

# Европейският механизъм за стабилност и неговите алтернативи за преодоляване на дълговата криза в еврозоната

Иван Божикин\*

**Резюме:** Статията е посветена на един от възможно най-актуалните за икономиката на Европейския съюз (ЕС) проблеми - европейската дългова криза. В първата част са разгледани обобщено причините за възникване на дълговата криза в еврозоната и историческото изграждане на "защитната стена" в ЕС. Представени са данни за процентното участие на страните в капитала на Европейския механизъм за стабилност (ЕМС). Съпоставени са Европейският инструмент за финансова стабилност (ЕИФС) и ЕМС, с цел посочването на техните основни различия. Във втората част на разработката е разгледан кредитният капацитет на ЕМС и способността на механизма да се справи с дълговата криза в ЕС. Алтернативите на ЕМС за излизане от дълговата криза, обобщенията и изводите от статията са представени в третата част.

**Ключови думи:** Европейски съюз, ЕМС, дългова криза, ЕИФС, Еврооблигации, ЕМФС, макроикономическа политика.

**JEL:** F3.

## I. Европейският механизъм за стабилност (ЕМС). Обща характеристика и история. Цели и задачи на ЕМС.

*Кратка история и причини за финансово-икономическата криза в ЕС*

Финансовата криза, която започна в САЩ в началото на 2007 г. и обхваща целия свят, се е превърнала постепенно в комплексна икономическа криза. Реалният сектор понесе сериозни щети, в резултат на което безработицата се увеличи многократно, достигайки нива от около 10 % – през октомври 2010 г. в САЩ и ЕС, в частност и в България. Тя продължава да се покачва и през юни 2012 г. е 10,3 % в ЕС, 11 % в еврозоната и 12,6 % в България. Високата безработица в ЕС и еврозоната е съпътствана и от високи равнища на бюджетните дефицити и държавните дългове.

Много големите правителствени разходи преди и по време на финансово-икономическата криза в ЕС, съчетани със срива на ипотечния пазар и намалените постъпления в бюджетите след започването на кризата, доведоха до реализирането на продължителни дефицити и високи дългове в ЕС. Всичко това стана причина за възникването на дълговата криза в еврозоната – отприщана най-вече от Гърция.

\* Иван Божикин е магистър по икономика, УНСС, e-mail: bozhikin@gmail.com

## Дискусия

След това последваха сътресения (по отношение на държавните дългове) и в други страни в еврозоната – първо Ирландия и Португалия, а сега вече вниманието е съсредоточено и върху Испания и Италия. Основните причини за дълговата криза в Европа варират, съобразно спецификата на конкретната държава. От една страна, кризата в Гърция и Португалия е резултат от тенденциите в бюджетната политика на правителствата в двете държави преди и след кризата – структурните дефицити там са причина за дълговата криза.

От друга страна, кризата в Ирландия и Испания е породена предимно от частния банков сектор и последващите спасителни операции от страна на правителствата в двете държави. Нобеловият лауреат Пол Кругман отбелязва, че само кризата в Гърция и Португалия е била предизвикана от фискална безотговорност. Доказателство за това е, че до 2007 г. фискалният дефицит в еврозоната е бил едва 0,6 % от БВП и се е покачил на 7 % през 2007-2008 година. За същия период държавният дълг се е повишил от 66 % до 84 % от БВП.

Договорът за Европейския механизъм за стабилност и новият договор за стабилност- координация и управление в Икономическия и паричен съюз (TSCG), наричан още фискален пакт, са двата елемента от стратегията за преодоляване на кризата с държавния дълг в еврозоната.

*Европейският механизъм за стабилност.  
Цели и задачи на ЕМС*

**На 9 май 2010 г. държавите членки постигнаха съгласие за създаване на два финансови инструмента, чрез които да предоставят финансова помощ на страни от ЕС, изпитващи сериозни финансови трудности. Първо, Съветът на министрите на икономиката и финансите (Екофин) прие Регламент за създаване на Европейски механизъм за финансово стабилизиране (ЕМФС, European Financial Stabilisation**

**Mechanism – EFSM), който да позволява на Европейската комисия да вземе средства от финансовите пазари от името на ЕС в размер до 60 млрд. евро, които са обект на европейска гаранция, за осигуряване на финансова подкрепа за държави – членки на ЕС, които изпитват или са заплашени от значителни финансови затруднения, причинени от фактори извън техния контрол. Този механизъм допълва съществуващия механизъм за средносрочна подкрепа на платежните баланси на държавите от ЕС извън еврозоната.**

**Второ, на основата на междуправителствени споразумения държавите членки от еврозоната са създали Европейски инструмент за финансова стабилност (ЕИФС, European Financial Stability Facility – EFSF), представляващ дружество с ограничена отговорност, упълномощено да емитира дългови ценни книжа, гарантирани в размер до 440 млрд. евро от държавите – членки на еврозоната, на пропорционален принцип, с цел предоставяне на заеми на страни от еврозоната. ЕИФС е регистриран в Люксембург със срок до 3 години.**

Отпускането на заеми и по двата инструмента за финансова подкрепа е обвързано с изпълнението на строги условия и се извършва съвместно с предоставяне на средства от МВФ, които се очакваше да бъдат поне 50 % от заемите от ЕС (еврозоната) по всяка програма за подкрепа. Но тези очаквания не са се реализирали до настоящия момент (което е във вреда на ЕС).

На 16 и 17 декември 2010 г. Съветът на ЕС принципно одобри създаването на постоянен Европейски механизъм за стабилност (ЕМС, European Stability Mechanism – ESM), постигайки съгласие по текст на проект за решение, изменящо Договора. Съгласно този текст към чл. 136 от Договора следва да се добави следният параграф: "Държавите членки, чиято парична единица е еврото, могат да установят механизъм за стабилност, който да се

задейства, ако е абсолютно необходимо да се гарантира стабилността на еврозоната като цяло. Предоставянето на необходимата финансова помощ в рамките на механизма ще бъде строго обвързано с условия.". Страните-членките от евро-

зоната подписаха междуправителствен договор за създаването на механизма за стабилност на 2 февруари 2012 година, а самият Европейският механизъм за стабилност започна да функционира на 8 октомври 2012 година.

Таблица 1. Вноски на страните от еврозоната в ЕМС

Страни членки на ЕМС	Процентно участие	Брой на акциите	Капиталова вноска /в евро/	Номинален БВП за 2010 /млн. долари/
Германия /Germany/	27.1464	1,900,248	190,024,800,000	3,315,643
Франция /France/	20.3859	1,427,013	142,701,300,000	2,582,527
Италия /Italy/	17.9137	1,253,959	125,395,900,000	2,055,114
Испания /Spain/	11.9037	833,259	83,325,900,000	1,409,946
Хооландия/ Netherlands/	5.717	400,190	40,019,000,000	783,293
Белгия /Belgium/	3.4771	243,397	24,339,700,000	465,676
Гърция /Greece/	2.8167	197,169	19,716,900,000	305,415
Австрия /Austria/	2.7834	194,838	19,483,800,000	376,841
Португалия /Portugal/	2.5092	175,644	17,564,400,000	229,336
Финландия /Finland/	1.7974	125,818	12,581,800,000	239,232
Ирландия /Ireland/	1.5922	111,454	11,145,400,000	204,261
Словакия /Slovakia/	0.824	57,680	5,768,000,000	86,262
Словения /Slovenia/	0.4276	29,932	2,993,200,000	46,442
Люксембург/ Luxembourg/	0.2504	17,528	1,752,800,000	52,433
Кипър /Cyprus/	0.1962	13,734	1,373,400,000	22,752
Естония /Estonia/	0.186	13,020	1,302,000,000	19,220
Малта /Malta/	0.0731	5,117	511,700,000	7,801

Източник: Договор за създаване на ЕМС

## Дискусия

В договора за създаването на ЕМС са посочени и вноските, които трябва да бъдат внесени от страните от еврозоната. Те са представени на таблица 1:

От горната таблица се вижда, че най-големи вноски трябва да направят следните страни: Германия, Франция, Италия, Испания, Белгия, Гърция, Австрия и Португалия. Като Гърция и Португалия ще бъдат затруднени да внесат своите вноски, тъй като вече ползват финансова помощ от ЕИФС, ЕМФС и МВФ. Това ще важи и за Испания и Италия, тъй като страните също очакват да получат финансова помощ от ЕИФС.

ЕМС разполага с реален капацитет за отпускане на заеми от 500 млрд. евро и общ записан капитал в размер на 700 млрд. евро, от които 80 млрд. евро са под формата на внесен капитал, а останалите 620 млрд. евро ще подлежат на изплащане при поискване и/или гаранции. Държавите членки от еврозоната ще внасят в ЕМС финансовите санкции, наложени съгласно с Пакта за стабилност и растеж и процедурите при макроикономически неравновесия.

"Защитната стена" на ЕС се равнява на 750 млрд. евро. В нея се включват: ЕИФС (ЕМС), ЕМФС и МВФ. Това се вижда добре на таблица 2.

## II. Размер на защитната стена на еврозоната

На 30. 03. 2012 г. финансовите министри от еврозоната се събраха в Копенхаген, за да обсъдят окончателно размера на Европейския стабилизационен механизъм. Така наречената "защитна стена"<sup>1</sup> (firewall) срещу дълговата криза ще служи за кредитиране на закъсали банки и държави от еврозоната. Ден преди консултациите между финансовите министри на 30. 03. 2012 г. натискът върху главния платец – Германия, за нагграждане на "стената", се засилва. Френският министър Франсоа Бароан се обявява за удвояване на сумата от половин на един трилион евро. По думите му, този размер ще плаши спекулантите "като атомна бомба". Германският финансов министър Волфганг Шойбле обаче е категоричен, че няма да допусне повече от 800 милиарда. "Можете да увеличавате спасителния фонд колкото си искате, но нищо няма да постигнете. Решаващият проблем са причините за кризата – тях трябва да преборим!". В крайна сметка финансовите министри от еврозоната се споразумяват размерът на Европейския стабилизационен механизъм да бъде увеличен на 800 млрд.

Таблица 2. "Защитна стена" за управление на кризи

ЕМФС /European Financial Stabilisation Mechanism "EFSM"/	ЕИФС /European Financial Stability Facility "EFSF"/	МВФ /International Monetary Fund/
€ 60 млрд.	€ 440 млрд.	€ 250 млрд.
Всички страни от ЕС могат за се възползват от тези средства	Само страните от еврозоната имат право да се възползват от тези средства	Половината от сумата / средствата/ е изтеглена от EFSF и EFSM

Източник: ЕИФС

Основните различия между ЕМС и ЕИФС са посочени на таблица 3.

евро или с 300 милиарда повече от предишния размер на "защитната стена". Сумата

<sup>1</sup> Giovannini Al., и D. Gros, "How High the Firewall? Potential Financing Needs for the Periphery", CEPS, March 30, 2012. Ковачева, Р. "Колко е здрава защитната стена на еврозоната?" Euinside, 02 април 2012 г.

Таблица 3. С какво ЕМС /ESM / е различен от ЕИФС?

	Продължителност	Капиталова структура	Законодателство	Правна форма
ЕМС	Постоянен	<u>€ 700 млрд.</u> <u>(€ 80млрд. Внесен капитал + € 620млрд. изискуем капитал)</u>	Международно	Междуправителствена организация
ЕИФС	3 години	<u>€780 В залог /Гаранционна отговорност/</u>	Люксембург	Компания /S.A/

Източник: ЕИФС (Newsletter №4 February 2012)

е разочароваща на фона на предложението на Европейската комисия за увеличение до 940 млрд. евро и френските амбиции за капацитет от 1 трилион евро, но пък е била определена като достатъчна от Германия и като надеждна от ЕЦБ.

Също така Министрите удължават живота на временния спасителен фонд (Европейски инструмент за финансова стабилност – ЕИФС) и му разрешават да функционира успоредно с постоянния за още една година (до 2013 г.). По този начин ЕМС няма да се натоварва с вече започналите спасителни програми, от една страна, а – от друга, добавя към капацитета си неизползваните средства от ЕИФС в размер на около 240 млрд. евро. Европейският механизъм за стабилност, започнал своята дейност на 8 октомври 2012 г., вече е основният инструмент за финансиране на нови програми, а Испания е първата подпомогната страна от ЕМС. Поради това плащането на вноските от страна на гържавите членки ще стане в ускорени темпове.

Пазарите очакваха по-голямо увеличение с обяснението, че колкото по-голям е спасителният фонд, толкова повече ще отслабва натискът върху уязвимите икономики. Точно обратната е обаче германската позиция. Според Германия отслабващият пазарен натиск ще намали мотивацията

на затруднените икономики да се реформират. Ангела Меркел поддържа позицията си, че бюджетната дисциплина, а не по-големият размер на ЕМС ще бъде ключовият фактор за отслабване на пазарния натиск. Всичко това обаче е хипотеза с много неизвестни.

#### 1. Колко е здрава защитната стена на еврозоната?

От всичко казаното до тук става ясно, че кредитният капацитет на ЕМС е 500 млрд. евро. На 30 март 2012 г. е договорено сумата за отпускане на заеми да нарасне до 800 млрд. евро, но това все още не е факт, дори след като договора за ЕМС беше ратифициран от страните от еврозоната и ЕМС започна да функционира. Ключовият въпрос е дали сумата от трите инструмента (ЕМС, ЕИФС, ЕМФС) ще бъде достатъчна, за да се преодолеят всички възможни икономически сценарии.

По-специално, размерът на "защитната стена" трябва да се определя с оглед осигуряване на финансова защита на всички периферни страни в еврозоната. За да се провери дали размерът на "защитната стена" е в съответствие с тази амбициозна цел, трябва да се започне с изчисляването на общия потенциал за финансиране при развитие на най-лошия сценарий.

## Дискусия

Според оценки на МВФ общата нужда от финансиране на Гърция, Ирландия и Португалия (ГИП) възлиза на над 500 млрд. евро. От тях около 80 % се очаква да бъдат обхванати от съществуващите програми за финансова помощ. Всъщност, както е показано и на таблица 4, финансовата подкрепа, обещана на тези три страни, е в размер на 390 млрд. евро. Към март 2012 г. приблизително €155 милиарда, т.е. около 40 % от общата сума, вече са изплатени от различните механизми/инструменти – двустранни заеми от ЕС, ЕИФС, ЕМФС и помощи от МВФ).

Вуващите ангажименти на ЕИФС (както е първоначално планирано), от 500-те милиарда евро кредитен капацитет, само един "безопасен буфер" от около 300 млрд. евро ще бъде останал налице.<sup>2</sup> "Защитна стена" от такъв размер е вероятно да бъде недостатъчна поради две основни причини. Първо, плановете за финансова помощ предполагат, че страните са покрили част от нуждите за финансиране от завръщането си на пазара преди края на програмата. Както е показано в таблица 5, предполага се, че ГИП ще бъдат в състояние да съберат над €120 млрд. от частните фондове

Таблица 4. Обща помощ за Гърция, Ирландия и Португалия (в млрд. евро)

План /Plan/	Платено от /Paid by/	Изплатени / Disbursed/	Обещана сума /Agreed/
Гърция	Двустранен заеми от ЕС / Bilateral EU loans/	52.9	80
	ЕИФС /EFSF/		117
	МВФ /IMF/	20.1	48
	<b>Общо</b>	<b>73</b>	<b>245</b>
Ирландия	Двустранен заеми от ЕС /Bilateral EU loans/		4.8
	ЕМФС /EFSM/	18.4	22.4
	ЕИФС /EFSF/	9.3	17.7
	МВФ /IMF/	16.1	22.5
	<b>Общо</b>	<b>43.8</b>	<b>67.5</b>
Португалия	ЕМФС /EFSM/	15.6	26
	ЕИФС /EFSF/	9.6	26
	МВФ /IMF/	13.6	26
	<b>Общо</b>	<b>38.8</b>	<b>78</b>
<b>Обща стойност</b>		<b>155.6</b>	<b>390.5</b>

Източник: Данни от Европейската комисия и изчисления на CEPS.

Това означава, че след като започне да функционира ЕМС и консолидира същест-

вени преди 2016 г. Това предположение може да се окаже твърде оптимистично<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> Оставащия кредитния капацитет на ESM може да бъде дори по-малък, ако механизмът трябва да поеме съществуващите ангажименти на ЕМФС.

<sup>3</sup> Португалия се очаква да си възвърне достъпа до пазара през 2013 г., Гърция едва през 2016 г., а за Ирландия се приема достъп до "скромнен" пазар към края на 2012 г. и по-значително финансиране от пазара през 2013 г..

Таблица 5. Необходими финанси, които са налични на пазара (в млрд. евро)  
(Financial needs covered by the market)

	2012	2013	2014	2015	2016
Гърция	0	0	0	0	0.3
Португалия	0	9.3	15.9	14.5	25.4
Ирландия	3.9	14	14	14	14
Общо	3.9	23.3	29.9	28.5	39.7
Кумулативно	3.6	27.2	57.1	85.6	125.3

Източник: Данни от МВФ и изчисления на CEPS.

На второ място, опитът на Гърция показва, че програмите са склонни да станат недостатъчни с течение на времето.

Горните два фактора могат бързо да "ерозират" маржа, останал на ЕМС. Ако втори спасителни програми за Ирландия и Португалия станат необходими, това може да доведе до допълнителни нужди от финансиране за над €100 млрд. (като се има предвид, че втората гръцка програма е по-голяма от първата). Това може да направи невъзможно да се намерят частни инвеститори, склонни да купуват облигации, емитирани от правителствата все още в процес на финансова помощ.

От посоченото по-горе може да се заключи, че ЕМС с размер €500 млрд. трудно би могъл да бъде в състояние да се справи с Гърция, Ирландия и Португалия, ако:

- програмите за финансова помощ не изпълнят своето предназначение;
- пазарите за Гърция, Ирландия и Португалия останаат затворени за още няколко години.

Нито една от горните хипотези не изглежда пресилена.

Като се има предвид, че ЕМС вече е достигнал своите капацитетни граници с финансовата си помощ за ГИП (Гърция,

Ирландия и Португалия), може да се заключи, че механизмът не би бил в състояние да осигури значителна подкрепа/помощ за Испания и Италия.

През март 2012 г. спредовете на тези две страни са били на устойчиво равнище, но събитията от края на 2011 г. показват, че пазарните условия могат да се влошат много бързо. Освен това, ако условията се влошат за Испания и Италия, най-лошият сценарий за ГИП почти със сигурност ще се превърне в реалност.

**Това води до въпроса: колко средства ще са необходими в допълнение към 500 млрд. евро, ако Испания и/или Италия загубят достъпа си до пазара и се нуждаят от финансова помощ?** Таблица 6 представя оценените финансови нужди на двете страни въз основа на: схеми/прогнози за дълга на страните за периода 2012-2016 г., както и на направени прогнози за бюджетните дефицити, според оценки на МВФ.

Кумулативната необходимост за рефинансиране се равнява на почти 1800 млрд. евро за Италия и Испания. Това предполага, че размерът на ЕМС би трябвало да се увеличи над един трилион евро, за да може ЕМС да бъде в състояние да се справи с най-лошия сценарий.

Таблица 6. Необходимо (ре)финансиране за Испания и Италия (в млрд. евро)

	2012	2013	2014	2015	2016
Италия	427	230	201	194	139
Испания	161	132	107	99	102
Общо	588	362	308	293	241
Кумулативно	588	951	1.259	1.552	1.793

Източник: МВФ, /Министерство на финансите в Италия / Italian Treasury, /Министерството на финансите в Испания/ Spanish Treasury и изчисления на CEPS. Данни от МВФ и изчисления на CEPS.

## Дискусия

Таблица 7. Оставащ кредитен капацитет, ако се приеме, че всичките три "инструмента" работят паралелно (в млрд. евро)

ЕМС /EMS/	500
ЕМФС /EFSM/	60
ЕИФС /EFSF*/	410
Общо	970

Източник: Европейската комисия, EFSF и изчисления на CEPS.

Дори ако Европейският механизъм за предоставяне на финансова помощ трябва да покрие "само" половината от финансовите нужди на Испания и Италия, допълнителното финансиране, което е необходимо на ЕМС ще бъде в размер на €600 млрд. Или общият размер на ЕМС трябва да стане € 1100 млрд.

Една възможност, която е изоставена от ЕС, е свързана със следното: да се предостави възможност ЕМС и ЕИФС да функционират паралелно (т.е без да се закрива ЕИФС през 2013 г.) – с цел да обединят своите възможности за финансиране. Таблица 7 показва, че малко по-малко от €1000 млрд. биха били на разположение в такъв случай.

Отчетен е фактът, че Гърция, Ирландия и Португалия са изключени от ЕИФС.

В най-лошия случай обаче, ще стане много трудно за ГИП, Испания и Италия да допринесат за финансирането на ЕМС. При такива обстоятелства ефективният капацитет за кредитиране на ЕМС по всяка вероятност ще бъде значително по-нисък. Ако всичките пет периферни страни вече няма да могат да плащат своите вноски към ЕМС, кредитният капацитет на механизма ще бъде намален значително (с около 35 %).

От посоченото по-горе може да се заключи, че ЕМС с кредитен потенциал от €500 милиарда ще бъде в състояние да се справи с Гърция, Ирландия и Португалия. Но, като се има предвид, че ЕМС вече е достигнал своите капацитетни граници с финансовата си помощ за ГИП, може да се заключи, че механизмът не би бил в състояние

да осигури значителна подкрепа/помощ за Испания и Италия, дори ако размерът му е 800 млрд. евро. Засега идеята е средствата над 800 млрд. да се набавят от МВФ.

### III. Алтернативи за излизане от дълговата криза в ЕС

В условията на нестихващи пазарни сътресения и при вече функциониращ наследник на ЕИФС някои правителства и икономисти в еврозоната продължават да дискутират други средства за утвърждаване на взаимнообвързаността и сплотеността в самата еврозона. Тези "други средства" са свързани с: еврооблигациите, Евро-TARP, разширяване на евросъюзния бюджет, ганък върху богатството. Представя се и още една алтернатива за преодоляване на дълговата криза от страна на споменатия по-горе американски икономист Пол Кругман (носител на Нобелова награда за икономика през 2008 г.).

#### Еврооблигации

Едно обещаващо предложение е свързано с постепенното изграждане на огромен пазар за еврооблигации, равняващ се по стойност на 40 % от БВП на ЕС и всяка негова страна членка поотделно. Това решение бива одобрено (въпреки че, както е известно, Германия<sup>4</sup> се противопоставя) от президента на еврогрупата и министър-председател на Люксембург Жан-Клод Юнкер и от италианския финансов

<sup>4</sup> Reuters, "Берлин: Еврооблигациите са възможни, но след няколко години", 04 юни 2012 г.

## Дискусия

министър Джулио Тромонти в седмицата преди срещата на Европейския съвет през декември 2010 година.

Европейските облигации представляват предложение за емитиране на гържавни облигации в евро съвместно със 17-те страни от еврозоната. Самите те са прехвърляеми дългови книжа, емитирани извън страните, в чиято национална валута са геноминирани, и са предназначени за широк кръг от инвеститори. Инвеститорът, купувач тези облигации, предоставя определено количество пари, за определен период от време, с определен лихвен процент на еврозоната като цяло, която след това изпраща парите на отделните правителства, емитирали облигациите.

Преимствата на прехвърлянето на голяма част от съществуващия национален дълг към еврооблигации са много, според Хосе Тореланка<sup>5</sup>. Пазарът на еврооблигации ще съперничи на пазара на американските гържавни облигации, създавайки благоприятни условия за рефинансиране на гържавите от еврозоната и други страни-членки на ЕС. Дълбочината на пазара и неговата широка база са единствените причини, заедно с една сигурна федерална система, за това, че американският гържавен дълг остава все така атрактивен. Еврооблигациите, подплатени от силни европейски институции, биха дали на инвеститорите повече яснота и предсказуемост и биха излъчили най-силните възможни сигнали, че страните в еврозоната са готови да обвържат своите съдби в дългосрочна перспектива.

Значително ще намалееят възможностите за спекулации срещу отделни страни, а данъкоплатците ще плащат по-малки сметки за рефинансиране. Еврооблигациите (с вероятен рейтинг AAA)

## Дълговата криза

ще улеснят така необходимите инвестиции. Ограничаването

на еврооблигациите до 40 % от БВП ще създаде силна мотивация за отделните страни да свият дълговете си възможно най-близо до този таван, тъй като по-нататъшното задлъжняване ще трябва да бъде изплащано на по-високи лихвени нива.

Съществуват редица предложения за еврооблигациите и тяхното прилагане. Някои от тях са:

➤ Предложение за "Сини" облигации (Blue bond)

През май 2010 г. двама икономисти Якоб фон Вайцекер и Jacques Delpla са публикували статия<sup>6</sup>, в която предлагат смесица от традиционни национални облигации ("червени" облигации /red bonds/) и съвместното емитирани еврооблигации ("сини" облигации) за предотвратяване на дълговата криза в по-слабите страни в ЕС, като в същото време се прилага и политика за фискална устойчивост. Авторите твърдят, че тяхното предложение за "сини" облигации е стимулиращо задвижващ и траен начин, извън дилемата за дълга, "помагащ да се подготви почвата за възхода на еврото като важна резервна валута, което би могло да намали разходите по заемите за всички страни". Те също споделят, че тяхната концепция не е бързо решение на дълговата криза.

Според предложението, гържавите-членки на ЕС трябва да обединят своите гържавни дългове, равняващи се до 60 % от брутният им вътрешен продукт (БВП), под общ гържавен дълг (или гържавен дълг на еврозоната). Като по този начин ще се постигне намаляване на разходите по заемите, за тази част от дълга. Всеки останал национален дълг извън сините облигации (или дълга останал над тези

<sup>5</sup> Клау, Т., Ф. Годмон, Х. Тореланка, "Отвъд Маастрихт: новото споразумение за еврозоната", ECFR reports, 2010.

<sup>6</sup> Weizsäcker, J., J. Delpla, "The Blue Bond Proposal", Bruegel Policy Institute, May 2010.

## Дискусия

60 % от БВП) ще трябва да се емитира отделно като гържавен дълг на дадена страна. Като по този начин се предполага, че ще се увеличи пределната цена за държавата, емитираща гържавните облигации, което би спомогнало за подобряване на фискалната дисциплина. Участващите страни също така трябва да създадат независим Съвет за стабилност, гласуван от парламентите на гържавите членки, който да предлага годишното разпределение на "сините" облигации и да гарантира фискалната отговорност.

Малките страни с относително неликвидни гържавни облигации (като Австрия и Люксембург) ще се възползват в по-голяма част от допълнителната ликвидност от "сините" облигации, въпреки че дори и разходите за заеми за Германия (с плана за "сини" облигации) се очаква да паднат под сегашните нива. Също така, страните с високо съотношение на дълг към БВП (като Италия, Гърция, Португалия и др.) ще имат силен стимул за фискална корекция.

➤ Предложение на Европейската комисия

На 21 ноември 2011 г. Европейската комисия<sup>7</sup> е предложила емитиране на европейски облигации, обединяващи гържавните облигации на 17-те държави от еврозоната, като ефективен начин за справяне с финансовата криза. На 23 ноември 2011 г. Комисията е представила "Зелена книга" за оценка на приложимостта от общото емитиране на гържавните облигации на държавите членки в еврозоната. Както е извесно, емитирането на дълг в еврозоната понастоящем се провежда индивидуално от всяка-членки на ЕС. Въвеждането на общо емитирани еврооблигации ще означава обединяване на суверенното емитиране сред държавите членки и споделяне на свързаните потоци от приходи и разходи за обслужване на дълг.

В Зелената книга се изброяват три основни подхода за съвместно издаване на еврооблигации въз основа на степента на заместване на националното емитиране (пълно или частично) и естеството на основната гаранция (обща или отделна):

✓ **Общи еврооблигации с обща отговорност:** Този вариант предполага да се замени изцяло националното емитиране от еврооблигациите – всеки член на ЕС ще е изцяло отговорен за цялата емисия. Според Европейската комисия това ще има силен положителен ефект върху стабилността и интеграцията. Но в същото време, чрез премахването на целия пазарен и лихвен натиск върху отделните държави членки, рискът от "**морален хазарт**"<sup>8</sup> (каквото се беше развил в САЩ преди финансовата криза) ще се повиши драстично, което може да повдигне въпроса за значителни промени на договора за ЕС;

✓ **"Частични" еврооблигации с обща (солидарна) отговорност:** Вторият вариант предполага обединяване в общ фонд само на част от дълга, който отново да е гарантиран от всички. Това означава, че държавите-членки на ЕС ще могат частично да емитират национални облигации и по-точно тези, които не са обхванати от еврооблигациите. Комисията не посочва определен обем или дял от дълга, които ще бъдат обхванати от националните облигации, от една страна, и еврооблигациите, от друга страна. Въпреки това, предложението е сходно и на това на германския съвет на икономическите експерти. Те предлагат създаване на Европейски фонд за колективно изкупуване, който би обхванал над 60 % от дълга в еврозоната, което да е съчетано с план за намаляване на дълга на тези страни, които не са получили финансова подкрепа от ЕМС (или Европейския инструмент за финансова стабилност);

<sup>8</sup> The Financial Crisis Inquiry Commission, "The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States"; 2011, Euractiv, "Barroso to Table Eurobond Blueprint", 17 November 2011.

✓ **"Частични" еврооблигации без обща гаранция:** Според третия вариант, който е подобен на този от горното предложение за "сините" облигации, еврооблигациите отново ще обхващат само част от дълга, но без общи гаранции. Това може да наложи строги условия за навлизане на група страни за обединяване на дълга в общ фонд и да даде възможност за премахване на страни, които не отговарят на фискалните задължения. Този вариант има за цел да сведе до минимум риска от "морален риск" от провеждането на икономическите и фискалните политики. За разлика от първите два подхода, този би се реализирал сравнително бързо, без да се налага да се променя договарянето за ЕС.

➤ **В края на 2011г. се заговори и за емитирането на така наречените общи "елитни облигации"**

На 28 ноември 2011 г., в немския вестник "Ди Велт" е било написано, че Германия, Франция, Австрия, Финландия, Люксембург и Нидерландия могат да емитират общи "елитни облигации"<sup>9</sup> (или "Triple A облигации") в опит да съберат повече пари при по-ниски лихвени проценти за себе си при строги условия. По този начин могат да помогнат също и на европейските страни, намиращи се в най-лошо финансово състояние.

Въпросът за еврооблигациите, разделил страните от еврозоната, като еврокомисията и една част от държавите в ЕС смятат, че те са най-добрият начин за излизане от кризата. Германия е твърдо против мярката и твърди, че тя би намалила натиска върху държавите с голям дълг да се справят с проблемите си с дефицита. Нежеланието на Меркел дори да се проведе нова дискусия по инициативата е следвало могла, повтарян често през цялата 2010 г. При този модел германският канцлер, изправен пред

враждебно обществено мнение, е приемал всяка стъпка, задълбочаваща солидарността в еврозоната, само след яростно противопоставяне и при липса на какъвто и да е друг възможен курс в условията на засилващи се пазарни катаклизми. Категоричното отхвърляне на предложението за еврооблигации е станало още по-видимо от факта, че две изтъкнати фигури от опозиционната социалдемократическа партия – Франк-Валтер Щайнмайер и Петер Щайнбрюк, във водеща статия, излязла ден преди срещата на върха във в. "Файненшъл таймс", са призовали за "ограничено въвеждане на европейски облигации", заедно с намаляване стойността на облигациите, използвани като обезпечение (haircut), дългови гаранции за стабилните страни и по-хармонизирана финансова политика на съюза.

Въпреки позицията на канцлера Меркел срещу законосъобразността на прехода към еврооблигации при съществуващата европейска нормативна уредба, Маастрихтският договор никога не е изключвал създаването на европейски дългов инструмент, това се вижда при използването на европейски облигации в миналото: такива са били издавани, за да помогнат на Италия през 1993 г. и за да облекчат прехода в Грузия, Косово и Молдова преди 2004 г. През 2008 г. Унгария е била подпомогната с облигационна емисия на стойност 12 млрд. евро.

Опозицията на германското правителство е предимно политическа по своя характер и е обусловена от един евроскептичен конституционен съд, както и от страха на гласоподавателите от евентуалното незначително увеличаване на поеманите от тях разходи по рефинансирането. Но по-нататъшната съдба на предложението за еврооблигации по всяка вероятност ще зависи от нуждата да се

<sup>9</sup> EU Observer, "Report: Germany Wants 'Elite' Bonds for Six euro-countries", 2011-11-28.

Bloomberg, "EU Nations led by Germany May Issue 'Elite Bonds', Welt Reports", 2011-11-28.

## Дискусия

овладее изострящата се нестабилност на европейските капиталови пазари, както и от политически съображения.

На този етап, по думите на Томас Клау и Франсоа Годмон, поемането на ангажимент да се изгради мащабен пазар на еврооблигациите без съмнение е най-добрата възможност да се внуши категорично на инвеститорите, че еврозоната ще парира всеки опит за подкопаване на нейната солидарност. Евентуалната малка цена, платима по формата на леко завишени разходи по рефинансирането, може да се стори привлекателна дори и на германците, ако алтернативата – рискът от колапс на еврозоната, е по-лоша.

За обобщение може да се каже, че страните противници на еврооблигациите (Германия, Австрия, Финландия и Холандия) излагат своята позиция по следния начин: те не разбират защо трябва да помага на група от държави, които имат огромни държавни дългове и са заобикаляли правилата на договора за ЕС в един дълъг период от време (макар че и те самите са правили същото). Друга причина, която се посочва, са големите административни разходи, необходими за емитирането на еврооблигации. В крайна сметка, поддръжници на еврооблигациите твърдят, че въвеждането им "ще бъде далеч по-евтино от един провал на еврото."

Според мен алтернативата с еврооблигациите за преодоляване на дълговата криза е едно добро решение. Въпреки съпротивата на Германия и някои други страни, вариантът с въвеждането на "сините" облигации е едно възможно, реално решение на дълговата криза в краткосрочен и дългосрочен период, което не трябва да бъде подминато от политиките в ЕС.

### *Евро-TARP*

Съпротивата срещу еврооблигациите е предизвикало търсене на други начини да се демонстрира колективната евро-

пейска решимост за овладяване на кризата с държавните дългове. Въз основа на признанието, че необходимостта да се гарантира финансовият сектор е най-важната причина за кризата на държавния дълг, се е очертало едно интересно предложение за създаването на европейски вариант на Програмата за подпомагане на проблематичните активи (Troubled Asset Relief Program – TARP), чрез която американското правителство е изкупило активи от финансовите институции.

Заимстването на този американски модел за спасяването на банковата система от страна на Европа несъмнено би свалило тежко бреме от раменете на най-зле засегнатите членове на еврозоната като Гърция, Италия, Португалия, Ирландия, Испания и би направило много за успокояване на страховете на инвеститорите относно националните дългове. Прилагането на този модел вероятно ще изисква усилия както от банките-притежатели на облигации, така и от банковите акционери, което може да стигне чак до временно поемане от държавата на проблематични финансови институции. Но в този пункт предпочитанията на Европейската централна банка към повсеместното държавно гарантиране, почиващо на разбираемия ѝ страх от ново глобално замръзване на кредита, влиза в сблъсък с нежеланието на страните членки да прехвърлят огромните разходи изцяло върху данъкоплатците. По-конкретно, въпросът е дали би била по-отворена към това предложение Германия, която се е противопоставила на една обща европейска операция за спасяването на банковия сектор, когато финансовата криза се е разразила и в Европа.

### *Разширяване на евросъюзния бюджет*

Според Томас Клау и Франсоа Годмон еврозоната се нуждае от много повече съобщност в своята бюджетна, фискал-

## Дискусия

на и икономическа рамка, за да оцелее. Една привлекателна възможност е постепенното разширяване на евросъюзния бюджет, което да го направи достатъчно силен, за да действа като автоматичен стабилизатор за икономиката на еврозоната, както и достатъчно гъвкав, за да поеме някои от преразпределителните функции в евросъюза. Това съответства на общата тенденция в европейската политика. "Бюджетът на ЕС е много малък в сравнение с националните бюджети. Тъй като от ЕС се изискват все по-големи постижения, бюджетът му трябва да бъде сериозно преосмислен", казва Вайра Вике-Фрайберга, президент на Латвия.

Отбранителната политика, науката и иновациите, задграничните помощи, а дори и някои социални разходи като например помощите при краткосрочна безработица – това са все примери за разходи, за които би било полезно и разумно да се прехвърлят от национално на европейско равнище според редица икономисти: Т. Клау, Ф. Годман, Х. Тореланка и др.. Ако са налице адекватни мерки и бюджетни практики, резултатът би бил по-силна икономическа конвергенция, повече политическа взаимообвързаност, по-качествено изразходване на бюджета и по-здравяване на икономиката в евросъюза.

Волфганг Мюншау предполага, че придвижването от 1 към 5 % от БВП (съвсем скромна стойност в сравнение с типичните национални или федерални бюджети) може да се окаже достатъчен бюджетен размер за постигането на желаните икономически и политически резултати.

Въпреки убедителността на икономическите аргументи, политическата нагласа на страните-членки на ЕС за прехвърляне на допълнителни бюджетни правомощия

## Дълговата криза

към ЕС в момента се равняват на нула. Поради това Андрю Дъф, който в качеството си на депутат в Европейския парламент, пледира за по-голям реализъм – за него дори увеличаването на бюджета до по-скромните 2.5 % от БВП в рамките на десет години би било "общо взето изненадващ растеж на федералните бюджетни правомощия". Ема Бонино твърди, че този "федерализъм-лайт" би бил по-разумният начин за придвижване напред. Но дори и подобен растеж на федералния бюджет по всяка вероятност ще се сблъска с масирана опозиция, особено от Франция, Германия и Обединеното кралство.

### *Изход от кризата според Пол Кругман*

Пол Кругман е посочил в една от своите статии<sup>11</sup>, че има три основни истории за кризата с еврото, които се обсъждат сред икономистите: "Републиканската история, германската история и истината". Републиканската история е свързана с това, че всичко случващо се в еврозоната, е заради прекомерно социалните държави. Германската история е формирана върху това, че всичко случващо се в еврозоната е свързано с финансовата разпуснатост и прекомерните дефицити

Това, което Кругман е забелязал, е проблемът с платежния баланс на страните от GIPSIs (Greece, Ireland, Portugal, Spain, Italy), в които притокът на капитал е "наводнил" юга след създаването на еврото, което е довело до надценяването на южната част на Европа.

Пол Кругман е отбелязал, че двете фалшиви "диагнози"(или истории) водят до политики, които не се отнасят до истинския проблем на страните от еврозоната. Той е посочил, че може да се намали социалната държавя, но това би имало много слабо влияние върху конкурентоспособността

<sup>11</sup> Krugman P. , "European Crisis Realities", New York Times, February 25, 2012. <http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/02/25/european-crisis-realities>

## Дискусия

на износа. Може да се преследва фискална дисциплина, но това подобрява външния баланс за сметка на забавянето на икономиката и следователно импортното търсене. Всичко това може би ще доведе до въвеждане на "вътрешна девалвация", причинена от високата безработица.

Пол Кругман твърди, че това от което наистина се нуждаят страните от GIPSIs, е обща европейска рефлация. В една от своите публикации той пише "Нека се надяваме, че страните от GIPSIs ще получат обща европейска рефлация. Нека дадат на всеки един от нас по един цент". Или нобеловият лауреат по икономика за 2008 г., подканя ЕЦБ към провеждането на експанзионистична парична политика като средство за преодоляване на дълговата криза в еврозоната. Това е политика, която се е използвала и преди в световната човешка история за намаляване на дълга на държавите. Но тази политика не се приема от ЕЦБ, която е зела позицията да поддържа ценовата стабилност в еврозоната или поддържа не на инфлацията под 2%.

## Изводи

От всичко, изложено от мен в разработката, могат да се направят няколко основни извода:

- Очевидно преходът от корпоративна (ЕИФС) към междуправителствена структура (ЕМС) е крачка към признаване на потребността от обща фискална политика;
- Приетият кредитен капацитет на Европейския механизъм за стабилност (както и досегашната "защитна стена" – ЕИФС и ЕМФС) е недостатъчен за решаването на дълговата криза в еврозоната, но показва пътя – обща фискална политика. Като идея за сега е средствата над 800 млрд. да се набавят от МВФ;
- Другите форми на общи фискални действия, които се предлагат и обмислят (ев-

рооблигациите, по-големия бюджет на ЕС, експанзивна парична политика, Евро-TARP), изискват намален национален суверенитет, т.е., че политическите решения са по-важни от икономическите;

- Част от страните, неприемащи идеята за обща фискална политика, изискваща намален държавен суверенитет, са: Великобритания, Чехия, Германия и гр. Част от страните, желаещи такава политика, са: Испания, Португалия, Ирландия, Гърция и гр. България по-скоро заема позицията на страните, неприемащи провеждането на обща фискална политика в ЕС, поне на този етап. Това се потвърждава от подписването на фискалния пакт и въвеждането на условието страната ни да запази свободата си да декларира и прави своята данъчна политика. Това означава, че България каза "Да" на фискалната дисциплина, но "Не" на намеса в правото на страната да следва самостоятелна данъчна политика.

## Литература:

1. Алтмикс, П., 2008. "В сянката на финансовата криза", Световният гамбит.
2. ЕЦБ, 10 години ЕЦБ, Месечен бюлетин.
3. Ansgar Belke, 2010. Reinforcing EU Governance in Times of Crisis: The Commission Proposals and Beyond, Ruhr Economic Papers #232,
4. European Central Bank, 2010. Annual report,
5. European Central Bank, 10 June 2010. Reinforcing economic governance in the euro area,;
6. European Commission, 7/2009. Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses, European econom,;
7. European Commission, 2011, Quarterly report on the euro area;
8. Eurostat, 21 October 2011. Provision of deficit and debt data for 2010 - second notification, 153/2011;

## Дискусија

9. Eurostat , 21 July 2011. "Euro area and EU27 government deficit at 6.0 % and 6.4 % of GDP respectively". Eurostat.
10. Financial Time, 12 May 2010. "Need for big cuts dawns on Spain";
11. Financial Times , 5 May 2010. "Zapatero denies talk of IMF rescue".
12. Government of Ireland, 29 November 2010 "Government Statement on the announcement of joint EU - IMF Programme for Ireland".
13. Gros D., 1 June 2012. "The fiscal economics of a Greek exit", CEPS commentary;
14. Gros D., 12 January 2012. "The decline and fall of the euro?", CEPS commentary.
15. Gros D., 17 February 2011. "Greece and Portugal: Similar fundamentals but different outcomes?", CEPS commentary.
16. Gros D u Mayer Th. 2012. "Liquidity in times of crisis: Even the ESM needs it", CEPS commentary, No. 265;
17. Gros D u Mayer Th., 18 August 2011 "Refinancing the EFSF via the ECB", CEPS commentary;
18. Global Financial Stability Report (GFSR). 2012. "January 2012 Market Update: Deeply into the Danger Zone", IMF;
19. IMF, 5.12.2011. "IMF Executive Board Completes Fifth Review Under Stand-By Arrangement for Greece and Approves €2.2 Billion Disbursement";
20. IMF, 1.24.2012. "Global Recovery Stalls, Downside Risks Intensify", World economic outlook;
21. IMF, 19-20 January 2012. "Global Economic Prospects and Policy Changes" Meeting of G-20 deputies.

## Дълговата криза

22. International Monetary Fund, September 2011. Addressing Fiscal Challenges to Reduce Economic Risks, Fiscal monitor;
23. IMF, 22 December 2011. "Good Progress But Testing Times Ahead For Portugal";
24. Irvin G., 10.05.2012. "Why the Fiscal Compact is bound to fail: by George Irvin", Social Europe Journal ;
25. Ionescu Romeo, 2010. Romania and Greece: Together or alone against the present global crisis, Dunarea de Jos University;
26. Johnson, Miles, 24 June 2011. "Spain approves more spending cuts", Financial Times;
27. Jorge Diz Dias, 12 October 2010, External debt statistics of the euro area, Directorate General Statistics, European Central Bank;
28. Jolly D., 6 June 2012. "Europe Is Ready With Aid for Spanish Banks, France Says", The New York Times;
29. Kirkegaard J., 6 February 2012. "Europe's new fiscal compact treaty does not outlaw Keynesianism and is a stepping stone to more progress", VOX;
30. Krugman P. , 26 April 2012. "Death of a Fairy Tale", NY Times;
31. Mamta B. 26.08.2011. "Here Are The Details From Spain's New Balanced Budget Amendment - Business Insider", Articles - businessinsider.com. /конституцията/;
32. Reuters UK. 13 December 2011. "Portugal 2011 deficit to beat goal on one-off revs-PM";
33. The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011. "The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States";
34. Treaty establishing the ESM.