 2002 г. Евросистемата започна да разработва по-разширено приложение, което би дало възможност от „система, съставена от системи“ да се премине към „единна съвместна платформа“. На 19 ноември 2007 г. бе даден старт на тази система от второ поколение – ТАРГЕТ2, а на 19 май 2008 г. тя изцяло замести предишната система ТАРГЕТ.

<sup>8</sup> Трансевропейска автоматизирана система за брутен сетълмент на експресни преводи в реално време.

**ТАРГЕТ улеснява сигурния и ефективен сетълмент...**

**... и прилагането на паричната политика**

**Приключи преходът към единна платформа**

**ТАРГЕТ2 прави  
плащанията на едро  
много по-интегрирани и  
ефективни**

Новата система се очаква да ускори интегрирането на плащанията на едро, като предостави на участниците в нея хармонизирано равнище на обслужване, единна ценова структура както за вътрешни, така и за презгранични трансакции, и набор от хармонизирани услуги по паричен сетълмент в резервни пари и за окончателен сетълмент при голяма част от платежните системи и системите за трансфер на ценни книжа, работещи в евро. Освен това новото улеснение дава възможност на банките да оптимизират допълнително управлението на плащанията и ликвидността. Докато при предишната система потребителите от различните държави трябваше да поддържат голям брой интерфейси за техническа комуникация, сега е възможно да наблюдават сметките на клоновете си в различните страни от едно централно място. В допълнение тези потребители могат също да централизират платежните си операции – стъпка, която би следвало да им осигури допълнителни ползи, произтичащи от реализиране на икономии от мащаба, вероятни печалби от по-висока ефективност в резултат от повишаване на скоростта и качеството, и по-добри възможности за справяне с бързо развиващата се среда на платежния пазар.

**Дневен обем от  
2400 милиарда евро**

Бързата интеграция на паричните пазари в еврозоната през януари 1999 г. до голяма степен бе улеснена от гладкото функциониране на ТАРГЕТ и от сетълмента на услугите, предлаган от тази система. Освен това докато през 1999 г. имаше 21 платежни системи, обработващи големи плащания в евро, през 2008 г. те са само три. Изграждането, гладкото функциониране и непрекъснатото усъвършенстване на системата е пример за ползотворната роля на услугите на Евросистемата за подпомагане интеграцията на пазарните инфраструктури, а впоследствие – и на сегментите на финансовите пазари. Сред сега съществуващите системи ТАРГЕТ2 заема най-големия дял както по отношение стойността на плащанията, така и по отношение на техния обем.<sup>9</sup> Понастоящем дневният оборот на системата е 2400 милиарда евро. Ето защо оборотът за 3 дни и половина съответства на общия годишен БВП на еврозоната! Най-големият отчетен дневен оборот възлиза на 3387 милиарда евро.

**МКЦБ облекчава  
презграничния трансфер  
на обезпечения...**

Друга важна услуга на Евросистемата, допринасяща за интегрирането на паричния пазар, е моделът на кореспондентски отношения между централните банки (МКЦБ) за презгранични преводи на обезпечения в рамките на еврозоната. Според Устава на ЕСЦБ и ЕЦБ всички кредитни операции на Евросистемата следва да се осъществяват въз основа на адекватно обезпечение. Освен това оперативната рамка на Евросистемата предвижда всички допустими активи за кредитни операции на Евросистемата да могат да се използват като обезпечение от всички контрагенти на Евросистемата, независимо от местонахождението на актива или на контрагента.

По времето на въвеждането на еврото инфраструктурите на европейските пазари на ценни книжа са много сегментирани, по-конкретно, мрежата от връзки между системите за сетълмент на ценни книжа не бе напълно изградена. При липсата на подходящи пазарни договорености за презграничната мобилизация на обезпеченията през 1999 г. Евросистемата въведе МКЦБ като междинно решение, основано на очакването, че във времето пазарните решения ще се развият. С тази договореност контрагентите получават кредит от своята „местна“ централна банка на базата на обезпечение, прехвърлено в друга централна банка от Евросистемата („централна банка-кореспондент“). Междувременно тази услуга става

<sup>9</sup> ТАРГЕТ2 обхваща 82% от стойността и 60% от обема на трафика, преминаващ през всички платежни системи, обработващи големи плащания в евро. Средно на ден се обработват над 360 000 плащания, а системата е една от най-големите системи за плащания на едро в света, наред с *Fedwire* в САЩ и системата за непрекъснат свързан процес на сетълмент (*CLS*) – международната система за сетълмент на валутни трансакции.

**Графика 5** Обем на обезпеченията, прехвърлени от контрагенти за кредитни операции на Евросистемата

(млрд. евро)



Източник: ЕЦБ.

основен канал за използване на обезпечения на презгранична основа.

Услугата МКЦБ има безценен принос за функционирането на рамката за обезпечения на Евросистемата и стимулира значително нарастващото ползване на обезпечения на презгранична основа. Всъщност контрагентите на Евросистемата разнообразиха портфейлите си, като увеличиха дела на обезпеченията си инвестиции в активи, произхождащи от други държави от еврозоната. В допълнение групите многонационални банки все по-често концентрират управлението на ликвидността и обезпеченията на равнище група. Трансферът на обезпечения чрез тази услуга нараства от 162.7 млрд. евро през

... допринася за нарастващото използване на презгранични обезпечения...

1999 г. до 557.9 млрд. евро през декември 2007 г., като последната стойност възлиза на 39.6% от общия размер на обезпеченията, прехвърлени на Евросистемата по това време (вж. графика 5). През 2006 г. презграничното използване на обезпечения достига 50.2% от общия размер на обезпеченията, предоставени на Евросистемата, като за първи път надвишава вътрешното им използване. През 2007 г. в относително изражение 81.5% от доставките на презгранични обезпечения се осъществяват чрез МКЦБ, а делът на прехвърлените чрез използването на релейни връзки обезпечения възлиза на 18.5%.

В момента се полагат усилия за допълнително усъвършенстване на тази услуга на Евросистемата чрез изграждане на единна техническа платформа (МКЦБ2) с оглед предоставянето на еднаква услуга както за вътрешни, така и за презгранични операции с обезпечения. Първо и най-важно, тази платформа ще осигури улеснение на Евросистемата с по-добро управление на обезпеченията, но и ще предостави големи възможности за контрагентите на Евросистемата допълнително да намалят усложненията и разходите за оперативните звена в банките и да оптимизират управлението на обезпеченията и ликвидността. Освен това новата система ще осигури съвкупна печалба на системите ТАРГЕТ2 и ТАРГЕТ2-ценни книжа (вж. раздела за пазарите на облигации и акции по-долу). За да отговори напълно на нуждите на контрагентите, Евросистемата в тясно сътрудничество с участниците на пазара разработва нова система.

Продължава работата за усъвършенстване на услугите по предоставяне на обезпечения

## МЕРКИ ЗА ПРЕОДОЛЯВАНЕ НА ФРАГМЕНТИРАНОСТТА НА ПАЗАРА НА КРАТКОСРОЧНИ ЦЕННИ КНИЖА

Както бе посочено по-горе, пазарът на еврозоната за краткосрочни дългови ценни книжа остава твърде фрагментиран. Различията в пазарните стандарти бяха съществена пречка за появата на общоевропейски пазар. На този фон през 2001 г. *Euribor ACI*<sup>10</sup> даде старт на инициативата за краткосрочни европейски ценни книжа СТЕП с цел определяне на набор от единни пазарни стандарти и практики за подпомагане интегрирането на пазара и за насърчаване на доброволното спазване на тези стандарти от участниците на пазара, като въведе единно обозначение на съвместимите програми за емитиране на ценни книжа.

Инициативата СТЕП за установяване на единни пазарни стандарти...

<sup>10</sup> *Euribor ACI* е една от асоциациите на финансовите пазари, която администрира индексите *EURIBOR* и *ЕОНИА*.

... стартира през юни 2006 г.

Инструментите на Евросистемата играят ролята на катализатор за този успех

През юни 2006 г. *Euribor ACI* и Европейската банкова федерация *Euribor*<sup>11</sup> подписаха Конвенция за пазара на краткосрочни европейски ценни книжа СТЕП, определяща критериите и процедурите за предоставяне и отнемане СТЕП-обозначението на емитираните краткосрочни дългови ценни книжа. Новият пазар скоро се утвърди. Например през септември 2007 г. деноминирани в евро ценни книжа, обозначени като СТЕП, възлизат на около 30% от всички деноминирани в евро краткосрочни ценни книжа, предлагани по света от неправителствени емитенти. По подобен начин през декември 2007 г. обемите на съответните програми достигнаха 320 млрд. евро, с 60 млрд. евро повече, отколкото през юли 2006 г., един месец след подписването на конвенцията.

Макар проектът СТЕП да е инициатива на пазара за стимулиране интеграцията в сегмента на краткосрочните дългови ценни книжа, главна роля за успеха на този проект играе Евросистемата. Следвайки първоначалния си импулс за стартиране на проекта, ЕЦБ също допринесе за разработването и прилагането му. По време на подготвителната фаза ЕЦБ подпомагаше координацията между участниците, ангажирани с него, допринесе за разработването на пазарната конвенция и осигури правна помощ. ЕЦБ предприе и действия за по-подробно запознаване на пазара и обществеността с проекта. От официалното стартиране на новия пазар ЕЦБ и девет НЦБ от Евросистемата предоставят техническа помощ на секретариата на СТЕП. Освен това ЕЦБ изготвя редовна статистика относно доходността и обемите на СТЕП-пазара и публикува на интернет страницата си съответната информация. Тази статистика, която непрекъснато се усъвършенства, е от фундаментално значение за подобряване прозрачността на пазара. Тя ще играе важна роля за по-нататъшното задълбочаване на интеграцията на пазара на европейски краткосрочни ценни книжа през следващите години.

### 6.3.2 ПАЗАРИ НА АКЦИИ И ОБЛИГАЦИИ

#### НАПРЕДЪК ПО ОТНОШЕНИЕ РАМКата НА ЕС ЗА ФИНАНСОВО РЕГУЛИРАНЕ И НАДЗОР

Напредък, стимулиран от ефективните действия на публичния сектор...

Напредъкът в интеграцията на пазарите на акции и облигации в еврозоната е пример за това как публичният сектор може да се справи с бариерите пред презграничните финанси. Въвеждането на еврото доказва, че пълният потенциал на единната валута за стимулиране на финансовата интеграция би могъл да бъде разгърнат единствено, ако е допълнен от широко-обхватна рамка на ЕС, която да премахне пречките за осъществяване на презгранични дейности и да гарантира стабилността на единния пазар. В тази посока през последните години се осъществяват две основни инициативи – План за действие в областта на финансовите услуги (*FSAP*) и създаването на Рамката *Ламфалуси* за финансово регулиране и надзор.

... сред които е и Планът за действие в областта на финансовите услуги...

Планът за действие в областта на финансовите услуги, стартирал през 1999 г., по същество представлява щателен преглед на преобладаващата част от законодателството на ЕС в областта на финансовите услуги. Той включва 42 основни законодателни инициативи, предложени от Европейската комисия, за осъвременяване на съществуващите норми на ЕС в светлината на пазарните тенденции и за разширяване равнището на регулаторна хармонизация в съответствие с целта – изграждането на единен пазар. Макар Планът за действие в областта на финансовите услуги да е насочен към целия финансов сектор, повечето от инициативите са свързани с пазара на ценни книжа. Сред най-съществените

<sup>11</sup> От май 2005 г. Европейската банкова федерация *Euribor* оказва подкрепа на *Euribor ACI* при разработването на проекта.



мерки в тази посока са Директивата за пазарите на финансови инструменти, Директивата за прозрачност, Директивата относно пазарната злоупотреба и Директивата за перспектите.<sup>12</sup>

Въз основа на постиженията по Плана за действие в областта на финансовите услуги през декември 2005 г. Комисията прие Бяла книга за политиката на ЕС в областта на финансовите услуги в периода 2005–2010 г. В нея се посочва, че основен приоритет на политиката на ЕС в областта на финансовите услуги, по-конкретно – на пазарите на ценни книжа, ще бъде да се гарантира ефективно и постоянно прилагане на мерките, предвидени в Плана за действие в областта на финансовите услуги, и да се консолидира и опрости съществуващото законодателство на ЕС. Предвижда се и ограничен брой допълнителни инициативи с ясна насоченост в областта на политиката по финансовите услуги – клиринг и сетълмент и финансови услуги на дребно.

През 2001 г. Рамката *Ламфалуси* за финансово регулиране и надзор бе приложена в областта на ценните книжа и доведе до съществено ускоряване и засилване гъвкавостта на регулаторния процес в ЕС. Освен това тя стимулира устойчивото прилагане на правилата на ЕС на национално равнище, особено по отношение на предвидените в Плана за действие в областта на финансовите услуги директиви относно пазарите на ценни книжа. Рамката *Ламфалуси* се основава на четиристепенен иновативен подход в областта на финансовото законодателство: базовите принципи на законодателството се определят съгласно обичайния законодателен процес, като се приемат от Европейския парламент и от Съвета (първо ниво). Техническите детайли, свързани с това законодателство, които следва да са съобразени с развитието на пазара и нормативната уредба, могат да бъдат приети от Комисията чрез опростена и ускорена процедура (второ ниво), в която участват секторни регулаторни комитети, състоящи се от съответните национални и европейски органи. Трето ниво обхваща усилията на секторните комитети на националните надзорни органи да гарантират последователно и навременно прилагане на законодателните мерки, предвидени в първо и второ ниво. Накрая, четвърто ниво се свързва с мерки от страна на Комисията за укрепване прилагането на правото на ЕС чрез действия от страна на Комисията, подкрепени от активното сътрудничество между държавите-членки, техните регулаторни органи и частния сектор.<sup>13</sup>

Практическото функциониране на Рамката *Ламфалуси* – което от 2003 г. се осъществява в банковия и застрахователния сектор – се наблюдава отблизо и редица подобрения вече са въведени, а някои са в процес на разработване. Основната цел на тези мерки е рамката да се използва максимално ефективно в посока постигане на сближаване в областта на надзора и по-тясно сътрудничество при прилагането на правилата на ЕС.

ЕЦБ и Евросистемата допринасят активно за създаването и прилагането на Плана за действие в областта на финансовите услуги и Рамката *Ламфалуси*, както и на следващите инициативи, посочени в глава 7.

<sup>12</sup> Статията *Developments in the EU framework for financial regulation, supervision and stability*, *Месечен бюлетин* на ЕЦБ, ноември 2004 г., прави преглед на основните мерки по Плана за действие в областта на финансовите услуги.

<sup>13</sup> За по-подробно описание на Рамката *Ламфалуси* вж. споменатата по-горе статия.

## НЕОБХОДИМОСТ ОТ ПО-НАТАТЪШНА ИНТЕГРАЦИЯ НА ИНФРАСТРУКТУРАТА НА ПАЗАРА НА ЦЕННИ КНИЖА

Ограничената интеграция на инфраструктурата на пазара на ценни книжа...

Интеграцията на пазарите на акции и облигации зависи от интеграцията на основната инфраструктура, най-вече тази на системите за сетълмент на ценни книжа и на централните контрагенти. Въпреки това напредъкът в интеграцията на инфраструктурите на ценни книжа не е синхронизиран с този на инфраструктурите за големите плащания. Това до голяма степен се дължи на много по-съществените иманентни характеристики на ценните книжа, които водят до различия в националните пазарни практики и в правните, регулаторните и фискалните режими. От стартирането на системата ТАРГЕТ през 1999 г. презграничните плащания представляват приблизително 20–25% от общия обем и 35% от общата стойност. Обратно, макар да бяха положени специални усилия за изграждане на връзки между системите за сетълмент на ценни книжа, тяхната употреба е незначителна (по-малко от 1% от общия обем/стойност).

Ако за облигациите е характерна фрагментация на следпродажбената инфраструктура, при акциите тя е още по-силно изразена. По-голямата част от презграничния сетълмент на облигации е концентриран в рамките на два международни централни депозитара на ценни книжа, а презграничният сетълмент на акции все още разчита най-вече на национални централни депозитари на ценни книжа.

... се проявява в по-високите такси за трансакция

Високата степен на фрагментарност предполага значителни следпродажбени разходи за презгранични трансакции с ценни книжа на ЕС, намалява възможността за икономии от мащаба и пречатства появата на поле за действие на европейско равнище. Макар да е възможно Европа да се сравнява със САЩ по размер на икономиката, по отношение на обемите и разходите за трансакции с ценни книжа тя изостава. Разривът по отношение на разходите е особено голям при презграничен сетълмент.

Няколко инициативи за подобряване на ситуацията

Публичният и частният сектор предложиха редица важни допълнителни инициативи за подобряване на ситуацията. Първо, установени са пречките пред интеграцията, дължащи се на различията в пазарните практики и в правните, регулаторните и фискалните разпоредби, и се полагат усилия за тяхното отстраняване. Второ, групи от заинтересовани представители на промишлеността подписаха през ноември 2006 г. „Кодекс на поведение при клиринг и сетълмент“ и понастоящем прилагането му се следи внимателно. Трето, за да насърчи допълнителното сближаване на националните системи за клиринг и сетълмент с по-високите стандарти за сигурност и ефикасност, ЕСЦБ съвместно с Комитета на европейските регулаторни органи за ценни книжа разработват препоръки за сигурността и устойчивостта на следпродажбените инфраструктури на ЕС.

Платформата за сетълмент на Евросистемата (Т2-ЦК) подпомага усилията

Липсващ елемент в настоящата стратегия на интегрирана инфраструктура на ценните книжа на единния пазар е създаването на обща неутрална платформа за сетълмент, която да подобри ефективността при оперативната съвместимост и конкуренцията между доставчиците на услуги. За да запълни тази празнина и използвайки способността си да стимулира финансовата интеграция чрез предлагане на предоставяни от централните банки услуги, наскоро Евросистемата предложи инициативата си ТАРГЕТ2-ценни книжа (Т2-ЦК).

Тази инициатива се основава на факта, че в областта на ценните книжа дейностите на централните депозитари на ценни книжа и на централните банки са тясно свързани.

Търговията с ценни книжа обикновено има две страни – доставка на ценни книжа (рамо на ценните книжа) и трансфер на парични средства (платежно рамо). Ако платежното рамо се урежда посредством сетълмент-улеснение на централна банка, той се нарича сетълмент в резервни пари. За да се избегне кредитен риск, приключването на едното рамо зависи от приключването на другото (познато като доставка срещу заплащане). Макар тази услуга да е много ефикасна в рамките на всяка страна, засега в Европа тя е слабо достъпна на презгранично равнище.

Поддържането за целите на сетълмента на сметки в ценни книжа и в резервни пари върху една и съща платформа се счита за най-ефикасният метод за уреждане на двете рамена (ценни книжа и паричен трансфер) на сделките с ценни книжа. Със стартирането на TARGET2 сега Евросистемата предлага и единна платформа за сетълмент на плащания (платежно рамо) в резервни пари. Въпреки това ценните книжа все още се поддържат върху многобройни платформи (централни депозитари на ценни книжа). Поддържането на външни сметки в резервни пари върху множество платформи за ценни книжа в голяма степен би неутрализирило ползите от преминаването към единна платформа за плащания.

Впоследствие с инициативата T2-ЦК Евросистемата предлага платформите за ценни книжа да прехвърлят своите сметки за ценни книжа върху единна неутрална платформа (единна платформа за плащания), която тя ще администрира. Всяка платформа за ценни книжа ще бъде приканена да приеме преместването на сетълмента си в T2-ЦК, за да се постигне пълно интегриране на всички дейности по сетълмента и така да се направи презграничният сетълмент толкова евтин и ефективен, колкото понастоящем е вътрешният сетълмент.

T2-ЦК ще породи ползи както от мащаба, така и от конкуренцията. Ефектите от мащаба ще се дължат на използването на единната платформа за сетълмент на ценни книжа и резервни пари. Това не само ще намали таксите, най-вече за презграничен сетълмент, но и ще даде възможност на участниците на пазара да обединят ликвидността и обезпеченията си, намалявайки по този начин алтернативните си разходи.

Що се отнася до конкуренцията, платформите за ценни книжа ще продължат да предлагат услуги, различни от сетълмент. Използването на общ механизъм на сетълмента ще улесни избора на участниците на пазара и инвеститорите където предпочитат да държат дадено обезпечение. T2-ЦК ще подтикне платформите за ценни книжа да предложат на своите участници възможността да централизират наличностите си от ценни книжа. По този начин изборът на доставчик на услуги ще се улесни, като се обоснове с цената и качеството на услугата, а не с местонахождението на обезпечението. Очаква се по-голямата конкуренция да доведе до понижаване на таксите.

С напредване на инициативата Евросистемата се опитва да гарантира, че всички засегнати страни вземат участие и имат глас при този процес. Постигнатото по проекта до този момент е резултат на месеци интензивен труд и на активното сътрудничество на стотици експерти от ЦДЦК, търговски и централни банки. Този начин на работа се оценява високо от бизнеса и ще се запази и в следващия етап на проекта. Очаква се през лятото на 2008 г. Управителният съвет да вземе решение дали да се премине към неговата следваща фаза. Предвижда се T2-ЦК да стартира през 2013 г.

**Предлаганият от T2-ЦК презграничен сетълмент е толкова евтин и ефективен, колкото и вътрешният сетълмент**

**... дава възможност за по-ефективно използване на ликвидността и обезпеченията...**

**... и стимулира конкуренцията**

**Окончателно решение по проекта – в средата на 2008 г.**

Презграничното достъпяне на банкови услуги еволюира в пазарен процес

Няколко мерки на ЕС, целящи премахване на свързаните с политиката пречки...

... са активно подкрепяни от Евросистемата

### 6.3.3 БАНКОВИ ПАЗАРИ

#### ПОДОБРЕНИЯ В РЕГУЛАТОРНАТА И НАДЗОРНА РАМКА ЗА ПРЕЗГРАНИЧНИТЕ БАНКИ

Презграничните банкови групи са водещи за процеса на интеграция, тъй като засилват конкуренцията и пренасят нововъведенията при финансовите продукти и услуги в резултат от разпространяването им в различни юрисдикции. Ето защо премахването на свързани с политиката пречки пред презграничното банкиране се превръща през последните години във важен въпрос. Основните приоритети в това отношение са отстраняване на затрудненията за презграничните сливания и придобивания и непрекъснато съдействие за ефективното опериране на презграничните банкови групи.

С цел усъвършенстване рамката на ЕС за презграничните банки бяха предприети няколко инициативи в областта на банковото регулиране и надзор, надзора върху пазарната етика, данъчното облагане и фирменото право<sup>14</sup>. Важен елемент от работата е оптимизирането на надзора върху презграничните групи и задълбочаването на сближаването в областта на националните изисквания. Усъвършенстваната рамка за взаимодействие между страната-домакин и страната по седалище, приета през 2006 г. в съответствие с Директивата за капиталовите изисквания<sup>15</sup>, и споменатото по-горе разширяване на Рамката *Ламфалуси* по отношение на банковия сектор са две събития с повратно значение в този смисъл. Същевременно вече са в процес на подготовка инициативи за по-нататъшно усъвършенстване на надзорните механизми в ЕС (вж. глава 7).

В допълнение, стратегията на Комисията в областта на финансовите услуги за периода 2005–2010 г. съдържа редица внимателно насочени мерки за улесняване на презграничните дейности в банковия сегмент на дребно, например по отношение на ипотечното кредитиране, клиентската мобилност във връзка с банковите сметки и презграничния достъп до данни за кредитите.

Освен приноса си към работата по оптимизиране рамката на ЕС за презграничните банки ЕЦБ и Евросистемата събират и информация за развитието на банковите групи със значителна презгранична дейност в ЕС. По-конкретно, от 2002 г. Комитетът по банков надзор прави два пъти годишно преглед на тези групи. Трите прегледа сочат през последните години засилваща се интернационализация, предимно в резултат от презграничните сливания и придобивания. Макар че броят на групите, включени в анализа, е нараснал незначително – от 41 на 46 за периода 2001–2006 г., консолидираните активи на банките от представителната извадка са се увеличили с 54% за същия период, а техният дял в консолидираните банкови активи в ЕС е нараснал до 68%. В резултат банките със значителна презгранична дейност държат съществен и нарастващ дял в общите банкови активи в ЕС<sup>16</sup>.

14 Специална статия със заглавие „Усъвършенстване на рамката на ЕС за презграничните банки“ в изданието на ЕЦБ от 2007 г. „Финансовата интеграция в Европа“ прави преглед на съответните политически инициативи.

15 Директивата за капиталовите изисквания прилага епохалното международно споразумение Базел II за по-широкообхватни и чувствителни по отношение на риска изисквания за капиталовата адекватност на банките на ниво ЕС. В този смисъл тя въвежда редица допълнителни елементи, отчитайки специфичните особености на условията в ЕС. По-конкретно, имайки предвид напредъка във финансовата интеграция в ЕС и съответстващата ѝ висока степен на обвързаност и взаимна зависимост между властите, директивата въвежда по-високи изисквания за сътрудничеството между страната-домакин и страната по седалище.

16 Допълнителна информация за обхвата и резултатите от усилията за създаване на „пътна карта“ е дадена в статията „Международна дейност на големи банкови групи в ЕС“ в доклада на ЕЦБ от 2005 г. относно банковите структури в ЕС. Докладът за 2006 г. отчита основните резултати от усилията от 2005 г. за създаване на „пътна карта“. Оценка на изводите от 2005 г. е дадена и в публикацията „Преглед на Рамката *Ламфалуси*: приносът на Евросистемата“, която е публикувана на интернет страницата на ЕЦБ: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalucy-review2007en.pdf>

## КЪМ ИНТЕГРИРАНА ИНФРАСТРУКТУРА ЗА ПЛАЩАНИЯ НА ДРЕБНО В ЕВРОЗОНАТА

Презграничната банкова дейност е затруднена от сравнително високото ниво на фрагментираност на инфраструктурата за плащания на дребно. Всяка страна има свои национални платежни инструменти и различни стандарти за разплащания чрез кредитен трансфер, директен дебит и картови плащания. За Евросистемата създаването на интегриран пазар за плащания на дребно с единен за еврозоната набор от платежни инструменти е особено желателен, тъй като е логическа последица от въвеждането на еврото.

През последните десет години Евросистемата играе ролята на катализатор на реформите. Тя публикува няколко доклада за причините и възможното противодействие на фрагментацията и набелязва целите, които е необходимо да бъдат постигнати. Още през 1999 г. Евросистемата обърна внимание на факта, че особено при презграничните кредитни трансфери цените са твърде по-високи, а времето за изпълнение – значително по-дълго от това за местните (вътрешните) преводи<sup>17</sup>. Тези недостатъци бяха отчасти свързани с преобладаващото използване услугите на банки-кореспонденти и с липсата на адекватни междубанкови инфраструктури в цялата еврозона. През 2000 г.<sup>18</sup> Евросистемата отбелязва, че въпреки известния напредък, постигнат от банковата индустрия, потребителските цени за презграничните плащания остават високи. С цел даване на допълнителни насоки ЕЦБ публикува и конкретна „пътна карта“ за създаването на модерна инфраструктура за плащания на дребно за кредитни трансфери в евро<sup>19</sup>.

През декември 2001 г. Европейският парламент и Съветът приеха наредба, която предвижда задължението за еднакво за потребителите ценообразуване при презграничните и националните плащания в евро. Макар че наредбата допринесе за известно подобрение от гледна точка на потребителите, банковият сектор трябва да извърши още значителна работа по изграждане на общоевропейската инфраструктура за услуги. В началото на 2002 г. банковата индустрия учреди Европейски съвет по плащанията, който впоследствие формулира стратегия за създаването на Единна зона за плащания в евро СЕПА.<sup>20</sup>

От 2002 г. Евросистемата значително подкрепя банковата индустрия, предоставяйки ѝ насоки и срокове за внедряване на модерна платежна инфраструктура, която да отговаря на нуждите на потребителите от еврозоната<sup>21</sup>. Европейският банков сектор е положил големи усилия за увеличаване ефективността на презграничните разплащания на дребно. Най-важните резултати от това са три: общ набор от правила за кредитни трансфери, директен дебит и картови разплащания за всички участници на пазара на плащания в евро; еднакъв достъп до доставчиците и потребителите на услуги в цяла Европа; и равно третиране на пазарните участници. Като цяло прозрачността на правилата и условията очевидно са подобрени.

17 Вж. публикацията на ЕЦБ от 13 септември 1999 г. със заглавие „Подобряване на презграничните услуги за плащания на дребно – през погледа на Евросистемата“.

18 Вж. публикацията на ЕЦБ от 14 септември 2000 г. със заглавие „Подобряване на презграничните услуги за плащания на дребно. Доклад за напредъка“.

19 Вж. публикацията на ЕЦБ от ноември 2001 г., озаглавена „Към интегрирана инфраструктура за кредитните трансфери в евро“.

20 Вж. Бяла книга на Европейски съвет по плащанията „Евроланд – нашата единна зона за плащания (май 2002 г.).

21 Евросистемата е издала няколко доклада за напредъка с цел даване насоки на сектора: 26 юни 2003 г. „Към единна зона за плащания в евро. Доклад за напредъка“; 2 декември 2004 г. „Към единна зона за плащания в евро. Трети доклад за напредъка“; 17 февруари 2006 г. „Към единна зона за плащания в евро – цели и срокове“ (четвърти доклад за напредъка); 20 юли 2007 г. „Единна зона за плащания в евро (СЕПА) – от идея към реалност“ (пети доклад за напредъка). За повече информация относно последиците от СЕПА за финансовата интеграция вж. изданието на ЕЦБ за 2007 г. „Финансовата интеграция в Европа“.

Пазарът на плащания на дребно остава фрагментиран

Евросистемата действа като катализатор на реформите

Индустрията взе решение за създаването на СЕПА

Резултатите и законовата рамка са рефинирани

През януари 2008 г.  
стартира СЕПА

Директивата за платежните услуги, приета в края на 2007 г., формира правната рамка за плащанията в СЕПА и трябва да се приложи от всички държави – членки на ЕС, до 1 ноември 2009 г. Директивата има за цел да предизвика по-силна конкуренция на платежните пазари, като премахне входните бариери за участие на тях. Тя осигурява освен това опростена и напълно хармонизирана законова рамка по отношение на информационните изисквания и правата и задълженията, произтичащи от предоставянето и използването на платежни услуги.

На 28 януари 2008 г. с въвеждането в Европа на общ кредитен трансфер за всички плащания в евро СЕПА бе пусната в експлоатация. Бяха въведени също и карти за широка употреба в рамките на СЕПА. Директен дебит в СЕПА ще стартира през 2009 г. По този начин десет години след въвеждането на еврото инфраструктурата за плащания на дребно в евро най-после е налице. Националните платежни инструменти постепенно ще излязат от употреба през следващите няколко години и ще бъдат въведени по-иновационни решения. През идващите години се очаква СЕПА да доведе до по-силна интеграция и ефективност на банковия пазар на дребно.

#### 6.4 ПΟΥКИ И НАСОКИ ЗА БЪДЕШЕТО

Финансовата интеграция  
подпомага Евросистемата  
да постигне целите си

За последните десет години в еврозоната е постигнат значителен напредък във финансовата интеграция. По-интегрираните финансови пазари подпомагат ефективното изпълнение на правомощията на Евросистемата и постигането на нейните цели чрез приноса ѝ за запазването на ценовата стабилност, финансовата стабилност, гладкото опериране на платежните системи и икономическия растеж. Въвеждането на еврото вече се прояви като основна движеща сила на финансовата интеграция. Нещо повече, през последното десетилетие Евросистемата допринесе съществено за финансовата интеграция в четири основни насоки.

Действията на  
Евросистемата насърчиха  
интеграционния процес

Първо, ЕЦБ разработи концептуална рамка за оценка и мониторинг на финансовата интеграция в еврозоната и периодично извършва преглед на състоянието ѝ в докладите си за финансовата интеграция в Европа. По този начин ЕЦБ осигурява стабилна емпирична база за целенасочени действия по засилване на финансовата интеграция, съответно допринасяйки за обсъждане на политиката и за повишаване осведомеността на обществеността за финансовата интеграция и за ролята на Евросистемата.

Второ, Евросистемата успешно играе ролята на катализатор на пазарни инициативи за финансово интегриране в редица важни области чрез насърчаване например на по-силната интегрираност на пазарите на краткосрочни дългови ценни книжа (чрез проекта СТЕП) и на пазарите за банкови услуги на дребно (чрез СЕПА).

Трето, Евросистемата спомогна за разработването на различни мерки на ЕС за намаляване пред финансовата интеграция на пречките, свързани с паричната политика. Тези мерки целяха, например, да засилят интеграцията на пазара на ценни книжа и банкови услуги посредством създаването на всеобхватна и взаимодействаща си законодателна, регулаторна и надзорна рамка на ЕС за финансовите услуги и за клиринг и сетълмент на ценни книжа.

Четвърто, Евросистемата ефективно използва предоставяните от централните банки услуги, насочени главно към подпомагане изпълнението на задачите на централната банка в



качеството ѝ на канал за задълбочаване на финансовата интеграция. Основните примери в тази дейност са свързани с интеграцията на пазарната инфраструктура за големи плащания (ТАРГЕТ и ТАРГЕТ2) и със създаването на единна система за презграничен трансфер на обезпечения (МКЦБ), които изиграха ключова роля за постигането и поддържането на почти пълна интеграция на паричните пазари.

Евросистемата ще продължи да използва тези инструменти, особено в областите, които все още изостават по отношение на финансовата интеграция, и по-конкретно пазарите на корпоративни облигации, акции и банкови услуги на дребно. Приоритетите в това отношение включват: а) предоставяне на консултации относно възможни бъдещи подобрения в рамката на ЕС за финансовите услуги, като финансовия надзор, банкирането на дребно и премахването на пречките пред презграничния клиринг и сетълмент на ценни книжа; б) предвиденото въвеждане на услугата на Евросистемата за сетълмент на трансакции на ценни книжа (Т2-ЦК); и в) съдействие за пълното внедряване на СЕПА. И накрая, ЕЦБ ще работи за по-нататъшно развитие на концептуалната си рамка за финансовата интеграция и за разширяването ѝ във времето с оглед включване на оценка за напредъка във финансовото развитие.

**Бъдещи приоритети**





## 7 ФИНАНСОВА СТАБИЛНОСТ И КОНТРОЛ

Едно от основните задължения на Евросистемата е да допринесе за финансовата стабилност, като причините за това са няколко. Поради ролята им на емисионни институти централните банки трябва да наблюдават качеството на финансовите институции, които са техни партньори по отношение на паричната политика. Друга причина е нуждата от стабилна финансова система с цел ефикасното функциониране на трансмисионния механизъм на паричната политика. Освен това централните банки играят ролята на крайни доставчици и на надежден посредник при сетълмента на финансови трансакции и на ликвидност във финансовата система. И последно, финансовата стабилност спомага и за по-добри икономически резултати. През последните десетилетия връзката между икономическия растеж и финансовата стабилност придоби голямо значение поради голямото разширяване на финансовия сектор в сравнение с реалната икономика. По-конкретно, сериозни нарушения в процеса на финансовото посредничество повече от сигурно пораждат макроикономически последици.<sup>1</sup>

През последните десет години Евросистемата допринесе значително за запазването на финансовата стабилност в еврозоната, преследвайки основната си цел – да поддържа стабилността на цените. Средносрочната ориентираност на стратегията по парична политика на ЕЦБ осигури поддържането на ценова стабилност без въвеждането на излишна колебливост в икономическата активност и финансовите пазари. Нещо повече, Евросистемата допринесе за финансовата стабилност по два основни начина. Първо, тя извършва редица дейности, за да заздравя стабилността на финансовата система на еврозоната. Второ, Евросистемата подпомага компетентните национални власти и тези на ЕС при изпълнението на техните задължения, свързани с финансовата стабилност. Освен това тя поема пряка отговорност за надзора върху пазарните инфраструктури и особено върху платежните системи – задължение, което допринесе за стабилността на финансовата система.

Тази глава прави общ преглед на основните постижения на Евросистемата в тези области. Раздел 7.1 описва общия фон на съответните дейности с кратък преглед на понятието за финансова стабилност и съответната роля на Евросистемата. Раздел 7.2 дава оценка на приноса на Евросистемата за финансовата стабилност, а раздел 7.3 разглежда контролната роля на Евросистемата.

### 7.1 ФИНАНСОВАТА СТАБИЛНОСТ И РОЛЯТА НА ЕВРОСИСТЕМАТА

До този момент не съществува обобщено определение за финансова стабилност. Особено трудно е да се определи с приемлива точност конкретен случай на финансова нестабилност, освен ако той не е явна финансова криза. Според определението, използвано от ЕЦБ, финансовата нестабилност е състояние, в което финансовата система – включително финансовите посредници, пазарите и пазарните инфраструктури – е способна да устои на шокове и на определени финансови диспропорции.<sup>2</sup>

Финансовата стабилност е комплексно понятие...

<sup>1</sup> Padoa-Schioppa, Tommaso (2002) Central banks and financial stability: exploring a land in between. Policy panel introductory paper at 1 the Second ECB Central Banking Conference "The transformation of the European financial system", held on 24 and 25 October 2002.

<sup>2</sup> Вж. статията Assessing Financial Stability: Conceptual Boundaries and Challenges в броя от юни 2005 г. на изданието на ЕЦБ Financial Stability Review.

... и на първо място е отговорността на частния сектор

Постигането и поддържането на финансова стабилност е първо и преди всичко отговорност на участниците на пазара, от които се очаква да оценяват и управляват ефективно рисковете си и да понасят финансовите последици от сделките си. Въпреки това участниците на пазара не отчитат възможните системни рискове, които могат да възникнат в резултат от техните действия. Поради това е създадена обществена рамка за предотвратяване и управление на потенциални финансови кризи, която цели предотвратяване на финансови проблеми, застрашаващи общата стабилност на финансовата и икономическата система, като в същото време минимизира, доколкото е възможно, деформациите на пазарния механизъм. Тази рамка включва редовното наблюдаване и оценка на финансовата стабилност, финансовото регулиране и надзор, контрола върху пазарните инфраструктури и поредицата от възможни мерки за управление на кризи.

Роля на Евросистемата

Евросистемата има две основни функции в тези области. Първо, тя има определени финансови задачи на равнище еврозона, като наблюдение и оценка на финансовата стабилност в еврозоната и операциите на пазара, които са насочени към регулиране на общи финансови шокове и успокояване на напрежения на паричния пазар на еврозоната. На второ място Евросистемата допринася за дефиниране политиката на финансова стабилност на компетентните национални и на ЕС власти, имащи отношение към наблюдението и оценката на финансовата стабилност, финансовото регулиране и надзора и управлението на кризи. В допълнение, като част от своята основна задача – да осигурява гладкото функциониране на платежните системи – Евросистемата контролира пазарните инфраструктури. Следващите раздели допълват в подробности приноса на Евросистемата за финансовата стабилност и нейната роля за контрола върху пазарните инфраструктури.

## 7.2 ПРИНОС ЗА ФИНАНСОВАТА СТАБИЛНОСТ

### ИНСТИТУЦИОНАЛНА СРЕДА

Създаването на ИПС въведе различни институционални модели на паричната политика и финансовата стабилност в рамките на еврозоната. Макар че отговорността за последните беше прехвърлена от национално на наднационално ниво (вж. глава 2), отговорността за мерките за гарантиране на финансовата стабилност остана на ниво държави. Освен това за разлика от ситуацията в някои държави от Евросистемата, където няколко банки отговарят за или са пряко въввлечени в благоразумния надзор<sup>3</sup>, в ИПС централното банкиране и надзорните функции бяха разделени, тъй като на ЕЦБ и Евросистемата не са делегирани преки надзорни компетенции.

Специфичната институционална рамка, която по същество е по-сложна от тази на модела на паричната политика, породила нуждата от тясно сътрудничество: а) в рамките на Евросистемата, между ЕЦБ и НЦБ с цел да се наблюдават и ефективно насочват потенциалните рискове за финансовата система на ниво еврозона; и б) между Евросистемата и националните надзорни

3 Структурите за надзор в държавите – членки на ЕС, се различават значително както по отношение на ангажираността, така и на възлагането на отговорностите по надзора върху финансовия сектор на централните банки. Например, макар в някои държави отговорността за надзора да е разпределена в сектора, други държави централизират в една институция отговорностите за финансовия надзор върху банковия, застрахователния сектор и търговията с ценни книжа. В публикация на ЕЦБ със заглавие „Последни промени в надзорните структури на ЕС и присъединяващите се държави“ се предлага нов (2006 г.) преглед на мерките в държавите от ЕС. Този материал се намира на интернет страницата на ЕЦБ ([http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/report\\_on\\_supervisory\\_structuresen.pdf](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/report_on_supervisory_structuresen.pdf)).

Националната отговорност за финансовата стабилност...

... заслуга се нуждата от презгранично сътрудничество

органи с цел да се осигури тясна координация на функциите между централните банки и надзора при запазването на финансовата стабилност.

Договорът за създаване на Европейския съюз (Маастрихтският договор) определя конкретни механизми за сътрудничество в това отношение. На първо място Евросистемата трябва да „допринесе за гладкото провеждане на политиките, провеждани от компетентните власти, във връзка с благоразумния надзор върху кредитните институции и стабилността на финансовата система”.<sup>4</sup> Второ, за всеки предложен акт на Европейската общност или всеки проект на законодателна разпоредба на националните власти, трябва да се направи допитване до ЕЦБ, ако последните попадат в сферата на нейната компетентност. По същия начин ЕЦБ може да отправи запитване или да се консултира със Съвета, Комисията и компетентните национални власти по отношение обхвата и прилагането на законодателството на Общността, свързано с благоразумния надзор върху кредитните институции и стабилността на финансовата система<sup>5</sup>. В заключение Договорът предвижда възможността за прехвърляне на конкретни надзорни функции върху ЕЦБ, като се спазва опростена процедура и без да се изменя Договорът<sup>6</sup>. Тази норма, която все още не е прилагана, представлява алтернатива, в случай че механизмите за сътрудничество не успеят да постигнат гладко и ефикасно взаимодействие между властите.

Евросистемата изпълнява мандата си по отношение на финансовата стабилност с помощта на Комитета по банков надзор (КБН), който бе създаден от Управителния съвет на ЕЦБ през 1998 г. В КБН участват високопоставени представители на ЕЦБ и на националните централни банки на държавите в Евросистемата, както и представители на националните власти по банков надзор в тези държави от Евросистемата, в които мандатът на НЦБ не включва банков надзор. Освен това КБН включва и представители на централните банки и надзора от тези държави-членки, които не са приели единната валута. Това широко представителство отразява факта, че националните отговорности за финансовата стабилност и надзора се изпълняват в съответствие с хармонизираната регулаторна рамка и Общия пазар на Европейския съюз.<sup>7</sup>

## ПАЗАРНА СРЕДА

Ролята и задачите на ЕЦБ и на Евросистемата за финансовата стабилност се развиха на фона на общия напредък в презграничната финансова интеграция (разглеждана в глава 6) и все по-динамичния характер и усложняването на финансовата система.

Финансовата интеграция увеличава възможността за подялба на риска и диверсификация, увеличава ликвидността и дълбочината на финансовите пазари, допринасяйки по този начин за устойчивостта на финансовата система. От друга страна, тя прави финансовата система по-податлива на сътресения, които по произход и същина може да са презгранични. Това налага по-нататъшно засилване на презграничния обмен на информация и сътрудничество между централните банки и надзорните власти именно по отношение на нарастващия брой големи многонационални банкови групи в рамките на Европейския съюз.

4 Член 105(5) от Договора за създаване на Европейския съюз.

5 Член 25.1 от Устава на ЕСЦБ.

6 Член 105(6) от Договора и член 25.2 от Устава на ЕСЦБ.

7 За повече информация относно КБН вж. *Papademos, Lucas (2007) The Banking Supervision Committee of the ESCB and its contribution to financial stability in the EU, in: Kreditwesen, Vol. 8, с. 28–31.*

Механизмите за  
сътрудничество са  
определени в Договора...

... и са изпълнени с подкрепата  
на Комитета по банков надзор

Финансовата  
интеграция предполага  
по-тясно презгранично  
сътрудничество

**Динамичната и сложна  
финансова система...**

Нещо повече, бързият темп на финансовите иновации наред със задълбочаването на финансовата интеграция заличават границите между финансовите посредници, пазари и пазарни инфраструктури, както и между различните сегменти на финансовия пазар. Някои важни промени в тази насока са по-голямото участие на банките на капиталовите пазари (напр. чрез секюритизация на банкови заеми, инструменти за прехвърляне на кредитен риск и сложни структурирани финансови продукти), нарастващата роля на финансовите конгломерати, засилващото се влияние на търговските банки при предоставянето на инфраструктурни услуги и все по-голямото участие на нерегулирани стопански субекти на финансовите пазари и инфраструктури.

**... прави все по-търсено  
запазването на финансовата  
стабилност**

В резултат съществува постоянна нужда от усъвършенстване и актуализиране на мрежата за мониторинг, анализ и реакция на потенциални рискове за финансовата система, като се вземат предвид различните вътрешни връзки между нейните компоненти и съответстващите им изменения. Тази задача става все по-необходима.

## **ОСНОВНИ ПОСТИЖЕНИЯ НА ЕВРОСИСТЕМАТА**

### **МОНИТОРИНГ И ОЦЕНКА НА ФИНАНСОВАТА СТАБИЛНОСТ**

**Бъдещите перспективи за  
финансовата стабилност**

Според ЕЦБ запазването на финансовата стабилност има важно бъдещо измерение – потенциалните източници на финансови рискове или уязвимост (като неефективното разпределение на финансовите ресурси или недооценяването/лошото управление на финансовия риск) трябва да бъдат идентифицирани в колкото е възможно по-далечна перспектива, преди да доведат до неконтролируеми и потенциално опасни диспропорции във финансовата система. В същото време ще е полезно да се направи опит за оценка на степента на подобни финансови слабости и на потенциалното им влияние върху общата стабилност на финансовата система. По-конкретно, това ще спомогне за по-добро съсредоточаване действията на частния и държавния сектор върху тези рискове, които е вероятно да нарушат финансовата стабилност.

Ето защо Евросистемата редовно наблюдава и оценява възможните източници на риск и уязвими места във финансовата система, за да разпознае възникващите диспропорции във възможно най-ранен етап и да осигури основа за целенасочени оздравителни действия, като интензивен финансов надзор или контрол върху пазара.

**Отчитат се всички  
компоненти на  
финансовата система**

В тези условия Евросистемата наблюдава отблизо устойчивостта на банковия сектор, който играе съществена роля за провеждането и прехвърлянето на паричната политика, за платежната система и за канализиране на средства от спестителите към инвеститорите. В същото време този анализ се допълва от широкообхватна оценка, която отчита другите компоненти на финансовата система като пазари, небанкови финансови посредници и инфраструктури, като се има предвид тяхната увеличаваща се роля в системата и тясната им обвързаност с банките. Освен това Евросистемата придава голямо значение на тясното сътрудничество с надзорните власти при наблюдението на финансовата стабилност, за да се обединят макро- и микронадзорните гледни точки. В този аспект е решаваща ролята на КБН като форум за обмен на професионален опит и знания в сферата на централното банкиране и надзора.

**Обединяване на  
надзорните гледни точки  
на макро- и микроравнище**

**Дейностите на  
Евросистемата се  
основават на три стълба**

Дейностите на Евросистемата по мониторинг и оценка на финансовата стабилност се основават на три стълба.



Полугодишен преглед на  
финансовата стабилност  
в еврозоната...

Първо, през 2000 г. започна разработването на всеобхватна рамка за оценка на потенциалните рискове и уязвимост на финансовата система на еврозоната като цяло. Тази оценка цели да определи индивидуалната и колективната устойчивост на институциите, пазарите и инфраструктурите на еврозоната; да установи основните източници на риск и уязвимост, които могат да създадат проблеми за бъдещата стабилност на финансовата система; и да оцени способността на финансовата система да се справи, в случай че тези рискове се материализират. От декември 2004 г. резултатите от тези редовни оценки биват представяни в полугодишния „Преглед на финансовата стабилност”, за изготвянето на който се ползват входни данни от КБН. Подобно на други такива публикации от страна на други централни банки по света, главната цел на този преглед е да подтикне към бдителност в сферата на финансите и в обществото по отношение на тенденциите, свързани със стабилността в еврозоната и финансовата система. Освен това чрез прегледа на потенциалните източниците на риск и уязвимост, които е възможно да разклатят финансовата стабилност, докладът има за цел и да допринесе за намаляване на финансовото напрежение или преди всичко да предотврати възникването му.

Второ, от 1999 г. насам КБН редовно изготвя макронадзорни анализи на банковия сектор на ЕС, изводите от които от 2003 г. насам се публикуват в годишен доклад със заглавие „Стабилност на банковия сектор в ЕС“. КБН прави и редовен преглед на структурните тенденции в банковия сектор на ЕС, които се отнасят до централните банки и надзорните власти. Годишният доклад „Банкови структури на ЕС“, публикуван за първи път през 2002 г., е резултат от тази работа. Макронадзорният и структурният анализ на КБН се базират едновременно на агрегирана статистическа информация, получена от централните банки и надзорните власти в ЕС, и допълнително на качествени и, доколкото е възможно, прогнозни данни от членовете на КБН.

... годишен макронадзорен  
и структурен анализ на  
банковия сектор в ЕС...

На трето място, ЕЦБ и Евросистемата заедно с централните банки от ЕС са пряко въввлечени и участват в работата на други институции и органи, които наблюдават финансовата стабилност в Европа и по света. На ниво ЕС това е свързано конкретно с подпомагането на Икономическия и финансов комитет (ИФК), който два пъти годишно разглежда въпросите на финансовата стабилност във формат Таблица за финансовата стабилност и е отговорен за подготовката за обсъжданията на тези въпроси в Съвета ЕКОФИН.<sup>8</sup> На световно равнище ЕЦБ и НЦБ от Евросистемата отново заедно с други централни банки от ЕС участват активно в мониторинговите дейности на Международния валутен фонд, Форума за финансова стабилност, Комитета по световната финансова система и Банката за международни разплащания.

... принос за мониторинга на  
финансовата стабилност в  
света и в ЕС

Въпреки значителните постижения рамката на Евросистемата за мониторинг и оценка на финансовата стабилност има нужда от по-нататъшно усъвършенстване. Значително предизвикателство в това отношение – не само за Евросистемата, но и за централните банки и надзорните власти по света – е свързано с разработването на адекватен количествен подход за идентифициране на рискове за финансовата стабилност и за оценка на потенциалното въздействие на тяхното материализиране. Това е трудна задача, защото количественото описание на финансовата стабилност само по себе си не е никак просто и защото изработването на адекватна аналитична рамка, включваща подходящите показатели, модели и

Трудностите при  
количествената  
оценка на финансовата  
стабилност...

<sup>8</sup> Докато в Икономическия и финансов комитет участват представители на финансовите министерства на държавите от ЕС, националните централни банки, ЕЦБ и Комисията, форматът Таблица за финансовата стабилност включва и председателите на КБН и надзорните комитети от ЕС, като последното се прави съгласно Принципа Ламфалуси (вж. следващия раздел, посветен на финансовото регулиране и надзор).

... изискват постъпателно усъвършенстване на подходите на Евросистемата

методологии, по принцип е много сложна задача. Освен това постоянната и бърза промяна на финансовата система заедно с финансовите иновации представляват допълнителна трудност при разработването на подходящата аналитична рамка. По-конкретно, сложността на някои от новите финансови инструменти, преразпределянето на риска по сектори и непрозрачността на сделките на нарастващия брой небанкови финансови институции превърнаха моделирането на финансовата система, както и мониторинга и оценката на риска в много по-трудна задача.<sup>9</sup> Въпреки че тези трудности при оценяването са големи, важно е да се отбележи, че през последните години бе постигнат значителен напредък.

Полугодишната Таблица за финансовата стабилност постепенно придоби аналитична дълбочина, особено що се отнася до анализа на финансовите пазари и институции. Примерите за това включват методи за количествено описание на експозициите на големи и сложни банкови групи на кредитен риск, присъщ на корпоративния сектор, разработването на различни показатели за други видове риск, пред които са изправени банки, хеджингови фондове и застрахователни дружества, както и на показатели за активността на финансовите пазари, които целят откриването на потенциални финансови диспропорции. Друг важен елемент на това начинание е разработването на методология за провеждане на макро стрестестове на финансовата система на еврозоната. Главната цел на такива тестове е да се оценят икономическите разходи при възможни последици от извънредни ситуации и мащабни шокове върху финансовата система. В заключение, подобна рамка за провеждане на стрестестове ще спомогне за количествено описание и ранжиране на рисковете по важност и ще позволи мониторингът и оценката на финансовата стабилност да бъдат по-конкретни. Освен това, след като веднъж се приложат изцяло, стрестестовите ще помогнат на Евросистемата да подобри вътрешната си съгласуваност, а оттам – и бъдещите измерения на своя мониторинг на финансовата стабилност. През последните няколко години ЕЦБ работи в близко сътрудничество с КБН по намиране на методи за разширяване именно на презграничния обхват на стрестестовите – аспект, който става все по-важен с оглед на това, че еврозоната става финансово все по-интегрирана и презграничните дейности на финансовите институции придобиват по-голямо значение.<sup>10</sup>

Нужда от по-гостъпна и качествена информация

Друго важно предизвикателство е изработването на адекватна информационна инфраструктура, която да подпомага мониторинга и оценката на финансовата стабилност и, особено, засилването на обмена на информация чрез КБН и Комитета по статистика, което включва ежегодното събиране на консолидирана банкова информация за цялата банкова система на ЕС. Ограниченията по отношение на наличността и качеството на данните бе посочено като основна спънка пред по-нататъшното развитие на количествената рамка за оценка на финансовата стабилност. Поради това е изключително важно да се разшири наборът от налични и висококачествени данни.

## ФИНАНСОВО РЕГУЛИРАНЕ И НАДЗОР

Като се базира на допускането, че действията на частния сектор биха могли да се окажат неуспешни за предотвратяване появата на финансови неравновесия, нормативната (регулаторна) и надзорна рамка на ЕС има за цел засилване на надеждността и сигурността

9 Вж. специалното издание *Measurement challenges in assessing financial stability* в броя от декември 2005 г. на Прегледа на финансовата стабилност на ЕЦБ.

10 Вж. *Fell, John (2007) Challenges for EU-wide macro stress-testing*, презентация, направена на конференцията на ЕЦБ по стрестестове и симулация на финансови кризи, 12–13 юли 2007 г., на интернет страницата на ЕЦБ (<http://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/sfi/Fell.pdf>).

Целта е да се гарантира общата сигурност и надеждност на финансовите институции

на финансовите институции като цяло. Главните инструменти в този смисъл са надзорните изисквания по отношение на капиталовите буфери, най-добрите практики за управление на риска и публичното оповестяване.

Евросистемата е тясно ангажирана с тази дейност, тъй като макронадзорният и структурният анализ на финансовата система и микронадзорната оценка на надзорниците взаимно се интензифицират.

За целта ЕЦБ и Евросистемата предоставят мнения и данни за разработването на нормативната и надзорна рамка на ЕС. ЕЦБ също играе консултативна роля по отношение на предлаганите законодателни промени във финансовото регулиране и надзора на национално ниво.

През последните години ЕЦБ и Евросистемата имат значим принос за усъвършенстване нормативната рамка на ЕС за финансовите услуги. Пример за това е Планът за действие в областта на финансовите услуги от 1999 г., с който бе създадена модерна и широкообхватна нормативна рамка на ЕС в областта на финансовите услуги (вж. глава 6). ЕЦБ осигурява информация за разработването на Плана за действие в областта на финансовите услуги под формата на официални становища по различните законодателни предложения на Комисията и участие в технически комитети. Като последващо действие Евросистемата допринесе за формулиране стратегията на ЕС в областта на финансовите услуги за периода 2005–2010 г., която бе публикувана през декември 2005 г. като Бяла книга на Комисията.<sup>11</sup> ЕЦБ и Евросистемата продължават да предоставят помощта и опита си при прилагането на Бялата книга<sup>12</sup>.

Евросистемата участва активно и в продължаващата подготовка на институционалната среда за финансово регулиране и надзор. По-конкретно, тя горещо поддържа Рамката *Ламфалуси* за финансово регулиране и надзор, с която се цели повишаване ефективността и гъвкавостта на законодателния процес при вземането на решения в ЕС и създаването на по-голяма степен на съгласуваност на регулаторната и надзорна рамка във всички държави – членки на ЕС (вж. глава 6). ЕЦБ играе също активна роля в прилагането на Рамката *Ламфалуси* като наблюдател на работата на комитетите от ниво 2 за банковия сектор и за сектора на ценните книжа и като член на комитетите от ниво 3 за банковия сектор. И накрая, Евросистемата допринася за непрекъснатото наблюдение върху функционирането на Рамката *Ламфалуси*<sup>13</sup>.

Първият пълен преглед на Подхода *Ламфалуси* във всички финансови сектори бе извършен от Съвета ЕКОФИН през декември 2007 г. Различни комитети и форуми на ЕС, както и на Евросистемата осигуряват входните данни за формирането на тази оценка. Прегледът показва, че Рамката *Ламфалуси* е постигнала значителен напредък по отношение ефективността и прозрачността на законодателния процес в ЕС, както и съгласувана регулаторна и надзорна рамка. От гледна точка на надзора обаче е необходима по-голяма степен на синхронизация на

11 Вж. „Зелена книга на Европейската комисия за политиката в областта на финансовите услуги (2005–2010 г.). Принос на Евросистемата за публичните консултации“ от 1 август 2005 г., която е публикувана на интернет страницата на ЕЦБ: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecgreenpaperfinancialservicespolicy2005en.pdf>

12 Така например Евросистемата се отзова на проведеното от Комисията обсъждане на възможните мерки във връзка с инвестиционните фондове и ипотечното кредитиране.

13 Важен елемент от този принос е свързан с прегледа, извършен от Комисията през 2005 г., на прилагането на Рамката *Ламфалуси* по отношение законодателството на пазара на ценни книжа, вж. документа „Преглед на прилагането на Рамката *Ламфалуси* към законодателството на ЕС за пазара на ценни книжа. Принос към проведените от Комисията публични консултации“ от 17 февруари 2005 г., е публикуван на интернет страницата: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-review2007en.pdf>.

Консултации, предоставяни от ЕЦБ/Евросистемата, и входни данни...

... по нормативната рамка на ЕС в областта на финансовите услуги

... и по установяването на финансовото регулиране и надзор в ЕС

резултатите в отделните държави-членки. В този смисъл се счита за необходимо да се подобри действието на Подхода *Ламфалуси* посредством: а) предоставяне на европейски мандат на националните органи по надзора; б) намаляване на националните възможности за избор и дискреционни права в правилата на ЕС и постигане на по-пълно сближаване в изискванията за финансова отчетност; в) засилване ролята на комитетите от ниво 3 на Рамката *Ламфалуси* за реализиране на целите по сближаването и сътрудничеството в работата на надзора и за подобряване ролята на надзорниците при надзора върху презгранични групи.<sup>14</sup> Съветът ЕКОФИН ще приеме практически мерки по изпълнение на тези приоритети на срещата си през юни 2008 г.

### УПРАВЛЕНИЕ НА ФИНАНСОВИ КРИЗИ

Независимо от значителните успехи в предотвратяването на презгранични финансови кризи не може да бъде изключена появата на финансови трусове с евентуални последици за финансовата стабилност в останалите страни.

За разрешаване на съответните финансови затруднения отново се прибягва на първо място до решение, ангажиращо частния сектор. Ако действията на частния сектор се окажат недостатъчни за овладяване на кризата, биха могли да се предвидят и допълнителни обществени мерки. Поемането на такъв евентуален ангажимент обаче става по преценка на публичния сектор на база концепцията за „подразбиращото се съмнение“ с оглед противодействие на риска от недобросъвестност.

Разпределянето на отговорностите при управление на кризи между Евросистемата, националните централни банки, надзорните органи и финансовите министерства зависи от това дали кризата е ликвидна или на платежоспособността.

При всеобща криза на ликвидност ЕЦБ може да участва чрез операции за подобряване на ликвидността (вж. глава 3) с оглед нормалното функциониране на паричния пазар на база съгласувани на равнище Евросистема оперативни процедури. Освен това НЦБ биха могли да предоставят – временно и срещу адекватно обезпечение – спешна ликвидна помощ за неликвидни, но платежоспособни кредитни институции. Евентуалното предоставяне на спешна ликвидна помощ се осъществява по преценка на компетентната НЦБ съгласно условията на Договора, засягащи забраната за парично финансиране, и то само при извънредни обстоятелства. НЦБ биха могли да считат подобна помощ за основателна, особено с оглед предотвратяване или намаляване на потенциални системни последици в резултат от пренасяне на неблагоприятни ефекти чрез други финансови институции или пазарни инфраструктури. През 1999 г. Евросистемата прие конкретни процедури за информационен обмен в случаите, когато НЦБ от Евросистемата предостави спешна ликвидна помощ. Тези процедури имат за цел да гарантират, че ефектът от такъв вид интервенция от страна на НЦБ, която е свързана със съответни разходи и рискове, може да бъде управляван по начин, съответстващ на правилното прилагане на единната парична политика.

По време на криза на платежоспособността основната отговорност за нейното управление и успешен изход се носи от финансовите министерства, които вземат решения за евентуално

<sup>14</sup> Тези приоритети бяха подчертани и в гореспоменатия принос на Евросистемата за прегледа на Рамката *Ламфалуси*. За допълнителна информация вж. статията „Усъвършенстване механизмите на ЕС за финансова стабилност“, Месечен бюлетин на ЕЦБ, април 2008 г.

Частният сектор като първа защитна линия

Ролята на Евросистемата...

... във време на кризи на ликвидност...

... и кризи на платежоспособност

предоставяне на финансова помощ, както и от надзорните органи, които могат да предприемат извънредни надзорни мерки за стабилизиране на проблемна институция или да вземат решение за нейната ликвидация.

Независимо от това дали дадена финансова криза е криза на ликвидност или на платежоспособност, въз основа на анализаторския си опит и познания, събрани при наблюдаването на финансовата стабилност и оценяването на потенциалните канали за разпространение на трусовете във финансовата система, както и на възможните последици за стабилността ѝ, Евросистемата може да окаже помощ в усилията за управление на кризата. Нещо повече, в случай че криза на ликвидност или платежоспособност засегне функционирането на пазарните инфраструктури, Евросистемата може да предприеме действия за осигуряване на безпроблемното им функциониране.

Предвид необходимостта от навременни и целенасочени действия по време на финансова криза от ключово значение е гладкото и ефективно взаимодействие между компетентните власти – централни банки, надзорни органи и финансови министерства. Това представлява значително предизвикателство в контекста на ЕС предвид многобройните участващи органи. Освен това, макар че са необходими ясно дефинирани отговорности и структура за улесняване обмена на информация и сътрудничеството, тъй като всяка финансова криза е уникална, не може да бъде създаден универсален концептуален проект за управление на кризи. Гъвкавостта и правилната преценка също са от решаващо значение за предотвратяването на риск от недобросъвестност.

Все пак през последното десетилетие бе направено много за подобряване на мерките в ЕС по управлението на кризи. В това отношение Евросистемата има активен принос в три основни сфери на дейност във връзка с: а) изясняване на законодателната рамка за управлението на кризи и по-конкретно Директивата за капиталовите изисквания от 2006 г. и Директивата за финансовите конгломерати от 2002 г.; б) разработване и непрекъснато усъвършенстване на споразуменията за доброволно сътрудничеството между отделните органи под формата на меморандуми за разбирателство на ниво ЕС; и в) учения за симулация на кризи на ниво ЕС и Евросистема с цел усъвършенстване на действащото законодателство и неформалните договорености и повишаване общата степен на готовност за разрешаването на кризи<sup>15</sup>.

Важна стъпка за по-нататъшното усъвършенстване на мерките на ЕС по управлението на кризи бе направена през октомври 2007 г., когато Съветът ЕКОФИН изложи стратегическа пътна карта за финансовата стабилност на ЕС<sup>16</sup>. Основните елементи на тази пътна карта са: а) утвърждаване на набор от общи принципи за управление на презграничните кризи, както и на обща аналитична рамка за оценка на финансовите кризи, разработена от Комитета по банков надзор и Комитета на европейските банкови надзорни органи. Официално това бе постигнато чрез подписване от финансовите министри, управителите на централните банки и органите за банков надзор в ЕС през април 2008 г. на нов Меморандум за разбирателство;

15 В статията „Механизми на ЕС за управление на финансови кризи“, *Месечен бюлетин* на ЕЦБ, февруари 2007 г., се прави обзор на тези три компонента от дейността.

16 Пътната карта се основава на препоръките на работната група по споразуменията за финансова стабилност към Икономическия и финансов комитет и включва високопоставени представители на финансовите министерства, НЦБ, органите на надзора, ЕЦБ и Комисията. Тази пътна карта е създадена през септември 2006 г. за оценка на възможния обхват с цел изясняване и усъвършенстване на съществуващите споразумения за разрешаване на презгранични финансови кризи в ЕС, като се имат предвид най-вече резултатите от проведеното през април 2006 г. в целия ЕС учение за симулация на кризи. За повече информация относно пътната карта на Съвета ЕКОФИН и съответните последващи мерки вж. статията „Усъвършенстване на споразуменията на ЕС за финансова стабилност“, *Месечен бюлетин* на ЕЦБ, април 2008 г.

**Ефективното взаимодействие между отделните органи е от ключово значение**

**Постигнат е напредък в управлението на кризи в ЕС...**

**... в процес на подготовка са нови инициативи**

б) допълнително укрепване на тази рамка чрез конкретни споразумения за сътрудничество между съответните органи във връзка с презграничните институции; в) покана към Комисията в тясно взаимодействие с държавите-членки да направи оценка на възможни допълнителни уточнения по споразуменията за управление на кризи между надзорните органи на страната-домакин и страната по седалище в рамките на Директивата за капиталовите изисквания и за представяне на предложения до края на 2008 г.; г) искане към Комисията да направи оценка на възможни подобрения в нормативната уредба относно трансфера на активи в рамките на банковите групи, Директивата на ЕС за оздравяване и ликвидация на кредитни институции и ролята на схемите за гарантиране на депозитите и подкрепата на публичния сектор в случай на криза.

Таблица I Основен принос на Евросистемата в областта на финансовата стабилност

Област	Ниво	Основни дейности на Евросистемата
<b>Наблюдение и оценка на финансовата стабилност</b>		
Оценка на финансовата система на еврозоната	еврозона	„Преглед на финансовата стабилност“ – 2 пъти годишно
Макронадзорен анализ на банковия сектор в ЕС	ЕС	Годишен доклад на ЕЦБ „Стабилност на банковия сектор в ЕС“
Структурен анализ на банковия сектор в ЕС	ЕС	Годишен доклад на ЕЦБ „Банкови структури в ЕС“
Мониторинг на финансовата стабилност в ЕС	ЕС	Принос към дискусиите на ИФК и ЕКОФИН
Макро стрестестове	ЕС/еврозона	Принос за разработване на макро стрестестове в цялата еврозона
<b>Финансово регулиране и надзор</b>		
Цялостна стратегия на ЕС за финансовите услуги	ЕС	Принос към публичните консултации по политиката (напр. относно стратегията на ЕС за финансовите услуги, 2005–2010 г.)
Конкретни законодателни инициативи	ЕС	Официални становища на ЕЦБ и технически данни (чрез комитетите от ниво 2 по Рамката <i>Ламфалуси</i> за банковия сектор и за сектора на ценните книжа)
Последователно прилагане на правилата на ЕС	ЕС	Принос за разработване на единни стандарти и практики за надзора в банковия сектор (чрез комитетите от ниво 3 по Рамката <i>Ламфалуси</i> )
Усъвършенстване на надзорната рамка на ЕС	ЕС	Принос към публичните консултации по политиката (напр. преглед на Рамката <i>Ламфалуси</i> , 2007 г.)
<b>Управление на финансови кризи</b>		
Усъвършенстване на законодателната рамка на ЕС	ЕС	Официални становища на ЕЦБ и технически данни (чрез комитетите от ниво 2 по Рамката <i>Ламфалуси</i> )
Спешна ликвидна помощ	еврозона	Оценка от Евросистемата на съвместимостта на съответните операции за спешна ликвидна помощ, провеждани от НЦБ при преобладаващото състояние на паричната политика
Системна оценка на финансови кризи	ЕС	Обща аналитична рамка, създадена от Комитета по банков надзор и Комитета на европейските банкови надзорни органи
Взаимодействие между централните банки, финансовите министерства и органите на надзора в ЕС	ЕС	Принос за разработването на меморандумите за разбирателство, сключени през 2003 г., 2005 г. и 2008 г. Активна подготовка за изготвяне на цялостна стратегия за усъвършенстване на споразуменията на ЕС за финансова стабилност (напр. по отношение на пътната карта на Съвета ЕКОФИН за 2007 г.)
Готовност на Евросистемата за финансови кризи	еврозона	Участие в създаването и провеждането на учения за симулация на кризи Учение на Евросистемата за симулация на финансови кризи



## ПОУКИ И БЪДЕШИ НАСОКИ

През последните десет години бяха предприети многобройни мерки за усъвършенстване на споразуменията за финансова стабилност в еврозоната и ЕС. В това отношение Евросистемата играеше водеща роля. Първо, тя осъществи различни мероприятия на ниво еврозона за укрепване и защита стабилността на финансовата система в еврозоната, свързани по-специално с наблюдение и оценка на финансовата стабилност и пазарните операции с цел противопоставяне на общи финансови шокове и намаляване напрежението на паричния пазар в еврозоната. Второ, Евросистемата оказва помощ на националните органи и на органите на ЕС в тяхната политика, свързана с наблюдението и оценката на финансовата стабилност, финансовото регулиране и надзора и управлението на кризи. Въпреки значителните постижения рамката на ЕС за финансова стабилност е все още в процес на развитие и е нужно допълнителното ѝ усъвършенстване, за да бъде в крак с финансовата интеграция и нововъведенията.

Първо, що се отнася до наблюдението и оценката на финансовата стабилност, от съществено значение ще бъде да се задълбочи разбирането за сложните и бързи промени във финансовата система и да се съдейства активно за разработване на усъвършенствани количествени подходи. Те ще включват доразвитие на измерителите за по-широкообхватен анализ на междусекторното взаимодействие в реалната икономика и сферата на финансите и по-нататъшен напредък при стрестестовите на макроравнище.

Второ, необходимо е Евросистемата да продължи да играе много активна роля при предоставянето на висококачествено експертно мнение относно продължаващото усъвършенстване на споразуменията на ЕС за финансово регулиране и надзор.

Осигуряването на ефективно и резултатно функциониране на Рамката *Ламфалуси* ще бъде от ключово значение както с оглед оползотворяване пълния потенциал на усъвършенстваната нормативна рамка на ЕС, въведена с Плана за действие в областта на финансовите услуги, така и за да се гарантира, че надзорният механизъм на ЕС е адекватен по отношение дейността на финансовите групи, имащи значителна презгранична дейност и все по-голямо участие на Единния пазар, и към техните изисквания за модернизирани и съгласувани надзорен интерфейс.

Трето, не трябва да затихва импулсът за усъвършенстване споразуменията на ЕС за управлението на кризи. Важно постижение в тази насока представлява Меморандумът за разбирателство от 2008 г., подписан от финансовите министерства, централните банки и надзорните органи в ЕС. За да бъде той възможно най-резултатен, са необходими усилия за ефективното прилагане и тестване на това споразумение. От своя страна Евросистемата ще продължи да изпробва, а ако е необходимо – и да усъвършенства своите споразумения за финансови кризи.

И накрая, Евросистемата трябва да окаже съдействие за по-нататъшно заздравяване на сътрудничеството между централните банки и надзорните органи в ЕС, особено по отношение на основните презгранични финансови групи. Необходимо е да се засили информационният обмен, засягащ важни моменти от дейността и рисковия профил на тези групи както на текуща база, така и при управлението на извънредни ситуации.

Значителните  
постигания на  
Евросистемата

Четири главни бъдещи  
предизвикателства

### 7.3 НАДЗОР ВЪРХУ ПАЗАРНИТЕ ИНФРАСТРУКТУРИ

Инфраструктурите на финансовия пазар улесняват потока от средства, ценни книжа и други финансови инструменти между икономическите агенти, явявайки се ключов компонент на финансовата система като цяло. Пазарните инфраструктури обхващат различните платежни системи, системите за търговия с ценни книжа, за клиринг и сетълмент, както и споразуменията, институциите, правилата и процедурите, на които те се подчиняват, а също и обработваните от тях платежни инструменти. Благодарение на мащабната им роля и мрежова специфика платежните инфраструктури и тези на ценните книжа често са описвани като „кръвоносна система“ на сферата на финансите. Основните акционери, които се влияят от пазарните инфраструктури, включват системни оператори, участници (финансови институции), доставчици на услуги, централни банки, регулаторни органи, и накрая всички икономически агенти като крайни потребители на платежни и сетълмент-услуги.

Успоредно с нарастващата сложност на инфраструктурите на финансовия пазар, както и с бързо увеличаващите се стойности и обеми на обработваните от тях финансови трансакции централните банки отдавна признават важността на гладкото функциониране на тези инфраструктури за поддържане на финансовата стабилност. Очевидно собствениците и операторите на системите имат първостепенна отговорност за осигуряването на надеждното им функциониране и за сигурността и ефикасността на платежните и сетълмент-услуги. Разглеждайки отговорностите си по паричната политика и финансовата стабилност, ролята си за поддържане текущите сметки на участниците в платежните системи и заинтересуваността си от запазване доверието на обществеността в използваните платежни инструменти, Евросистемата и по принцип централните банки приемат надзора върху пазарната инфраструктура като една от своите основни функции. Крайната цел на политиката по надзора е да съдейства за гладкото функциониране на инфраструктурите на финансовия пазар с оглед предотвратяване прехвърлянето на смущения чрез тези инфраструктури към финансовата система и икономиката като цяло. Основните дейности по надзора включват разработване на надзорни стандарти, непрекъснато следене работата на пазарните инфраструктури и периодична оценка на съответствието на стандартите на база определената методология.

#### РОЛЯ НА ЕЦБ И НА ЕВРОСИСТЕМАТА

Договорът и Уставът определят надзора като една от основните задачи на Евросистемата. Чл.105(2) от Договора и чл.3 от Устава гласят: „основните задачи, осъществявани чрез ЕЦБ, са: ... да насърчава нормалното функциониране на платежните системи.“ Освен това съгласно чл. 22 от Устава „ЕЦБ и националните централни банки могат да осигурят улеснения, а ЕЦБ да приеме регламенти, гарантиращи ефикасни и стабилни клирингови и платежни системи в Общността и с други страни“.

Контролната роля на Евросистемата обхваща платежните и сетълмент-системи за обработка на плащанията в евро, които се отнасят както за големите, така и за малките плащания. С цел осигуряване еднакви условия за всички участници минималните стандарти, които се прилагат, и системите, оперирани от Евросистемата (напр. ТАРГЕТ2), са същите като прилаганите за частно оперираните платежни системи.

В съответствие със значението си за финансовата стабилност надзорната функция първоначално бе съсредоточена преди всичко върху системите за големи плащания в евро. Независимо от това надзорните органи постепенно разширяваха дейността си, като включиха и системите за плащания на дребно, платежните инструменти и трети страни – доставчиците на услуги.

### ПЛАТЕЖНИ СИСТЕМИ, ИНСТРУМЕНТИ И ИНФРАСТРУКТУРА НА ДОСТАВЧИЦИТЕ НА УСЛУГИ

В съответствие с единната надзорна рамка НЦБ отговарят за прилагане на надзорната политика на ЕЦБ по отношение на платежните системи, регистрирани в тяхната юрисдикция. Нещо повече, Управителният съвет може да приеме решение да възложи на ЕЦБ отговорностите за надзора върху системи със специфични характеристики.

На този фон ЕЦБ отговаря за надзора върху платежния механизъм на ЕЦБ като компонент на системата ТАРГЕТ, оперирана от ЕЦБ.<sup>17</sup> Интегрираната структура на ТАРГЕТ2 като нова платформа, постепенно изместваща през периода 2007–2008 г. ТАРГЕТ, наложи изменения в структурата на надзорната рамка. Управителният съвет е най-висшият надзорен орган за работата на системата, подпомаган от Комитета по платежни и сетълмент-системи. Всички дейности по надзора върху ТАРГЕТ2 се ръководят и координират чрез надзорната функция на ЕЦБ с непосредственото участие на националните централни банки от еврозоната.

ЕЦБ като водеща  
надзорна институция

Освен това ЕЦБ осъществява надзорна дейност по отношение на трите системи, оперирани от *EBA CLEARING* – клиринговото дружество на Евробанковата асоциация, а именно: ЕВРО1 за големи плащания, СТЕП1 – за индивидуални клиентски плащания на дребно, и СТЕП2 – новата платформа за пакетна обработка, обслужваща презграничните плащания.

Съществуват платежни системи извън еврозоната (т.нар. офшорни системи), обработващи трансакции в евро. Най-важната сред тях е системата *CLS*, спрямо която ЕЦБ играе ролята на контролен орган по отношение на плащанията в евро, прилагайки правилата за съвместен надзор<sup>18</sup> в тясно сътрудничество с Федералната резервна система като основен контролен орган.

Съвместен надзор върху *CLS*

Съгласно общата надзорна рамка на Евросистемата надзорът върху системите за плащания на дребно се осъществява главно на ниво ЕЦБ. Независимо от това за прилагане на хармонизиран подход Евросистемата дефинира насоката на политиката си по отношение на системите за плащания на дребно и през 2005 г. извърши подробна оценка на надзора върху системите.

Системи за плащания на  
дребно и инструменти

Що се отнася до надзора върху платежните инструменти, през 2007 г. Евросистемата създаде надзорна рамка на схемите за картови разплащания, обработващи плащания в евро. След допитване до пазара през януари 2008 г. рамката бе публикувана.

Оперирането на инфраструктурата на финансовия пазар се поддържа от редица доставчици на услуги – трети страни. Най-важният участник сред тях, макар че самият той не е платежна

Рисковобазирана  
надзорна рамка

<sup>17</sup> В съответствие с принципите, приети на ниво Евросистема, ЕЦБ е въвела отделни организационни структури за оперативната и надзорната си функции с оглед избягване на евентуален конфликт на интереси.

<sup>18</sup> Както се посочва в „Доклада на Комисията за междубанкови схеми за нетиране на централните банки от групата на страните от Г-10“ от 1990 г. (т.нар. Доклад *Ламфалуси*) и в актуализирания доклад на Комитета за платежни и сетълмент-системи „Надзор на централните банки върху платежните и сетълмент-системи“ (от май 2005 г.).

Силен интерес към  
сетълмента на ценни книжа

система, е СУИФТ – глобалният доставчик на услуги за защитен пренос на съобщения с финансов характер за финансовата индустрия, – което налага специално внимание от страна на надзорните органи. В съответствие със споразумението на централните банки на страните от Г-10 СУИФТ е обект на съвместен надзор от края на 1997 г. с централната банка на Белгия (*Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique*) в качеството ѝ на ръководещ надзорен орган. В контекста на участието си в съвместната рамка на СУИФТ ЕЦБ допринесе за пораждаването на големи очаквания по отношение на надзора, подходящи за оценката на СУИФТ. Тази инициатива бе финализирана през юни 2007 г. и интегрирана в рисково базираната надзорна рамка, прилагана за СУИФТ.

### КЛИРИНГ И СЕТЪЛМЕНТ НА ЦЕННИ КНИЖА

Системите за сетълмент на ценни книжа (*SSSs*) и системите за клиринг чрез централен контрагент (*CCPs*) са тясно преплетени с платежните системи<sup>19</sup>, поради което тяхното надеждно функциониране има явно отражение върху финансовата стабилност. Нещо повече, системите за сетълмент на ценни книжа са взаимно свързани с паричната политика посредством ролята им при предоставянето на услуги по сетълмент срещу обезпечение, приемано при кредитните операции на Евросистемата. За целта, въпреки че не е прилагана единна надзорна рамка на системите за сетълмент на ценни книжа в Евросистемата, централните банки са силно заинтересовани от безпроблемното функциониране на системите за сетълмент на ценни книжа в еврозоната.

Оценка от гледна точка на  
потребителите

През 1998 г. Евросистемата прие набор от стандарти за оценка пригодността на системите за сетълмент на ценни книжа при предоставяне на сетълмент-услуги по кредитни операции на Евросистемата от гледна точка на потребителите (т.нар. потребителски стандарти). Периодично се прави оценка на системите за сетълмент на ценни книжа, в това число и на връзките между тях, по отношение спазването на потребителските стандарти с цел осигуряване на еднакво ниво на сигурност при кредитните операции в цялата еврозона. За да отговарят на изискванията за използването им при кредитните операции на Евросистемата, системите за сетълмент на ценни книжа и връзките между тях трябва да са оценени положително.

### ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ С ДРУГИ ОРГАНИ

Рамка за сътрудничество

Като принос към изпълнението на надзорните цели Евросистемата е създадала и поддържа връзки с други органи, отговарящи за въпроси, свързани с пазарните инфраструктури. За целта рамката за сътрудничество между надзорните органи при централните банки в ЕС и органите на банковия надзор е дефинирана в Меморандума за разбирателство, в който са разгледани взаимодействието и обменът на информация в три различни случая: а) създаването на платежна система и приложения за достъп до тази система; б) текущи дейности; и в) кризисни ситуации.

Освен това през 2001 г. бе създадена рамка за сътрудничество в областта на системите за клиринг и сетълмент на ценни книжа между ЕСЦБ и Комитета на европейските регулаторни органи по ценни книжа. Работна група към този комитет започна работа по адаптиране към

<sup>19</sup> Сетълментът на трансакции с ценни книжа включва две операции (страни, наричани също рамена) – платежно рамо и рамо на ценните книжа. Паричният сетълмент на сделка с ценни книжа се извършва предимно от системите за брутен сетълмент в реално време на централните банки едновременно със сетълмента на ценните книжа в централния депозитар за ценни книжа на база метода доставка срещу заплащане.

средата на ЕС на т.нар. препоръки на CPSS – IOSCO относно системите за сетълмент на ценни книжа и системите за клиринг чрез централен контрагент (SSSs и CCPs)<sup>20</sup>. Независимо от значителния напредък на работната група в тази област, все още остават неразгледани въпроси за завършване подготовката на надзорните стандарти за SSSs и CCPs в ЕС.

## УСЪВЪРШЕНСТВАНЕ НА ПОЛИТИКАТА И ОСНОВНИ ДЕЙНОСТИ

Надзорната политика и цели на Евросистемата са залегнали в редица публикувани документи, най-висок клас стандарти и други документи по конкретни въпроси на политиката, одобрени от Управителния съвет. Надзорната функция се извършва чрез периодични оценки на пазарните инфраструктури от гледна точка спазването на приложимите стандарти. Основните моменти в усъвършенстването на политиката, както и в основните дейности, провеждани в тази област през последното десетилетие, са дадени в хронологичен ред в таблица 2.

Прозрачност на  
политиката и дейностите

20 CPSS е съкратеното наименование на Комитета по платежни и сетълмент-системи на държавите от Г-10. IOSCO е абревиатура на Международната организация на комисииите по ценни книжа. Докладите за препоръките относно системите за сетълмент на ценни книжа и системите за клиринг при централен контрагент са публикувани на интернет страницата на Банката за международни разплащания, Базел (БМР).

Таблица 2 Основни постижения при надзорната функция на ЕЦБ/Евросистемата

### Тенденции в политиката

През август 1998 г. ЕЦБ публикува „Доклад за електронните пари“, изготвен въз основа на резултатите от анализа, проведен под егидата на Европейския паричен институт. Докладът разглежда причините, които налагат регулирано емитиране на електронни пари, и определя минимални изисквания към емитентите на електронни пари и препоръчителни цели.

През ноември 1998 г. Евросистемата оповести принципите на политиката си във връзка със създаването на инфраструктури за извършване на плащания, клиринг и сетълмент на ценни книжа, обслужващи трансакции в евро от държави извън еврозоната.

В изявлението си от юни 2000 г. Управителният съвет на ЕЦБ изясни ролята на Евросистемата в областта на надзора върху платежните системи и изясни целите и принципите.<sup>1</sup>

През февруари 2001 г. Управителният съвет на ЕЦБ прие основните принципи на платежните системи от системно значение<sup>2</sup> като набор от минимални стандарти, които потребителите от Евросистемата използват при провеждане на единната си надзорна политика по отношение на платежните системи. Тези принципи дават насоки за вида и дейността на съответните платежни системи чрез дефиниране на единни изисквания към основните характеристики на тези инфраструктури, включително надеждна законова база, адекватно управление на финансовите рискове, механизми, гарантиращи сигурност и надеждност на експлоатацията и споразумения за ефективност и управление. Основните принципи се прилагат спрямо платежните системи от системно значение<sup>3</sup> от всякакъв вид.

През септември 2001 г. ЕЦБ публикува документ, озаглавен „Политика на Евросистемата по отношение консолидацията на клиринга чрез централен контрагент“, представящ насоките на политиката при евентуални последици от процеса на консолидация на клиринга чрез централен контрагент.

През май 2003 г. бе публикуван докладът „Цели на сигурността на системите за електронни пари“. Той представя очакванията на Евросистемата по отношение техническата сигурност на схемите за разплащания с електронни пари. Докладът съдържа общо описание на схемите за електронни пари, всеобхватен анализ на рисковете/заплахите и списък с целите във връзка със сигурността, които трябва да бъдат постигнати от схемите за електронни пари с цел покриване на тези рискове/заплахи.

През юни 2003 г. бе приета надзорна рамка на системите за плащания на дребно в евро. Тази рамка има за цел да даде сигурност, че системите за плащания на дребно няма да се превърнат в носители на системни рискове или срив във функционирането на икономиката на еврозоната. Рамката включва критерии за класифициране на системите за плащания на дребно според системната им значимост.

Докладът „Очаквания на надзора по отношение обезпечаване непрекъснатата работа на системите за плащания от системно значение“ бе публикуван през май 2006 г. В отговор на появилите се през последните години нов вид заплахи основната цел на доклада е да се създаде хармонизирана надзорна рамка за обезпечаване непрекъснатост в дейността на инфраструктурите в еврозоната. Докладът дава насоки към операторите на тези системи за постигане на приемливи и надеждни нива на устойчивост, както се съсредоточава върху стратегията за непрекъсваемост на системите, планиране и тестване, както и върху управлението на кризи.

- 1) „Роля на Евросистемата в областта на надзора върху платежните системи“, публикуван на интернет страницата на ЕЦБ.
- 2) Доклад на Комитета по платежни и сетълмент-системи „Основни принципи на платежните системи от системно значение“, публикуван на интернет страницата на БМР.
- 3) Дадена платежна система се приема за системно значима, ако смущение в работата ѝ би довело до широкомащабни смущения във финансовата система. Евросистемата счита, че всяка система за големи плащания в евро е от системно значение.

## Таблица 2 Основни постижения при надзорната функция на ЕЦБ/Евросистемата (продължение)

През юли 2007 г. ЕЦБ публикува „Принципи на политиката на Евросистемата по разполагане и опериране на инфраструктурите, осъществяващи сетълмент на трансакции при плащания в евро“. Тези принципи се отнасят до всички съществуващи или възможни платежни инфраструктури, разположени извън еврозоната, които извършват сетълмент на трансакции в евро. Освен това те посочват позицията на Евросистемата в тази област, чиято цел е да запази във всички случаи върховния контрол върху паричната си единица.

През януари 2008 г. Управителният съвет на ЕЦБ одобри доклада, озаглавен „Надзорна рамка за схемите за картови разплащания – стандарти“, който излага единни стандарти за надзора върху схемите за картови разплащания, опериращи в еврозоната. Тези стандарти целят преди всичко осигуряване на надеждна и ефективна работа на схемите за картови разплащания.

### Оценка на основните платежни инфраструктури

През 2001 г. Международният валутен фонд по искане на ЕЦБ подготви доклади за спазване на стандартите и кодовете за еврозоната в контекста на програмата си за оценка на финансовия сектор. В областта на платежните системи оценката обхваща системите TARGET и ЕВРО1<sup>4</sup>.

Преди стартиране през 2002 г. на системата CLS ЕЦБ заедно с други централни банки, чиито валути отговарят на изискванията за сетълмент чрез CLS, осъществиха съвместна оценка на рисковете на системата. Предвид положителните резултати от оценката ЕЦБ одобри включването на еврото в CLS.

През 2003 г. 19 системи за големи плащания в евро, в това число и всички компоненти на TARGET, бяха оценени на база Основните принципи. Резултатите от тази оценка бяха публикувани на интернет страницата на ЕЦБ през 2004 г.<sup>5</sup>

В началото на 2005 г. надзорните органи по TARGET направиха надзорна оценка на *SORBNET-EURO* – системата за брутен сетълмент на разплащания в евро на централната банка на Полша (*Narodowy Bank Polski*), с оглед намерението ѝ да се свърже към TARGET посредством системата *BIREL*, оперирана от централната банка на Италия (*Banca d'Italia*).

През август 2005 г. резултатът от подробна надзорна оценка на 15 системи за плащания на дребно в евро на база съответствието им на Основните принципи бе оповестен на интернет страницата на ЕЦБ.

През 2006 г. бе направена задълбочена надзорна оценка на отражението на свързаната към TARGET посредством *BIREL* система за брутен сетълмент в реално време, оперирана от централната банка на Естония (*Eesti Pank*).

Преди внедряването ѝ през ноември 2007 г. проектът на системата TARGET2 бе подложен на щателна надзорна оценка на база Основните принципи. Окончателната версия на доклада с подробната оценка за TARGET2 се предвижда да бъде публикувана през 2009 г.

### Други основни дейности

В сътрудничество с националните централни банки периодично се изготвя пълно описание на различните платежни системи и на системите за сетълмент на ценни книжа, опериращи в страните от ЕС, и се публикува в изданието на ЕЦБ „Платежни системи в Европейския съюз“, известно като „Синята книга“, заедно с притурка към него, съдържаща подробни статистически данни за системите. Последното (четвърто) издание на Синята книга излезе от печат през 2007 г.

При надзорната функция пряко се наблюдават процесите в сферата на кореспондентската банкова дейност. Периодично се правят проучвания (последното през 2005 г.) на представителна извадка от банки за оценяване характеристиките на тази конкретна област от платежните споразумения от гледна точка на рисковете за системата. Поради поверителния характер на подадените от банките данни резултатите от проучването могат да бъдат оценявани само от участниците.

През 2007 г. използваната по-рано методология за оценка бе обновена и беше разработена единна методология за надзор върху системите и от особена важност системи за плащания в евро. След проведеното през втората половина на годината публично обсъждане през ноември 2007 г. окончателният вариант на новата методология бе публикуван на интернет страницата на ЕЦБ.

4) Публикувано на интернет страницата на Международния валутен фонд през октомври 2001 г.

5) Вж. доклада „Оценка на системите за плащания на дребно в евро на база Основните принципи“.

## ПОУКИ И БЪДЕШИ НАСОКИ

Надзорната функция на централните банки се осъществява в динамични условия. Необходимо е промените на финансовите пазари както в европейски, така и в глобален мащаб, засягащи правната уредба и в самите отделни пазарни инфраструктури, и във връзките помежду им, да намерят отражение в надзорната политика и дейност на централните банки. Последните десет години показаха, че в тясно взаимодействие с националните централни банки от Евросистемата и с ЕСЦБ чрез своята надзорна функция ЕЦБ успява да се справи с тези предизвикателства и на международно ниво. Надзорната политика и стандарти допринасят за надеждното и ефективно функциониране на платежните и сетълмент-системи. Тясното взаимодействие между органите на надзора и съответните системни оператори и участници

Надзорът се развива в динамична среда



е допринесло в значителна степен за възприемането от пазара на надзорната политика и стандарти на Евросистемата и за безпроблемното им прилагане от субектите – предмет на този надзор.

В контекста на бъдещите тенденции в развитието и като допълнение към осъществявания надзор върху инфраструктурите на пазара на плащанията в евро надзорните органи на ЕЦБ и на Евросистемата предвиждат, наред с другото, да насочат вниманието си и към: а) засилване на прозрачността по отношение надзорните цели и дейности посредством актуализиране на публично оповестения Меморандум за политиката на Евросистемата от юни 2000 г. и чрез публикуване на периодичен доклад за надзора; б) по-нататъшно съдействие за дейността на работната група към ЕСЦБ – Комитета на европейските органи за регулиране на операциите с ценни книжа; в) участие в дискусиите между членовете на съвместния надзор на *CLS* и *СУИФТ*; г) съвместна работа с други централни банки от ЕС по въпросите на обезпечаването непрекъсваемост на дейността; и д) разработване на рисково базирана надзорна рамка. Предвид устойчивото интегриране на финансовите пазари и пазарните инфраструктури, особено в еврозоната, но също и в световен мащаб, ЕЦБ ще продължи да придава голямо значение на тясното сътрудничество между органите на надзора в Евросистемата и ЕСЦБ, както и между надзорните власти и другите ангажирани в процеса органи на публичната власт като банковия надзор и регулаторите органи по ценните книжа.

Някои бъдещи приоритети

## ОСНОВНИ ХАРАКТЕРИСТИКИ НА ЕВРОЗОНАТА\*

	 €-15	 EC-27	 САЩ	 Япония
Население (млн. души)	319	495	302	128
БВП (паритет на покупателната способност, трилиони евро)	8.9	12.6	12.0	3.7
БВП на глава от населението (паритет на покупателната способност, хиляди евро)	27.8	25.4	39.6	19.0
Дял от световния БВП (паритет на покупателната способност, %)	16.1	22.7	21.3	6.6
Износ (стоки и услуги, дял от БВП, %)**	22.6	14.2	11.8	18.4
Брутно образуване на основен капитал (дял от БВП, %)	21.7	21.2	18.7	13.3
Брутни спестявания (дял от БВП, %)	22.5	20.8	13.4	19.6

\* 2007 г. \*\* Числата за еврозоната не включват Кипър и Малта.  
Източници: За еврозоната и ЕС: ЕЦБ, Евростат, национални данни и изчисления на ЕЦБ; за САЩ и Япония: национални източници и МВФ.



## 8 СТАТИСТИКА

Висококачествената статистика е основна съставна част на анализа, изследванията и вземането на решения в ЕЦБ. Много от функциите на ЕЦБ, както са описани в предходните глави, не биха могли да се осъществяват правилно без наличието на своевременна, достоверна и съотносима статистическа информация. Освен това от статистическата информация на ЕЦБ се ползват потребители, като анализатори на финансовите пазари, научни работници и обществеността. Осигуряването от ЕЦБ статистически данни спомагат за разбирането на решенията, вземани от Управителния съвет, и могат да бъдат полезни за вземането на уместни решения от гражданите с цел инвестиране и ползване на кредити.

За да може да изпълнява първостепенното си задължение по поддържането на ценова стабилност в еврозоната, ЕЦБ се нуждае от висококачествена статистическа информация за парите, финансите и икономиката (включително прецизен обобщен измерител на динамиката на цените). Наличието на точна картина за текущото икономическо състояние и структурата на икономиката на еврозоната е необходимо предварително условие за извършването на качествен анализ и за провеждането на успешна икономическа политика. В самото начало статистически показатели, обхващащи цялата еврозона, са рядкост. През последните десет години много усилия са посветени на развитието на нов подход в статистиката и на подобряването на съществуващата статистическа практика (от гледна точка на хармонизиране на понятията, изискванията за честота и своевременност).

Статистиката в Европа печели от тясното сътрудничество между ЕЦБ и Евростат. ЕЦБ отговаря за паричната и финансовата статистика, а Евростат – за общата икономическа статистика. Последната включва хармонизиран индекс на потребителските цени (ХИПЦ), който е измерителят на ЕЦБ за ценова стабилност. Задълженията за външната статистика (платежен баланс и международна инвестиционна позиция) и за сметките на еврозоната се споделят с Евростат.<sup>1</sup>

През последните години се наблюдава значително усъвършенстване на европейската статистика, т.е. както тази на ЕСЦБ, така и статистиката от Евростат и националните статистически институти, от гледна точка на достъпност и качество. Широката гама от статистически показатели, с които сега се разполага в ЕЦБ, е вградена в единна рамка, осигуряваща съгласуван преглед на взаимовръзките на сделките и позициите на различните участници, класифицирани според ролята им в икономиката (т.е. домакинства, нефинансови предприятия, финансови предприятия, държавно управление). Тези т.нар. сметки на еврозоната осигуряват широкообхватен тримесечен преглед на развитието на еврозоната в областта на икономиката и финансите.

В раздел 8.1 е изложено развитието на разработената от ЕЦБ сигурна и своевременна парична, финансова и външна статистика, която да обслужва изготвянето на анализи и изследвания, взимането на решения и реализацията на комуникационната стратегия на ЕЦБ. В раздел 8.2 е направен преглед на икономическата статистика, съставяна от Евростат. Раздел 8.3 насочва вниманието върху стандартите за качество, прилагани от ЕЦБ при съставянето на нейната статистика. Раздел 8.4 набелязва перспективите за развитие.

<sup>1</sup> За повече информация относно точното разпределение на статистическите дейности на европейско равнище вж. *Memorandum of Understanding on economic and financial statistics between the Directorate General Statistics of the ECB (DG Statistics) and the Statistical Office of the European Communities (Eurostat)* ([http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_mou\\_with\\_eurostat1.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_mou_with_eurostat1.pdf))

През последните десет години има значителен напредък в предоставянето на статистическа информация за еврозоната

Тясно сътрудничество между ЕЦБ и Евростат

Множество  
несъвършенства и ниска  
степен на стандартизация  
в началото

Паричната и финансовата  
статистика, както  
и тази на платежния  
баланс, системно се  
усъвършенстват

## 8.1 СТАТИСТИКА НА ЕЦБ

Изготвянето на статистиката за еврозоната през 90-те години на миналия век е предизвикателство поради значителните празноти и слабости на предлаганата по това време статистика<sup>2</sup>. Дори понятията, определенията и класификациите, лежащи в основата на статистиката, далеч не отговарят на изискванията за стандартизация.

Първоначалният набор от статистически показатели, с които ЕЦБ разполага през 1999 г., включва само главните: хармонизирани баланси на ПФИ, откъдето могат да се изчислят паричните агрегати и основните източници на пари (включително кредитите на ПФИ), ограничен обхват от нехармонизирани лихвени проценти при банкиране на дребно, известен обем информация за финансовите пазари, извлечена от търговски източници, и основни позиции на платежния баланс, тъй като не съществува географска разбивка по държави-контрагенти. Допълнително се разполага само с годишната правителствена финансова статистика и с известен ограничен обем годишни данни за спестяванията, инвестициите и финансирането в новосъздадената еврозона. В повечето случаи дължината на динамичните редове е съвсем малка.

През ноември 1999 г. е добавена статистика на емисиите ценни книжа на правителствата и на финансови и нефинансови предприятия в еврозоната. От началото на 2003 г. балансовата статистиката на ПФИ включва по-подробни разбивки по инструменти, матуриет и отрасли на контрагентите. Същевременно е въведена хармонизирана статистика за лихвените проценти на ПФИ, обхващаща разбивка както на депозитите, така и на кредитите по матуриет и предназначение. В близко бъдеще ще се извърши хармонизиране на статистиката на инвестиционните фондове, като тя ще обхваща цялата еврозона и ще обслужва по-пълноценно нуждите на потребителите. ЕЦБ поема от Евростат ангажимента за публикуването на дневните криви на доходност за облигациите, емитирани от сектор „Централно държавно управление“ (ЦДУ) на държавите от еврозоната.

Що се отнася до външната статистика, ЕЦБ постепенно обогатява данните за платежния баланс на еврозоната чрез осигуряването на повече разбивки, чрез отделно представяне на дебитните и кредитните салда и чрез предлагане на географска разбивка по големи контрагенти (например САЩ, Обединеното кралство, държави в ЕС извън еврозоната, Япония, Китай). ЕЦБ сега публикува тримесечна международна инвестиционна позиция (МИП), която може да се разглежда като финансов баланс на еврозоната като цяло, както и разбивка на измененията на МИП (в допълнение към трансакциите при платежния баланс, отнасящи се главно за изменения от преценка на финансови активи и пасиви, дължащи се на динамиката на цени и обменни курсове). Освен това се предоставят статистически данни за номиналния и реалния ефективен обменен курс и за международната роля на еврото, в последно време допълвани от месечни национални хармонизирани показатели за конкурентоспособност, основани на индекси на потребителските цени.

Съставят се много статистически данни и показатели за оценка на тенденциите на финансовите пазари, на финансовата интеграция в Европа, на финансовата стабилност като цяло и в банковия сектор на ЕС, както и на динамиката при плащанията, платежните инфраструктури и търговията, клиринга и сетълмента на ценни книжа.

<sup>2</sup> За повече подробности относно развитието на статистиката на еврозоната вж. *The development of statistics for Economic and Monetary Union, om Peter Bull (2004) <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/developmentstatisticsemu200406en.pdf>*

Важен крайъгълен камък е положен през юни 2007 г., когато за първи път ЕЦБ публикува съвместно с Евростат тримесечни интегрирани икономически и финансови сметки на еврозоната по институционални сектори<sup>3</sup>. Тези сметки осигуряват всеобхватен и съгласуван преглед на развитието в областта на финансите и икономиката и на взаимовръзките на различните сектори в еврозоната (домакинства, предприятия и държавно управление) и между тях и останалия свят. Сметките на еврозоната могат да се разглеждат като национални сметки за нея. Уникално постижение е цялостното интегриране и почти пълната съгласуваност на тези сметки, както и тяхното съвместно едновременно съставяне на всеки три месеца от две институции (ЕЦБ и Евростат)<sup>4</sup>.

## 8.2 ДРУГА ИКОНОМИЧЕСКА СТАТИСТИКА

До създаването на икономическия и паричен съюз Евростат (в сътрудничество с националните статистически институти) разработва ХИПЦ като хармонизиран индекс на цените, както и някои други статистически показатели относно цени, разходи, пазари на труда и други тенденции в икономиката. Предоставят се ограничени данни по националните сметки на държавите от еврозоната. Своевременността на тази статистика обаче не отговаря на нуждите на паричната политика. После своевременността на свързаната с еврозоната статистика, предоставяна от Евростат, се усъвършенства значително, особено след приемането от Съвета ЕКОФИН на „План за действие за статистиката на ИПС“ (2000) и въвеждането през 2002 г. на списък от месечни и тримесечни Основни европейски икономически показатели (*Principal European Economic Indicators, PEEIs* – ОЕИП). Пример за важни постижения са своевременните моментни оценки за ХИПЦ и за тримесечните изменения в размера на БВП, тъй като тези данни са важни за реализирането на паричната политика и за целите на икономическите анализи. Освен това значително се разширява обхватът на предоставяните както годишни, така и тримесечни статистически данни за правителствените финанси. Методологическите стандарти във всички области продължават да се усъвършенстват.

Необходимо е обаче да продължи работата в областта на статистиката (от гледна точка на нови статистически показатели, честота и/или качество на наличната статистика)<sup>5</sup>. Нужни са още подобрения, главно в областта на услугите, пазарите на труда (интегриране на статистиката на пазарите на труда в националните сметки, така че да се ползва при анализите на растежа и производителността) и жилищните пазари. При някои други статистически показатели трябва също да се увеличи своевременността и в определени аспекти да се повиши качеството. Това може да наложи по-тясна координация на статистическите процеси в европейските статистически институти и да включва съгласувано публикуване на националните данни, съответстващо на европейските изисквания за своевременност и на политиката за уеднаквяване ревизирането на данните. И накрая, трябва да се подчертае, че прилагането на подходяща комуникационна стратегия е жизненоважно за статистиката. Това е от особено значение за ХИПЦ (виж каре 7).

Трудности продължава да има независимо от значителния напрегък в икономическата статистика

Своевременността и качеството трябва да се развиват

3 Виж съответната статия в Месечния бюлетин на ЕЦБ, ноември 2007 г.

4 За пълен преглед на наличните статистически данни, съставяни от ЕЦБ, виж *ECB statistics: an overview*, ЕЦБ, 2008 г.

5 Виж *EFC 2007 Status Report on Information Requirements in EMU, октомври 2007 г.* <http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/statusreport2007.pdf>

**Висококачествен ХИПЦ  
като показател за  
ценовата стабилност**

**ХИПЦ се основава  
на 1.7 млн. отделни  
наблюдения  
ежемесечно**

**Възможности за  
по-нататъшно  
хармонизиране**

## Капе 7

### РОЛЯТА НА ХАРМОНИЗИРАНИЯ ИНДЕКС НА ПОТРЕБИТЕЛСКИТЕ ЦЕНИ

Във връзка с главната си отговорност да поддържа ценова стабилност ЕЦБ се нуждае от висококачествена статистика за динамиката на цените. В този смисъл ЕЦБ отдава голямо значение на хармонизирания индекс на потребителските цени (ХИПЦ) за еврозоната, който се съставя месечно от Евростат. ХИПЦ се ползва и за оценяване готовността на държавите в ЕС да приемат еврото. Всъщност хармонизирани индекси на потребителските цени се извеждат за всички държави в ЕС.

ХИПЦ улавя ценовите промени, свързани с потребителските разходи за стоки и услуги на всички домакинства. Той е добър измерител на инфлацията на потребителските цени, съставян в съответствие с най-добрите международни стандарти. ХИПЦ за еврозоната се подготвя въз основа на над 1.7 млн. отделни наблюдения на цени на стоки и услуги всеки месец в 200 000 магазина в около 1500 града в еврозоната.

Цените за всеки продукт се събират от различни магазини и в различни райони. Подиндексът за цените на книгите например отчита различните типове издания (художествена литература, документалистика, справочници и т.н.), продавани в книжарниците, супермаркетите или по интернет. Групите продукти в индекса се претеглят според относителната им значимост в общите потребителски разходи на домакинствата. Тези тегла се осъвременяват периодично, за да могат да уловят промените с течение на времето в моделите на поведение, следвани при изразходване на средства, и да поддържат представителността на индекса. Много усилия се полагат за хармонизираната обработка на сложни спорни въпроси, като цените на услугите по застраховане, здравеопазване, образование, както и за включването на нови или съществено изменени продукти.

Винаги има възможности за усъвършенстване. Един от приоритетите е постигането на по-висока хармонизация при статистическата обработка на промените в качеството на продуктите. Производител на автомобили може например да повиши нивото на сигурност на новия си модел чрез въвеждането на въздушни възглавници и същевременно да повиши цената на този модел. За правилното измерване на чисто ценовата промяна е нужно да се извърши оценка, до каква степен повишението в цената на колата отразява добавеното към нея качество с монтирането на предпазните възглавници. Работи се по усъвършенстването и хармонизирането на методите за извършване на корекции по отношение на качеството, прилагани в различните страни. Втори приоритет е статистическата обработка на данните за жилищата, обитавани от собствениците им. Докато промените в нивата на наемите, с които се сблъскват наемателите, са включени в ХИПЦ, преобладаващата част от поеманите от домакинствата разходи, свързани със собствеността върху имот, не са включени. Доколкото в държавите от еврозоната делът на домакинствата, обитавани собствено или наето жилище, варира значително, включването на обитаваните от собственик жилища ще повиши както съпоставимостта на ХИПЦ в държавите от еврозоната, така и обхвата на ценовия индекс.



### 8.3 РАМКА ЗА ВИСОКОКАЧЕСТВЕНА СТАТИСТИКА

Висококачествената статистика е сърцевината както на анализите за целите на политиката на ЕЦБ, така и на вземането на решения и на комуникационната стратегия на банката. В ЕС качеството, надеждността и обективността на статистиката са от особено значение, тъй като тя се ползва от националните власти. Провежданите наблюдения във връзка с Пакта за стабилност и растеж, решенията относно разширяването на еврозоната и националните вноски в бюджета на ЕС, както и за регионалната му политика без изключение зависят от високото качество на статистическите данни, върху които те се основават.

Статистиката на ЕЦБ се придържа към общоприети световни и европейски статистически стандарти. Освен това ЕЦБ взема активно участие в доразвиването на тези стандарти (например Системата на националните сметки, Европейската система от сметки, Ръководството по платежен баланс) и по принцип работи в тясно сътрудничество със съответните международни организации (Европейската комисия, МВФ, БМР, ОИСР, ООН) с оглед постигането на хармонизация на световно ниво на стандартите за икономическата и финансовата статистика.

През 2007 г. са публикувани „Общи задължения във връзка със статистическата функция на ЕСЦБ“, които насочват вниманието към значимостта на качеството и управлението в областта на статистиката. Подчертават се добрите практики, етичните стандарти и сътрудничеството в съответствие с принципите на обективност, изследователска независимост, ефективност на разходите, статистическа поверителност, избягване прекомерното бреме на отчетността и високо качество на данните. Освен това „Рамката на ЕЦБ за качеството на статистиката“, публикувана през 2008 г., разглежда подробно принципите за качество, които са ръководни при изготвянето на статистиката на ЕЦБ.

Редовният диалог между потребителите и съставителите на статистически показатели и ясната ангажираност по отношение на високото качество и доброто управление са от съществено значение за съставянето на статистика на еврозоната, която да бъде от полза за ръководещите паричната политика в ЕЦБ. За да се постигне необходимият компромис между нуждите на потребителите от статистика и разходите за осигуряването ѝ, решенията за нови или съществено усъвършенствани статистически показатели на ЕЦБ винаги се основават на систематична оценка на допълнителните ползи и разходи.

Така или иначе, независимо че на статистиката се падат под 2% от общото административно бреме, европейските статистици се стремят при своите наблюдения да минимизират бремето на отчетността. Едно от решенията се състои в еднократно събиране на данни и предоставянето им на статистическите органи, които се нуждаят от тях, при същевременно поддържане на високо ниво на поверителност. Това може да налага извършването на промени в законодателството, както и провеждането на ефективно сътрудничество между ЕЦБ и националните централни банки, националните статистически институти и органите за финансов надзор. Същевременно не може да се отрече, че статистиката с добро качество винаги трябва да се основава на доста голям брой извадкови проучвания.

Важен аспект на качеството е също така достъпът до статистическите данни, изготвени и разпространявани от ЕЦБ. През последното десетилетие са постигнати значителни подобрения. С времето статистическият раздел в Месечния бюлетин съществено нараства. Месечният *Statistics Pocketbook* осигурява основна информация в удобен за ползване формат.

Статистиката има  
многобройни приложения  
и потребители

Най-важните приоритети  
в статистиката са  
качеството и управлението

Необходимост от  
постигане на баланс  
между потребителското  
търсене...

... и бремето на  
отчетността

Нужни са още подобрения при събирането и съставянето на статистиката...

... както и тясно сътрудничество между всички заинтересовани страни

Понастоящем ЕЦБ публикува годишно около 70 прессъобщения в областта на статистиката. Най-голямата крачка напред към подобряване на достъпа до данни обаче е направена през 2006 г. с въвеждането на Статистическата база данни на ЕЦБ (*Statistical Data Warehouse – SDW*)<sup>6</sup>, откъдето пряко и безплатно може да се черпят данни. Понастоящем около 250 000 потребители годишно използват тази интернет база данни.

#### 8.4 ПОУКИ И ПЕРСПЕКТИВИ

Предоставянето и своевременността на статистиката на ЕЦБ се подобряват значително с течение на времето и тя вече е равностойна на статистиката на другите големи валутни зони. Независимо от този напредък обаче все още има нужда от усъвършенстване. Понастоящем изискванията са насочени към: а) по-своевременни, пълни и съгласувани икономически сметки на еврозоната, б) хармонизирана статистика за застрахователните дружества и пенсионните фондове, и в) по-подробна статистика за секюритизацията на активи. Нужно е освен това усъвършенстване на измерването на трансферите при кредитен риск.

По принцип изготвяната от ЕЦБ статистика трябва и в бъдеще да посреща постоянно изменящите се нужди на потребителите и да отразява най-новите тенденции в развитието на икономическата и финансовата среда. Обобщените статистически показатели трябва също да показват такива тенденции, като глобализацията, финансовата интеграция и финансовите нововъведения.

Във връзка с това Управителният съвет одобрява стратегическо виждане, което трябва допълнително да подобри ефективността и ефикасността на събирането и съставянето на статистиката на еврозоната. Това наред с всичко друго означава и още по-интензивно сътрудничество между статистическите отдели на НЦБ и на ЕЦБ, както и между тях и външните им партньори, като статистическите институти, надзорните органи и представителите на финансовия сектор. Постигнатите вследствие на повишената ефективност резултати могат да се използват за запълване някои остатъчни непълноти в статистиката на ЕЦБ.

<sup>6</sup> За повече подробности виж <http://sdw.ecb.europa.eu/>

## ЕВРОБАНКОТИТЕ



## ЕВРОМОНЕТИТЕ







## 9 ЕВРОБАНКОТИТЕ – РЕАЛЕН СИМВОЛ НА ИНТЕГРАЦИЯТА

Еврото влиза в официална употреба през 1999 г. като разчетна единица и валута на финансовите и на валутните пазари. За повечето хора обаче еврото се появява на 1 януари 2002 г., когато са въведени банкнотите и монетите. През този тригодишен преходен период са произведени количества за първоначално зареждане, възлизащи на над 15 млрд. евробанкноти, достатъчни да покрият площта на 15 000 футболни игрища, както и 52 млрд. евромонети. Този реален символ на икономическата и паричната интеграция в наши дни е в джоба на всеки. Историята обаче започва десет години преди действителното преминаване към еврото<sup>1</sup>.

Тази глава има следната структура: в раздел 9.1 е направен кратък преглед на историята на евробанкнотите. В раздел 9.2 са разгледани основните фази на процеса на преминаване към еврото. Раздел 9.3 предоставя малко статистически данни. Раздел 9.4 е посветен на управлението на паричните знаци. В раздел 9.5 се говори за втората серия евробанкноти, които са в процес на подготовка.

### 9.1 ЕВРОБАНКОТИТЕ: КРАТКА ИСТОРИЯ

През 1995 г. Европейският съвет постига споразумение името на общата европейска парична единица да бъде „евро“. Това обаче, което не е известно на повечето хора, е, че подготовителните работи по евробанкнотите започват три години по-рано с дискусии по някои основни въпроси. През 1994 г. Съветът на Европейския паричен институт взема решение купюрният строеж да следва стъпката 1:2:5 (например 10 евро, 20 евро и 50 евро), което се прилага и за евромонетите (например 1 евроцент, 2 евроцента, 5 евроцента). Системата е десетична и изчисленията са по-лесни. Тя също свежда до минимум броя на банкнотите, необходими за плащането на каквато и да е сума. Повечето валути в света имат същия купюрен строеж.

Купюрният строеж на евробанкнотите се основава на този за националните валути. За най-голяма купюра е определена сумата от 500 евро, отчитайки факта, че банкноти с равностойност между 200 евро и 500 евро са емитирани в Белгия, Германия, Италия, Люксембург, Нидерландия и Австрия. За най-малка купюра е приета сумата от 5 евро.

След призови за въвеждането на банкноти от 1 евро и 2 евро е разгледан и вариант с тяхното използване. ЕЦБ проучва щателно това искане и иска мнението на заинтересованите от работата с пари в брой институции, като европейските банкови асоциации и тези на търговците на дребно, но се стига до извода, че не съществува необходимост от банкноти с толкова ниска стойност. Фактически банкноти с ниска стойност като тези от 1 евро и 2 евро биха усложнили обработката на парите и биха довели до снижаване на общото качество на банкнотите в обращение, тъй като те биха се използвали при малки по размер покупки, независимо че монетите са по-практични за тази цел. Освен това проучвания на общественото мнение показват, че само една трета от населението на еврозоната би желало да ползва такива банкноти. През 2004 г. Управителният съвет взема решение да запази непроменен купюрния строеж на банкнотите на сегашната серия и на бъдещите евробанкноти.

В началото на 1996 г. ЕПИ организира конкурс за художествен проект на евробанкнотите въз основа на предварително зададени параметри. През декември същата година Съветът на ЕПИ избира печелившия художествен проект на тема европейски епохи и стилове. Преди

<sup>1</sup> Виж *How the euro became our money*, ЕЦБ, 2007 г.

Три години производство на евробанкноти и евромонети

Купюрният строеж опростява боравенето с парите

Банкнотите с ниска стойност са твърде скъпи

окончателния избор печелившият художествен проект е одобрен от комисия, състояща се от експерти по маркетинг, дизайн и история на изкуството и е подложен на обсъждане чрез представително проучване на европейско ниво. Дизайнът на отделните евробанкноти умишлено не представя национални особености – банкнотите са наистина европейски<sup>2</sup>.

Обсъждано е включването на национални елементи в банкнотите, като държавни глави или монарси, но в крайна сметка поради различни причини то е отхвърлено. Както производството на идентични евробанкноти, така и управлението от НЦБ на паричните наличности в такива банкноти се осъществяват по-лесно и по-ефикасно. Банкнотите трябва да могат да се заменят свободно в рамките на цялата еврозона. Съществуването на възможност за замяна предполага ниското ниво на наличности от банкноти в една НЦБ да бъде попълнено от прекомерното ниво на парични наличности на друга НЦБ и не създава впечатлението, че една държава „наводнява“ друга държава със „свои“ банкноти, носещи национални символи. Освен това се стига до споразумение банкнотите, които са изтеглени от обращение, да не се връщат обратно в централната банка, която ги е емитирала. Друга причина за изключването на националните елементи е профилираното обединение от 2002 г. на производството на банкноти, което означава, че по принцип определени купюри се доставят само от две до четири НЦБ, като по такъв начин се реализират икономии от мащаба. Това разпределение на работата също би било по-нискоефективно, ако банкнотите не се заменят свободно.

Производството на банкноти в големи мащаби започва в средата на 1999 г. след отпечатването на няколко пробни партии и корекция на първоначално заложените параметри. През най-натоварените периоди заетите с производството 15 печатници произвеждат 400 банкноти в секунда.

## 9.2 ПРЕМИНАВАНЕ КЪМ ЕВРОТО<sup>3</sup>

Подмяната на всички банкноти и монети, които са в обращение сред 300 млн. души, за много кратък период от време представлява безпрецедентна логистична операция. Успешното преминаване към еврото може да се постигне само чрез тясно сътрудничество между всички ангажирани в процеса страни. Ето защо от 1997 г. активно участие в подготовката вземат институциите на ЕС, националните власти, кредитните институции, дружества за транспортиране на пари и ценности, търговци на дребно, организации на потребителите и браншът на операторите на автомати, работещи с пари в брой. С оглед координирането на дейностите по преминаване към еврото на национално ниво и за бърза реакция в случай на някакъв инцидент Евросистемата създава Комитет за координиране на преминаването към еврото. В началото на 2002 г. в рамките на относително кратък период 8 млрд. евробанкноти и 38 млрд. евромонети заменят 6 млрд. национални банкноти и 29 млрд. национални монети. Независимо че става въпрос за замяната на такива огромни количества, държавите-членки от еврозоната се съгласяват на много кратки периоди, вариращи от четири седмици до два месеца, на паралелно обращение, така че да се снижат разходите. С оглед допълнителното намаляване на разходите по скъпото едновременно обработване на две валути също е постигнато съгласие да се направи всичко възможно, така че повечето сделки в наличност да могат да стават в евро до средата на януари 2002 г. На практика една седмица след въвеждането на новата валута 50% от сделките с пари в брой вече се осъществяват в евро.

<sup>2</sup> Виж *Euro banknote design exhibition*, ЕЦБ, 2003 г.

<sup>3</sup> Виж *Evaluation of the 2002 cash changeover*, ЕЦБ, 2002 г.



... благодарение на навременното разпределение на парите и на информационната кампания

Новите държави-членки от еврозоната първоначално заемат банкноти

Силно нараства използването на евробанкноти

Приложеното мащабно ранно разпределяне на наличностите от евро към банките, търговците на дребно и към други стопански сфери, което започва през септември 2001 г., е ключът към бързото и гладко преминаване към еврото. То гарантира, че ресурсите на НЦБ и на дружествата за превоз на пари в брой са разпространени по-равномерно, с което се свеждат до минимум тесните места при доставката на парите в брой. Чрез въвеждането на модел на отложен дебит Евросистемата предлага стимул на банките да натрупат парични наличности от банкноти на по-ранен етап и да подадат част от тях на свои контрагенти. Това цели да се неутрализират алтернативните разходи на банките поради това, че държат пари в брой, които не носят лихва. Подходът е успешен: от гледна точка на обемите близо 80% от първоначалното търсене на банкноти и 97% от общите нужди от монети за преминаването към еврото са разпределени преди 1 януари 2002 г.

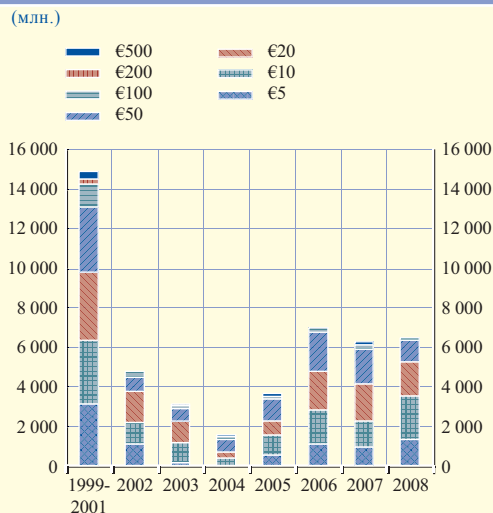
Евросистемата провежда информационна кампания „Евро 2002“ на стойност 80 млн. евро, насочена към обществеността както в еврозоната, така и извън нея. Освен че предоставя информация за самите евробанкноти и евромонети, кампанията обхваща и практическите аспекти на преминаването към еврото с оглед да насърчи хората например да намалят до минимум количествата от националната валута, които държат у себе си, и при плащане, когато това е възможно, да предлагат точни суми, така че търговците на дребно да не се нуждаят от големи суми в дребни пари.

За разлика от първите държави-членки от еврозоната, по-късно присъединилите – Словения през януари 2007 г. и Кипър и Малта през януари 2008 г. – въвеждат еврото едновременно като пари в наличност и като електронно платежно средство. Следователно съответните НЦБ нямат достатъчно време, за да доставят необходимото количество евробанкноти в момента, в който е одобрено решението за въвеждането на еврото в техните държави. Затова им е разрешено да вземат назаем евробанкноти от паричните наличности на Евросистемата, при положение че ги „изплатят“ през следващата година. ЕЦБ съвместно с отделните НЦБ провежда информационни кампании, подобни на кампанията „Евро 2002“, за да запознае населението на Словения, Кипър и Малта с евробанкнотите и евромонетите.

### 9.3 БАНКОТИ В ОБРАЩЕНИЕ

След преминаването към еврото броят на банкнотите в обращение чувствително надхвърля предвиджаните количества, изчислявани според количествата на националните валути в обращение. Силното нарастване се дължи главно на резиденти и нерезиденти на еврозоната, които регулират притежаваните от тях количества валута. Банкнотите се ползват като

Графика | Обем произведени евробанкноти



Източник: ЕЦБ.

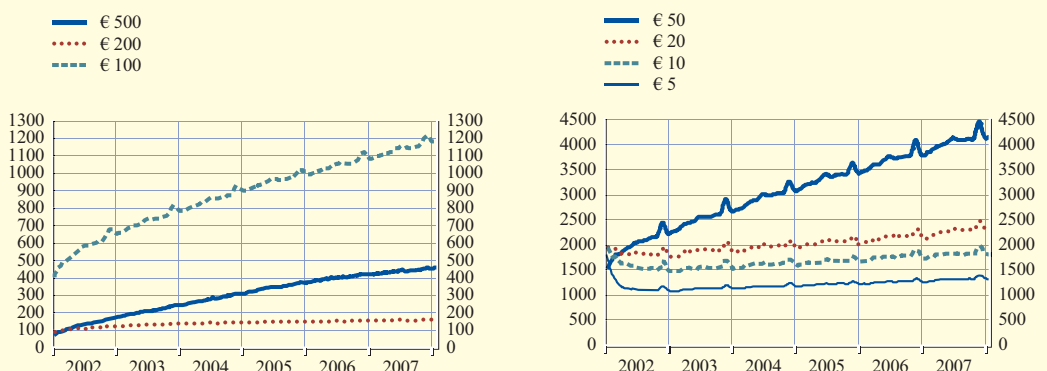
платежно, но и като тезаврационно средство. Притежателите на пари в брой от еврозоната вероятно извършват промени поради различието в купюрите и предпочитанието им да имат банкноти с по-висока номинална стойност, каквито сега им се предлагат. Това е съвсем логично, особено в среда на ниски лихвени равнища и слаби инфлационни очаквания. Силното нарастване на наличнопаричното обращение в стойностно изражение се дължи главно на три купюри – 50 евро, 100 евро и 500 евро. Постоянно спаданият прираст на банкнотите с големи номинални стойности обаче вероятно показва, че тази промяна в търсенето на валутата постепенно достига своя предел. В края на 2007 г. в обращение са около 12 млрд. банкноти на стойност близо 667 млрд. евро. Така стойността на евробанкнотите в обращение е по-висока от тази на щатските долари в обращение, които се равняват на около 540 млрд. евро към края на 2007 г., когато еврото се обменя за 1.4721 щатски долара. Извън еврозоната хората, работещи с пари в брой, започнаха да държат повече евробанкноти, отколкото банкноти в националната си валута, поради по-голямото удобство да притежаваш евро. Оценките сочат, че в стойностно изражение между 10% и 20% от евробанкнотите са в обращение извън еврозоната, като има вероятност този процент да е по-близо до посочената горна граница.

#### 9.4 УПРАВЛЕНИЕ НА ПАРИЧНИТЕ ЗНАЦИ

Координираното управление на паричните знаци и разработване на банкноти гарантира добрия прием на евробанкнотите както във, така и извън еврозоната. Да имаш многонационална валута, означава, че парите в брой се „придвижват“ от една държава в друга главно чрез туризма, но също и при деловите пътувания, както и при тезаврирането им, което води както до недостиг, така и до излишък на определени купюри. В еврозоната тези диспропорции се коригират от Системата за управление на общи парични наличности на Евросистемата, която задава референтни нива на логистичните парични наличности и позволява извършването на специални големи трансфери от НЦБ с излишък от банкноти към НЦБ с недостиг на банкноти. Тази система за възстановяване на баланса позволява на НЦБ да поддържат по-ниски нива на логистични парични наличности. С помощта на база данни, Информационна система за паричните знаци (*Currency Information System*), ЕЦБ наблюдава нивото на логистичните парични наличности, координира презграничното им ползване и плаща за презграничните трансфери.

Графика 2 Евробанкноти в обращение

(млн.)



Източник: ЕЦБ.

Истинността и  
качеството на  
банкнотите се  
проверяват от НЦБ...

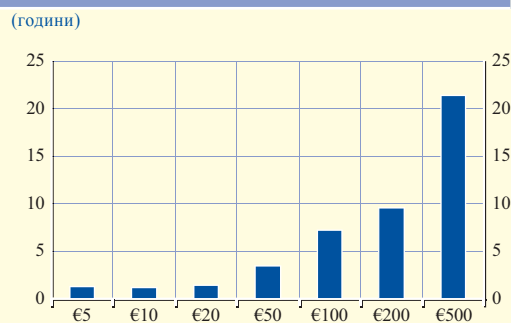
... както и от кредитните  
институти и други  
организации за обработка на  
пари

Качеството на евробанкнотите се влошава при обращении им поради това, че те се износват или се замърсяват при предаване от ръка на ръка, и автоматите за продажба могат например да не ги приемат. Вследствие на това обществеността може да загуби доверие в тях като общоприето платежно средство. Поради тази причина Евросистемата трябва да поддържа чистотата на банкнотите, т.е. да гарантира, че в обращение се намират само истински банкноти с добро качество. Проверките за истинност и годност (качество) се извършват от високоскоростни машини за сортиране на банкноти, които проверяват различни защитни елементи и критерии за годност, като замърсявания, разкъсвания и други увреждания. В зависимост от начина на организация на наличнопаричното обращение на национално ниво в някои държави банкнотите приключват обращении си след по-дълги периоди от време. Колкото по-дълго време банкнотите са в обращение, толкова повече те се износват и замърсяват. Поради това през 2001 г. Управителният съвет решава да въведе минимални критерии за годност, така че само банкноти с определени качества да могат отново да се пускат в обращение от НЦБ, а всички останали да се унищожават. Евросистемата следи щателно качеството на банкнотите в обращение чрез извършването на ежегодни проверки на случаен принцип. В по-дългосрочна перспектива Евросистемата планира да повиши трайността на евробанкнотите например чрез използване на по-износоустойчива основа или защитно покритие, особено за банкнотите с ниска стойност, които са подложени на най-голямо износване.

През 2004 г. Управителният съвет приема „Рамка за разкриването на неистински и преправени банкноти и сортирането на банкноти за годност от кредитни институции и други професионални организации за обработка на пари“, представляваща набор от правила за управление на повторното пускане на банкнотите в обращение. Изисква се банките и другите професионални организации за обработка на пари да проверяват банкнотите за истинност и годност. Целта е да се гарантира, че в обращение остават само банкноти с достатъчно добро качество, в случай че банките решат да пуснат отново банкнотите, които са получили от своите клиенти, вместо да ги депозират в своята централна банка и да получат от нея нови банкноти.

Тази възможност за многократно пускане в обращение позволява на кредитните институции и на другите професионални организации за обработка на пари да работят по-ефективно и да реализират икономии на разходи, тъй като до централната банка се транспортират по-малки количества пари. С други думи, цикълът на обращении се съкращава. Според рамката за повторно пускане в обращение банкнотите, които постъпват отново в обращение чрез АТМ-терминали и други управлявани от клиента автомати, трябва да се проверяват от банкнотопроцесорни машини, които са тествани и оценени като изправни от централна банка. Процедурите по провеждане на теста изискват ползването на машина за автоматично разпознаване и отделяне на преправени и негодни банкноти. На интернет страницата на ЕЦБ е поместен списък с банкнотопроцесорните машини, които са преминали теста и трябва да се ползват от банките.

Графика 3 Средна трайност на евробанкнотите



Източник: ЕЦБ.

Единната зона за налични парични средства изисква сближаване в областта на касовите услуги на НЦБ

Тъй като евробанкнотите се ползват в цялата еврозона, по-тясното сближаване в сферата на касовите услуги на НЦБ спомага за осигуряването на добра конкурентна среда за организациите, работещи с пари в брой, особено за дружествата за транзитиране на налични пари и банките, и може да им даде възможност да извличат напълно ползите от единната валута при работа извън националните граници. Значителна крачка към сближаването е дефинирането на безплатните и платените касови услуги на НЦБ. Най-новото постижение е предоставянето при поискване („дистанционен достъп“) на касови услуги от НЦБ на кредитни институции от еврозоната, установени извън тяхната юрисдикция, и възможността клиентите на НЦБ да съхраняват евромонети във всички централни банки в еврозоната. Евросистемата все още обсъжда редица нови мерки, като общия електронен обмен на данни с кредитните институции за депозирането и изтеглянето на налични парични средства и общи стандарти за опаковане на банкнотите, които да се прилагат от НЦБ и техните клиенти.

## 9.5 ВТОРА СЕРИЯ ЕВРОБАНКНОТИ

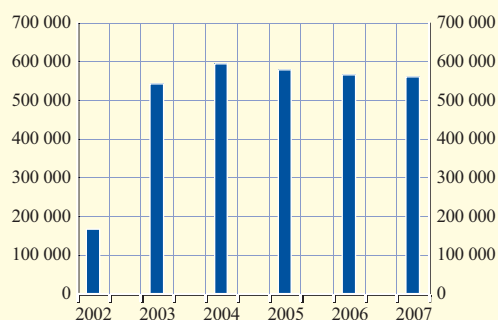
Планира се емитиране на втора серия евробанкноти през януари 2011 г.

Централните банки и другите парични власти обикновено усъвършенстват параметрите на банкнотите си, след като са били няколко години в обращение, с цел да изпреварят фалшификаторите. Евросистемата също предприема тази предпазна мярка и понастоящем разработва нова серия евробанкноти, независимо че неистинските и преправените евробанкноти не са много – средно изтеглените от обращение са по-малко от 600 000 годишно, което е малка частица от 12 млрд. банкноти в обращение, и качеството им е от ниско до средно ниво.

Първата купюра от втората серия по план трябва да бъде пусната в обращение на 1 януари 2011 г. и в рамките на няколко години ще бъде последвана от другите купюри. Проектът не е много различен, той разработва отново темата европейски епохи и стилове и включва най-добрите и удобни за ползване защитни елементи. Функционално художественият проект и защитните елементи на втората серия са решени въз основа на пазарно проучване сред обществеността и специалистите в обработката на пари, както и след консултации с основните заинтересовани страни в наличнопаричното обращение. ЕЦБ ще обяви предварително и достатъчно рано кога настоящата серия ще престане да бъде законно платежно средство, т.е. кога няма да може повече да се използва за заплащане. НЦБ обаче ще изкупуват банкнотите от „старата“ серия в неограничен период от време.

Днес евро е световна валута. Заедно със своите партньори в Евросистемата – централните банки, ЕЦБ ще продължи да гарантира, че банкнотите са ценно и ценено платежно средство в границите на еврозоната и отвъд нея.

Графика 4 Общ брой задържани неистински евробанкноти, изтеглени от паричното обращение



Източник: ЕЦБ.



## 10 ЗАКЛЮЧИТЕЛНИ БЕЛЕЖКИ

Със създаването на европейския икономически и паричен съюз (ИПС) се установяват нова институционална среда и единна рамка на паричната политика с цел постигане на ценова стабилност. В центъра на тази рамка е ЕЦБ. В извънредния брой на Месечния бюлетин, издаден в чест на 10-годишнината на ЕЦБ, се прави ретроспекция на работата и постиженията на ЕЦБ и Евросистемата през последните десет знаменателни години. За да постигне първостепенната си цел за ценова стабилност, ЕЦБ трябва да осъществява множество дейности и задачи, някои от които са включени в Договора за Европейския съюз, а други подпомагат рамката на единната парична политика.

Въвеждането на еврото в обращение изисква изграждане на подходящата институционална среда за ИПС. Съчетаването на централизирана парична политика и нецентрализирана, но координирана фискална и структурна политика е като цяло удовлетворяващо. Процедурите по координиране отразяват растящата взаимна зависимост на държавите от еврозоната. Европейските институции и органи (като Европейския парламент, Европейската комисия, Съветът ЕКОФИН, Еврогрупата и други) все по-интензивно обменят информация и анализи помежду си. При все това, макар интеграцията на еврозоната да продължава напредъка си, политиката, определяна на национално равнище, трябва в по-голяма степен да съблюдава изискванията на Общността.

В рамката на паричната политика на еврозоната има качествено нови елементи. В новата институционална уредба на ИПС отговорностите за единната парична политика са прехвърлени на ЕЦБ, като за целта са ѝ дадени ясни пълномощия и е предоставена независимост от политическо влияние. Институционалната независимост е съчетана с персонална, финансова и функционална независимост. Това предполага и висока степен на прозрачност и отчетност, включително и задължение за отчитане пред Европейския парламент.

Стратегията по паричната политика на ЕЦБ придава водеща роля на паричния анализ. Решенията, свързани с паричната политика, се вземат въз основа на колективната далновидност и на познанията на Управителния съвет на ЕЦБ. Този колективен подход се прилага с успех в еврозоната през последните десет години: рамката функционира гладко от първия ден благодарение също и на уменията и отдадеността на експертите на Евросистемата. Той успешно се използва и при разширяването. Отделни елементи на рамката са все още в процес на развитие в съответствие с променящите се нужди, пазарните сили, техническите и организационните подобрения и законодателните мерки.

При създаването на ЕЦБ и Евросистемата се знае твърде малко за това, как ще функционира еврозоната след паричната интеграция на държавите-членки. Паричната политика на еврозоната в първите години, и особено качествено новата обстановка, представляват особено предизвикателство. Още в самото начало е необходимо да се направят значителни инвестиции в аналитични инструменти, проучвания и статистика, за да бъдат допълнени инструментите, вече изработени от Европейския паричен институт (предшественика на ЕЦБ). Сега се използва широка гама от хармонизирани статистически данни за еврозоната, модели и други инструменти за анализ. В преобладаващата си част методологията и данните са достъпни за обществеността, тъй като често се обсъждат в статиите в Месечния бюлетин и в други публикации.

След въвеждането на еврото постиженията на Евросистемата не са по-малко значими. Сега стратегията на паричната политика на ЕЦБ е добре изяснена и надеждна. През последните

**Нова институционална уредба на ИПС**

**Нова рамка с качествено нови елементи...**

**... гладко функциониране и адаптивност**

**В началото се знаеше малко...**

**... сега се използва широка гама от статистически данни, модели и инструменти**

Ниската инфлация и ниските лихвени проценти поддържат...

... финансовата интеграция, създаването на работни места и...

... международните измерения на еврото

Евросистемата допринася активно за финансовата интеграция...

... и разработва мерки за финансовата стабилност

десет години тя служи като стабилна основа при посрещането на множество предизвикателства. Средната годишна ХИПЦ-инфлация е малко над 2% след въвеждането на еврото въпреки поредицата от сътресения, дължащи се на външни фактори. В повечето държави от еврозоната инфлацията е значително под нивата, които държавите отчитат през десетилетията преди въвеждането на еврото. Съответно и колебливостта в инфлацията също е значително по-ниска, отколкото преди.

ЕЦБ съумява да стабилизира дългосрочните инфлационни очаквания, както се вижда от доходността на облигациите и от проучванията. Стабилизирането е отражение на успешната стратегия на паричната политика на ЕЦБ и на способността ѝ надеждно да осигурява ценова стабилност в средносрочен план. За много държави от еврозоната това е много ползотворно и нямаше да бъде възможно, ако не съществуваша независимите ЕЦБ и Евросистема.

Цялостното въздействие от въвеждането на еврото е положително. Ползите от ценовата стабилност и от ниските лихвени проценти допринасят за други благоприятни промени в икономическата и финансовата сфера, които се осъществяват постепенно, но неотклонно. Всъщност трябва време, за да се развият икономическите и финансовите структури. Държавите от еврозоната сега осъществяват по-оживена търговия на стоки и услуги, по-голяма финансова интеграция (която на свой ред дава тласък на развитието и модернизирването на финансовия сектор), увеличават преките чуждестранни инвестиции и презграничните портфейлни инвестиции и устойчиво увеличават темпа на разкриване на работни места в еврозоната като цяло. По-високата степен на финансова и икономическа устойчивост е достигната в сложна международна обстановка. Международните измерения на еврото и употребата му като резервна валута и валута за трансакции постепенно се разширява заедно с развитието на регионалната и световната интеграция. Еврото вече е втората по значение валута след американския долар, въпреки че в световен мащаб употребата му е по-ограничена.

През последните десет години Евросистемата активно допринася за задълбочаването на финансовата интеграция по няколко начина – чрез разширяване на познанията, съсредоточаване на вниманието и проследяване на развитието в тази област въз основа на система от финансови показатели за интеграцията, разработени от ЕЦБ. Евросистемата действа като катализатор на пазарни инициативи с цел подпомагане на финансовата интеграция. Освен това тя подкрепя пряко развитието на финансовата интеграция, като предлага услуги по централно банкиране, достъпни в цялата еврозона.

През последните десет години Евросистемата дейно взема и мерки, допринасящи за финансовата стабилност. Те стават толкова по-належащи предвид бързата интеграция и развитието на финансовите пазари в Европа. Ето защо Евросистемата постоянно наблюдава и оценява стабилността на финансовата система на текуща основа, а ЕЦБ публикува полугодишен „Преглед на финансовата стабилност“ на финансовата система като цяло и годишна оценка на разумния макронадзор и на структурата на банковия сектор в ЕС. Евросистемата редовно предоставя съвети и информация за развитието на правната, регулаторната и надзорната рамка на финансовите услуги, по-специално на общностно равнище. В сферата на управлението при финансови кризи Евросистемата например насърчава сключването на доброволни споразумения за сътрудничество между органите, които участват в учебните симулации на кризи, организирани в рамките на ЕС и еврозоната, и допринася за развитието на аналитичната рамката за оценка на финансови кризи и за насоките в стратегическата пътна карта ЕКОФИН ‘2007 за по-добро бъдещо управление при кризи през идните години.



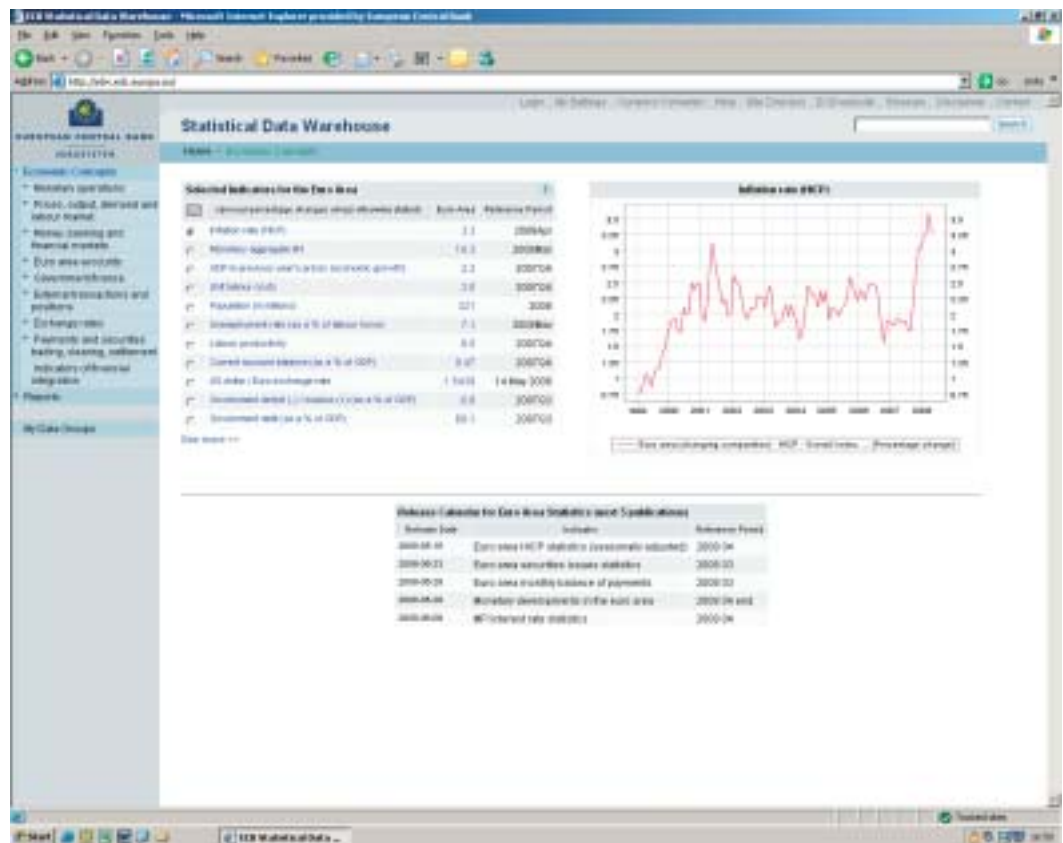
По отношение на контрола на пазарната инфраструктура Евросистемата успешно допринесе за обезпечаване на сигурното и ефективно движение на паричните потоци, потоците от ценни книжа и другите финансови инструменти през платежните системи и системите за сетълмент.

Тези десет години показват също така, че основите на ИПС са здрави и държавите, приели еврото, са постигнали висока степен на икономическо сближаване. Въпреки това все още съществуват известни трудности. Повечето държави от еврозоната трябва да повишат гъвкавостта и адаптивността си по отношение на сътресенията. С други думи, те трябва да продължат да провеждат структурна реформа на стоковите и трудовите си пазари. Такава реформа е крайно належаща и извън ИПС. Националните власти трябва последователно да наблюдават и промените в конкурентоспособността на национално равнище. Финансовата интеграция напредва с бързи крачки, но някои сегменти все още се нуждаят от по-нататъшно развитие (например презграничното банкиране). Рамката на ЕС за финансова стабилност все още не е устойчива. Необходимо е постоянно усъвършенстване, за да се върви в крак с напредъка във финансовата интеграция и с нововъведенията и да бъдат посрещани предизвикателствата, пораждени от сложното институционално устройство на ЕС.

Ползите и плодовете, добити от еврозоната, благоприятстват адаптирането и либерализацията на националните икономики. Реформите са улеснени поради ценовата стабилност, отсъствието на напрежение, свързано с периодичните кризи на валутните курсове, каквито се наблюдаваха преди въвеждането на еврото, и поради стабилността и нарасналата устойчивост в резултат на предишни реформи. Освен това фактът, че „светът“ на Европа се променя и еврозоната все повече се интегрира, също определя нашия възглед за това, как ще се развива икономическият и паричен съюз. Фирмите все повече съобразяват своите решения и дейности с мащаба на цялата еврозона. Домакинствата все повече осъзнават възможностите, които им предлага една разширена икономическа и финансова зона. Обществеността и нейните политически представители започват да разсъждават отвъд националните хоризонти и все повече в мащаба на еврозоната. Тази промяна в самосъзнанието се извършва постепенно.

Днешните постижения бяха немислими само допреди няколко десетки години. Затова имаме много основания да честваме десетилетието на ИПС. И все пак доверието никога не е спечелено веднъж завинаги. Ще има още предизвикателства и те ще изискват внимание и бдителност. Но днес доверието в Европа и в силата на нейната единна валута е голямо.

## СТАТИСТИЧЕСКА БАЗА ДАННИ



Статистическата база данни на ЕЦБ е достъпна на адрес <http://sdw.ecb.europa.eu>. По-подробна информация относно функционалността и можете да намерите в раздел *Помощ*.

# ПРИЛОЖЕНИЕ

## 10 ГОДИНИ СТАТИСТИКА НА ЕВРОЗОНАТА И СРАВНЕНИЕ С ДРУГИ ОСНОВНИ ИКОНОМИЧЕСКИ ЗОНИ

### 1. Основни лихвени проценти на централните банки

(към края на периода)

	Еврозона <sup>1)</sup>	ЕС	САЩ	Япония
1998	-	-	4.75	0.50
1999	3.00	-	5.50	0.50
2000	4.75	-	6.50	0.50
Разширяване на еврозоната				
2001	3.25	-	1.75	0.10
2002	2.75	-	1.25	0.10
2003	2.00	-	1.00	0.10
2004	2.00	-	2.25	0.10
2005	2.25	-	4.25	0.10
2006	3.50	-	5.25	0.40
Разширяване на еврозоната				
2007	4.00	-	4.25	0.75



Източници: ЕЦБ, Федерална резервна система на САЩ и централна банка на Япония.

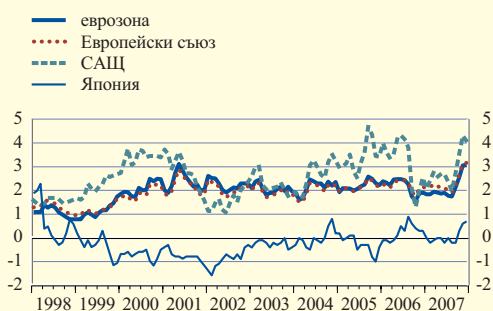
1) Данни, публикувани в *Месечен бюлетин* на ЕЦБ (глава 1, раздел 1.2) и в *Кратък статистически справочник* (глава 8, раздел 8.1) и достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес:

[http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.B.U2.EUR.4F.KR.MRR\\_MBR.LEV](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.B.U2.EUR.4F.KR.MRR_MBR.LEV).

### 2. Равнище на инфлацията (ХИПЦ/ИПЦ)

(годишно процентно изменение)

	Еврозона <sup>1)</sup>	ЕС <sup>2)</sup>	САЩ <sup>3)</sup>	Япония <sup>3)</sup>
Средно за 1989–1998 г.	2.9	-	3.3	1.5
1998	1.1	1.3	1.6	0.7
1999	1.1	1.2	2.2	-0.3
2000	2.1	1.9	3.4	-0.7
Разширяване на еврозоната				
2001	2.3	2.2	2.8	-0.8
2002	2.2	2.1	1.6	-0.9
2003	2.1	2.0	2.3	-0.2
2004	2.1	2.0	2.7	0.0
2005	2.2	2.2	3.4	-0.3
2006	2.2	2.2	3.2	0.2
Разширяване на еврозоната				
2007	2.1	2.3	2.9	0.1



Източници: ЕЦБ, Американско бюро по статистика на труда и Японско статистическо бюро.

1) ХИПЦ. Данни, оценени ретроспективно чрез националните ИПЦ. Публикувани в *Месечен бюлетин* на ЕЦБ (глава 5, раздел 5.1.1) и достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес:

[http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=122.ICP.M.U2.N.000000.4.INX](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122.ICP.M.U2.N.000000.4.INX).

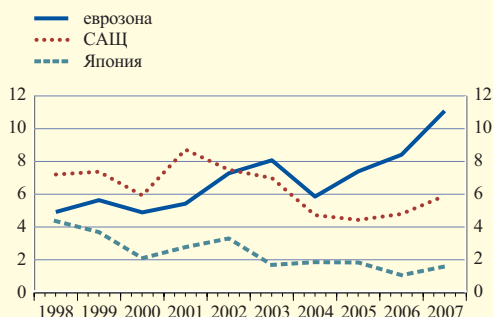
2) ХИПЦ. Публикувани в *Кратък статистически справочник* (глава 11, раздел 11.1) и достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес: [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=122.ICP.M.D0.N.000000.4.INX](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122.ICP.M.D0.N.000000.4.INX).

3) Национални ИПЦ. Публикувани в *Кратък статистически справочник* (глава 1, раздел 1.2).

### 3. Широки пари

(годишно процентно изменение)

	Еврозона <sup>1)</sup>	ЕС	САЩ <sup>2)</sup>	Япония <sup>2)</sup>
Средно за 1989–1998 г.	6.3	-	3.7	4.2
1998	4.9	-	7.2	4.4
1999	5.6	-	7.4	3.7
2000	4.9	-	5.9	2.1
Разширяване на еврозоната				
2001	5.4	-	8.7	2.8
2002	7.3	-	7.5	3.3
2003	8.1	-	7.0	1.7
2004	5.8	-	4.7	1.9
2005	7.4	-	4.4	1.8
2006	8.4	-	4.8	1.1
Разширяване на еврозоната				
2007	11.1	-	5.9	1.6



Източници: ЕЦБ, Федерална резервна система на САЩ и централна банка на Япония.

1) Данни, публикувани в *Месечен бюлетин* на ЕЦБ (глава 2, раздел 2.3) и в *Кратък статистически справочник* (глава 1, раздел 1.2) и достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес:

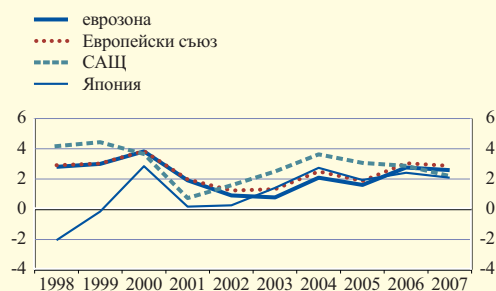
[http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=117.BSI.M.U2.Y.V.M30.X.I.U2.2300.Z01.E](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=117.BSI.M.U2.Y.V.M30.X.I.U2.2300.Z01.E).

2) Данни, публикувани в *Месечен бюлетин* на ЕЦБ (глава 9, раздел 9.2) и в *Кратък статистически справочник* (глава 1, раздел 1.2).

#### 4. БВП<sup>1)</sup>

(годишно процентно изменение на обемите)

	Еврозона <sup>2)</sup>	ЕС <sup>3)</sup>	САЩ <sup>4)</sup>	Япония <sup>5)</sup>
Средно за 1989–1998 г.	2.2	2.2	3.0	1.9
1998	2.8	2.9	4.2	-2.0
1999	3.0	3.0	4.4	-0.1
2000	3.8	3.9	3.7	2.9
2001	1.9	2.0	0.8	0.2
2002	0.9	1.2	1.6	0.3
2003	0.8	1.3	2.5	1.4
2004	2.1	2.5	3.6	2.7
2005	1.6	1.9	3.1	1.9
2006	2.8	3.1	2.9	2.4
2007	2.6	2.9	2.2	2.1



Източници: Евростат, Американско бюро за икономически анализи, Японски институт за икономически и социални изследвания и изчисления на ЕЦБ.

1) Годишните данни не са сезонно изгладени.

2) Данни, публикувани в *Месечен бюлетин* на ЕЦБ (глава 5, раздел 5.2.1) и достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес: [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.Q.I3.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.U.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.I3.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.U.A).

3) Данни, публикувани в *Кратък статистически справочник* (глава 1, раздел 1.2) и достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес: [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.Q.V1.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.U.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.V1.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.U.A).

4) Данни, публикувани в *Месечен бюлетин* на ЕЦБ (глава 9, раздел 9.2.1) и достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес: [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.A.US.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.N.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.US.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.N.A).

5) Данни, публикувани в *Месечен бюлетин* на ЕЦБ (глава 9, раздел 9.2.1) и достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес: [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.A.JP.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.N.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.JP.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.N.A).

#### 5. Разходи за труд на единица продукция

(годишно процентно изменение)

	Еврозона <sup>1)</sup>	ЕС <sup>2)</sup>	САЩ <sup>3)</sup>	Япония <sup>3)</sup>
Средно за 1989–1998 г.	2.4	-	2.2	0.8
1998	0.4	1.5	3.0	0.8
1999	1.0	1.4	1.8	-2.3
2000	1.0	1.8	4.0	-3.0
2001	2.3	3.0	1.9	-1.4
2002	2.3	2.3	0.8	-3.3
2003	2.0	2.2	1.5	-3.1
2004	1.0	0.8	1.5	-3.8
2005	1.0	1.6	1.9	-1.3
2006	0.9	1.3	2.9	-0.6
2007	1.5	1.7	3.7	-0.4



Източници: Евростат, Американско бюро за икономически анализи, Японски институт за икономически и социални изследвания и изчисления на ЕЦБ.

1) Данни, публикувани в *Месечен бюлетин* на ЕЦБ (глава 5, раздел 5.1.4) и достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес: [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.Q.I3.S.1000.UNLACO.0000.TTTT.D.U.I](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.I3.S.1000.UNLACO.0000.TTTT.D.U.I).

2) Данни, публикувани в *Кратък статистически справочник* (глава 11, раздел 11.4).

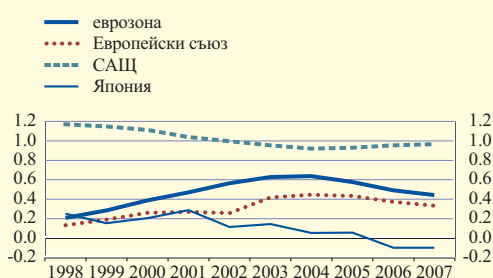
3) Изчисления на ЕЦБ.

## 6. Население

(млн. души)

(годишно процентно изменение)

	Еврозона <sup>1)</sup>	ЕС <sup>2)</sup>	САЩ <sup>3)</sup>	Япония <sup>4)</sup>
Средно за 1989–1998 г. <sup>5)</sup>	302	479	262	125
1998	305	481	276	126
1999	306	482	279	127
2000	307	483	282	127
2001	308	484	285	127
2002	310	486	288	127
2003	312	488	291	128
2004	314	490	294	128
2005	316	492	296	128
2006	317	494	299	128
2007 <sup>6)</sup>	319	495	302	128



Източници: Евростат, Американска статистическа асоциация и Японско статистическо бюро.

- 1) Средногодишно. Публикувани в Кратък статистически справочник (глава 2, раздел 2.1) и достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес: [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.A.I3.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A.](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.I3.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A.)
- 2) Средногодишно. Публикувани в Кратък статистически справочник (глава 11, раздел 11.6) и достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес: [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.A.V1.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A.](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.V1.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A.)
- 3) Данните са за населението на средна възраст. Публикувани в Кратък статистически справочник (глава 1, раздел 1.1).
- 4) Данните за населението са към 1 октомври. Публикувани в Кратък статистически справочник (глава 1, раздел 1.1).
- 5) 1991–1998 г. за еврозоната; 1993–1998 г. за Европейския съюз.
- 6) Данните за еврозоната, ЕС и Япония частично са прогнози.

## 7. Безработица

(процент от работната сила)

	Еврозона <sup>1)</sup>	ЕС <sup>2)</sup>	САЩ <sup>3)</sup>	Япония <sup>3)</sup>
Средно за 1989–1998 г.	9.4	-	5.9	2.8
1998	10.0	9.1	4.5	4.1
1999	9.2	9.0	4.2	4.7
2000	8.3	8.7	4.0	4.7
2001	7.8	8.5	4.7	5.0
2002	8.2	8.9	5.8	5.4
2003	8.6	8.9	6.0	5.3
2004	8.8	9.0	5.5	4.7
2005	8.9	8.9	5.1	4.4
2006	8.2	8.2	4.6	4.1
2007	7.4	7.1	4.6	3.9



Източници: Евростат, Американско бюро по статистика на труда и Японско статистическо бюро.

- 1) Данни, публикувани в *Месечен бюлетин* на ЕЦБ (глава 5, раздел 5.3.2) и достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес: [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=132.STS.M.I4.N.UNEH.RTT000.4.000.](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=132.STS.M.I4.N.UNEH.RTT000.4.000.)
- 2) Данни, публикувани в Кратък статистически справочник (глава 11, раздел 7) и достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес: [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=132.STS.M.V1.N.UNEH.RTT000.4.000.](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=132.STS.M.V1.N.UNEH.RTT000.4.000.)
- 3) Данни, публикувани в Кратък статистически справочник (глава 1, раздел 1.2).

## 8. Производителност на труда

(годишно процентно изменение)

	Еврозона <sup>1)</sup>	ЕС <sup>2)</sup>	САЩ <sup>3)</sup>	Япония <sup>3)</sup>
Средно за 1989–1998 г.	1.7	-	1.5	1.3
1998	0.8	1.3	2.1	-0.9
1999	1.0	1.9	2.5	1.3
2000	1.5	2.3	1.7	3.5
2001	0.4	1.0	0.7	0.9
2002	0.2	0.9	1.9	1.9
2003	0.3	0.9	1.6	1.7
2004	1.1	1.7	2.6	2.5
2005	0.8	1.0	1.3	1.5
2006	1.3	1.5	0.9	1.8
2007	0.8	1.3	1.0	1.6



Източници: Евростат, Американско бюро за икономически анализи, Японски институт за икономически и социални изследвания и изчисления на ЕЦБ.

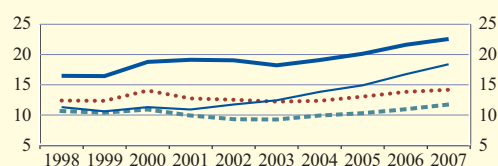
- 1) Изменение в обема на БВП на наето лице. Публикувано в Кратък статистически справочник (глава 1, раздел 1.2).
- 2) Изменение в обема на БВП на наето лице. Публикувано в Кратък статистически справочник (глава 1, раздел 1.2) и достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес: [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.A.V1.S.0000.LABPRO.1000.TTTT.Q.U.I.](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.V1.S.0000.LABPRO.1000.TTTT.Q.U.I.)
- 3) Изчисления на ЕЦБ.

## 9. Износ на стоки и услуги<sup>1)</sup>

(дял от БВП, %)

	Еврозона <sup>2)</sup>	ЕС <sup>3)</sup>	САЩ	Япония
1998	16.5	12.4	10.7	11.3
1999	16.4	12.3	10.4	10.6
2000	18.8	14.1	10.9	11.3
2001	19.1	12.8	9.9	10.9
2002	19.1	12.5	9.3	11.7
2003	18.3	12.2	9.3	12.4
2004	19.1	12.3	9.9	13.8
2005	20.1	13.1	10.3	14.9
2006	21.6	13.9	11.0	16.8
2007	22.6	14.2	11.8	18.4

— еврозона  
 ..... Европейски съюз  
 - - - САЩ  
 — Япония



Източници: ЕЦБ, Евростат, Американско бюро за икономически анализи, централна банка на Япония и японско Министерство на финансите.

1) Данни, публикувани в Кратък статистически справочник (глава 1, раздел 1.1).

2) Данни, достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес:

[http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=120.DD.A.I3.BP\\_EXP.PGDP.4F\\_N](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.I3.BP_EXP.PGDP.4F_N).

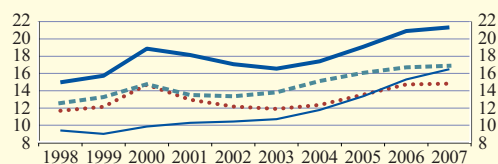
3) Данните до 2000 г. се отнасят за ЕС-15, за периода 2001–2003 г. са за ЕС-25, а от 2004 г. насам са за ЕС-27.

## 10. Внос на стоки и услуги<sup>1)</sup>

(дял от БВП, %)

	Еврозона <sup>2)</sup>	ЕС <sup>3)</sup>	САЩ	Япония
1998	15.0	11.7	12.6	9.4
1999	15.7	12.1	13.3	9.0
2000	18.9	14.7	14.8	9.9
2001	18.2	13.0	13.5	10.3
2002	17.1	12.2	13.4	10.4
2003	16.6	11.9	13.8	10.7
2004	17.4	12.3	15.1	11.8
2005	19.1	13.4	16.1	13.4
2006	20.9	14.7	16.7	15.3
2007	21.4	14.7	16.9	16.5

— еврозона  
 ..... Европейски съюз  
 - - - САЩ  
 — Япония



Източници: ЕЦБ, Евростат, Американско бюро за икономически анализи, централна банка на Япония и японско Министерство на финансите.

1) Данни, публикувани в Кратък статистически справочник (глава 1, раздел 1.1).

2) Данни, достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес:

[http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=118.DD.A.I3.BP\\_IMP.PGDP.4F\\_N](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=118.DD.A.I3.BP_IMP.PGDP.4F_N).

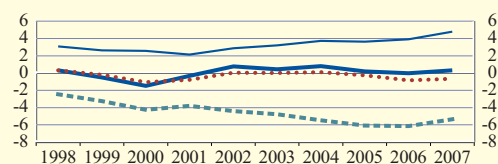
3) Данните до 2000 г. се отнасят за ЕС-15, за периода 2001–2003 г. са за ЕС-25, а от 2004 г. насам са за ЕС-27.

## 11. Салдо по текущата сметка<sup>1)</sup>

(дял от БВП, %)

	Еврозона <sup>2)</sup>	ЕС <sup>3)</sup>	САЩ	Япония
1998	0.3	0.3	-2.5	3.1
1999	-0.5	-0.2	-3.3	2.6
2000	-1.5	-1.1	-4.3	2.6
2001	-0.3	-0.8	-3.8	2.1
2002	0.8	0.0	-4.4	2.9
2003	0.4	0.0	-4.8	3.2
2004	0.8	0.1	-5.5	3.7
2005	0.2	-0.2	-6.1	3.6
2006	0.0	-0.7	-6.2	3.9
2007	0.3	-0.6	-5.3	4.8

— еврозона  
 ..... Европейски съюз  
 - - - САЩ  
 — Япония



Източници: ЕЦБ, Евростат, Американско бюро за икономически анализи, централна банка на Япония и японско Министерство на финансите.

1) Данни, публикувани в Кратък статистически справочник (глава 1, раздел 1.1).

2) Данни, достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес:

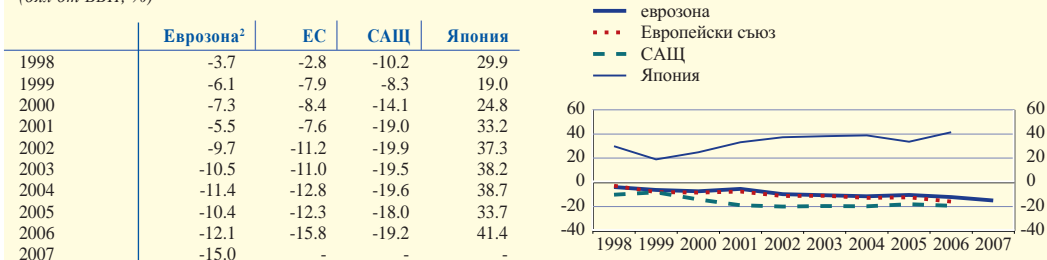
[http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=120.DD.A.I3.BP\\_GS\\_N.PGDP.4F\\_N](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.I3.BP_GS_N.PGDP.4F_N).

3) Данните до 2000 г. се отнасят за ЕС-5, за периода 2001–2003 г. са за ЕС-25, а от 2004 г. са за ЕС-27.



## 12. Нетна международна инвестиционна позиция<sup>1)</sup>

(дял от БВП, %)



Източници: ЕЦБ, Евростат, Американско бюро за икономически анализи, централна банка на Япония и японско Министерство на финансите.

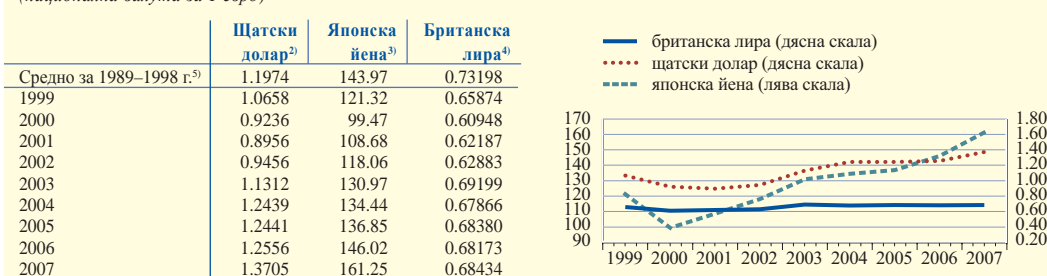
1) Данни, публикувани в Кратък статистически справочник (глава 1, раздел 1.1).

2) Данни, достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес:

[http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=120.DD.A.I3.BP\\_IP\\_NT.PGDP.4F\\_N](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.I3.BP_IP_NT.PGDP.4F_N).

## 13. Обменен курс на еврото<sup>1)</sup>

(национална валута за 1 евро)



Източник: ЕЦБ.

1) Данни, публикувани в *Месечен бюлетин* на ЕЦБ (глава 8, раздел 8.2) и в Кратък статистически справочник (глава 4, раздел 4.10)

2) Данни, достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес:

[http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=120.EXR.A.USD.EUR.SP00.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.USD.EUR.SP00.A).

3) Данни, достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес:

[http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=120.EXR.A.JPY.EUR.SP00.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.JPY.EUR.SP00.A).

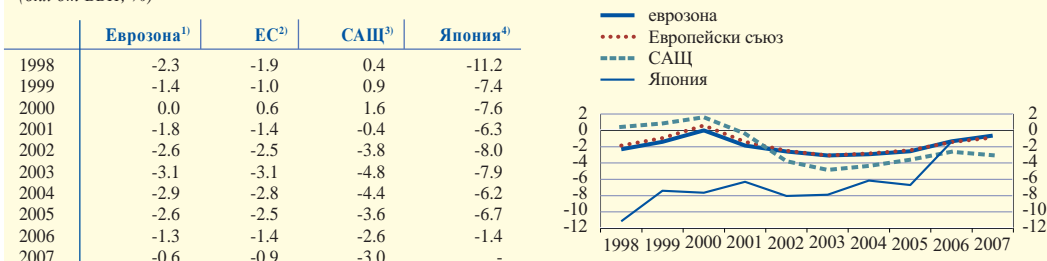
4) Данни, достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес:

[http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=120.EXR.A.GBP.EUR.SP00.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.GBP.EUR.SP00.A).

5) Статистиката на обменните курсове до декември 1998 г. (изготвена от Европейската комисия) е за ЕКЮ.

## 14. Държавен дефицит (-)/излишък (+)

(дял от БВП, %)



Източници: ЕЦБ, Европейска комисия, Американско бюро за икономически анализи и Японски институт за икономически и социални изследвания.

1) Данни, публикувани в *Месечен бюлетин* на ЕЦБ (глава 6, раздел 6.1) и достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ

на адрес: [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.I4.N.B1300.DEF.B0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.I4.N.B1300.DEF.B0000.CU.G).

2) Данни, публикувани в Кратък статистически справочник (глава 11, раздел 8) и достъпни чрез Статистическата база данни

на ЕЦБ на адрес: [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.V1.N.E1300.SED.E0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E1300.SED.E0000.CU.G).

3) Данни, публикувани в *Месечен бюлетин* на ЕЦБ (глава 9, раздел 9.2) и достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ

на адрес: [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.DEF.B0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.DEF.B0000.CU.G).

4) Данни, публикувани в *Месечен бюлетин* на ЕЦБ (глава 9, раздел 9.2) и достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ

на адрес: [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.JPN.B1300.DEF.B0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JPN.B1300.DEF.B0000.CU.G).

## 15. Държавен дълг

(дял от БВП, %)

	Еврозона <sup>1)</sup>	ЕС <sup>2)</sup>	САЩ <sup>3)</sup>	Япония <sup>4)</sup>
1998	72.8	66.3	53.0	107.2
1999	72.0	65.7	49.4	120.9
2000	69.3	61.7	43.7	129.0
2001	68.2	60.8	43.2	136.4
2002	68.0	60.2	45.4	143.3
2003	69.2	61.7	48.0	150.5
2004	69.6	62.1	48.9	156.8
2005	70.2	62.6	49.2	163.2
2006	68.5	61.3	48.6	159.5
2007	66.4	58.7	49.2	-



Източници: ЕЦБ, Европейска комисия, Федерална резервна система на САЩ и централна банка на Япония.

1) Данни, публикувани в *Месечен бюлетин* на ЕЦБ (глава 6, раздел 6.2) и достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес: [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.I4.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.I4.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G).

2) Данни, публикувани в Кратък статистически справочник (глава 11, раздел 11.9) и достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес: [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.V1.N.E0X13.MAL.E1300.SA.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E0X13.MAL.E1300.SA.G).

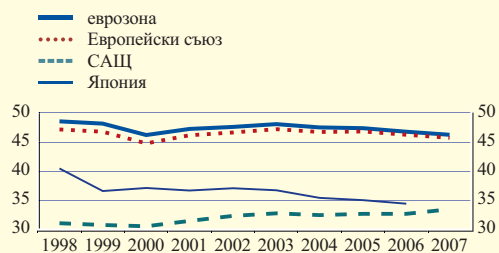
3) Данни, публикувани в *Месечен бюлетин* на ЕЦБ (глава 9, раздел 9.2) и достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес: [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.US.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G).

4) Данни, публикувани в *Месечен бюлетин* на ЕЦБ (глава 9, раздел 9.2) и достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес: [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.JPN.B0X13.MAL.B1300.SA.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JPN.B0X13.MAL.B1300.SA.G).

## 16. Разходи на правителството

(дял от БВП, %)

	Еврозона <sup>1)</sup>	ЕС <sup>2)</sup>	САЩ <sup>3)</sup>	Япония <sup>4)</sup>
1998	48.6	47.2	31.1	40.5
1999	48.2	46.8	30.8	36.6
2000	46.2	44.8	30.6	37.1
2001	47.3	46.2	31.5	36.7
2002	47.6	46.6	32.4	37.1
2003	48.1	47.2	32.8	36.7
2004	47.5	46.7	32.5	35.5
2005	47.4	46.8	32.7	35.1
2006	46.8	46.3	32.7	34.4
2007	46.3	45.8	33.5	-



Източници: ЕЦБ, Европейска комисия, Бюро за икономически изследвания на САЩ и Институт за икономически и социални изследвания на Япония.

1) Данни, публикувани в *Месечен бюлетин* на ЕЦБ (глава 6, раздел 6.1) и достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес: [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.I4.N.B1300.TOE.B0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.I4.N.B1300.TOE.B0000.CU.G).

2) Данни, публикувани в Кратък статистически справочник (глава 11, раздел 11.10) и достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес: [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.V1.N.E1300.TOE.E0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E1300.TOE.E0000.CU.G).

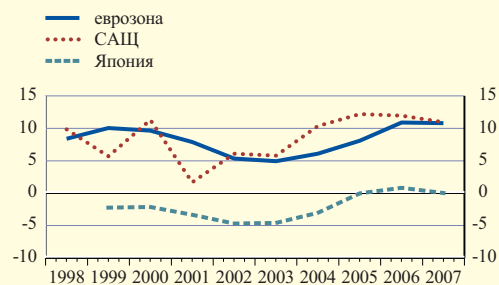
3) Данни, публикувани в Кратък статистически справочник (глава 1, раздел 1.1) и достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес: [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.TOE.B0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.TOE.B0000.CU.G).

4) Данни, публикувани в Кратък статистически справочник (глава 1, раздел 1.1) и достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес: [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.JPN.B1300.TOE.B0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JPN.B1300.TOE.B0000.CU.G).

## 17. Банково кредитиране: кредити на ПФИ за частния сектор

(годишно процентно изменение)

	Еврозона <sup>1)</sup>	ЕС	САЩ	Япония
Средно за 1989–1998 г.	7.1	-	5.6	-
1998	8.4	-	9.8	-
1999	10.0	-	5.7	-2.3
2000	9.6	-	11.3	-2.2
Разширяване на еврозоната				
2001	7.9	-	1.7	-3.4
2002	5.3	-	6.1	-4.7
2003	4.9	-	5.8	-4.6
2004	6.1	-	10.3	-3.0
2005	8.1	-	12.2	0.0
2006	10.9	-	11.9	0.8
Разширяване на еврозоната				
2007	10.8	-	10.9	0.0



Източници: ЕЦБ, Федерална резервна система на САЩ и централна банка на Япония.

1) Данни, достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес: [http://sdw/quickview.do?SERIES\\_KEY=9.BSI.M.U2.N.U.A20.A.I.U2.2200.Z01.E](http://sdw/quickview.do?SERIES_KEY=9.BSI.M.U2.N.U.A20.A.I.U2.2200.Z01.E).

### 18. Лихвени проценти по тримесечни междубанкови депозити<sup>1)</sup>

(проценти годишно; средни стойности за периода)

	Еврозона <sup>2)</sup>	ЕС	САЩ <sup>3)</sup>	Япония <sup>4)</sup>
1998	3.96	-	5.57	0.66
1999	2.96	-	5.41	0.22
2000	4.40	-	6.53	0.28
Разширяване на еврозоната				
2001	4.26	-	3.78	0.15
2002	3.32	-	1.80	0.08
2003	2.33	-	1.22	0.06
2004	2.11	-	1.62	0.05
2005	2.18	-	3.56	0.06
2006	3.08	-	5.19	0.30
Разширяване на еврозоната				
2007	4.28	-	5.30	0.79



Източници: Европейска банкова федерация и Британска асоциация на банкерите.

1) Данни, публикувани в *Месечен бюлетин* на ЕЦБ (глава 4, раздел 4.6) и достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ и Кратък статистически справочник (глава 9, раздел 9.5).

2) Данни, достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес:

[http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.MM.EURIBOR3MD\\_LST](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.MM.EURIBOR3MD_LST).

3) Данни, достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес:

[http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.MM.USD3MFSR\\_LST](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.MM.USD3MFSR_LST).

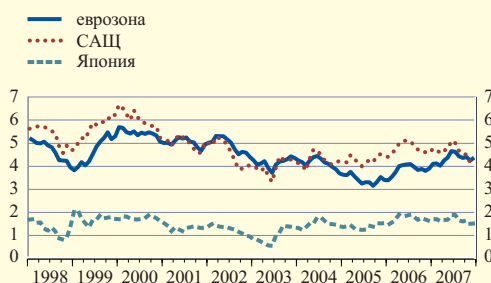
4) Данни, достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес:

[http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.MM.JPY3MFSR\\_LST](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.MM.JPY3MFSR_LST).

### 19. Доходност на десетгодишните държавни облигации<sup>1)</sup>

(проценти годишно; средни стойности за периода)

	Еврозона <sup>2)</sup>	ЕС	САЩ <sup>3)</sup>	Япония <sup>4)</sup>
Средно за 1989–1998 г.	8.38	-	6.94	4.23
1998	4.71	-	5.33	1.30
1999	4.66	-	5.63	1.76
2000	5.44	-	6.03	1.76
Разширяване на еврозоната				
2001	5.03	-	5.01	1.34
2002	4.92	-	4.60	1.27
2003	4.16	-	4.00	0.99
2004	4.14	-	4.26	1.50
2005	3.44	-	4.28	1.39
2006	3.86	-	4.79	1.74
Разширяване на еврозоната				
2007	4.33	-	4.63	1.68



Източници: ЕЦБ, Ройтерс и Thomson Financial Datastream.

1) Данни, публикувани в Кратък статистически справочник (глава 1, раздел 1.2).

2) Данни, достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес:

[http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.BB.U2\\_10Y.YLD](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.BB.U2_10Y.YLD).

3) Данни, достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес:

[http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.BB.US10YT\\_RR.YLD](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.BB.US10YT_RR.YLD).

4) Данни, достъпни чрез Статистическата база данни на ЕЦБ на адрес:

[http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.BB.JP10YT\\_RR.YLD](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.BB.JP10YT_RR.YLD).

#### ОБЩИ БЕЛЕЖКИ

Приложението описва развитието на основните статистически показатели през изминалите десет години и, когато е възможно, средната стойност на показателите за десетте години преди въвеждането на еврото. Представените в таблиците данни са на годишна база и описват годишното процентно изменение, ако не е обозначено друго.

Повечето от динамичните редове за еврозоната се отнасят за тринадесетте държави от еврозоната (включително Словения). Данните за правителствените финанси обаче се отнасят за петнадесетте държави от еврозоната (включително Кипър и Малта). По отношение на лихвените проценти, паричната статистика и ХИПЦ динамичните статистически редове, отнасящи се за еврозоната, покриват държавите – членки на ЕС, които са приели еврото по времето, за което се отнася статистиката (за подробно описание виж общите бележки в раздела *Статистика на еврозоната* в *Месечния бюлетин* на ЕЦБ. Промяната в състава на еврозоната се обозначава в таблиците посредством хоризонтална линия.

ISSN 1561-0136



9 771561 013006