

ЕВРОЗОНАТА: КОНВЕНЦИОНАЛНА ТЕОРИЯ И ДИГИТАЛНО БЪДЕЩЕ

Иван Тодоров¹
e-mail: ivan.todorov@unwe.bg

Резюме

Развитието на технологиите предопределя извършването на множество операции с помощта на частните цифрови валути. Ако приемането на тези нетрадиционни методи на плащане значително се разшири, частните цифрови валути биха могли потенциално да подкопаят авторитета на централните банки върху осигуряването на ликвидност в икономиката. Отговорът на централните банки е последователен и към настоящия момент дискусиите по въвеждането на цифрови валути, емитирани от централната банка е на дневен ред. Изследването² отчита напредъка по това направление като представя особеностите на съвременната финансова система в еврозоната, както и мястото, ролята и трансформиращата сила на цифровото евро в нея.

Ключови думи: парична политика, цифрово евро, крипо активи, цифрова валута на централната банка (CBDC)

JEL: E40

Увод

Успоредно с развитието на обществените отношения в тясна връзка се развива и използването на парите. Съществуват множество теории за функциите и същността на парите, които учебната литература счита за конвенционални. Напоследък – благодарение и на скорошната поява на технологията за разпределен регистър (DLT), интересът на икономистите е привлечен от налагането на редица иновации в областта на парите като интелигентни договори, биткойни и други „крипто“ активи, както и децентрализирани финанси като цяло. **Тематиката придоби значителна важност с идеите за цифрови пари, емитирани от централната банка и ползвани от обществеността за ежедневни разплащания.** Отговорът на няколко институции е воденето на интензивна дискусия относно въвеждането на цифрови валути на централната банка (по-нататък CBDC/ЦВЦБ) (BIS, 2020; Brunnermeier,

¹ Асистент, доктор, катедра „Икономика“, Общикономически факултет, УНСС, ORCID: 0000-0003-0136-3455

² Изследването е по проект № НИД НИ-21/2020 г. на тема Дигитален публичен сектор.

2022; ЕСВ, 2022а; 2022b; 2023а; 2023b). През юни 2023 г. Европейската комисия публикува свой пакет за единна валута със законодателни предложения относно цифровото евро и статута на законно платежно средство на парите в брой (ЕС, 2023а; 2023b). Една от многото констатации в процеса на дискусии допуска, че при липсата на цифрово евро появата на потенциално доминиращи частни участници на пазара на цифрови плащания може да има силно (негативно) въздействие върху финансовия сектор и провеждането на парична политика.

Поради изброените по-горе причини настоящият текст е едновременно актуален и навременен. *Обектът на статията* се отнася до провеждането на парична политика в условия на съвременните технологични особености. Конкретният *предмет* се фокусира върху „цифровото евро“ – цифрова валута на Европейската централна банка. Въвеждането на цифрова валута на централната банка изисква убедителна икономическа мотивация, която отчита няколко важни аспекта, като например този за подходящата парична архитектура. Изследването на тематиката се извършва при *ограничителните условия на обхвата*, като макар и важни аспекти – правото на неприкосновеност на личния живот, прането на пари, законовите основания за налагане на цифровото евро, същите са извън обхвата на настоящия текст. *Основна цел* е да се представят особеностите на съвременната финансова система в еврозоната, както и мястото, ролята и трансформиращата сила на цифровото евро в нея. Последното може да се разглежда и като главна задача на статията и предопределя хомогенното основно изложение в структурен план. Застъпената *теза* се ситуира в твърдението, че CBDC би послужил като инструмент за посрещане на нуждите на днешните обществени отношения в еврозоната, за да отговори на необходимостта от подсилване на ефективността на паричната политика, осигуряване на финансова стабилност и за реструктуриране на финансова екосистема. *В методологичен аспект* се поставя акцент върху: *първо (и преобладаващо) логическия анализ*, чрез който се изследват по-съществените и характерни несъвършенства при действащото частно предлагане и осигуряване на ликвидност; *второ*, сравнението между конвенционалния модел на финансиране на търговските банки (чрез краткосрочни депозити) и по-съвременното ползване на пазари на финансиране на едро; *трето*, изясняват се съставните елементи на двата типа системи (анализ) и чрез синтез се указва мястото на „цифровото евро“ във финансовата екосистема.

Парична архитектура и макроикономически особености на цифровото евро

Частните цифрови валути съществуват от повече от десетилетие (например биткойн, етериум, стейбълкойни и пр.) и са получили разпространено признание в обществото, но също така водят и до повишена регулаторна сложност. Тъй като тези валути са част от глобалната финансова система, оперативната съвместимост се превръща в основен проблем. Една от обосновките за създаване на цифрови валути на централните банки се корени във феномена на намаляващата употреба на физически пари в брой в ежедневието (Zamora-Pérez, 2021). Преминването към безкасови операции е в полза на централните банки като им предоставя засилен контрол върху платежните преводи и противодействие на прането на пари и незаконните финансови дейности. Друга обосновка произлиза от въвеждането на цифровите токени. Тези токени са данни, представляващи стойност, съществуващи единствено в цифров формат, съхранявани в електронни адреси без географски ограничения. Според проведените обсъждания техните трансфери се регистрират систематично в публична децентрализирана книга като блокчейн и са защитени срещу подправяне чрез криптиране, основано на криптографски алгоритми (Gortsos, Sethe, 2023).

В годините след глобалната финансова криза от 2008 г. небанковите финансови посредници показват непрекъснат растеж и по данни на МВФ понастоящем представляват повече от половината от световните финансови активи. Въпреки че има различни причини за това развитие, един от факторите бе необходимата по-стриктна банкова регулация, ограничаваща поемането на риск от банките. Регулаторните реформи от последното десетилетие насърчиха стабилността в банковия сектор, в същото време тези реформи са придружени от разширяване на участниците извън регулаторния периметър (виж например Danielsson, 2022). Небанковите финансови институции (НБФИ) растат по-бързо от банките през по-голямата част от последното десетилетие, а в еврозоната техните активи се удвояват (Panetta, 2020, 2023). През същия период небанковото финансиране се затвърждава във важен източник на финансиране за реалната икономика: делът му на кредити за нефинансови предприятия се е увеличил до над 1/3. Този тип посредничество може да донесе ползи както на инвеститорите, така и на реалната икономика по целия свят, позволявайки на фирмите да диверсифицират своите източници на финансиране, включително трансгранично. В същото време, ако основните рискове и уязвимости не се държат под контрол, те имат потенциала да повлияят на финансовата стабилност както в конкретна страна от еврозоната, така и в световен мащаб. Финансовият шок в началото на пандемията от коронавирус е пример за това: докато банковият сектор се

оказа относително устойчив, бяха разкрити уязвимости в части от небанковата финансова система. Някои от най-големите „грехове“ от времената на Глобалната финансова криза от 2008 г. също са приписвани на НБФИ и техните връзки с банковата система (Bernanke, 2023). По-високата възвръщаемост от относително слабо регулираните дейности често изкушава някои банки да навлизат все повече в специфични взаимодействия (и дори да инициират нови), като например притежаване на компании за управление на активи, работещи в множество държави и осигуряващи ликвидност на глобални НБФИ или чрез дялово участие в последните. По тази причина едва ли би било изненада, ако внезапна загуба на доверие в някоя НБФИ с по-висок дял на трансгранични потоци причини сътресения и неочаквани странични ефекти в паричната политика, надхвърлящи границите на съответните финансови центрове (в които са концентрирани тези НБФИ).

Централните банки, в т.ч. ЕЦБ, вече са запознати с възникващите предизвикателства, като например последиците от конкуренцията за ликвидни ресурси, която би ги направила по-оскъдни и по този начин би увеличила цената им. Признава се рискът ограничаваната ликвидност да принуди банките да се обърнат към по-скъпи форми на краткосрочно финансиране. Наличието на частни емитенти на стейбълкойни например води до риск от увеличаването на депозитите под техен контрол, което може да направи депозитната база на банките по-концентрирана и нейното развитие трудно за прогнозиране. Чрез въздействие на наличността на сигурни активи, емитентите биха могли да повлияят на нивото и променливостта на реалните лихвени проценти с потенциално нежелани последици от гледна точка на паричната политика. Функционирането на пазара също може да бъде засегнато отрицателно.

Цифровата валута на централната банка от своя страна може да бъде проектирана по различни начини според технологията, но наред с това възникват и важни от икономическа гледна точка въпроси: дали ЕЦБ да емитира единствено CBDC на едро (wholesale CBDC/wCBDC) за участници като клирингови банки и публични органи или да бъдат развити в сметки на дребно (retail CBDC/rCBDC) за ежедневна употреба от домакинствата и фирмите. От това следва и необходимостта от наличие или липса на посредници. Емитирането CBDC може да бъде едностепенно, т.е. ЕЦБ директно емитира CBDC на обществеността и управлява всички аспекти на системата, или двустепенно, при която централната банка разчита на посредници (търговски банки) за взаимодействието с потребителите. **От макроикономическа гледна точка дебатът около rCBDC засяга преди всичко паричната архитектура.** При статуквото тази архитектура е двустепенна: домакинствата и небанковите предприятия извършват транзакции/операции, използвайки депозити в търговски банки (в допълнение към пари в брой), докато бан-

ките си плащат помежду си с пари на централната банка. Архитектура на бъдещето с rCBDC би имала едно ниво или ще бъде смесена, т.е. може да се осъществяват разплащания, използвайки (също) пасиви на централната банка, а не (само) банкови депозити. **Дискусионен е въпросът за подходящата система, която ефективно осигурява ликвидност в икономиката.**

На пръв поглед съвременната двустепенна система обещава максимална ефективност. В последна сметка решенията на частния сектор понякога превъзхождат алтернативите на обществения сектор по отношение на цена и качество. Банките обаче осигуряват ликвидност в среда, изпълнена с несъвършенства, които рискуват да подкопаят до голяма степен ефективността на частното предлагане. При несъвършени финансови пазари множество платци могат да бъдат платежоспособни, но неликвидни. Политиката може потенциално да помогне, като способността да се прави разлика между несъстоятелна и неликвидна институция се превръща в ключова диагноза. Спасителните операции от централната банка или държавната хазна във времена на финансов стрес (по-специално на институции „твърде големи, за да фалират“) може да бъде скъпо за данъкоплатците, докато частните ползи от създаването на банкови пари се събират единствено от банките. Освен това пазарите на депозити в много икономики страдат от високи бариери за влизане и липса на конкуренция. Като се вземат предвид тези източници на неефективност, обществените разходи за осигуряване на ликвидност в съвременната двустепенна система могат да бъдат по-високи, отколкото в едностепенна или смесена архитектура. Изменението на паричната архитектура създава обаче свои собствени проблеми като предоставянето на повече власт на централната банка и по този начин позволява по-сериозни политически грешки и по-вредна политическа намеса.

Особеност на конвенционалния модел на краткосрочно финансиране на търговските банки е разчитането на депозитите. От страна на пасивите обаче съвременните банки вече (независимо от почвата на цифровите валути и конкуренцията на големите технологични компании) разчитат на нов източник на финансиране извън депозитите и акционерния капитал – пазарът на финансиране на едро. Вместо да се вземат депозити от домакинствата, финансирането се получава от други финансови институции, най-вече чрез два инструмента, единият от които е краткосрочно заемане на необезпечен междубанков пазар. Вторият източник на финансиране на едро са споразуменията за обратно изкупуване или репо-сделки, при които ценни книжа се продават временно на други финансови институции, за да бъдат по-късно изкупени обратно на предварително договорена цена. Поради това банките са изложени на риск за финансиране – отстъпките внезапно да бъдат увеличени. Репо сделките обикновено имат кратки срокове и трябва да се

прехвърлят често, така че могат бързо да изчезнат като източник на финансиране. В този контекст пред ЕЦБ и останалите централни банки стои отворен въпросът, след като съвременните големи банкови групи разчитат все по-малко на депозитите (в относителен дял), за да създават банкови пари, дали двустепенната парична архитектура продължава да е достатъчно ефективна за предоставяне на ликвидност и стабилност в икономиката или чрез по-умерени политики и мерки банковият сектор ще запази своята основна дейност и модел на развитие. От днешна гледна точка категоричен отговор не е възможен – скептиците към CBDC обаче трябва да имат предвид, че съпоставителният факт – появата на доминиращи частни цифрови пари без CBDC – може да има още по-силно въздействие върху стабилността на банковия сектор. Обратно, CBDC биха могли да улеснят равните условия на конкуренция сред финансовите посредници.

Заключение

Цифровизацията променя икономическата активност, като един от симптомите е намаляването на ролята на парите в брой и стимулиране на нови цифрови форми на пари. Централните банки трябва да се изправят пред труден избор между две възможности: подобряване на съществуващото решение за осигуряване на ликвидност или емитиране на цифрова валута на централната банка (CBDC). В тази светлина изследването представя някои от трудностите, но също демонстрира, че CBDC би послужил като инструмент за посрещане на нуждите на днешните обществени отношения, за да отговори на новата необходимост от подсилване на ефективността на паричната политика, осигуряване на финансова стабилност и за реструктуриране на финансова екосистема. Необходимостта ЕЦБ да се ангажира с повече амбиция следва да отчита потенциалния напредък на финансово включване, ефективност на плащанията и икономическо благосъстояние. Цифрова валута „на дребно“ може да бъде използвана като инструмент на паричната политика, тъй като може да заобиколи търговските банки и пряко да влияе върху очакванията на потребителите. Освен това е важно да се подчертае, че CBDC е фундаментално различна от частната „крипто“ система, защото запазва предназначението на парите, така че да служат като средство за размяна, платежно средство и средство за съхранение на стойност. Поредицата от доклади на ЕЦБ, засегната тук, подчертава важните макроикономически последици от цифровото евро, като например от решаващо значение е как Евросистемата ще инвестира средствата, придобити чрез емитирането на цифрови евро. Въвеждането на цифрово евро вероятно ще разшири баланса на Евросистемата и допълнително ще увеличи политическия натиск върху ефективната независимост на ЕЦБ. Песимистите за цифровото евро също

изтъкват предимството на депозитите и резервите пред CBDC, когато е налице банков канал за кредитиране, тоест когато капиталовите инвестиции трябва да се финансират чрез банки (каквото е и случаят в еврозоната – за разлика от алтернативите в САЩ например). Цифрово евро, държано в големи количества, може също да доведе до структурна замяна на банковите депозити. От макроикономическа гледна точка ключовите компромиси за въвеждането на цифрово евро засягат още оперативните разходи на банките и централната банка; разходите и ползите от падежното несъответствие и банкирането с частични резерви; съпътстващи щети от фискални и регулаторни интервенции за коригиране на пазарния провал в банковия сектор; риска от сериозни грешки на паричната политика и вреден политически натиск върху централната банка. Макар въпросителните да са повече, появата на доминиращи частни цифрови пари без цифрово евро – може да има още по-силно (отрицателно) въздействие върху стабилността на банковия сектор и паричната автономност на еврозоната.

Използвана литература

- Bernanke, B. (2023). Nobel Lecture: Banking, Credit, and Economic Fluctuations, AEJ issue 5, pp. 1143-69.
- BIS – Bank for International Settlements. (2020). Central bank digital currencies: foundational principles and core features, Executive Paper.
- Brunnermeier, M. (2022). The digital euro: policy implications and perspectives, ECON committee, European Parliament, January.
- Danielsson, J. (2022). The Illusion of Control, Yale University Press.
- ECB. (2022a). Progress on the investigation phase of a digital euro – first report
- ECB. (2022b). Progress on the investigation phase of a digital euro – second report
- ECB. (2023a). Progress on the investigation phase of a digital euro – third report
- ECB. (2023b). Progress on the investigation phase of a digital euro – forth report
- European Commission. (2023a). COM(2023) 369 final, 28 June 2023.
- European Commission. (2023b). Digital euro package, available at: https://finance.ec.europa.eu/publications/digital-euro-package_en (accessed 09.01.2024)
- Gortsos, C., Sethe, R. (2023). Central Bank Digital Currencies Proceedings of a Colloquium, EIZ Publishing.
- Panetta, F. (2020). A digital euro for the digital era, ECB speech, Frankfurt am Main, 12 October.
- Panetta, F. (2023). The digital euro: our money wherever, whenever we need it, ECB speech, Brussels, 23 January.
- Zamora-Pérez, A. (2021). The paradox of banknotes: understanding the demand for cash beyond transactional use, Economic Bulletin, Issue 2, ECB.

THE EURO AREA: CONVENTIONAL THEORY AND A DIGITAL FUTURE

Assist. Prof. Ivan Todorov, PhD
Department of Economics
University of National and World Economy
e-mail: ivan.todorov@unwe.bg

Abstract

The development of technology predetermines the execution of numerous operations with the help of private digital currencies, which, however, avoid the necessary supervision. If the adoption of these non-traditional payment methods significantly expands, private digital currencies could potentially undermine the authority of central banks to provide liquidity to the economy. The response of the central banks has been consistent and at the moment discussions on the introduction of digital currency issued by the central bank is on the agenda. The study reports progress in this direction by presenting the features of the modern financial system in the Eurozone, as well as the place, role and transformative power of the digital euro in it.

Keywords: monetary policy, digital euro, crypto, CBDC

JEL: E40