

ЕДИННАТА ВАЛУТА КАТО ФАКТОР НА ФИНАНСОВАТА ИНТЕГРАЦИЯ И ИКОНОМИЧЕСКИЯ РАСТЕЖ В ЕВРОПЕЙСКИЯ СЪЮЗ

Гл. ас. д-р Димитър Костов¹

Резюме: *Растежът е неизменна цел на развитието на всяка икономика. Европейският съюз не прави изключение със стремежа си към интелигентен и устойчив икономически растеж. Степента на съответствие между заложените цели и постигнатите резултати понякога притеснява еврофилите, но изобщо не носи удовлетворение и на евроскептиците. Настоящата разработка изследва това противоречие с оглед да се добие представа защо понякога е трудно да се докажат някои теоретични ползи от търговската отвореност и общия пазар, икономическата и финансова интеграция и общата валута, макар тези ползи да са приети за азбучни истини в науката. Целта е да се разбере дали причините се коренят в грешни допускания, в неуспешна политика, в кризите или в методологически трудното разграничаване на ефектите от отделните нива на интеграция в ЕС.*

Ключови думи: *Обща валута, икономически растеж, финансова интеграция, търговска отвореност, финансова дълбочина*

JEL: G18, F63, F43, F45

DOI:

THE COMMON CURRENCY AS A FACTOR OF FINANCIAL INTEGRATION AND ECONOMIC GROWTH IN THE EUROPEAN UNION

Head Assist. Prof. Dimitar Kostov, PhD

Abstract: *Growth is an invariable goal of the development of any economy. The European Union is no exception in its pursuit of intelligent and sustainable economic growth. The degree of correspondence between the set goals and the achieved results sometimes worries Europhiles, but does not at all bring satisfaction to Eurosceptics either. The present study explores this controversy in an attempt to gain insight into why some theoretical benefits of trade openness and the common market, economic and financial integration and the common currency are sometimes difficult to prove, even though these benefits are accepted as indisputable truths in science. The aim is to understand whether the reasons are rooted in wrong assumptions, in a failed policy, in the crises or in the methodologically difficult distinction of the effects of the individual levels of integration in the EU.*

Key words: *Common currency, economic growth, financial integration, trade openness, financial depth*

JEL: G18, F63, F43, F45

DOI:

¹ d.kostov@uni-svishtov.bg, Стопанска академия „Д. А. Ценов“ – Свищов, България

1. Въведение

Може би в бъдеще, в което човечеството ще намери начин да регулира икономиката, който не разчита на растеж, с оглед на намаляване на негативния отпечатък върху околната среда, постигане на стабилност и намаляване на неравенството. Европейският съюз прави сериозна заявка за промяна на парадигмата със своите политики по устойчивост и „Зелената сделка“, но все още растежът е важен. Все пак принципът, по който към момента работят капиталовите пазари, паричните системи и икономиката, като цяло, все още разчита на количество, на икономия от мащаба. Съответно на това се залага очакван растеж – като компенсация за поетите рискове, на инфлацията, като начин за увеличаване на благосъстоянието и намаляване на неговите регионални диспропорции. Ето защо и в ЕС растежът, макар и формулиран като „устойчив и приобщаващ“ е все още обективна цел. В този контекст, представлява интерес да се изследва растежът в ЕС и в частност в Еврозоната. Тя, като ядро на Общността, следва да е с най-висока степен на конвергенция и интеграция, в нея политиките на съюза би трябвало да се прилагат най-ефективно и ползите от тях да са най-видни. На тази основа за **обект** на настоящия доклад се поставя икономическият растеж в Еврозоната, а като **предмет** – влиянието на единната валута върху него. **Целта** е да се разгледа от гл. т. на научните изследвания и реалните данни в каква посока, доколко и през кои макроикономически канали паричният съюз повлиява икономическия растеж на страните от Еврозоната.

2. Ефекти на паричния съюз от гледна точка на теорията и научните изследвания

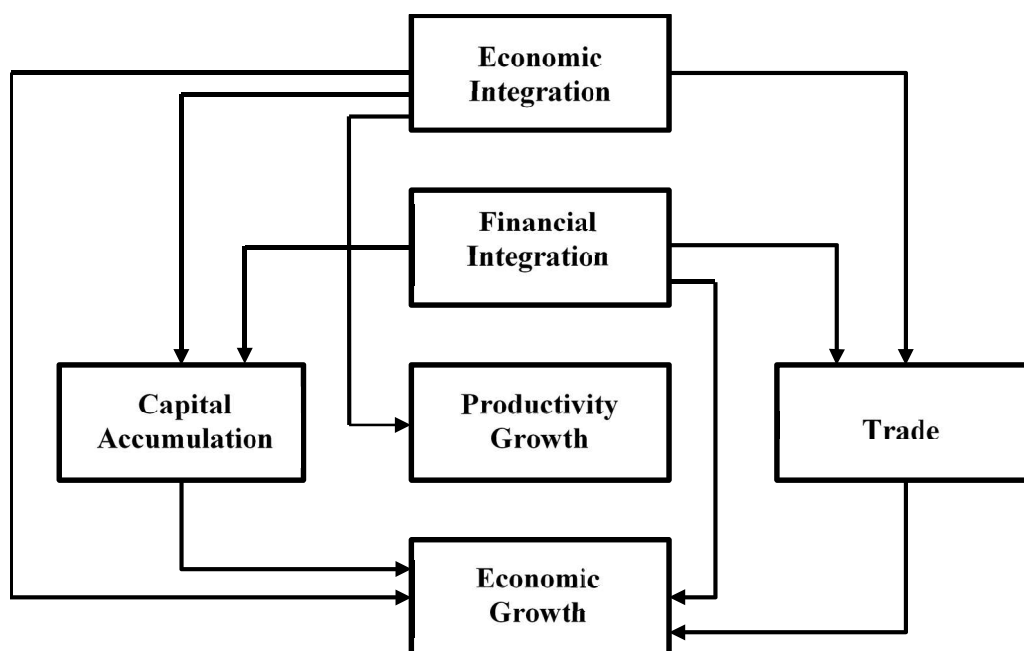
Изследванията на Европейския паричен съюз често се свързват с теорията за Оптималната валутна зона. R. Mundell (1961) (1973) анализира проблема за избор между фиксирани и плаващи валутни курсове. Стига се до извода, че всъщност е неизбежно съществуването на зони с обща валута, чиито курс да се изменя свободно спрямо други подобни, доколкото всяка държава представлява такава зона (но не винаги оптимална). Така въпросът всъщност е какъв е оптималният обхват на валутната зона и какви са условията за формирането ѝ. В т.нар. статия „Mundell I“ (1961) се акцентира най-вече върху необходимостта включените във обща валутна зона региони да имат достатъчно близки и синхронизирани икономически показатели. В „Mundell II“ 2 (1973) се показва, че дори разнородни икономики могат да формират обща валутна зона, ако съществуват компенсаторни механизми за преразпределение на асиметричните шокове¹. Mongelli (2008) посочва, че в по-съвременните изследвания тези допускания получават потвърждение

¹ Поради тази статия често Mundell е определян като „баща на еврото“ (Vane, H. R., & Mulhearn, C., 2006).

чрез теорията за ендегенността на оптималната валутна зона – че сближаването между регионите може да се случи след, и в резултат от, общата валута. Става дума най-вече за задълбочаването на финансовата интеграция, която се счита за основен ефект от общата валута. McKinnon (1963) изследва проблема от гл. т. целите, чието постигане оптималната валутна зона трябва да подпомогне, а именно – (1) поддържането на пълна заетост, (2) балансираност на международните плащания, (3) поддържане на стабилно вътрешно ценово равнище.

Според собственото определение на ЕС, ползите от еврото следва да са ценова стабилност, ценова сравнимост и прозрачност, предвидимост, подобрена конкуренция и инвестиционен климат, *подобрена* икономическа стабилност, растеж и интегрираност. Това се постига най-вече чрез намаляване на транзакционните разходи и разходите, свързани с промяна на курса (Benefits of the euro, 2023). Тук не може да не се посочат изследванията на Rose (2000) и Frankel и Rose (2002). Тези две статии могат да се отнесат по-скоро към теоретичните изследвания на ползите от еврото, защото са публикувани на твърде ранен етап от въвеждането му. Те обаче имат важни изводи за еврозоната. Стъпвайки на данни от съществуващи парични съюзи, споразумения за използване на обща валута или някаква форма на фиксиране на курсовете, двете изследвания прилагат двуетапен подход, основан на гравитационен модел. В първия етап се установява, че участието на дадена страната в някаква форма на валутен съюз може да утрои търговията¹ на страната с останалите членки на съюза, като важен детайл е, че това не е за сметка на търговията със трети страни, т.е. участието във валутен съюз увеличава търговията като цяло. Във втория етап се показва, че за всеки процент увеличение на търговията може да се очаква до 0.3% увеличение на дохода на глава от населението. По този начин индиректно, но недвусмислено се установява ползата от участие във валутна зона. В този контекст – добра класификация на каналите, през които се реализират ползите от общата валута предлагат Ehiqiamusoe и Lean (2019). (Фиг. 1). Макар да изследват икономическата и финансова интеграция, техните изводи са релевантни за общата валута, както беше посочено по-горе. Това насочва вниманието към изследвания на фактическите ползи от еврото. Отново според Mongelli (Mongelli, 2008) най-широко дискутираните ползи от общата валута са свързани в средносрочен и дългосрочен план с катализирането на икономическата и финансова интеграция, стимулирането на структурни икономически реформи. От своя страна финансовата интеграция би следвало да се свързва не само с изглаждането на асиметричните шокове, но и със засилването на специализацията вътре в съюза.

¹ По-късно част от мащаба на тези резултати са коригирани след критики и ревизия на методологията, но като цяло остават валидни – вж. Baldwin, R. E. et al. (2008)



Фигура. 1. Канали, по които финансовата и икономическа интеграция (обща валута) влияе върху икономическия растеж
Източник: Ehigiamusoe, K. U., & Lean, H. H. (2019)

Mongelli посочва, че на база на доказателствата към онзи момент, е налице напредък по отношение на финансовата интеграция на ниво паричен и облигационен пазар, но финансовите и банкови пазари все още остават фрагментирани¹.

Разбира се, налице са и изследвания, които не откриват категорично влияние на общата валута върху икономическия растеж. Dreyer & Schmid (2017) откриват положителен ефект от членството в ЕС за периода 1999-2013 г., но доказателствата за ЕЗ не са толкова категорични². Varel et al. (2008) отчитат забавения растеж в ЕЗ в сравнение с други икономики от ЕС и ОИСР³ и като основен фактор за това посочват относително забавения ръст на производителността и обема на работната сила в рамките на паричния съюз. Общите изводи обаче са, че членството в ЕЗ влияе положително върху растежа през каналите на търговията, натрупването на капитала и намалената волатилност на реалните курсове⁴. Baldwin et al. (2008) правят изключително подробен критичен преглед на изследванията към онзи момент

¹ Изследването на Laeven и Tressel (2013) внася допълнителна яснота с един от резултатите си, а именно, че банковият пазар „на едро“ в ЕЗ има по-голяма степен на интеграция, но пазарът „на дребно“ остава предимно национален.

² Това обаче повдига въпроса дали двата ефекта изобщо могат да бъдат отделени – както споменават самите автори членството в ЕЗ е „финалната и най-дълбока стъпка от икономическата интеграция в Европа“

³ Организацията за икономическо сътрудничество и развитие

⁴ Това насочва към важен потенциален извод – по-ниският растеж в ЕЗ не е индикатор, че еврото не влияе положително. Т.е. така или иначе в страните от ЕЗ растежът е забавен поради други фактори (например демографски) и без общата валута той щеше да е още по-бавен.

и редуцират значително оценките на някои по-ранни статии за позитивния ефект от общата валута. Така например, на редукция са подложени резултатите на Frankel и Rose (2002) на основа на някои критики на методологията им. Като цяло обаче изводите, че има силно положително влияние на еврото върху ръста на търговията и от там върху растежа, са потвърдени. Също така Baldwin et al. дават много ценна детайлизация на начините, по които се реализира това позитивно въздействие върху търговията, а именно – главно чрез подобрена конкурентна среда, и едва на второ място чрез намалени транзакционни разходи. Ioannatos (2018) изследва панелни данни за ЕЗ-12 за периода 1980-2016 г., като ги сравнява с три контролни групи, съответно: (1) страни в ЕС, но извън ЕЗ – Великобритания, Швеция, Дания; (2) страни в Европа, но извън ЕС и ЕЗ – Швейцария и Норвегия; (3) страни извън Европа – САЩ, Канада, Австралия и Япония. Формират извадки за периода преди и след приемането на еврото. Методът, който се прилага е Difference-in-Difference, т.е. сравнява се разликата в растежа на страните в ЕЗ-12 преди и след еврото с аналогичната разлика за страните от контролните групи. Резултатът сочи, че разликата в тези разлики не е съществена, от което се прави извод, че еврото не повлиява съществено и положително икономическия растеж в еврозоната.

3. Емпирични резултати, илюстриращи проблема по оценка на въздействието на общата валута

От краткия преглед на литературата могат да се направят няколко извода. От теоретична гледна точка, ползите от участието в европейската валутна зона и финансовата интеграция, произтичаща от него, са значителни. В изследванията, които са направени след въвеждането на еврото обаче, резултатите не са толкова категорични и някои сякаш лесно доказват, че ползите са пренебрежителни или влиянието е негативно.

За да се илюстрират горните предположения, тук ще бъдат преразгледани резултатите от цитираното изследване на Ioannatos (2018). Както беше посочено по-горе, в него се прилага следният D-i-D модел:

$$\begin{aligned} \% \Delta Y_{i,t} = & \beta_0 + \delta_0 D2 + \beta_1 DE + \delta_1 D2 * DE + \\ & \mu(\% \Delta A_{i,t}) + \gamma(\% \Delta K_{i,t}) + \theta(\% \Delta L_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

където $\% \Delta Y_{i,t}$ е изменението на БВП страна i за период t ; $\% \Delta A_{i,t}$, $\% \Delta K_{i,t}$, $\% \Delta L_{i,t}$ са аналогичните изменения на факторите *производителност на труда*, *капитал*, и *работната сила*, съгласно производствената функция на Коб-Дъглас. D2 е фиктивна променлива за време, равна на 0 за годините преди създаването на ЕЗ и 1-ца за годините след това. DE е фиктивна променлива, приемаща стойност 0 при страни извън Еврозоната и 1 за страни в

нея. $D2*DE$ е променливата, която улавя „разликата между разликите“, съответно на ЕЗ и контролната група. Коефициентът β_0 представя растежа на страна от контролната група през периода преди ЕЗ; δ_0 улавя влиянието на времето върху контролната група; β_1 улавя разликата в растежа на страни от ЕЗ спрямо контролната група преди въвеждането на еврото; δ_1 е коефициента пред величината $D2*DE$ и ако получи голяма положителна и значима стойност, то това се тълкува като доказателство, че в периода след въвеждането на еврото, страните от ЕЗ са увеличили своето БВП повече, отколкото страните от контролната група. В оригиналното изследване моделът е приложен чрез панелна OLS регресия. Във всички проигравания е налице висок коефициент R^2 и висока значимост на коефициентите пред параметрите от производствената функция. Коефициентите пред фиктивните променливи са в общия случай без значимост, в някои случаи отрицателни. Незначим и с ниска стойност е на най-същественият коефициент, а именно – коефициентът δ_1 пред $D2*DE$ параметъра. Само в проиграването с Япония, коефициентът има стойност +0.9013 (p-value 0.0000). В общия случай това означава, че страните от еврозоната не са имали разлика в растежа си спрямо страните от контролните групи. Изключение прави случаят с Япония.

В настоящото изследване се застъпва тезата, че тези резултати не отразяват реалистично положението поради няколко причини. На първо място – най-важният коефициент в модела (δ_1) трябва да отразява разликата в измененията на ръста на GDP преди и след въвеждането на еврото. Но през периода след въвеждането са налице множество събития, за чието влияние върху растежа може би не е контролирано в спецификацията на модела. Така например, през този период са световната финансова и икономическа криза и Гръцката дългова криза, които действително водят до влошен растеж, но не се дължат на общата валута. Не е контролиран, например вариантът растежът на страните от ЕЗ-12 да е дори по-лош без общата валута. Възможно е, ако се раздели периода на под-периоди, резултатите ще бъдат различни. На второ място, възможно е фиктивните променливи да не отразяват добре ефекта на еврото и част от значението им да се припокрива. Например в резултатите на Ioannatos (2018) коефициентът β_1 , отразяващ разликата в растежа, която не се дължи на еврото, за много от страните контролните групи е значим и отрицателен, което може да се тълкува като индикация, че всъщност факторите, различни от еврото, водят до по-нисък растеж. И на последно място, но не и по значение, включването на факторите от производствената функция К (капитал) и А (производителност на факторите) вероятно отнема от обяснителната способност на променливите за членство в еврозоната.

Без претенции за изчерпателност, по-долу се демонстрира как от почти същите данни и методология може да се получат различни резултати. Моделът е панелен, като вместо агрегирани данни за ЕЗ са включени данните за отделните страни. Извадката обхваща периода 1976-2022, но по-

долу се представени само част от резултатите – след 1992 г. Всички величини са постоянни цени и са добити от базата данни АМЕСО на Европейската комисия¹. Моделът е приложен първо подобно на D-i-D подхода с всички страни в извадката, за периода 1992-2008 (до кризата, вж. Табл. 1). Включена е модифицирана фиктивна променлива, която приема стойност 1, ако дадена страна е в ЕЗ за дадена година и 0, ако не е. Също така променливата за ръста на капитала е изчистена с отделна регресия от влиянието на търговията и в крайния модел са включени остатъците. При изключване на променливата за производителност на факторите, поради потенциално припокриване с променливата за ръста на търговията, фиктивната променлива става положителна и статистически значима (макар и с ниска стойност).

Таблица 1. Резултати от модел 1: Всички страни 1992-2008

	Коефициент	Стандартна грешка	t-критерий	p-value	
const	0,00746	0,00116	6,412	<0,0001	***
$\theta(\% \Delta L_{i,t})$ Работна сила	0,07441	0,04059	1,833	0,0678	*
$\varphi(\% \Delta TR_{i,t})$ Търговия	0,30619	0,01261	24,28	<0,0001	***
$\delta_1 D2 * DE$ Фиктивна променлива	0,00258	0,00153	1,679	0,0942	*
$\hat{\gamma}(\% \Delta K_{i,t})$ Капитал, изчистен от влиянието на търговията	0,16546	0,01155	14,33	<0,0001	***
Вътрешногрупов R-квадрат	0,73830				
P-value(F)	1,43e-91				
Durbin-Watson	1,673936				

Източник: Собствени изчисления

На второ място, оценени са само страните от ЕЗ за периода 1992-1999 г. и 1999-2022 (табл. 2 и 3). Включена е допълнителна променлива, измерваща ръста на търговията на всяка от страните (импорт+експорт на стоки и услуги по постоянни цени). На основата на цитираните по-горе изводи на Frankel и Rose (2002), че участието във валутен съюз води до общо увеличение на търговията, се приема, че тази променлива е по-добро прокси на участието на дадена страна в ЕЗ, отколкото фиктивната променлива. За влиянието на общата валута се съди по значимостта на коефициента пред променливата за търговията ($\varphi(\% \Delta TR_{i,t})$ Търговия). Сравнени са значенията за периода преди и след въвеждането на еврото. Стойността на коефициента нараства, което да се тълкува като нарастване на значението на общата валута.

¹ Annual macro-economic database of the European Commission's Directorate General for Economic and Financial Affairs (https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-research-and-databases/economic-databases/ameco-database_en)

Таблица 2. Резултати от модел 2: Страни от ЕЗ 1992-1999

	Коефици- ент	Стандартна грешка	t-критерий	p-value	
const	0,003953	0,001688	2,341	0,0214	**
$\gamma(\% \Delta K_{i,t})$ Капитал	0,095424	0,020460	4,664	<0,0001	***
$\mu(\% \Delta A_{i,t})$ Производителност на факторите на производство	0,688053	0,075991	9,054	<0,0001	***
$\theta(\% \Delta L_{i,t})$ Работна сила	0,385997	0,062090	6,217	<0,0001	***
$\varphi(\% \Delta TR_{i,t})$ Търговия	0,124066	0,024773	5,008	<0,0001	***
Adjusted R-squared	0,870347				
P-value(F)	2,47e-40				
Durbin-Watson	0,705468				

Източник: Собствени изчисления

Таблица 3. Резултати от модел 2: Страни от ЕЗ 1999-2022

	Коефици- ент	Стандартна грешка	t-критерий	p-value	
const	-0,000557	0,000909	-0,6130	0,5404	
$\gamma(\% \Delta K_{i,t})$ Капитал	0,025581	0,009847	2,598	0,0099	***
$\mu(\% \Delta A_{i,t})$ Производителност на факторите на производство	0,835101	0,042322	19,73	<0,0001	***
$\theta(\% \Delta L_{i,t})$ Работна сила	0,672688	0,051151	13,15	<0,0001	***
$\varphi(\% \Delta TR_{i,t})$ Търговия	0,149524	0,017541	8,524	<0,0001	***
Adjusted R-squared	0,878900				
P-value(F)	9,6e-124				
Durbin-Watson	1,657937				

Източник: Собствени изчисления

4. Заключение

Изследването на влиянието на еврото върху икономическия растеж на страните-членки на Евронзоната е комплексен проблем, който се сблъсква с редица трудности и се характеризира с противоречие между теоретичните очаквания и фактическите резултати. В настоящата разработка бе поставено за цел да се изясни това противоречие. Може да се твърди, че противоречието се дължи на редица причини: смесване на проблема дали еврозоната е оптимална парична зона с проблема за ползите от еврото; неотчитане на някои важни фактори на икономическия растеж в ЕЗ; генерализиране на отделни установени неефективности в еврозоната в извод относно цялостното ѝ бъдеще; трудност при избора на величина, която да измерва членството в ЕЗ при включването му в някакъв иконометричен модел; неправилен избор на контролна група страни за сравнение¹ и най-вече трудност да се отделят ефектите от членството

¹ Например, цитираният в текста модел Difference-in-Difference идва от медицинските науки и според някои източници следва да се прилага за сравнение на една и съща група от наблюдения, съответно преди и след някакво въздействие. В случая се сравняват

в еврозоната от членството в ЕС. Горните предположения бяха илюстрирани с пример, в който бе показано, че с малки промени в методологията могат да се постигнат съвсем различни резултати. Като извод, може да се посочи, че тъй като общите валутни зони (и в частност някаква форма на еврозоната) са до голяма степен неизбежни, по-продуктивно е дебатът за ефектите от еврото да се развива в посока как да се усъвършенства паричният съюз, а не дали трябва или не трябва да съществува еврозоната.

Използвани източници

- Baldwin, R. E., Di Nino, V., Fontagné, L. G., De Santis, R. A., & Taglioni, D. (2008). Study on the impact of the euro on trade and foreign direct investment. *European Economic and Monetary Union Working Paper*, 321.
- Barrell, R., Gottschalk, S., Holland, D., Khoman, E., Liadze, I., & Pomerantz, O. (2008). The impact of EMU on growth and employment. *Directorate General Economic and Financial Affairs Economic Papers*.
- De Gregorio, J. (1999). Financial integration, financial development and economic growth. *Estudios de Economia*, 26(2), 137-160.
- Dreyer, J. K., & Schmid, P. A. (2017). Growth effects of EU and EZ memberships: Empirical findings from the first 15 years of the Euro. *Economic Modelling*, 67, 45-54.
- Ehigiamusoe, K. U., & Lean, H. H. (2019). Do economic and financial integration stimulate economic growth? *A critical survey. Economics*, 13(1).
- Frankel, J. A., & Rose, A. K. (2002). An Estimate of the Effect of Common Currencies on Trade and Income. *The Quarterly Journal of Economics*, 117(2), 437-466.
- Ioannatos, P. E. (2018). Has the Euro Promoted Eurozone's Growth? *Journal of Economic Integration*, 33(2), 1388-1411.
- Laeven, L., & Tressel, T. (2013). European Union financial integration before the crisis. От М. С. Enoch, *From Fragmentation to Financial Integration in Europe* (стр. 49-68). International Monetary Fund.
- McKinnon, R. I. (1963). Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, 717-725.
- Mongelli, F. P. (2008). European economic and monetary integration, and the optimum currency area theory. *Economic Papers* (302).
- Mundell, R. A. (1961). A theory of optimum currency areas. *The American economic review*, 657-665.
- Mundell, R. A. (1973). Uncommon arguments for common currencies. От R. A. Mundell, & H. J. Swoboda (Ред.), *The Economics of Common Currencies* (стр. 114-132). London: George Allen.
- Rose, A. K. (2000). One money, one market: the effect of common currencies on trade. *Economic policy*, 15(30), 08-45.
- Vane, H. R., & Mulhearn, C. (2006). Interview with Robert A. Mundell. *Journal of Economic Perspectives*, 89-110.
- Benefits of the euro*. (11 10 2023 г.). Извлечено от European Union: https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/euro/benefits_en

страни, които са съвсем различни. В този контекст, може да се предполага, че най-коректното сравнение е на растежа на страните от ЕЗ с потенциалния им растеж, ако бяха извън зоната. Така може да се отчете ползата от еврото дори в ситуация, в която растежът е по-нисък от оптималното – т.е. дори в условията на забавен растеж страните имат полза от еврото, защото без него биха били с още по-нисък растеж.