SCIENTIA DISCUSSIO: PRO ET CONTRA

УДК 339.9

ЕВРОЗОНА: ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ

Обсуждение кн.: Stiglitz J. E. The Euro. How a Common Currency Threatens the Future of Europe. New York; London: W. W. Norton & Company, 2016. XXIX + 416 p. / сост. С. Ф. Сутырин[1]

От редакции

В августе 2016 г. на прилавках книжных магазинов появилась монография известного американского экономиста, лауреата Нобелевской премии за 2001 г. Джозефа Стиглица под названием «Евро. Как общая валюта угрожает будущему Европы». Фактически выход книги предварил 15-летие начала полномасштабного функционирования еврозоны. Как известно, с 1 января 2002 г. новая валюта была введена не только в безналичный (это произошло с 1 января 1999 г.), но и в наличный оборот.

Хочется напомнить, что первоначально введение единой европейской валюты интерпретировалось многими экспертами как совершенно логичный и закономерный шаг в развитии процесса западноевропейской экономической интеграции, направленный на усиление взаимосвязей между странами — членами группы и повышение их долгосрочной конкурентоспособности в масштабах мировой экономики. Что же касается ЕС в целом, то в конце XX — начале XXI в. он рассматривался большинством экономистов и политиков как если не образцовый, то весьма удачный пример формирования регионального интеграционного объединения, достойный подражания. Конечно, и на этом этапе возможные проблемы и противоречия, связанные с евро, были в поле зрения специалистов. Вместе с тем с учетом потенциальных преимуществ считалось, что «игра стоит свеч». До поры до времени казалось, что так оно и есть.

Однако Великая рецессия 2007–2009 гг. и последовавшие за ней кризисные явления в экономике ЕС по сути «съели» бóльшую часть тех выгод, ради которых европейские страны пожертвовали своей монетарной автономией. В результате стала меняться и риторика относительно оценки эффективности и итогов развития еврозоны. Заговорили о кризисе проекта единой валюты, его негативном влиянии на общую ситуацию в Европе. В частности, весьма критически оценивает евро в своей книге, посвященной ключевым тенденциям развития международной валютно-финансовой системы, руководивший деятельностью Банка Англии на протяжении 2003–2013 гг. М. Кинг. Именно в евро он видит одну из основных причин политической дестабилизации в ЕС [King, Mervyn, 2016]. И в этом была очевидная логика. Уместно вспомнить, что еще Дж. М. Кейнс рассматривал валютный кризис в качестве важнейшего фактора дестабили-

[1] В обсуждении приняли участие: О. В. Буторина, А. Н. Дубянский, B. N. Harris, M. N. Jovanović, J. Damnjanović, И. Н. Люкевич, И. О. Нестеров, С. И. Рекорд, A. Sarris, С. Л. Ткаченко, R. Torrent.

© Санкт-Петербургский государственный университет, 2017

DOI: 10.21638/11701/spbu05.2017.206

зации общественной жизни, направляющего «все скрытые силы экономических законов на разрушение» [Keynes, 1919, p. 220–221].

Вместе с тем на общем фоне негативного настроя относительно еврозоны монография Дж. Стиглица выделяется своим жестким критическим отношением к ней. Автор прямо и открыто полемизирует с многочисленными оппонентами, среди которых и представители академического сообщества, и политические деятели, и руководство ряда международных экономических организаций. Исходный и одновременно центральный тезис сформулирован следующим образом: «Проблемы, которые переживает Европа, имеют многочисленные причины, но в их основе лежит одна *ошибка*: создание единой валюты, евро» (p. 5). Эта позиция подробно обосновывается по ходу изложения всего материала монографии.

При этом Стиглиц полагает, что сама по себе идея введения некой единой региональной валюты не является априори абсурдной или порочной. Суть проблемы, по его мнению, в тех исходных теоретических установках, на которых политики и экономисты базировались при разработке проекта еврозоны и продолжают базироваться в ходе его реализации. На это накладываются многочисленные ошибки в конкретном механизме функционирования евро; целях, которые ставит перед собой в соответствии с имеющимся мандатом Европейский центральный банк (ЕЦБ); требованиях, предъявляемых по отношению к переживающим кризис партнерам, и т. п.

Заслуживает внимания то, что американский экономист стремится сделать свою критику конструктивной. В завершающей части монографии он предлагает фактически альтернативные варианты решения проблемы — либо последовательное углубление интеграционного сотрудничества («больше Европы»), либо обратное перераспределение полномочий в пользу национальных регуляторов («меньше Европы»). Реализация каждого из них, как утверждается, в той или иной степени позволит повысить результативность функционирования еврозоны, сделает ее работо- и жизнеспособной. Не имеет шансов на успех именно сохранение нынешнего «промежуточного» формата (p. 239–326).

Автор адресует исследование не только узким специалистам, но и существенно более широкому кругу читателей. При этом он доходчиво и с использованием многочисленных реальных примеров объясняет весьма сложные экономические процессы и явления хозяйственной жизни. Как и многие другие работы Дж. Стиглица[2], данная монография остро полемична. Изданная практически одновременно с оригинальной англоязычной публикацией на немецком, французском, испанском, итальянском, китайском, японском и других языках, она является своеобразным приглашением международной общественности к дискуссии.

Редакция журнала обратилась к отечественным и зарубежным экономистам, специализирующимся на изучении международных валютно-кредитных отношений и западноевропейской экономической интеграции, с предложением высказать свою точку зрения по поводу тех положений, оценок и выводов, которые содержатся в монографии Дж. Стиглица. Выражаем искреннюю благодарность всем откликнувшимся на эту просьбу коллегам и публикуем поступившие от них материалы.

С. Ф. Сутырин

[2] Среди них: *Stiglitz Joseph E.* Globalization and Its Discontents. London, New York: W. W. Norton & Company, 2002, XXII + 282 p.; *Stiglitz Joseph E., Charlton Andrew.* Fair Trade for All. How Trade Can Promote Development. New York: Oxford University Press, 2005, XXVII + 315 p.; *Stiglitz Joseph E.* The Price of Inequality: How Today's Divided Society Endangers Our Future New. York; London: W. W. Norton & Company, 2012, 414 p.; *Stiglitz Joseph E.* The Great Divide: Unequal Societies and What We Can Do About Them. W.W. New York, London: Norton & Company, 2015. 464 p.

Ольга Витальевна Буторина (Институт Европы РАН)

В ответе ли дамба за урожай?

Новая книга Дж. Стиглица «Евро. Как общая валюта угрожает будущему Европы» обладает почти магической силой. Прославленный ученый-практик, лауреат Нобелевской премии ведет разговор с читателем на равных, как будто сидит в гостиной у каждого из нас на правах старого друга — в кресле с чашечкой кофе. Его доводы просты, убедительны и логически безупречны. Так, по крайней мере, кажется в ходе беседы. Он апеллирует к главным человеческим ценностям — добру, справедливости, личному достоинству. Не попасть под обаяние Стиглица почти невозможно: так честно и бесстрашно он вступается за простых людей, ставших жертвой кризиса в еврозоне, — безработных греков, потерявших накопления киприотов, вынужденных трудиться за минимальную зарплату немцев.

Беспощадную критику автор обрушивает на основной, с его точки зрения, порок еврозоны — неспособность гарантировать полную занятость во всех ее странах, бедных и богатых, с отрицательным и с положительным внешнеторговым балансом. За ошибки безответственных политиков, соблазнивших электорат ложными обещаниями о прекрасном будущем после введения евро, теперь, согласно Стиглицу, Европа расплачивается своими детьми. Молодежная безработица в некоторых странах доходит до 50 %, разрушая надежды молодых людей и угрожая будущему целого поколения.

Убежденный кейнсианец, Стиглиц остается верен себе и в новой работе. На этот раз на примере Европейского центрального банка (ЕЦБ) и брюссельской бюрократии он показывает несостоятельность рыночного фундаментализма и неолиберальной идеологии. Корень всех нынешних проблем евро он видит в фатальности исходной идеи — установить фиксированные курсы между валютами большого числа независимых стран. Фиксированные курсы в форме золотого стандарта, пишет Стиглиц, стали причиной Великой депрессии. Их пагубное, дефляционное влияние на экономику многократно доказано мировым опытом. Именно фиксированные курсы, навязанные развивающимся странам руководством МВФ, стали причиной целого ряда финансовых кризисов в Юго-Восточной Азии и Латинской Америке в последние два десятилетия XX в.

Критикуя фиксированные курсы, Стиглиц использует традиционные аргументы, звучавшие еще в ходе создания единой валюты двадцать лет назад. Все они вытекают из теории оптимальной валютной зоны, которая в книге не называется, хотя автор ссылается на труды ее разработчиков. Главных доводов два: 1) вступив в валютный союз, страна лишается возможности изменять ставку рефинансирования в целях антициклического регулирования; 2) обменный курс перестает быть автоматическим стабилизатором экономики. Он не повышается вследствие избыточного притока финансовых средств из-за рубежа в периоды перегрева экономики и не понижается в периоды низкой конъюнктуры, создавая преимущества для местных экспортеров и ограничивая импорт. Стиглиц убежден, что европейцы ошибочно приняли евро за конечную цель, тогда как его следовало рассматривать всего лишь как средство для достижения полной занятости и выравнивания уровней жизни в странах и регионах еврозоны.

Данное соображение заслуживает самого внимательного и непредвзятого разбора. Именно в этом тезисе — столь привлекательном с точки зрения здравого смысла и справедливости, сколь и недоказанном — главный изъян логики автора. Если поднять документы руководящих органов Европейского союза, принимавшиеся в ходе подготовки к введению евро, мы действительно обнаружим в них указание на то, что единая валюта создаст благоприятные предпосылки для роста занятости. Но благоприятные предпосылки и главная цель в виде полной занятости — вещи никак не равнозначные. Можно предположить, что здесь Стиглиц попал под влияние традиций ФРС, которая действительно среди своих основных целей имеет содействие занятости. Мандат ЕЦБ касается только стабильности цен, и в этом смысле Стиглиц прав: он является воплощением идеологии монетаризма. В процессе разработки евро практически не

затрагивался вопрос о выравнивании уровней жизни между странами и регионами Евросоюза. Данная тема находилась в центре другого, более раннего проекта — создания Единого внутреннего рынка (ЕВР) без границ. Его программа была изложена в принятом в 1985 г. Едином европейском акте, и в общих чертах проект был завершен к началу 1993 г.

О выравнивающей, или дистрибутивной, функции интеграции (т. е. о ее возможности смягчать социально-экономические диспропорции) говорилось в докладе, заказанном Европейской комиссией в связи с вступлением в ЕС Испании и Португалии. Доклад был подготовлен под руководством итальянского экономиста Томмазо Падоа-Скьоппа, будущего «идейного отца» евро, и опубликован в апреле 1987 г. Эксперты подчеркивали, что создание ЕВР значительно усиливало аллокативную функцию интеграции. Внутренний рынок Сообщества становился более глубоким и емким благодаря свободному передвижению факторов производства, а вступление в ЕЭС новых стран делало его более широким. Однако полное открытие рынков после вступления в Сообщество экономически менее развитых стран могло иметь «более сильные и разрушительные дистрибутивные последствия, чем в шестидесятые годы, когда интеграция торговли происходила между менее разнородными странами». То есть они ясно формулировали главную проблему, возникавшую вследствие создания ЕВР, — гораздо большее усиление аллокативной функции интеграции (отвечающей за распределение ресурсов), по сравнению с усилением ее стабилизационной и дистрибутивной функций [Efficiency, stability and equity, p. IV]. Справедливость этого представления в полной мере проявилась много лет спустя — в ходе кризиса 2008–2010 гг. в зоне евро.

Если евро не задумывался как инструмент повышения занятости и социально-экономической солидарности (сплочения, в терминологии ЕС), то закономерен вопрос — зачем нужно было вводить единую валюту? Вопрос, надо признать, нетривиальный. Потому как даже в документах ЕС на него трудно найти исчерпывающий и прямой ответ. Исходившие из Брюсселя декларации подгонялись под способность широкой публики воспринять и правильно интерпретировать посыл. Стиглиц прав, считая, что людей с улицы плохо информировали о последствиях евро, но он неправ в том, что безответственные политики якобы вводили избирателей в заблуждение.

Действительно, одна часть резонов создания валютного союза официально формулировалась, а другая оставлялась на самостоятельное осмысление. Сделать это мог любой гражданин, читающий газеты и интересующийся международными делами. Никакого секрета, а тем более обмана в ходе информационной кампании перед введением евро не было. Имел место акцент на факторах, соответствовавших распространенной ныне практике позитивного мышления.

Задачи введения евро можно разделить на негативные и позитивные: первые рассчитаны на избавление от убытков и рисков, вторые — на получение новых преимуществ. Официально формулировались задачи второй группы, т. е. позитивные, а именно: завершить при помощи единой валюты создание Единого внутреннего рынка ЕС (который был бы по своим масштабам и характеристикам аналогичен внутреннему рынку США) и усилить позиции ЕС в мировой финансовой архитектуре (негласно — в конкуренции с долларом). Однако не они, а негативные задачи были главной движущей силой проекта: разнонаправленное движение валют европейских стран разрушало региональную торговлю, а проведенная в 1980-е годы либерализация движения капиталов подрывала механизмы взаимной привязки курсов. В отличие от США, страны ЕС из-за своих небольших размеров и исторических традиций не имеют полного цикла производства большинства товаров. Они глубоко встроены в региональные производственные цепочки в рамках сложившихся моделей специализации и кооперирования.

Вот почему после распада в 1971 г. Бреттон-Вудской системы золотого стандарта страны ЕЭС сначала ввели «валютную змею», а потом внедрили ее усовершенствованную версию — Европейскую валютную систему. Страны ЕЭС не могли игнорировать валютные проблемы так, как это делали США, по причине сильной зависимости от торговли с соседями. Это понимали не только эксперты, но и все грамотные граждане. Усиление в 1980-е годы валютной нестабильности в мире и резкий рост объемов мировых валютных рынков больше не позволяли удер-

живать курсы европейских валют в заданном коридоре при помощи традиционных инструментов: интервенций центральных банков и кредитов своп. Оставалось два пути: 1) опустить руки и отказаться от идеи координации курсов или 2) ввести единую валюту. Европейская комиссия, которой тогда руководил французский экономист Жак Делор, выбрала второй, объективно более перспективный вариант. Он не только отводил угрозу дестабилизации региональной торговли, но и создавал предпосылки для формирования в Западной Европе более глубокого, емкого и ликвидного финансового рынка, который дополнил бы собой программу ЕВР и повысил доступность ресурсов для бизнеса. Все это укладывалось в теорию эндогенного роста, рассматривавшую эффект масштаба, человеческий капитал и технологии в качестве главных слагаемых устойчивого роста.

Евро вводился не для того, чтобы покончить с безработицей и социальным расслоением, а для того, чтобы защитить экономику ЕС от «цунами» глобализации — в виде свободного движения капиталов и хаотичного движения валютных курсов государств-членов. Дамбу построили, и она выполняет свои функции на протяжении почти 20 лет. Виновата ли она в плохом урожае, выращенном на спасенных от затопления полях?

Читая книгу Стиглица, трудно избавиться от ощущения, что его макроэкономические выкладки слишком сильно напоминают рассуждения Кейнса, теперь уже почти вековой давности. При всем почтении к признанному при жизни гению, в сегодняшней интерпретации его идей хотелось бы видеть меньше схематизма и больше конкретики. Однако, описывая движения обменных курсов, Стиглиц приводит пример некой абстрактной страны, существующей разве что на страницах университетских учебников. По его логике, повышение Центральным банком ставки рефинансирования одинаково влияет на курс американского доллара, евро или шведской кроны. На практике это совсем не так. Ставка ФРС производит многократно больший эффект на курс доллара и на всю мировую экономику, чем ставка Риксбанка на курс шведской валюты. Кстати, однажды ее подняли до 500 % годовых — без всякой пользы для падавшей кроны.

Разные последствия применения одного и того же инструмента в странах с разной степенью интернационализации валют и с разными размерами финансовых рынков — вот истина, ускользнувшая от взгляда выдающегося экономиста. Стиглиц пропагандирует гибкий обменный курс в качестве автоматического стабилизатора экономики. Но он забывает, какие экономические и политические бури обрушивались на те страны ЕС, которые оказывались под угрозой девальвации в период функционирования ЕВС. Слухи о возможной корректировке курсов провоцировали бегство капиталов и рыночные спекуляции. Как следствие, самосбывающиеся прогнозы выбивали почву из-под ног даже самых ответственных правительств. Это ситуация, с которой никогда не сталкивалась ФРС благодаря огромному спросу на доллары во всем мире. То же касается рекомендуемой Стиглицем экспансионистской бюджетной политики: описанный Жаком Рюэффом «дефицит без слез» возможен в США. В Японии гигантский государственный долг стал причиной продолжительного периода дефляции и застоя. Последствия подобных мер для еврозоны, наверняка, будут другими, чем для американской экономики; чтобы быть уверенными в их положительном эффекте, одной убежденности явно мало.

Важнейшей заслугой автора обсуждаемой книги является анализ стабилизирующей функции валютного риска. Будучи противником рыночного фундаментализма, Стиглиц, тем не менее, с легкостью раскрывает действие одного из малоизученных до недавнего времени механизмов саморегуляции рыночной экономики. Не зная о нем, создатели евро не только не предусмотрели никакой замены ему, но и неправильно интерпретировали рыночные сигналы о разнице в доходности государственных облигаций. Рынки же после введения евро смешали валютный риск со страновым риском. Относительно слабые страны еврозоны получили небывалую в их истории возможность проводить заимствования по ставкам, почти равным немецким. Таким образом, сам факт существования евро способствовал надуванию «финансовых пузырей», а потом их быстрому схлопыванию. В этом сегменте евро действительно имел проциклическое влияние на экономику, содействовал усилению кризисных явлений

и увеличению разрыва между отдельными странами еврозоны — богатыми и бедными, кредиторами и должниками.

Александр Николаевич Дубянский
(кафедра истории экономики и экономической мысли
Санкт-Петербургского государственного университета)

В начале своей работы Дж. Стиглиц рассматривает экономические проблемы Европейского союза на фоне относительных успехов американской экономики. Американский ученый ставит вопрос о том, что послужило причиной низких темпов экономического роста в Европе, высокой безработицы, долговых проблем? Ответ в целом сводится к тому, что причиной всех европейских неурядиц является единая европейская валюта — евро.

Стиглиц считает, что идея создания единой валюты для стран ЕС в теоретическом плане является привлекательной. «С точки зрения экономиста, эксперимент с евро был увлекательным» (p. XIV). Действительно, в экономике, как известно, эксперименты, в отличие от естественных наук, если и возможны, то при условии больших ограничений, что обычно сводит к нулю их результативность. В силу этого эксперимент с евро пришлось проводить на большой группе стран. Кроме того, Стиглиц отмечает, что, несмотря на теоретическую привлекательность, проект евро был порочен с самого начала. Главный порок заключался в теоретической концепции, исходя из которой и создавалась единая европейская валюта.

Следует отметить, что идея создания единой валюты впервые была сформулирована еще в *теории оптимальных валютных зон*. Именно на основе этой теории впоследствии и возникла концепция евро. Теория оптимальных валютных зон появилась в 1960-е годы и ассоциируется в первую очередь с именем Р. Манделла [Mundell, 1961], а также Р. Маккинона, Дж. Ингрема и других экономистов. В данной теории учреждение единой валюты для всех стран, входящих в валютную зону, задумывалось как важнейший элемент функционирования этих зон, что видно из названия теории.

Манделл считал, что главными предпосылками этой теории являются два основополагающих условия. Согласно первому условию, у отдельных стран должны наблюдаться схожие внешние шоки, например устойчивый дефицит торгового баланса. Второе условие предполагало возможность высокой мобильности капиталов, рабочей силы, т. е. основных факторов производства. Европейские страны, по мнению Манделла, в целом соответствовали обозначенным выше предпосылкам и прежде всего второму, основному условию и, следовательно, должны были стать пионерами в создании оптимальных валютных зон.

Сейчас уже можно сказать, что Манделл был в общем прав в своих оценках европейских государств, и страны — основательницы ЕС (в 1957 г. данная организация называлась ЕЭС) вполне соответствовали условиям оптимальности валютных зон. Речь идет в первую очередь о Франции, Германии, странах Бенилюкса. Если экономики этих стран и первоначально были близки с точки зрения структуры экономики и уровня экономического развития, то за счет мобильности факторов производства должны были стать еще более однородными.

Дальнейшее расширение ЕЭС, произошедшее в 1973 г., когда членами организации стали Великобритания, Дания и Ирландия, также не сильно нарушило структурную однородность экономического пространства сообщества. Правда, здесь выбивались из общего ряда относительно «слабые» экономики Дании и Ирландии. Дальнейшее же расширение ЕЭС, которое уже было вызвано не экономическими, а, скорее, политическими мотивами, привело к серьезным структурным диспропорциям в объединенной европейской экономике. Греция, Испания и Португалия не должны были вступать в ЕЭС, исходя из логики теории оптимальных валютных зон, но из-за стремления к экспансии на европейский континент эти страны были приняты, что стало причиной негативных последствий. Экономики этих стран так и не смогли достичь уровня развития стран-основательниц европейского сообщества, в первую очередь по производительности труда. Естественно, что последующее расширение ЕС за счет восточ-

ноевропейских стран, когда в организацию влились еще менее развитые государства, только усугубило уже существовавшие диспропорции.

Обострению проблем способствовал следующий этап интеграции, после заключения в 1992 г. Маастрихтского договора о Европейском союзе (ЕС), в рамках которого было принято решение о введении единой европейской денежной единицы, получившей наименование евро. Начиная с 1999 г. эта валюта существовала только в безналичном виде, как расчетная денежная единица, а купюры и монеты новой денежной единицы были выпущены в обращение в январе 2002 г. Для регулирования общеевропейской валюты был создан Европейский центральный банк (ЕЦБ) с необходимыми полномочиями, правда, при этом сохранялись и центральные банки с почти не сокращенными функциями внутри стран, принятых в Европейский валютный союз (зона евро). В эту зону, помимо стран «ядра» ЕС, были включены такие государства, как Португалия, Греция, Испания, Ирландия, которые только формально соответствовали необходимым критериям (низкий бюджетный дефицит, невысокий уровень государственного долга) для вхождения в зону евро.

Впрочем, как утверждают авторы книги «Судьба евро», принятие периферийных стран в зону евро было задумано изначально. Германия была кровно заинтересована в том, чтобы ее экспортные отрасли обрели устойчивую валюту для наращивания вывоза товаров и услуг в другие страны ЕС. Повышение курса немецкой марки при снижении курса в других странах создавало для периферийных стран преимущество и сдерживало экспорт из Германии. «Поэтому структурная гетерогенность не могла быть “дефектом конструкции” (евро). В определенном смысле такая гетерогенность была даже желательна» [Вальтер и др., 2015, с. 8]. Авторы утверждают, что валютный союз изначально задумывался не как клуб высокоразвитых государств, а как определенный этап эволюции ЕС, подразумевающий более тесную интеграцию с целью выравнивания экономического потенциала входящих в него стран. Однако выравнивания не произошло, скорее, наоборот, возникла еще большая дифференциация стран. Если немецкие авторы правы, что «дефект конструкции» евро не виноват, то в чем причина проблем единой европейской валюты? Представляется, что главной причиной является стабильный в общем, можно сказать, фиксированный курс евро. Об этом речь пойдет ниже.

Думается, что вводить устойчивую и «дорогую» валюту для слаборазвитых экономик было ошибкой, так как при такой «сильной» валюте эти экономики деградируют и утрачивают свои конкурентные преимущества сначала на рынке труда, а затем и на других рынках. Высокая заработная плата словенских рабочих сначала делает относительно дорогими, например, словенские холодильники Gorenie, а затем та же фирма должна переносить производство из Словении в более дешевые страны в ЕС или за пределы Евросоюза [Дубянский, 2014].

Даже в рамках одной страны национальная валюта имеет неодинаковую покупательную способность в разных регионах, что создает преимущества для более развитых территорий. Это тем более верно для единой валюты интеграционной группировки, включающей в себя много стран.

Стиглиц пишет о том, что в Европе не были своевременно созданы необходимые для развития интеграции институты, а именно полноценный Европейский центральный банк, который занимался бы не только инфляцией, но и проблемами стимулирования экономического роста в европейских странах. Помимо полноценного Центрального банка, нужно было создать единую систему страхования банковских вкладов, единый алгоритм санации проблемных банков, реформировать механизм эмиссии и обращения евробондов. Отсутствие интеграционных институтов и инструментов является главной проблемой, снижающей работоспособность единой валюты. Реформировать, по мнению американского ученого, нужно не отдельные страны, а главным образом наднациональные органы ЕС, наделить их большими полномочиями. Он считает, что нужно проводить денежно-кредитную политику, в которой больше внимания уделяется вопросам занятости, экономического роста и финансовой стабильности, а не только инфляции.

После рекомендаций общеэкономического плана Стиглиц предлагает более конкретные решения. С его точки зрения, наилучшим решением для европейцев было бы задуматься над

поиском выхода из системы единой валюты. Стиглиц считает, что ЕС может перейти к системе из двух-трех валют, так как система с одной валютой, к которой привязаны все страны Европы, не работает, не исключено, что потребуется создание более чем двух зон. Главная идея заключается в том, что для того, чтобы валютная зона работала, в нее должны входить страны, имеющие схожий уровень экономического развития, а также похожие представления о том, как должна работать экономика.

На наш взгляд, это продуктивная идея, и она заслуживает внимательного отношения. Если признать, что экономика неоднородна по своей структуре (а это действительно так), то, следовательно, должны быть неоднородными и деньги, обслуживающие различные секторы экономики или экономики группы стран. Параллельные валюты могут быть использованы и в качестве постоянного элемента европейской валютной системы.

Подобные идеи о нескольких параллельных валютах в ЕС предлагались и другими авторами. Например, международный финансовый консультант FCP Ltd И. Беккер считает нужным создать в ЕС несколько лиг, как в футболе. Критерием разделения стран может быть уровень бюджетного дефицита, размер ВВП на душу населения или другой показатель. «Все страны равны, только в высшей лиге функционирует евро, а в первой, скажем, экю. Причем обе валюты регулируются Европейским центральным банком» [Беккер, 2010].

Идейный вдохновитель единой европейской валюты Р. Манделл считает подобные предложения по реформированию евро неприемлемыми. «Это очень серьезная задача, потому что еврозона не может идти дальше в вопросах интеграции, оставляя позади остальные страны ЕС» [Сумлённый, 2011, с. 25]. Однако в своих ранних работах он не исключал возможности такой архитектуры построения валютной системы, но предполагал, что эта система должна базироваться на режиме плавающих валютных курсов. «И если сегодня строго придерживаться системы плавающих обменных курсов, то по логике вещей эти курсы должны строиться на основе региональных, а не национальных валют. И оптимальной валютной зоной в таком случае должен быть регион» [Манделл, 2002, с. 70]. Очевидно, что для Манделла такой вариант является неприемлемым, так как теория оптимальных валютных зон основывается на режиме фиксированных валютных курсов, это «соль» зон.

Плавающие валютные курсы находятся вне рамок теории оптимальных валютных зон. В связи с этим Стиглиц замечает следующее: «Эффективные валютные механизмы отнюдь не гарантируют процветания, но несовершенные валютные механизмы способны приводить к рецессиям и депрессиям. В частности, к валютным механизмам, долгое время ассоциировавшимся с рецессиями и депрессиями, относятся жесткие валютные курсы, когда ценность национальной валюты жестко “привязана” к денежной единице другой страны или к некоему товару» (p. XIII). Возвращаясь к вопросу о «дефекте конструкции» евро, можно отметить, что главный «дефект» на самом деле заключается в жесткости валютного курса европейской денежной единицы. Действительно, для сближения уровней экономического развития стран ЕС требуется переходить к плавающим множественным курсам разновидностей евро, их может быть и две, и три, и пять.

Получается, что предложения Дж. Стиглица по реформированию ЕС с целью стабилизации евро не вписываются в логику теории оптимальных валютных зон. Тем не менее думается, что лауреат премии имени А. Нобеля прав в своей оценке состояния европейской экономики и его предложения являются конструктивными и реализуемыми. В конце концов евро должен укреплять европейскую интеграцию, а не приводить ЕС к распаду.

B. Neal Harris (Babson College Wellesley, Massachusetts, USA)

Joseph Stiglitz has written a forceful, reasoned and passionate critique of the euro and the creation of the Eurozone, arguing that the euro has deeply undermined the “European Project”, and, indeed, called into question whether the European Union itself can survive. He argues that globalization has resulted in highly uneven distributions of benefits but no effective political institutions to mitigate the resulting economic impacts.

This lack of institutional capacity to deal with the uneven effects of globalization has resulted in wide disparities in income distribution, creating a world-wide underclass that is not only *not* benefiting from increased globalization, but is deeply alienated by its impacts on their daily lives. The results of this alienation are revealed in populist movements across Europe, (and indeed around the world), and are providing a platform for opportunistic politicians to propose their own nationalistic and even xenophobic solutions.

Contributing to these negative impacts has been the premature introduction of the Euro. Stiglitz argues that the big mistake made by framers of the Euro was the creation of a single currency without creating a set of institutions that enabled the weaker economies of the EU to function effectively with a single currency. In offering this diagnosis, Stiglitz proposes an unabashedly Keynesian interpretation of the Euro experiment. He contends that the principle problem is that when member states share a common currency they are locked into a common fiscal policy regime that constrains them from engaging in deficit spending when necessary and from devaluing currencies to encourage exports. In Stiglitz' view, the framers of the Euro are simply reaping what they have sown. This could all have been foreseen, and avoided, if only some elements of fiscal and monetary flexibility had been baked into the original Eurozone plan in the form of more fiscal independence and monetary flexibility within the member states.

One way to look at Stiglitz's argument is to see it as a direct answer to the austerity policies that prevail in the councils of the European Union. His recurring line of reasoning is that when the great recession hit Europe, especially "PIGS" states, the response of European leaders was to insist on structural reforms in labor markets, tax collections, pensions and government employment. Following ideas reflective of the "Austrian School" of Hayek and von Mises, they saw the euro as the ideal monetary system for a market economy and the best deterrent against the possibility of currency devaluation (inflation): "…Austrians believe that until central banks are abolished and the classic gold standard is reestablished along with a 100-percent reserve requirement in banking, we must make every attempt to bring the existing monetary system closer to the ideal, both in terms of its operation and its results. This means limiting monetary nationalism, eliminating the possibility that each country could develop its own monetary policy, and restricting inflationary policies of credit expansion as much as we can, by creating a monetary framework that disciplines economic, political and social agents, and especially, labor unions and other pressure groups, politicians and central banks" [Huerta deSoto, p. 3].

For those who support the Eurozone in its current iteration, the single currency imposes precisely the discipline necessary to discourage rogue nations from engaging in irresponsible behavior and provides proper punishment when they do. They see the euro and its careful management by the ECB as the best hedge against value-destroying inflation: "The arrival of the Great Recession of 2008 has even further revealed to everyone the disciplinary nature of the euro. For the first time, the countries of the monetary union have had to face a deep economic recession without monetary policy autonomy. Until the adoption of the euro, when a crisis hit, governments and central banks invariably…injected all the necessary liquidity, allowed the local currency to float downward and depreciated it, and indefinitely postponed the painful structural reforms that were needed and that should involve economic liberalization, deregulation, increased flexibility in prices and (labor) markets, and reduction in public spending…" [Huerta deSoto, p. 5].

To this line of thinking, Stiglitz responds forcefully, and, as in this quote, almost contemptuously. Invoking the hard-learned lessons of the Great Depression of the 1930's, he reminds us as follows: "Herbert Hoover was president of the United States at the time of the 1929 stock market crash; his policies of austerity converted the crash into the Great Depression. Since Hoover, such policies have been tried repeatedly, and have repeatedly failed; the IMF tried them more recently in Argentina and East Asia… (Such measures) fail to restore prosperity; worse they deepen the recession. Austerity has always and everywhere had the contractionary effects observed in Europe: the greater the austerity, the greater the economic contraction" (p. 18).

As a scholar of the history of the European Union, I find this book a particularly important contribution to the EU literature for two reasons. First, Stiglitz is a Nobel heavyweight on the international

economics scene. For him to call into question the fundamental purpose of the single currency has, itself, done much to focus the attention of the world on this vitally important debate. In revealing how the Stability and Growth Pact was never going to provide the fiscal discipline necessary for the success of a single currency, Stiglitz has shone a very bright light on the issues that were papered over in the early days of the Maastricht Treaty. Those issues simply must be addressed now.

I fully support the reforms that Stiglitz proposes, including a Europe-wide banking union with full deposit insurance, a "Eurobond" facility for sharing sovereign debt risk, and a high level of sovereign debt relief so that countries like Greece can get on with their economic recoveries. Blaming the victims has gone far enough; the point is made and it is now time for the member states to lock arms and help each other.

The second reason I find Stiglitz's book of interest is that it forcefully addresses the smoldering debate about the role of big government in combating recessions. Stiglitz comes down squarely on the side of anti-austerity, supporting the positive effects of big government stimulus and a much higher level of banking integration. On the other side of the debate is the EU itself which has tended, perhaps due to its institutional inability to do otherwise, to favor policies that punish debtor states by imposing austerity-conditioned bailouts. Such bailouts have successfully avoided a complete collapse of the Eurozone, but have driven deep divisions between rich and poor states and have done little to address fundamental economic conditions.

This debate will continue. Neither side can declare victory because the results, so far, are mixed. Spain (+3,2%) and Ireland (+26,3%) appear to be on the road to recovery, with restructured economies that are perhaps better prepared for the next recession. At the same time, Greece (–2 %) remains mired in a deep contraction with continued high unemployment while Italy (7 %) looks like it is headed in the same direction [Eurostat, 2015].

In any case, Stiglitz has made a persuasive argument that the euro itself has *not* played a positive role in helping the member states of the Eurozone bounce back from the Great Recession. Without a reformed euro and restructured Eurozone, and without additional flexibility and strong intergovernmental commitment to sharing financial risk, more "exit" movements will evolve further threatening the already fractured foundations of the European Union.

Miroslav N. Jovanović (University of Geneva Global Studies Institute),
Jelena Damnjanović (Novi Sad School of Business)

> For the love of money is a root of all kinds of evil,
> for which some have strayed from the faith in their greediness,
> and pierced themselves through with many sorrows.
> *1 Timothy 6:10*

The October Revolution (1917) and the introduction of the euro (1999) were the most significant (wars apart) political, social and economic events in the 20th century. No money has so freely and widely circulated in Europe since the Roman Empire. Hopes about the economic, social and political improvements were high. 'Sunshine and chocolate' were promised by the political elite to the citizens of the countries participating in the eurozone. The European Union's (EU) elite saw only the inevitable and shining triumph of the euro over other visions of the future, even though there were certain advance warnings from some in the economic profession about perils because unfulfilled conditions for a successful monetary integration[3]. As time went by, the flaws of the eurozone became more and more obvious to the extent that they seriously threaten the future of the whole EU.

[3] Jovanović [1997, p. 67–68] argued in favour of the postponement of the implementation of the eurozone as the conditions were not yet becoming for such a crucial integration step. At that time, automatic inter-country transfers, the fiscal and strong banking union requisitioned for a single currency area were not in place. They still aren't.

The euro and the eurozone were praised as the crown jewels of European integration, as something that would bring: perpetual growth, wealth and employment; deeper integration and stronger friendship among the participating countries; stability; that it would be a glorified version of the celebrated German mark; that financially thrifty Northern EU countries would not have to bail out prodigal ones in the South (is this the celebrated EU solidarity?); and that the German taxpayers would not pay for all of the above. What was delivered after 17 years of the operation of the eurozone? What the people experience and observe is unemployment, uncertainty, austerity, no or anemic growth, increasing inequality, banking fiasco (2007–2009) and the eurozone mess (2011). Stable money and low inflation are the only promises that were delivered, but many would gladly change them for growth as one of the best remedies for most economic problems.

The book by Joseph Stiglitz is one of the latest and, perhaps, some of the last cries to save what can be saved in the troubled eurozone 'experiment'. The eurozone is a vanity project by the EU elite that is not based on principles based on economic theory and experience for successful monetary integration. These grounds for an effective monetary integration include:

- fiscal union;
- banking union;
- common deposit insurance; and
- automatic stabilisers/transfers of funds from the prosperous to the participants in trouble (including a solidarity fund).

These criteria, well established in economics, were totally neglected in the construction of the euro in the Maastricht Treaty (1992). Hence, as constructed, the eurozone did not have strong theoretical leg to stand on. The eurozone produced monetary crises almost every month during 2011 and 2012. In fact, in that period governments were falling one after another (Ireland, Greece, Italy, the Netherlands, France etc.) predominantly because of harsh austerity measures.

The eurozone had an initial success during the years 2000–2007. Eurozone membership reduced risk related to government bonds between different countries, so there was almost no difference between the strong EU core countries at the heart of the EU and the comparatively weak EU periphery. They all converged to the low-risk German level. The peripheral countries had unprecedented access to cheap loans. Debt-financed consumption had little in common with economic fundamentals and national growth, especially the one in the future. The assumption made by investors was that the Greek, Italian or other government bonds were almost perfect substitutes for the low-risk German ones. The crises revealed that this was not the case. During the 'happy hours' (2000–2007) the EU countries which had a history of monetary indiscipline borrowed a lot at a (low) rate that was not warranted by their respective economic fundamentals. Those governments, their private sectors and households borrowed cheaply, excessively and irresponsibly. The creditors were also careless. The inevitable happened: over-borrowing and exaggerated optimism about the eurozone (super optimistic promises were oversold and overbought) were disproportionate to the economic realities of repaying loans. Countries entered into deep recession without the possibility of recovering for a decade, even a generation[4]. The past ten years, is the lost decade for a large part of the eurozone countries since the GDP per capita is lower than before the 2008 crisis[5]. As such, it is hard to find as single positive economic effect that the euro brought with it for the participating countries (apart from Germany). Stiglitz (p. 5) wrote: "The mark of a well-functioning economy is rapid growth, the benefits of which are shared widely, with low unemployment. What has happened in Europe is the opposite".

[4] The debt burden in an economy can be eased in three ways: first, by using inflation (the European Central Bank does not permit that); second, by growth (the Stabilisation and Growth Pact strictly limits borrowing that would increase growth through investments); and third, debt restructuring.

[5] One ought to closely observe the widening bond yields between Germany and other countries such as Italy, Spain and France. That difference, if continues widening, may reveal concerns about the possible path towards the dissolution of the eurozone.

Not only the single currency rules choked growth (save for Germany), it also increased inequality among and within countries. Hence, the decision in 1992 to adopt and in 1999 to implement the single currency based on Maastricht rules was a spectacular failure.

The eurozone structure works in favour of the absolute advantage of Germany as no country may devalue (to compete with German exports) and all countries must have open markets to (German) goods and capital. In this situation there are doubts whether the 'poor' EU countries would ever be able to catch up with Germany in this situation. In addition, the eurozone's rules may turn into a formula for a perpetual slump and misery. This can hardly be accepted and tolerated over the longer term, especially because enormous German surpluses threaten the eurozone much more than public expenditure breaches by the minnow eurozone countries.

China is labelled the currency manipulator because of its persistent super surpluses in trade. As this is uneconomical and unsustainable in the long term, China is taking steps to reduce surpluses from 10 per cent to about 3 per cent of the GDP. While China recognises the problem and tries to attend to it, the same type of wide discussion about the German (eurozone) currency manipulation in favour of German persistent super surpluses in trade (6 per cent of the GDP) is absent, lest done something about it. Outside the eurozone and with flexible rates of exchange, the German currency would appreciate, the currencies of other eurozone countries would depreciate and these countries would be liberated from the eurozone racket and they would re-establish economic breath.

One has to be clear on the fact that Germany did not ask for the creation of the euro. This was the French request that should be paid as the price (ransom) for German reunification. France wanted to 'lock' and contain an enlarged Germany in the European project for a long time. Germany was playing by the Maastricht Treaty rules. Germany exported a lot, earned surpluses that could not be invested at home (domestic demand was insufficient to absorb them), hence they 'had to be' exported abroad. This exports of capital was reckless in certain cases. In Greece, for instance, German firms (Siemens, Ferrostaal) were caught in corrupting officials to buy German products. Due diligence by the banks (if the borrower is able to repay the loan) was not always applied, hence deep financial troubles in which there are no innocent parties.

A new financial institution the 'Troika' was established out of 'thin air' in 2010. It includes the top managers from the International Monetary Fund (IMF), the ECB and the European Commission. This new appointed financial institution is unaccountable to any elected body and it shows solidarity with bankers. The Troika, as a technocratic body that orders economic policies, is the economic master of countries such as Greece. The impact of such policies, especially regarding Greece, were sharply criticised by the Independent Evaluation Office of the IMF (2016). This IMF's internal control found that political pressure was strong; that the certain work was unprofessional; some documents were drafted outside the usual procedure; sensitive documents were lost; the operation of the single currency was not understood in full; and that there was an overlap in the work within the Troika.

Strict rules and punishments are the new Teutonic template for the operation of the eurozone. This is the basis for perpetual austerity and no growth: the Troika austerity rules imposed on Greece reduce the country's capacity to repay loans[6]. While Germany stands firm on these strict grounds, the vision of many other eurozone countries is different as popular resistance, especially in the Southern eurozone countries has been brewing.

If the eurozone is dissolved, the EU may return to the situation in which it found itself in 1992: free trade, free movement of people and a few common policies. This may be better, perhaps, than the breakup of the EU, a frightening scenario that could be heard at the highest echelons of the EU. One of the solutions of the crises may be found in the creation of strong federal institutions based on solidarity and a certain degree of risk-sharing, including a mighty monetary supremo ('euro Keiser') that could have the authority over national budgets and overrule national parliaments. This is something

[6] The usual practice by the IMF is to blame the victim: the IMF plan was superb; it is the country that did not implement it properly. This is arrogant and wrong as the 'assisted' country is given cabinet-created 'mission impossible'.

that might have been done very early in the day. However, even though this has been clear and necessary, there is little political will to do such a bold step. The reason is that to many parliaments and nations this sounds frightening.

Where to go from here? Collapses of the international monetary system take place almost every thirty years. We are limping towards the end of the useful life of the current one. We have been witnessing volatility, confusion and sub-optimal performance of the economy since 2007. The financial structure that existed prior to 2007 is over, but the new system is not yet in place. The new systemic collapse is approaching. 'The United States is not getting the growth it needs to pay the debt. Derivatives are piling up, the banks control Washington, and the financial system is falling. Gold is the only sensible insurance in this state of affairs' [Rickards, 2016, p. 70]. No matter its flaws, money based on gold would restore financial and monetary order, as well as avoid grounds for the financial alchemy. This may not happen very fast, as those that have political leverage i. e., politicians that govern the money printing press and that are controlled by bankers, would not wish to relinquish their power. Gold would not provide them with the opportunity to wield as much power as they do with paper money.

Frequent unilateral actions by EU member countries turn the integration process in reverse for the first time. Economic risks are intensified by political risks (forthcoming elections in France, Germany and elsewhere) where voters may express doubts about the future and substance of various dimensions of European integration. While the euro was initially promised and expected to 'serve' the people and improve their life and wealth, people are increasingly requested to accept higher taxes, lower wages and reduced social benefits, in order to rescue ('serve') the euro! Popular understanding and backing for the general process of European integration is in rather short supply as many consider the process to be similar to the faith of the Titanic. One has to prepare for the post-eurozone, even post-EU Europe.

Игорь Николаевич Люкевич
(Высшая школа государственного и финансового управления
Санкт-Петербургского политехнического университета Петра Великого)

Еврозона потеряла стабильность. Миллиарды евро в качестве финансовой поддержки не помогают окончательно решить суверенные долговые проблемы. Экономические проблемы «подогреваются» Брекситом и политическими дискуссиями об отказе от евро и местных суверенитетах. Это состояние нобелевский лауреат Джозеф Стиглиц в своей монографии назвал угрожающим, обвинив во всем единую валюту, и в доступной форме представил свое видение европейского кризиса и путей его решения.

Выделяются «изъяны» (термин Стиглица) в создании еврозоны. Прежде всего это ошибочная теоретическая основа — рыночный фундаментализм и неолиберализм (государство обеспечивает низкий и стабильный уровень инфляции, а рынки на этой базе — рост). Далее — лидерство в еврозоне взяла на себя Германия, но она «успешна» только по сравнению с остальными странами еврозоны. Кроме того, не были созданы финансовые учреждения, которые обеспечили бы единую процентную ставку и обменный курс во всех странах. Неверно, что ЕЦБ занимается только инфляцией; Федеральная резервная система (ФРС), например, влияет на борьбу с безработицей, решение проблем обеспечения роста и стабильности. И, наконец, одна из современных ошибок — недопонимание того, что избиратель голосует против евро. Брексит нанес серьезный удар по Европе — и по еврозоне, и по ЕС.

Основная идея анализируемой монографии заключается в обосновании того, что единой валюте не удалось справиться с политическим и экономическим многообразием Европы. При этом, правда, не уточняется необходимость справляться с этим многообразием. А это оставляет на повестке дня вопрос: не в многоплановости ли Европы, как единстве противоположностей, ее сила?

Стиглиц проводит мысль о том, что Европе не удалось достичь ни процветания, ни политической интеграции. Это утверждение представляется спорным. Что значит «достичь»?

Эффективность оценивается сопоставлением затрат и результатов. Тогда надо говорить о том, как измерить количественно «процветание», так же как и «политическую интеграцию»; каковы были цели и достигнутые результаты.

Для ответа на эти вопросы рассмотрим некоторые показатели развития еврозоны (19 стран) в сравнении с ЕС–28. Безработица в еврозоне на конец 2016 г. составила 9,6% (чуть выше, чем по ЕС — 8,2 %) и демонстрирует тенденцию к уменьшению. Инфляция одинаковая — 1,1 %, и она растет. Совокупный бюджетный дефицит еврозоны в 2016 г. уменьшился до 2,1 % ВВП по сравнению с 6,3 % в 2009 г. Для ЕС ситуация аналогичная — в 2016 г. сокращение до 2,4 % по сравнению с 6,6 % в 2009 г. Госдолг в зоне хождения единой валюты вырос в 2016 г. до 90,1 % в сравнении с самым низким показателем 65,0 % в 2007 г.; в ЕС более благоприятные показатели — 83,3 % в 2016 г. и 57,5 % в 2007 г. [Eurostat]. Однако показатель госдолга по еврозоне, во-первых, имеет тенденцию к сокращению и, во-вторых, не представляется очень большим в сравнении с другими ведущими экономиками.

Промышленное производство в еврозоне в декабре 2016 г. уменьшилось на 1,6 % по сравнению с ноябрем, но увеличилось на 2,0 % по сравнению с тем же периодом предыдущего года. Для ЕС этот показатель немного лучше: минус 1,0 % и плюс 2,9 % соответственно. ВВП еврозоны в декабре 2016 г. вырос на 0,4 % по сравнению с ноябрем и на 1,6 % по сравнению с тем же периодом предыдущего года. ВВП на душу населения также растет, и на конец 2016 г. он был равен 29 200 евро. Несмотря на небольшую тенденцию к уменьшению, он составляет 106 % от аналогичного показателя для ЕС в целом. Таким образом, только статистические макроэкономические данные не позволяют сделать однозначный вывод о преимуществах или недостатках еврозоны.

Оценивая итоги и перспективы функционирования еврозоны, следует учесть, что единая валюта может обращаться на территориях, в какой-то степени независимых экономически и политически как друг от друга, так и от центра [Люкевич, 2011]. В этом контексте Соединенные Штаты Америки уместно рассматривать как единую долларовую зону, в состав которой входит 51 независимый субъект; Соединенное Королевство — как зону с единой валютой — фунтом стерлингов — суверенных субъектов Англии, Шотландии, Уэльса, Северной Ирландии, британских заморских территорий. Аналогичным образом, единая японская валюта — йена — обращается в 8 регионах островного образования, а в зону юаня входят 34 административных образования Китая с достаточно широкой экономической автономией. Российская Федерация — это рублевая зона с 85 субъектами, Индия — зона рупии, распространяющаяся на 29 независимых штатов и 7 территорий. Следовательно, вопрос заключается отнюдь не в том, может или не может обращаться та или иная наднациональная или региональная валюта. Основной акцент должен быть сделан на том, какая степень независимости, или, наоборот, какая степень интегрированности необходима для того, чтобы в данное время, при данном уровне развития, на конкретной ограниченной территории единая валюта могла успешно выполнять свои функции.

Нельзя не согласиться с утверждением нобелевского лауреата — ошибка Европы заключается в попытке введения единой валюты без создания целого набора институтов, которые дали бы возможность региону «европейской многообразности» эффективно функционировать. При этом власть должна следить за тем, чтобы не происходило параллельной циркуляции нескольких денежных активов. Важно подчеркнуть, что контроль за денежным обращением дает возможность создать государственную финансовую систему, формировать государственные доходы, осуществлять расходы и защищать государственные интересы в самом широком понимании этого термина.

Заслуживает особого внимания вопрос о том, какие основополагающие теоретические принципы были при формировании еврозоны соблюдены не в полной мере. Отметим в связи с этим ключевые экономические доктрины, заслуженно оцененные Нобелевскими премиями. Они, во-первых, доказывают, хотя и каждая по-своему, несовершенство современной мировой денежной системы, построенной по принципу «каждое государство имеет свою валюту», и, во-вторых, обосновывают грядущие существенные изменения мировых финансов.

Прежде всего это концепция Ф. Хайека о денационализации денег [Hayek, 1991]. Она, в свою очередь, базируется на системе взглядов К. Менгера и Л. Мизеса, которые назовем «денежный конституционализм». Его суть заключается в том, что человеческое общество не по принуждению, не по легализованному общему согласию, а свободно, независимо, исходя только из собственных интересов и экономической целесообразности, выбирает благо, которое будет выполнять денежные функции. Современная система фиатных денег не удовлетворяет социум. Общество хочет видеть деньги, за которыми стоят не только обязательства национального банка, обеспеченные ссудной задолженностью коммерческих банков, но и реальные активы. Такими деньгами будут обязательства (векселя) транснациональных корпораций. Из всех новых денег в результате честной конкуренции общество отдает предпочтение самым ликвидным транснациональным обязательствам. Так деньги «перешагивают» границы, становятся «денациональными», т. е. денежные знаки обращаются на территориях, не совпадающих с государственными границами. Как представляется, концепция Хайека верна, достаточно обоснованна и логически завершена. Вместе с тем она ориентирована не на ближайшую перспективу.

В обозримом будущем намного более реалистична теория оптимальных валютных зон Р. Манделла (R. A. Mundell). Он, как известно, доказывает, что в мире существует некоторый оптимум валютных зон, не совпадающий с количеством государств. При этом последователи канадского экономиста с 1970-х годов и до настоящего времени «нащупывают», формулируют, обосновывают критерии, которым должна соответствовать оптимальная валютная зона. С этой точки зрения применительно к еврозоне ключевое значение имеют критерии и степень интеграции, которые ускорили бы темпы возврата стабильности и обеспечили процветание Европейскому союзу. Что касается евро как такового, то единая валюта — не самоцель, а средство, которое при правильном управлении может способствовать такому процветанию.

И последнее замечание. Как представляется, период господства современного денежного стандарта необеспеченных валют и плавающих обменных курсов близок к своему завершению. Нарождается новая мировая денежная система. Монография Джозефа Стиглица дает обильную дополнительную пищу для размышлений о ее природе и конфигурации.

Игорь Олегович Нестеров
(кафедра мировой экономики Санкт-Петербургского
государственного университета)

Решение о выходе из Европейского союза, принятое британским народом в ходе референдума 23 июня 2016 г., «подлило масла в огонь» дискуссии о перспективах дальнейшего развития интеграционных процессов в Европе. Сегодня многие европейские партии и их лидеры пытаются извлечь политические дивиденды из критики Европейского союза и общеевропейских институтов власти. «Национальный фронт» Марин Ле Пен во Франции, «Движение пяти звезд» Беппе Грилло в Италии, «Партия свободы» Герта Вилдерса в Нидерландах, «Сириза» в Греции выстраивают свои политические платформы в том числе на фундаменте активного противостояния экономической политике единой Европы, зачастую открыто ратуя за выход своих стран из еврозоны.

Рост популярности евроскептицизма в условиях экономического спада не должен вызывать удивления. Неспособность европейского политического истеблишмента предложить эффективный план действий по выходу из затянувшегося кризиса порождает интерес общества к альтернативным идеям. Причем трансформация подходов в оценке перспектив развития интеграционных процессов в Европе происходит не только в сознании наиболее радикальных слоев европейского политического сообщества. Весьма показательна в связи с этим реакция некоторых членов Европарламента на письмо главы Европейского центрального банка Марио Драги, в котором последний в общем-то весьма рутинно отвечал на вопрос об изменении состояния баланса панъевропейской платежной системы TARGET2. В конце двухстраничного

послания, наполненного ничем непримечательной финансовой информацией, была сделана по сути техническая ремарка о том, что «в случае, если какая-либо страна будет вынуждена покинуть европейскую платежную систему, то обязательства национального центрального банка страны перед ЕЦБ, равно как и обязательства ЕЦБ перед национальным центральным банком этой страны, должны быть погашены в полном объеме» [Письмо президента…, 2017]. Удивительно, но последнее предложение некоторыми членами Европарламента было воспринято не иначе как признание главой ЕЦБ возможности выхода страны из еврозоны![7] И это несмотря на то, что сам Марио Драги в своих публичных выступлениях неоднократно утверждал: «L'euro e' irrevocabile, the euro is irrevocable», «Questo e' il trattato, this is the treaty» [8].

Так насколько незыблема единая европейская валюта и стоит ли странам — членам еврозоны, подписавшимся под Маастрихтским договором, сохранять приверженность евро любой ценой? Весьма обстоятельный и развернутый ответ на эти вопросы можно найти в новой монографии нобелевского лауреата по экономике Дж. Стиглица, обсуждаемой в настоящей статье. В своей работе автор делится мнением о перспективах европейской валютной интеграции. И надо сказать, что это мнение во многом идет вразрез с традиционными подходами, отстаиваемыми политиками и экономистами из группы «европоптимистов». Вся книга, по сути, пропитана идеей о том, что создание единой европейской валюты было большой ошибкой.

Стиглиц подробно рассматривает фундаментальные причины, из-за которых, по его мнению, политический проект под названием «евро» не принес ожидаемых результатов. Эти же причины, с точки зрения автора, не позволяют странам, входящим в состав еврозоны, вот уже в течение десяти лет преодолеть последствия глобального экономического кризиса.

Из всей аргументации американского экономиста наибольшего внимания заслуживает тезис о том, что отцы евроинтеграции «выстраивали здание» Европейского союза и Европейского валютно-экономического союза (еврозоны) на неправильном теоретическом фундаменте! «Неправильным фундаментом» автор называет неолиберальные экономические теории, согласно которым правительству необходимо обеспечивать стабильный низкий уровень инфляции, а рынки в этом случае будут способствовать росту экономики и всеобщему процветанию. На базе этого теоретического посыла, который Стиглиц именует «рыночным фундаментализмом», выстраивается в том числе деятельность «самого влиятельного института еврозоны» — Европейского центрального банка. Мандат последнего требует от ЕЦБ исключительной фокусировки на показателях инфляции, даже в период высокого уровня безработицы и низких темпов экономического роста[9].

То, что бывший главный экономист Всемирного банка критически относится к неолиберальным идеям экономической теории, которые на протяжении десятилетий служили базисом для Вашингтонского консенсуса, по сути являющегося руководством к действию для наиболее влиятельных международных экономических организаций (МВФ, Мировой банк), — факт, сам по себе заслуживающий внимания. Еще более значимо данное мнение звучит в контексте выводов, к которым автор подводит читателя: монетаристские подходы не могут быть исполь-

---

[7] В частности, член Европарламента Марко Занни, комментируя письма главы ЕЦБ агентству «Блумберг», заявил: «Драги совершенно очевидно признал возможность выхода страны из зоны евро. Главное — понять, каковы будут издержки. В случае с Италией, я уверен, выгоды от выхода превысят издержки» [Draghi Says…].

[8] «Евро — незыблем! Таков Договор!» Цитата на итальянском и английском из выступления главы Европейского центрального банка Марио Драги перед членами Европарламента 6 февраля 2017 г. [Draghi Says …].

[9] На самом деле Стиглиц в своей критике теоретического фундамента деятельности Европейского центрального банка заходит еще дальше. Он отмечает, что согласно действующему мандату в ходе принятия решений по денежно-кредитной политике ЕЦБ ориентируется на усредненный показатель инфляции для всех стран еврозоны — так называемы сводный индекс потребительских цен (the Harmonised Index of Consumer Prices, HICP), рассчитываемый Евростатом. Значение этого индекса может отличаться от показателя инфляции, взятого для отдельной страны-члена, так же, как отличается средняя температура по больнице от температуры отдельно взятого пациента!

зованы в качестве эффективного инструментария для разрешения насущных экономических проблем в еврозоне. Хотя с учетом акцентов, расставленных автором в монографии, наверное, более правильно было бы написать — «*особенно* в еврозоне».

Почему «*особенно* в еврозоне»? Стиглиц напоминает, что в арсенале властей любого независимого государства существуют три важнейших инструмента экономической политики, которые могут быть эффективно использованы в условиях кризиса для восстановления уровня занятости. Речь идет о процентной ставке, валютном курсе и фискальном стимулировании. Страны, присоединившиеся к европейской валютной интеграционной группировке, добровольно лишили себя возможности автономного использования первых двух инструментов, передав полномочия по реализации денежно-кредитной и валютной политики Европейскому центральному банку[10]. Последний, в соответствии со своим мандатом, разработанным на базе принципов «монетаристской религии», призван обеспечивать комфортный уровень ценовой стабильности в еврозоне «ниже, но близко к 2 % в год». Вопрос поддержания полной занятости в странах валютно-экономического союза в компетенции ЕЦБ не входит.

Общеизвестно, что экономический спад в мировой экономике в 2008–2009 гг. вынудил руководство ЕЦБ пойти по пути сверхмягкой денежно-кредитной политики. Однако ощутимых результатов «программа количественного смягчения» до сегодняшнего момента не дала. Темпы инфляции в регионе далеки от таргетируемых, восстановление экономического роста идет вялыми темпами. Еврозона и страны, в нее входящие, оказались в «ловушке ликвидности»[11].

Напомним, что монетаристская теория в принципе игнорирует возможность возникновения подобной ситуации. Раз так, то выход из этой «ловушки» следует искать с помощью методов и инструментов, предлагаемых кейнсианской теорией, а именно за счет фискального стимулирования, предполагающего наращивание государственных расходов и/или сокращение налогового бремени.

Вместе с тем Пакт стабильности роста и критерии конвергенции, налагающие на членов Европейского союза обязательства по соблюдению бюджетной дисциплины[12], фактически лишают их правительства возможности использовать этот единственный в сложившейся ситуации эффективный инструмент борьбы с безработицей и рецессией в отечественной экономике. Более того, господствующий в среде европейских чиновников «бюджетный фетишизм» требует от национальных властей стран, переживающих экономический спад, применения диаметрально противоположных мер. «Боритесь с кризисом и безработицей с помощью мер жесткой экономии», — призывают правительства и народы стран периферийной Европы, Еврокомиссия и «Тройка». Объясняя логику подобных призывов, Стиглиц с сарказмом замечает, что, по мнению еврочиновников, сокращение государственных расходов и повышение налогового бремени вернут утраченное доверие инвесторов к национальной экономике, а далее рынки (и снова «рыночный фундаментализм») сами по себе подстроятся и восстановят полную занятость. Сарказм автора небезоснователен. История мировой экономики уже имела плачевный опыт апробации похожих рекомендаций на практике. В США в 30-е годы XX в. схожие действия

---

[10] Вопрос о том, ради чего страны–члены Еврозоны поступились частью своего экономического суверенитета изучается во многих исследованиях (см., напр.: [Нестеров, Сутырин, 2017]. Подробно этот вопрос рассматривается и в книге Стиглица (см. п. 2 гл. 1).

[11] Напомним, что «ловушкой ликвидности» (liquidity trap) в кейнсианской теории именуется такая макроэкономическая ситуация, при которой дальнейшее увеличение объема денежного предложения и понижение процентных ставок не оказывает сколь-либо значимого стимулирующего влияния на экономическую систему. Причинами неэффективности экспансионистской денежно-кредитной политики в данном случае могут служить ожидания хозяйствующих субъектов наступления каких-либо значимых негативных событий в будущем, например дефляция, безработица, война (более подробно см., напр., работы П. Кругмана [Krugman, 2010] и др.).

[12] Напомним, что среди прочих критерии конвергенции требуют от участников Европейского союза соблюдения максимально допустимых параметров дефицита бюджета (не должен быть более 3 % от размера ВВП) и уровня государственного долга (не может превышать 60 % ВВП).

администрации президента Гувера, направленные на сокращение бюджетного дефицита в условиях рецессии, спровоцировали Великую депрессию. Вспоминая горький опыт экономических преобразований, проводившихся под патронажем Международного валютного фонда в странах Восточной Азии, Латинской Америки, Африки, Стиглиц резюмирует, что в современных условиях даже МВФ признает ущербность программ жесткой бюджетной экономии.

Таким образом, критерии конвергенции не только не позволяют национальным правительствам европейских государств бороться с кризисом за счет инструментов фискального стимулирования. Они превращаются, по утверждению американского экономиста, во «встроенные дестабилизаторы» (*built in destabilizers*) экономик стран еврозоны. Предписываемые странам еврозоны в период кризиса рецепты в виде роста налогового бремени и сокращения государственных расходов способствуют перерастанию рецессии в полномасштабную депрессию.

В итоге в Европейском валютно-экономическом союзе складывается поистине революционная ситуация. С одной стороны, Европейский центральный банк, которому переданы полномочия по использованию инструментов денежно-кредитной и валютной политики, решить экономические проблемы региона не в состоянии. Предпринятые меры программы «количественного смягчения» завели еврозону в «ловушку ликвидности». С другой стороны, национальные правительства не могут использовать фискальные стимулы из-за налагаемых Пактом стабильности и роста и критериями конвергенции ограничений бюджетной дисциплины.

Подобная ситуация предполагает два возможных варианта развития событий, которые Стиглиц сформулировал так: «больше Европы» или «меньше Европы». В первом случае речь идет о дальнейшем развитии и усилении интеграционных процессов. Автор рассматривает вариант реформы валютного союза, который позволят евро успешно функционировать на благо всех участвующих стран. Причем преобразования должны касаться не только изменений в финансовой системе (создание общеевропейской системы гарантирования банковских депозитов, реформирование рынка облигаций и т. д.). Ключевым моментом в существующих условиях будет вопрос об усилении европейского бюджетного федерализма. Наличие системы механизмов автоматических межбюджетных трансфертов способствовало бы разрешению текущих экономических проблем еврозоны путем перераспределения средств в пользу нуждающихся государств от стран с профицитом. Кстати говоря, наличие подобной системы является одним из базовых условий создания оптимальной валютной зоны [Frankel, Rose, 1997].

Второй вариант («сделать меньше Европы»), по мнению американского экономиста, может иметь три сценария. Во-первых, разделение существующего валютного блока на две части, каждая из которых будет использовать свою единую валюту («северный» и «южный» евро); во-вторых, создание «гибкого» евро (хотя надо признать, что детализация плана по созданию «гибкого» евро прописана в книге достаточно поверхностно); в-третьих, традиционный, наиболее обсуждаемый сегодня сценарий — выход из еврозоны отдельных стран. Причем автор утверждает, что наиболее безболезненным и наименее дорогостоящим для интеграционной группировки будет выход отнюдь не проблемных стран периферии (например, Греции, Испании или Португалии), а Германии. Подобный вариант развития событий — фактически готовый манифест для евроскептиков и сторонников тех политических партий и движений, которые были упомянуты в начале статьи. Ссылаясь на монографию Дж. Стиглица, они аргументированно могут возразить президенту Европейского центрального банка: «Марио, ты не прав! The euro is not irrevocable!»

София Игоревна Рекорд
(кафедра мировой экономики и международных экономических отношений
Санкт-Петербургского государственного экономического университета)

Новая книга Дж. Стиглица создает впечатление насыщенного исследования, в котором вопрос поиска системных противоречий развития зоны евро и валютной интеграции в Европе оказывается отнюдь не самоцелью: через призму проблем проекта введения единой валюты

автор рассматривает ряд гораздо более фундаментальных вопросов, имеющих решающее значение не только с позиции адекватных оценок современных тенденций мировой экономики, но и для ее будущего развития.

- Каким образом идея об эффективности свободного рынка (доктрина неолиберализма, запущенная механизмом Вашингтонского консенсуса еще в 80-х годах XX в.) предопределила смысловое и институциональное наполнение нового этапа европейской интеграции — «проекта единой валюты» — и впоследствии подорвала его? Это тем более актуально в свете нового столкновения экономических идей в условиях затянувшейся восстановительной фазы после периода глобального финансового, а впоследствии — экономического кризиса. Нельзя не согласиться с автором в том, что экономические кризисы предопределены теми экономическими концепциями, которые берутся за основу в процессе развития экономических систем, а за столкновением идей определенно стоит столкновение интересов, что означает тесное переплетение экономических смыслов и политической конъюнктуры. Будучи последовательным критиком процессов глобализации в той форме и с теми бенефициарами, как это происходит в современном мире, Стиглиц отмечает в качестве ключевого препятствия на пути глобализации «для всех» тот факт, что экономическая глобализация опередила процесс глобализации политической. Это касается и зоны евро: автор доказывает, что вместо задуманной конвергенции произошла поляризация и богатые европейские экономики стали еще богаче, а бедные — еще беднее, причем поляризация доходов усилилась не только между странами, но и внутри самих национальных экономик.
- Проблема неравенства влечет за собой задачу его адекватного измерения — ведь рост ВВП не означает однозначного пропорционального роста благосостояния всех граждан (данный аспект является одним из ключевых для более объективного понимания современных тенденций мировой экономики с позиции сравнительных исследований и ранее уже рассматривался в рамках исследования Комиссии по измерению эффективности экономики и социального прогресса, которую в 2008 г. возглавил Дж. Стиглиц и результатом работы которой явился известный отчет, критикующий показатель ВВП и предлагающий определять уровень развития в терминах синтетических показателей, в том числе «качества жизни» и «зеленого ВВП» [Stiglitz et al., 2010]). Вопрос измерения благосостояния граждан всех стран зоны евро, безусловно, лежит в основе адекватной оценки современной кризисной ситуации и предопределяет дальнейшие сценарии развития проекта единой валюты.
- Проблема неэффективности свободного рынка снова приводит к вопросу о неэффективности неолиберализма как доктрины, ставящей рыночную свободу во главу угла (так называемый «рыночный фундаментализм»); по мнению Стиглица, самоорганизующейся рыночной экономике присущи два основных свойства: нестабильность и невозможность достижения благосостояния всего общества. Сама по себе критика неолиберализма не нова, но применительно к зоне евро, которая долгое время выступала в качестве «лучшей практики», весьма интересна. Ловушка неолиберальной доктрины применительно к зоне евро состояла именно в предположении о том, что в условиях свободного рынка экономическая система от кризиса способна самостоятельно быстро вернуться в равновесное состояние.
- Вопрос о роли финансовой системы в экономике, в том числе в экономике интеграционного объединения: здесь ловушка заключается в том, что, будучи неотъемлемым элементом экономической системы, финансовая система может сама явиться причиной ее разбалансировки в случае отсутствия адекватной системы регулирования. И в самой структуре еврозоны, и в системе мер, которые применялись в процессе ее эволюции, по мнению автора, был заложен механизм, усугубляющий проблемы развития любой экономики, основанной на принципах свободного рынка.

- Проблема, которую можно было бы обобщенно назвать проблемой ответственного лидерства, когда в результате превалирования конъюнктурных политических целей и финансовых интересов над долгосрочными целями развития проект создания единой валюты из средства достижения цели роста общего благосостояния превратился в самоцель, а предпринимаемые экономические меры по стабилизации несут в себе многочисленные риски для граждан всех стран-участниц.

При этом, несмотря на то что проект единой европейской валюты в том виде, как он существует сейчас, по мнению Стиглица, можно назвать провалившимся, с учетом тех затрат, которые уже понесли и еще будут иметь в дальнейшем граждане стран-участниц, автор высказывает уверенность в том, что если не предпринять шаги по исправлению ошибок и реформированию еврозоны, что возможно реализовать, издержки будут еще больше — имея в виду не только экономическую, но и социальную, и политическую составляющие в условиях растущей нестабильности. Таким образом, в книге логично предполагаются два исхода развития еврозоны, характеризующиеся двумя устойчивыми состояниями (согласимся с автором, что «третьего не дано»): *«больше Европы»* (развитие устойчивой системы, когда единая валюта будет работать на всех стран-участниц) или *«меньше Европы»*, имея в виду постепенное сжатие проекта единой валюты в результате реализации одного из трех сценариев: 1) одновременного выхода нескольких ключевых стран; 2) выхода «периферийных» стран-участниц; 3) распада еврозоны на несколько блоков со своими валютами (вариант «гибкого евро», в терминологии Стиглица).

Основной принцип, на который опираются предложения Дж. Стиглица по структурным реформам зоны евро, можно было бы назвать принципом «взаимности»: повышение солидарной ответственности всех участников на взаимных началах, включая меры по созданию банковского союза, системы страхования вкладов, раздела долга, общей налоговой инфраструктуры, т. е. формирование системы необходимых институтов, которые не были сформированы с самого начала создания проекта единой валюты и необходимы для достижения устойчивого состояния еврозоны по сценарию «больше Европы». Однако в условиях растущего разрыва между сильнейшими и слабейшими экономиками стран-участниц шансы на реализацию позитивного сценария по развитию устойчивой системы, на наш взгляд, минимальны: переход национальных и европейских элит к достижению консенсуса по реформированию зоны евро затруднен по причине роста внутренних и внешних вызовов, с которыми ни еврозона, ни ЕС в целом пока не справляются (включая *Brexit* как деморализующий фактор). Необходимо отметить, что основной фокус в исследовании Стиглица сделан на внутренних структурных проблемах еврозоны — в определенной степени она предстает в виде «вещи в себе» — системы, способной провести собственную реструктуризацию и «починить» разладившийся механизм. Однако на сегодняшний день, в условиях экспоненциального роста технологий передачи данных и все большей открытости развивающихся рынков, мировой контекст и внешние риски становятся ключевым фактором, который необходимо учитывать при определении дальнейшей стратегии развития еврозоны. Данному аспекту в исследовании Стиглица не уделяется достаточно внимания.

Сформулированные Стиглицем условия для достижения целей реформирования зоны евро («построение экономической системы, которая одновременно может обеспечить достижение и поддержание полной занятости и устойчивого экономического роста в *каждой* стране-участнице в условиях наличия у них устойчивого дефицита по счету текущих операций, отсутствия гибких валютных курсов и независимой валютной политики» (p. 141)) практически несовместимы — здесь проявляется половинчатая природа Европейского валютного союза. В этом контексте необходимо уделить внимание ключевому противоречию: сочетание единой денежно-кредитной политики Европейской системы центральных банков (ЕСЦБ) и национальной экономической (в том числе промышленной) политики стран-участниц. Данное коренное противоречие, на наш взгляд, заложило в саму основу еврозоны «кризис замедленного действия», который реализовался по мере приема новых стран без учета критериев конвергенции и растущей конкурентоспособности развивающихся стран.

Тем не менее действительно важной посылкой Стиглица является акцент на том, что именно меры жесткой экономии, включая сокращение государственных расходов, снижают спрос и замедляют рост экономики: для стимулирования развития необходима экономическая политика, обеспечивающая увеличение спроса, в том числе через развитие инфраструктурных проектов. Данная логика, на наш взгляд, чрезвычайно актуальна и необходима для экономики России в текущих условиях.

В целом не вызывает сомнений тезис Стиглица о необходимости сохранения и развития европейского проекта как уникального источника общих базовых ценностей еще со времен эпохи Просвещения в условиях растущей нестабильности во многих регионах мира (если отрешиться от клише о «новой агрессивной России, которую Запад надеется сдержать»). Однако, на наш взгляд, это потребует реализации двух основных предпосылок: 1) новой концептуальной основы экономического развития, логично связанной с проблемой сильного лидерства в Европе (это проблематично с учетом того, что европейские страны пока не намерены отказываться от парадигмы свободного рынка, а левые политические движения в условиях электорального цикла в большей степени сконцентрированы лишь на популярной антииммиграционной риторике); 2) существенных изменений в представлениях так называемой «Тройки» (в лице МВФ, Европейской системы центральных банков и Европейской комиссии) в сторону приоритета мер по стимулированию экономического роста и распространения актуальной на сегодняшний день концепции устойчивого развития бизнеса «shared value» (создания «общей ценности») на системное развитие еврозоны и ЕС в целом.

Очевидно, что еврозона и Европейский союз в настоящее время испытывают системный кризис и нуждаются в последовательной программе реформирования, но с учетом происходящих изменений в ближайшем будущем реконфигурация ожидает не только Европу, но и всю мировую экономику.

Alexandros Sarris
(National and Kapodistrian University of Athens, Greece)

Introduction and background

The recent book by Prof. Joseph E. Stiglitz "The EURO: how a common currency threatens the future of Europe", offers a scathing critique of the construction of the Euro and the supranational central banking system (the Eurosystem), which started in 1999, and attributes basically all the economic ills that have befallen to Eurozone member countries on the construction of the euro. The arguments in the book are made in a very cogent and knowledgeable way, and manifest a deep knowledge about the politics and economics of the euro as well as the politics and economics of the US, whose economic policies Prof. Stiglitz knows firsthand. However, in its effort to discredit one of the foremost economic achievements within the European Union (EU), Stiglitz neglects a range of related issues that are inherent in the functioning of the EU. Similarly his tendency to attribute all of the Greek economic crisis on the euro is misplaced.

The basic argument of the book is that the euro was flawed from the very beginning, in the sense that it did not include the elements that are part of the most common currency unions, namely those that exist within each sovereign country, and within countries made up of previously separate political units or states, such as the United States, Italy, and Germany. These are a banking union (most importantly common deposit insurance), risk sharing in the form of a Eurobond, rules to curtail trade surpluses and deficits, and fiscal policy that compensates for diverse shocks afflicting the different entities via equalizing transfers. Clearly a prerequisite for these things is political unification and integration, which exists in the sovereign countries that were formed by the unification of their separate constituencies.

The European Union was conceived as an experiment in peace building, after the Second World War that would eventually lead to political unification; but this is something that will probably take

considerable time, perhaps one or two more generations, despite the efforts at economic unification. This is because the countries that make up Europe are culturally quite diverse, speak quite different languages, and have very different historical backgrounds, apart from the many wars that have been fought between them in the last two centuries, something that has left historical scars. In short they do not share a common "European" identity. In this context, while some aspects of economic integration, such a free trade in goods, services and capital, and free movement of workers, do not require extensive coordination among the member countries, or specialized institutions, a single currency is quite different. This is because a single currency necessitates an institution that will issue the currency, rules about how the currency will be created and distributed, and rules about how trade imbalances within the union will be compensated by fiscal policy. All of these functions in a sovereign country are concentrated in its central bank, and the ministry of economy.

The entity in every country that has the right to print money, namely the central bank, gives to the government of the country a privilege called seigniorage. Such privilege empowers the government of a sovereign country to finance budget deficits through not only by issuing bonds to the public, but also by issuing bonds to itself, namely bonds that the central bank "buys", in order to enable the government to spend the money. This is basically money printing, and is a major right of each country. The way this unique privilege is exercised in each country is a function of its monetary policy, which in turn is a function of its economic strategy and short-term political objectives.

It is obvious that the countries that made up the Eurozone, were not politically integrated so as to have common views about the rules of a common currency. They were also quite dissimilar as far as economic development was concerned. There are two ways to surpass this major obstacle. Either to create an authority that will decide on behalf of all the members of the currency union, or to adopt automatic rules ensuring that there is a common economic behavior and no need for separate coordination. The Eurozone members, while they created the European Central Bank (ECB), namely one of the supranational institutions necessary for a common currency to function, opted to adopt rules for the non-monetary part of the economic coordination needed. The issue of what would happen if a member of the currency union did not obey the rules, or found itself with shocks that could not be accommodated by the rules, was left unspecified, obviously for political reasons.

It is on these institutional omissions that Stiglitz concentrates his critique, indicating that the design of the euro was flawed from the beginning. As he says "it was created with the best of intentions by visionary leaders whose visions were clouded by an imperfect understanding of what a monetary union entailed". I think this is an exaggeration. The leaders negotiating the structure of the euro were well aware of the institutions that were needed to make it work, as they were well informed by many good economists in Europe and elsewhere. However, by its structure, every decision taken within the European Union involves compromises, and as a consequence is usually well balanced in terms of the interests represented, despite the fact that some countries, such as Germany and France, have greater weight, in light of their economic size. It is this effort to find a compromise that led to the current structure of the euro, which is admittedly imperfect. But it was the best that could be achieved at the time with a political consensus. One may say that the euro was adopted prematurely, and the Eurozone member states should have waited for more political integration, but this is something that cannot be determined ex-post. In any case, the rules that were adopted, were they strictly obeyed, would not have caused any problems for the euro or the Eurozone members. It is easy to bash the Eurozone and the Eurosystem for many decisions taken, and the procedures followed, as too slow, bureaucratic and ineffective, but it is this process that ensures democratic outcomes, and a voice for all EU member states.

Four aspects stand out when analysing the workings of the Eurosystem [Moutot et. al, 2008]. First the European path to Economic and Monetary Union (EMU) is unique in history, as it has been based on the concept of a single market for sovereign countries. This is quite different from most monetary unions in the past, in which the prior creation of a political union (a nation state) paved the way for the establishment of a single market with homogenous conditions for enterprises and households.

Second, the Eurosystem has a federal structure, which requires, as far as possible, a decentralized set-up. For example, when designing the ECB, responsibility for a number of tasks was kept at the national level and combined with centralized (i.e. supranational) monetary policy decision-making. This mix of centralized and decentralized elements mirrors the principle of decentralization, as included in the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank (hereinafter referred to as the Statute of the ESCB), and as implied by the ownership structure of the ECB (i. e. the NCBs are the shareholders of the ECB). The NCBs are independent with regard to their tasks, but are an integral part of the Eurosystem at the same time (see Article 14.3 of the Statute of the ESCB).

Third, European integration has evolved in stages, and it is still evolving. After the Treaty of Rome had been signed in 1957, it was several decades before a single market was established, as the national economies needed ample time to adjust to the changing market structures. The idea behind the single market was to promote "convergence" within the EU, namely standards of living that would gradually approach those of the richest countries of the EU. The process of monetary integration was regarded as an essential part of convergence, and has also been gradual, following the creation of the "snake" in 1972, the European Monetary System (EMS) with an exchange rate mechanism in 1979, and the signing of the Maastricht Treaty in 1992. The overriding objective of closer monetary union was price stability and the elimination of exchange rate risks and hence uncertainty in planning, so as to facilitate convergence. These were obviously laudable goals for EU peripheral countries of the "South" that had lower incomes than those of the more advanced "North", and it is these objectives that convinced them to join in the Eurosystem.

Fourth, there have been advancements in economic and monetary theory that have had implications for the wider appreciation of currency unions and best central banking practices (e.g. the enhanced role of central bank independence, transparency and improved accountability standards). For instance, the debate on the optimum currency area (OCA) theory led the European Commission to adopt the "One Market-One Money" approach in the 1980s (see: [Emerson et al., 1989]) and paved the way for an overall improved assessment of the benefits of currency unions in relation to the costs in terms of the loss of autonomy over domestic monetary policy.

Adjustment and crisis within the Eurosystem

One of the ways in which an economy can adjust, when hit by economic shocks, such as low external demand for its exports, is to change the relative price of its currency versus the currencies of its trading partners. This is basically done via a devaluation or revaluation of its currency. A currency union clearly prevents this, as is the case within a sovereign state. Similarly another tool to adjust when a country is hit by a macroeconomic shock is to adjust the domestic interest rate. In the Eurosystem, however, where responsibility for setting interest rates has been transferred to the ECB, this degree of independence is also non-existent.

There are other mechanisms to substitute for the exchange rate and interest rate mechanisms. The main one that is available to Eurozone members, in the absence of a redistributive mechanism between national economies, and in the presence of a strict fiscal rule that prevents deficits above a certain level, is "internal devaluation", namely adjusting (i.e. reducing) internal nominal prices, mainly of the so-called non-tradable sectors, in relation to those of its partners. This is a much more difficult exercise compared to the one shot devaluation, or interest rate change, both of which change many internal prices simultaneously. For instance internal devaluation involves reduction in real wages of workers, as a means to reduce domestic prices, and this is never easy in a democratic state.

When there are no shocks affecting the members of the Eurozone, things move smoothly and the system appears to work. For instance the growth of the Greek economy from the time it entered the euro in 2001 until 2008 was quite respectable. This, however, was achieved with a strong push from membership in Eurozone and not otherwise, and because of a set of policies that depended on the euro but undermined future growth as will be elaborated below.

A key aspect of adjustment in the Eurozone is how a country balances any fiscal or external deficits. Ideally an economy in deficit will borrow internally or externally, and will adopt policies to close the deficits. The amount of borrowing a country chooses to obtain is, of course, a function of the real interest rates that have to be paid on these loans.

In the case of Greece, since the Maastricht treaty of 1992, it became apparent that the country was headed towards membership of the euro. This led to a sharp decline in interest rates, which from near 25 % in the period before 1992, fell to around 5 % by 2000, the year before Greece joined the euro. These interest rates were close to those paid by countries like Germany and the United Kingdom, and were offered by the markets of Greece's EU partners in anticipation that Greece would withstand the tight fiscal discipline foreseen by the euro. This honeymoon lasted until 2008, and in the meanwhile the successive Greek governments chose to refinance the large domestic debt with cheaper external debt, and also to finance with external borrowing a large increase in domestic consumption, largely public. The result was that the external debt became unsustainable. While this was the result of the anticipated entry into the euro, and hence cheap loans, the blame must be placed on the Greek governments, and not on the workings or the structure of the euro. If the loans taken during this period had been spent for public investments, perhaps the outcome would be different.

The point of the above exposition is to demonstrate that irrespective of the Eurosystem, the responsibility for setting a country's economic policies lie with its government, and one cannot blame the euro for failings of a country's political class.

The Greek crisis: was it due to the euro?

Stiglitz in his book seems to suggest that the bulk of the Greek crisis was due to the euro. As mentioned above, while the bulk of Greece's borrowing during the period leading to the euro and even after, was induced by the low interest rates that were the consequence of euro membership, it is incorrect to say that the accumulated debt was due to the euro. It was rather due to the political competition among the ruling political parties, which tried to bribe voters through policies that increased consumption, and financed with cheap euro denominated loans. It is true that this temptation would not have existed if Greece had not become a member of the euro, but this does not absolve the political parties from irresponsible, bordering on criminal policies, and negligence of the macroeconomic equilibria and the sustainability of Greece's external debt.

When, in 2009 the markets stopped financing Greece's external deficit, as doubts were raised about the ability of the government to service its debt obligations, the country faced a crisis. The recourse to the "Troika", namely the trio of the European Union, the European Central Bank, and the International Monetary Fund (IMF), was inevitable and unavoidable. They agreed to finance the Greek debt on the condition of adoption by the Greek government of a program of stabilization and adjustment involving many policy measures. A major issue involves the type of program Greece was forced to accept. Both Stiglitz, as well as several other Greek and foreign commentators have suggested that the policy mix adopted was not the correct one. Whether this is true or not will be discussed below, but it is strange that the government did not propose itself a stabilization and adjustment program, which it was very capable of doing. The reason was the so-called political cost. But in this case one cannot blame the "Troika" for suggesting whatever they thought was important and necessary, as they justifiably did not know the intricacies of the Greek economy the way the government should know. Again it is not the euro that is to blame but the inadequacy of the government.

It is all the more interesting and surprising to suggest blaming the "Troika" for the admittedly inadequate Greek adjustment program, since analyses in Greece suggested that there were other policy mixes, which would have achieved similar stabilization objectives but at much smaller cost in terms of unemployment and GDP reduction [Zografakis and Sarris, 2015]. The inadequacy of Stiglitz's analysis in this case can be observed through his list of policies that should have been adopted in the Greek adjustment program, and would have mattered. He lists industrial policies, policies to protect the vulnerable and avoid increasing inequality and poverty, policies to fight economic concentration and

the sources of economic rents, reforms of the banking sector to reduce oligopolies, and policies to promote the production and use of clean energy. The "Troika" did suggest some of these policies, but the successive Greek governments refused to adopt them. For instance, contrary to the "Troika's" suggestion of non-neutral taxation and wage and pension reduction policies, the Greek government opted for horizontal, namely across the board wage and pension cuts. It is no wonder that such policies increased inequality and poverty.

If Stiglitz wanted to suggest policies that would have mattered and returned Greece to growth, he should have focused on the three major policies which have strangled the private sector and investments in Greece. These are first and foremost the very inefficient justice system, which through delays and crowding, renders the resolution of disputes in the courts a very lengthy and costly operation, thus discouraging investments. Second but not less important is the functioning of the public sector services, which are very inefficient, and in several cases corrupt, thus hampering and increasing the cost for the firms who need to have the proper public documents and environment to operate efficiently. Thirdly but equally important is the rampant tax evasion and a more fair tax system, as well as an efficient and fast tax dispute resolution system. Stiglitz unfortunately does not emphasize any of these, and while his ridiculing of the "Troika's" insistence of trivial reforms, such as the milk duration of freshness issue, is well placed, he would have been much more influential if he had focused on the policies that are truly constraining.

Prospects of the euro and Greece

The last part of Stiglitz's book (chapter 9) is devoted to proposals that would render the euro functional and appropriate for the Eurozone goals of growth with equity. I think this is the best part of the book, where many good proposals and insights are brought together. A question relevant for Greece is whether the crisis could have been avoided or would have been different had the proposals made by Stiglitz been part of the Eurosystem. This could indeed be the case, if the Eurosystem exercised adequate monitoring and supervision of members' macropolicies. In the case of Greece, it was long known by Eurozone members that the Greek governments were profligate and were incurring excessive deficits, irrespective of the fact that the true amount of the deficit in one year was intentionally hidden. However, there was no attempt to impose some discipline on Greece and this perhaps is the biggest failure of the Eurosystem, namely the inability to discipline early and appropriately members who deviate extensively from the rules, thus putting an undue burden on the others. It is a pity that Stiglitz does not mention internal Eurozone discipline in his proposals for reform, which are otherwise very interesting and creative. Similarly he does not mention in his suggestions for euro reform the idea that banks lending to a country should face risks similar to those when lending to private clients. In other words if they lend without due diligence, and proper analysis of country risk, they should bear the cost of wrong loan decisions.

In conclusion the fact that performance in non-Eurozone European economies has been better than in Euro economies cannot be said that is due only to the structure of the euro. Our analysis of Greece showed that the internal political situation in each country can be crucial in determining the path of the country both inside as well as outside the euro.

Станислав Леонидович Ткаченко
(кафедра европейских исследований
Санкт-Петербургского государственного университета)

Книга Дж. Стиглица, лауреата Нобелевской премии 2001 г., написана в популярном в Европе XVIII–XIX столетий стиле памфлета. Тема исследования является очень актуальной: кризис Европейского союза и та роль, которую в его развитии играет единая валюта евро.

Уже в первых параграфах книги Стиглиц заявляет, что у наиболее амбициозного в истории ЕС проекта — создание единой валюты — есть будущее, и оно скрыто не в реформирова-

нии национальных экономик, а в переформатировании самого валютного союза. Без лишней скромности сравнивая себя с Алексисом де Токвиллем, автором великого историко-политического трактата «Демократия в Америке», он утверждает, что аутсайдер может сделать более аккуратный и бесстрастный анализ процессов в культурной и политической сферах, чем те, кто непосредственно участвует в развивающихся процессах. Оставаясь в роли такого аутсайдера, Дж. Стиглиц анализирует природу нынешнего кризиса и предлагает пути его разрешения. И если с первой из поставленных им целей можно согласиться, то вот в вопросе рецептов по выходу ЕС из кризиса у читателей неизбежно возникнет много вопросов, а иногда и открытого недоумения: известный экономист пишет это серьезно или просто провоцирует оппонентов на продолжение дискуссии?

Дж. Стиглиц, прославившийся своей жесткой критикой неограниченного рынка и неолиберальной природы глобализации, ставит важные вопросы и сам на них отвечает. Памфлет выглядит как фундаментальная научная монография объемом более 400 страниц, почти треть объема книги составляют сноски, а также детальные указатели: именной и предметный. И все-таки, по нашему глубокому убеждению, этот текст написан для того, чтобы сказать свое слово в политической дискуссии, развернувшейся вокруг переживающего кризис Евросоюза.

С точки зрения научной теории (экономической или политэкономической) новые идеи в книге вряд ли можно найти. Трудности, с которыми должна столкнуться единая европейская валюта евро, были известны и широко обсуждались еще с середины 1990-х годов. Именно тогда мнения сторон разделились.

Одни эксперты, убежденные в том, что наднациональные структуры управления в ЕС еще слишком слабы, предрекали скорый крах евро, поскольку единая валюта помещалась в «агрессивную политическую среду», которая должна была ее уничтожить. Крах проекта единой валюты неизбежно, по мнению представителей этой школы, должен был привести к ожидаемому уже целое столетие «закату Европы».

Другие эксперты, считавшие, что «деньги нейтральны», а единая валюта лишь снижает трансакционные издержки в рамках интегрирующейся экономики ЕС, верили, что евро станет небольшим, но важным шагом к дальнейшему сближению государств — участников еврозоны, усилению наднациональных начал в евроинтеграции, повышению эффективности политики субсидиарности. Трудности непременно будут, убеждали они, но единая валюта их выдержит.

Почти два десятилетия истории единой европейской валюты показали, что обе стороны спора о будущем евро в чем-то были правы, а в чем-то ошибались. Евро завоевало ключевое место на валютно-финансовых рынках планеты, подрывая гегемонию на них американского доллара. При этом экономический рост в ЕС остается нестабильным, рост уровня жизни населения прекратился, безработица балансирует в районе опасного показателя в 10 % (в начале 2017 г. этот показатель в ЕС–28 составил 8,3 %, а в Еврозоне — 9,8 %).

Оригинальность книги Дж. Стиглица заключается не в анализе истоков и развития нынешнего кризиса ЕС, а в авторских рецептах выхода из нынешнего кризиса. В главе 9 автор предлагает целую серию мер, которые спасут евро и уберегут евроинтеграцию от краха. Он выделяет «структурные реформы», для которых требуется пересмотр правовых основ Евросоюза, а также «реформы в рамках кризисных мер», которые следует реализовать незамедлительно, поскольку полномочия у ЕС для этого имеются, а отсутствует политическая воля. Некоторые из этих шагов могут быть полезны (сильные институты еврозоны, создание банковского союза для стабилизации этого сегмента рынка, гармонизация фискальной политики). Эффективность других вызывает сомнения.

Вероятно, работа автора над текстом началась в 2014 г., когда кризис в еврозоне достиг высшей точки, а экономика США на его фоне смотрелась как сильная и здоровая, успешно преодолевшая «ипотечный кризис» 2007–2009 гг. Именно такое видение ситуации (динамичные США на фоне слабой Европы) привело к выдвижению Дж. Стиглицем трех тезисов, которые являются наиболее примечательными в книге. Вместе с тем именно с этими тезисами согласиться трудно.

Тезис первый: ЕЦБ должен отказаться от своей ненужной и вредной независимости, от ориентации только на низкую инфляцию. Он должен стать точной копией Федеральной резервной системы США.

Тезис второй: в нынешнем кризисе целиком виновата Германия, и она сама должна себя за это наказать, вернув в оборот марку, ревальвировав ее и, как следствие, понизив высокий уровень жизни в ФРГ вследствие неизбежного замедления роста или даже кризиса.

Тезис третий: Европа готова к новому изданию кейнсианства, нужно «больше Европы», направляющая и регулирующая роль наднациональных структур должна быть усилена.

Разберемся с аргументацией автора относительно указанных предложений по порядку. Представление о том, что ФРС управляет всей экономикой США и делает это чрезвычайно успешно, для научной дискуссии по вопросам макроэкономики не новость. Дж. Стиглиц абсолютизирует эффективность политики «количественного смягчения», а также прямое влияние решений ФРС на занятость в США. В действительности в настоящее время отличия между ФРС и ЕЦБ не столь существенны. Шаги, которые пытается проводить председатель ЕЦБ М. Драги, отчасти копируют действия ФРС, хотя и с учетом европейской специфики (крайне низкая основная процентная ставка, помощь крупным финансовым институтам в моменты кризисов). И эти меры дают свои позитивные результаты. Именно они в феврале 2017 г. привели к тому, что рост в экономике ЕС выше, чем в экономике США. В еврозоне есть и свои меры, напоминающие политику ФРС, известную как «количественное смягчение», т. е. увеличение объема денежной массы для стимулирования рынков. В сочетании со стимулирующими национальные экономики государств ЕС мерами, предпринимаемыми их правительствами и парламентами, оказывается, что известный экономист не только приписывает ФРС не свойственные ей полномочия «мегарегулятора», но и слишком преувеличивает консервативность монетарной политики ЕЦБ.

Острие полемического задора Дж. Стиглица направлено непосредственно на Германию, и он этого не скрывает. В течение многих лет он сотрудничал с правительством Греции и сегодня находится в дружеских отношениях с лидерами этого государства. Поэтому не удивительно, что именно Германия для нобелевского лауреата оказывается повинна во всех настоящих бедах еврозоны: концентрации богатства в наиболее развитых экономиках, сжатии денежного предложения, слабых банках и излишне жестком контроле за финансовыми институтами. Даже если согласиться с этими обвинениями (а это не просто), все равно остается сомнение в реалистичности совета признанного экономиста. Дж. Стиглиц в главе 10 (раздел «Преимущества выхода Германии») призывает Берлин по собственной воле покинуть еврозону, воссоздать и резко ревальвировать обменный курс немецкой марки. Эти шаги призваны стимулировать спрос жителей Германии на товары из соседних государств ЕС и таким образом спасти кризисную экономику других государств еврозоны. Данному совету нынешние политические элиты Германии не будут следовать ни при каких обстоятельствах, это равнозначно их политическому суициду. Но именно данный совет является ключом ко всем другим мерам реформирования еврозоны. Это неизбежно подрывает веру ко всей тщательно выстроенной Дж. Стиглицем конструкции, предусматривающей десятки важных и срочных реформ.

Призыв автора вернуться к реализации мер, традиционно приписываемых ортодоксальному кейнсианству, также вызывает скептическое отношение. Известно, что именно в период, когда Дж. Стиглиц занимал должность председателя Совета экономических консультантов при президенте США (1995–1997 гг.), эта страна в условиях быстрого роста экономики также ускоренно наращивала свой государственный долг. Но меры по финансированию бюджетных расходов за счет заимствованных на рынке средств, которые США как мировой лидер в середине 1990-х годов могли себе легко позволить, сегодня приведут к катастрофическим последствиям для еврозоны и единой валюты. Возможно, осторожное наращивание номинированного в евро долга и более терпимое отношение к дефициту национальных бюджетов допустимы. Но явно не в тех масштабах, о которых Дж. Стиглиц пишет в завершающих главах своей книги.

Монография Дж. Стиглица стимулирует дискуссию в академическом сообществе относительно судьбы единой валюты и всего процесса евроинтеграции. С автором следует согла-

ситься — у ЕС есть будущее. Его обеспечат реформы, ориентированные на решение острых проблем сегодняшнего дня, а также на учет воздействия на наднациональные интеграционные процессы быстро меняющейся внешней среды. Но едва ли руководители ЕС должны немедленно приступить к исполнению всех рекомендаций Дж. Стиглица. Скорее, нужно начать новый раунд международной экспертной дискуссии по этим вопросам.

Ramon Torrent (University of Barcelona)

Many of Stiglitz's, not so innovative, arguments and conclusions in his book *The Euro: How a Common Currency Threatens the Future of Europe* can be shared. However, the book as a whole has, in my opinion, two serious shortcomings; lack of contextualization and inadequate explanation of the origins of the EU's Monetary Union. Probably, both stem from Stiglitz's insufficient knowledge of the legal/institutional/political foundations of the European Union and of its inner working. They undermine the political diagnosis and prognosis that the book intends to present.

The purpose of this contribution is precisely to address these two issues where Stiglitz's book is flawed. It summarizes, by reference to the EU's Economic and Monetary Union (EMU), an argument that the author has previously developed in publications [Torrent, 2005] as well as in teaching. The argument describes the lack of any political direction and meaning that characterizes the European Community/European Union's integration process since the middle of the 1980s. Its evolution should be analysed more as being caused by the non-existence of any policy than by a set of (admittedly wrong) policies. The main background information on which the argument is built is the author's own experience from 1988 until 1998 as a senior official (director of external economic relations) in one of the more strategic services of the European Union: the Legal Service of the EU Council. The article looks at the facts (mostly the legal facts) more than to the academic literature on them, with most of which the author disagrees.

It is often put forward that the Maastricht Treaty followed closely the content and principal orientations of the Delors Report[13]. However, the Treaty designed a way to the EMU that was very different and, in essential points, opposed to that outlined in the Delors Report. Thus, the Monetary Union is a typical example of an achievement that is different from the one conceived in the beginning. A comparison between the provisions introduced by the Maastricht Treaty and the corresponding paragraphs of the Delors Report is a very simple schematic and empirical demonstration of this.

1. The main characteristics of the Delors Report

The parallelism between the Economic Union and the Monetary Union

For the Delors Report, the EMU had to become a two-tier, well-balanced reality between the two Unions (sections 21, 25 and 42 of the report).

The Economic Union

The Community had to have the power to define what the jargon called at the time a *"policy mix"* of economic policies, above all the combination of fiscal and monetary policy adapted to the different circumstances (sections 30, 33 and 39 of the Report).

The Monetary Union

The Report held that the final horizon was a "third stage", to be defined from the very beginning. From the monetary point of view, what would have defined this third stage was not the common currency but rather the irrevocable fixation of exchange rates among the existing currencies (sections 22 and 23 of the Report).

[13] The Delors Report was commissioned in 1988 by the European Council of Hannover. It was drafted by a Committee composed of Jacques Delors as the President, another commissioner, the Governors of the 12 Member States' Central Banks and three experts. It was made public in April 1989. In December of the same year, the European Council decided the official announcement of the Inter-governmental conference for the reform of the Treaties concerning the Economic and Monetary Union, which led to the Maastricht Treaty. The entire text of the Report can be found at [Delors Report…].

However, having defined this third stage as a final horizon, the essential content of the project was the implementation of a second stage in which a new institutional framework would be created, mainly in the monetary field, because the second phase would be launched with the creation of the European System of Central Banks (sections 55–57 of the Report).

An evolutionary advance with no pre-established calendars governed by the application of the principle of subsidiarity

The process was conceived "à la A. Machado": the road was to be made by walking[14]. Once the institutional system would be created at the beginning of the second phase (ESCB), there would be an advance "step by step" depending on how the situation was perceived politically at every moment. The calendar should not be predetermined, above all, concerning the entry into the third phase (sections 41–43 of the Report).

The EMU should be an instrument to give more weight to the Community in the international sphere

The EMU should have allowed the Community to acquire a greater weight in the international sphere, not only in the monetary field but also in the economic field in general — "in world economic management" (sections 35–38 of the Report).

Conclusion: the approach of the Delors Report

Therefore, the Delors Report set out a process for advancing to the EMU focused on a progressive transfer of competences from Member States to the Community that would allow it to substitute Member States in certain functions and to coordinate them. As a consequence, the Delors Report gave priority to progressively changing the actor: the European Community should have assumed functions that were performed previously by the States, by exercising, in the respect of the principle of subsidiarity, several non-exclusive competences that would have been conferred to it. A situation would thus have been created in which Community and national policies would have overlapped with a progressive increase of the role played by the Community. The definition of the third phase sets the horizon to which the second stage is meant to advance, this second stage being the decisive phase in which the Report was really focused and which had to be marked by the creation of the ESCB at its very beginning.

2. The provisions introduced into the ECT by the Maastricht Treaty

About the process as a whole

The lack of parallelism between the treatment granted by the Maastricht Treaty to the Economic Union and the Monetary Union is known — thus, it is not necessary to elaborate on it. It is also known that the Maastricht Treaty did not only introduce a date for the entry into the third stage of the EMU in section 4 of Article 109C of the ECT (current article 140 of the Treaty on the Functioning of the EU — TFEU-, in which "the decisive date" of 1-1-1999 has disappeared) but this was, in practice, the decisive element and the driving force of its dispositions as a whole. What is less known is that this approach is opposite to that of the Delors Report, as just seen when quoting its sections 41–43.

As far as the strengthening the Community's role in the international context in the area of general economic policy is concerned, the Maastricht Treaty did not even mention this issue. In the monetary field, the subject was dealt with in Article 111 of the ECT (current Art. 140 TFEU), which attributes to the Council the power to determine an exchange rate policy and fix the "Community position" at the international level. This article was not applied, at least for many years; therefore, after the entry into force of the Maastricht Treaty no one was legitimized to talk about the euro's exchange rate in international forums.

The Economic Union

Regarding the Economic Union, the Maastricht Treaty mainly focused on setting restrictions to the margin of discretion of public authorities (not only from Member States but also from the Community) in the area of economic policy.

[14] This is a reference to a poem by Antonio Machado, one of the leading Spanish writers and intellectuals of the first three decades of the past century, dead in 1939 in Collioure, in the South of France, in the middle of the massive exodus that followed Catalonia's fall into the hands of Franco's Army during the Spanish Civil War.

Restrictions to public intervention not required by the Monetary Union. The Maastricht Treaty inserted into the EMU "package" a series of provisions that were not written down in the Delors Report, and seemed to even contradict some of the criteria of the latter. Reference is made to the following two:

The provisions concerning the liberalization of capital flows coming from, and going to, third countries. Indeed, the Maastricht Treaty did not limit itself to liberalizing capital flows among Member States, but also liberalized flows with third countries (current Arts. 63 and following articles of the TFEU).

The article that restricts the privileged access of public administrations to private credit (current Art. 124 TFEU). This prohibition was different from that imposed on Central Banks to finance public Administrations, which does constitute a matter linked to the process of money creation.

"Constitutionalization" of economic policy criteria. From the determination *ex ante* of "*policy mix*" to the control *ex post* of pre-established criteria

- Current article 126 of the TFEU and its corresponding Protocol do not attribute to the Union the power to contribute to the establishment of the "*policy mix*" to which the Delors Report made reference. What they did was to "constitutionalize" certain given criteria of economic policy and quantify them. Given the strength and rigidity of these provisions, the power of the Council and the European Council to elaborate certain general orientations for the political economies of Member States (current Art. 121 of the TFEU) should be conceived as an article to the service of a pre-defined constitutionalized policy more than as an article for the definition of a policy.
- Thus, the focus has moved from the orientation given by the Delors Report, centred on the fact that the Community institutions contribute to the establishment *ex ante* of a *"policy mix"* adapted to changing circumstances, to an orientation by virtue of which the institutions devote themselves to control *ex post* the fulfilment of certain pre-established criteria.

Lack of a Community's power of taxation

- For the Delors Report (section 59), it was central that Community institutions could "introduce discretional modifications (…) in the Community resources". Nevertheless, as it is well-known, neither the Maastricht Treaty nor any of the further reforms, including the failed Treaty that establishes a European Constitution or the Lisbon Treaty, have modified the regime for adopting the "Own Resources Decision" established in Article 311 of the TFEU.

The Monetary Union

In the area of Monetary Union, the logic of the Maastricht Treaty was very simple. As regards the second phase, it must be noted that the creation of the European System of Central Banks (ECSB) and the European Central Bank (ECB) did not take place either in the beginning or during this phase. A European Monetary Institute was certainly created but with no effective competence at all (see former Article 109 F of the ECT, now disappeared).

Thus, the entrance into the third stage was sudden and hasty. From one day to the next, the competence over monetary policy was transferred from Member States to the Community as an <u>exclusive</u> competence thereof. At no moment during the whole process, had the Community and its institutions (starting with the ECB) disposed of a <u>non-exclusive</u> competence that would arguably have allowed them some "transition leeway" and "learning by doing". The ESCB and the ECB were created, and since the very moment of their creation they hold and exercise all the monetary competences (but no competence in the field of banking supervision); and at the same moment parities were fixed irrevocably and a common currency was created. The date of entry of the third phase was not subject to any margin of appraisal. On the contrary, it could be seen as the previously announced *"big bang"* which oriented the whole process.

<u>3. The comparison between the Delors Report and the provisions of the Maastricht Treaty relative to the EMU</u>

The Delors Report bet mainly on the transfer of (non-exclusive) competences to the Community, both in the fields of the Economic Union and Monetary Union. This transfer had to be made progressively during a long second stage. The third stage mainly constituted a horizon towards which advance

was to be made. Once the adequate legal-institutional system would have been created, the whole process would have been guided politically, preserving the parallelism between the Economic Union and the Monetary Union.

The Maastricht Treaty approached in a completely different way both the Economic Union and the Monetary Union, not endorsing the idea of parallelism between the two.

In the field of Economic Union, what prevailed was the creation of obligations that restrict the margin for manoeuvre of Member States (and even of the Community as such). It was not about "changing the actor" or adding a new actor (the Community), but rather about restricting the margin of action of any actor. These restrictions were essentially the same for the second and the third stages.

In the field of Monetary Union, on the contrary, the only approach was that of the transfer of competences to the Community. Furthermore, this transfer was sudden and complete: competences were withdrawn from Member States and transferred as exclusive competences to the Community. The decisive stage was the third one because it was only then that the ESCB and the ECB were created and the transfer of competences was made. In fact, the second stage does not exist in the field of Monetary Union.

The political margin of appreciation was reduced along the whole process. Either there were predetermined rules that limited such margin (in the case of the Economic Union) or there was a pre-established calendar that simply has to be followed in a strict way (as in the case of the Monetary Union).

4. A funny and sad conclusion

I once commented to one of the Directors General of the Treasury that negotiated the Maastricht Treaty that what they ended up negotiating was the opposite of the Delors Report, as this article has very easily demonstrated simply by comparing the texts. His answer was: "Is it true, Ramon? I was convinced that we were closely following it".

This short story seems to me more revealing than a thousand arguments as to the irresponsibility of the whole negotiation.

Литература

Беккер И. Операция спасения евро: Будьте готовы // Ведомости. 2010. 8 декабря. № 232 (2750).

Вальтер Д., Шток В., Хартман В. Судьба евро. М.: ИНФРА-М, 2015. 187 с.

Дубянский А. Н. Теория оптимальных валютных зон и единая европейская валюта // Вестник С.-Петерб. ун-та. Сер. 5. Экономика. 2014. № 2. С. 57–69.

Люкевич И. Н. Мировая денежная система как совокупность валютных регионов // Международная экономика. 2011. № 10. С. 67–81.

Манделл Р. Проблема кризисов // Евро — дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон: сб. ст. / пер. с англ. М.: Дело, 2002. С. 117–126.

Нестеров И. О., Сутырин С. Ф. Экономика Финляндии перед лицом новых вызовов: валютный аспект // Международная торговля и торговая политика. 2017. № 2 (в печати).

Письмо президента Европейского центрального банка Марио Драги членам Европарламента Марко Валли и Марко Занни (L/MD/17/34, Frankfurt. 18 January 2017). URL: http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/170120letter_valli_zanni_1.en.pdf) (дата обращения: 08.02.2017).

Сумлённый С. Зафиксировать евро и доллар: Интервью с Р. Манделлом // Эксперт. 2011. № 35. С. 24–26.

Delors Report (1989). URL: http://aei.pitt.edu/1008/01/monetary_delors_collected_papers.pdf (дата обращения: 10.02.2017).

Draghi Says Euro Is Irreversible as Le Pen Urges French Exit. URL: https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-02-06/draghi-says-euro-is-irreversible-as-le-pen-urges-french-exit (дата обращения: 08.02.2017).

Efficiency, stability and equity. A Strategy for the Evolution of the Economic System of the European Community (Report of a study group appointed by the Commission of the European Communities, and presided by T. Padoa-Schioppa). April 1987. URL: http://ec.europa.eu/economy_finance/emu_history/documentation/chapter12/19870410en149efficiencstabil_a.pdf (дата обращения: 20.02.2017).

Emerson M., Aujean M., Catinat M., Goybet P., Jacquemin A.. The Economics of 1992: The E. C. Commission's Assessment of the Economic Effects of Completing the Single Market. Oxford: Oxford University Press,1988.

Eurostat (2015) Real GDP Growth Rate Volume. URL: http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00115&plugin=1 (дата обращения: 22.02.2017).
Eurostat. URL: http://ec.europa.eu/eurostat (дата обращения: 16.02.2017).
Frankel Jeffrey A., Rose Andrew K. The Endogenity of the Optimum Currency Area Criteria // The Economic Journal. 1998. Vol. 108 (449). P. 1009–1025.
Hayek F. A. Denationalization of Money — The Argument Refined. An Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies. London: IEA, 1990.
Huerta deSoto, Jesues. An Austrian Defense of the Euro and the Current Antideflationist Paranoia // Atlantic Econoimic Journal. 2015. Vol. 43. P. 5–20.
Jovanović M. European Economic Integration. London: Routledge, 1997. 389 p.
Keynes John Maynard. The Economic Consequences of the Peace. London, 1919. 131 p.
King Mervyn. The End of Alchemy: Money, Banking and the Future of the Global Economy. New York; London: W. W. Norton & Company, 2016. 448 p.
Krugman Paul. How much of the world is in a liquidity trap? // New York Times. 17.03.2010.
Moutot P., Jung A., Mongelli F. P. The workings of the Eurosystem. European Central Bank Occasional Paper. 2008. N 79. 33 p.
Mundell R. A. A theory of optimum currency areas // American Economic Review. 1961. N 51, September. P. 657–665.
Rickards, J. The New Case for Gold. London: Portfolio Penguin, 2016. 182 p.
Stiglitz J., Sen A., Fitouss i J.-P. Mismeasuring Our Lives: Why GDP Doesn't Add Up. New York, 2010. 221 p.
Torrent Ramon. Cómo gobernar aquello que se desconoce?: El caso de la Comunidad Europea como Unión Económica y Monetaria // Revista de Derecho Comunitario Europeo. 2005. N 20. P. 47–90.
Zografakis S., Sarris A. The distributional consequences of the stabilization and adjustment policies in Greece during the crisis with the use of a multisectoral computable general equilibrium model. Bank of Greece, 2015, working paper N 196. URL: https://ideas.repec.org/p/bog/wpaper/196.html (дата обращения: 02.02.2017).

Для цитирования: Еврозона: проблемы и перспективы // Вестник СПбГУ. Экономика. 2017. Т. 33. Вып. 2. С. 303–335. DOI: 10.21638/11701/spbu05.2017.206

References

Bekker I. Operatsiia spaseniia evro: Bud'te gotovy [Operation save the Euro: be ready]. *Vedomosti* [*Statetsments*], 2010, 8 December, no. 232 (2750). (In Russian)
Delors Report (1989). Available at: http://aei.pitt.edu/1008/01/monetary_delors_collected_papers.pdf (accessed: 10.02.2017).
Draghi Says Euro Is Irreversible as Le Pen Urges French Exit. Available at: https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-02-06/draghi-says-euro-is-irreversible-as-le-pen-urges-french-exit (accessed: 08.02.2017).
Dubianskii A. N. Teoriia optimal'nykh valiutnykh zon i edinaia evropeiskaia valiuta [Theory of optimal currency zones and single European currency]. *Vestnik of St Petersburg University. Ser. 5. Ekonomics*, 2014, no. 2, pp. 57–69. (In Russian)
Efficiency, stability and equity. A Strategy for the Evolution of the Economic System of the European Community (Report of a study group appointed by the Commission of the European Communities, and presided by T. Padoa-Schioppa). April 1987. Available at: http://ec.europa.eu/economy_finance/emu_history/documentation/chapter12/19870410en149efficiencstabil_a.pdf (accessed: 20.02.2017).
Emerson M., Aujean M., Catinat M., Goybet P., Jacquemin A. *The Economics of 1992: The E.C. Commission's Assessment of the Economic Effects of Completing the Single Market*. Oxford, Oxford University Press, 1988.
Eurostat (2015) Real GDP Growth Rate Volume. Available at: http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00115&plugin=1 (accessed: 22.02.2017).
Eurostat. Available at: http://ec.europa.eu/eurostat (accessed: 16.02.2017).
Frankel Jeffrey A., Rose Andrew K. The Endogenity of the Optimum Currency Area Criteria. *The Economic Journal*, 1998, vol. 108 (449), pp. 1009–1025.
Hayek F. A. *Denationalization of Money — The Argument Refined. An Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies*. London, IEA Publ., 1990.
Huerta deSoto, Jesues. An Austrian Defense of the Euro and the Current Antideflationist Paranoia. *Atlantic Econoimic Journal*, 2015, vol. 43, pp. 5–20.
Jovanović M. *European Economic Integration*. Londonl, Routledge Publ., 1997. 389 p.
Keynes John Maynard. *The Economic Consequences of the Peace*. London, 1919. 131 p.

King Mervyn. *The End of Alchemy: Money, Banking and the Future of the Global Economy*. New York, London, W. W. Norton & Company, 2016. 448 p.

Krugman Paul. How much of the world is in a liquidity trap? *New York Times*, 17.03.2010.

Liukevich I. N. Mirovaia denezhnaia sistema kak sovokupnost' valiutnykh regionov [World monetary system as a combination of currency regions International economy]. *Mezhdunarodnaia ekonomika*, 2011, no. 10, pp. 67–81. (In Russian)

Mandell R. Problema krizisov [Problem of crises]. *Evro — ditia Mandella? Teoriia optimal'nykh valiutnykh zon: sb. st.* [Euro — Mandell's child? Theory of optimal currency zones]. Transl. fron English. Moscow, Delo Publ., 2002, pp. 117–126. (In Russian)

Moutot P., Jung A., Mongelli F. P. The workings of the Eurosystem. *European Central Bank Occasional Paper*, 2008, no. 79. 33 p.

Mundell R. A. A theory of optimum currency areas. *American Economic Review*, 1961, no. 51, September, pp. 657–665.

Nesterov I. O., Sutyrin S. F. Ekonomika Finliandii pered litsom novykh vyzovov: valiutnyi aspekt [Finnish economy facing new challenges: foreign exchange dimension]. *Mezhdunarodnaia torgovlia i torgovaia politika* [*International trade and trade policy*], 2017, no. 2 (forthcoming). (In Russian)

Pis'mo prezidenta Evropeiskogo tsentral'nogo banka Mario Dragi chlenam Evroparlamenta Marko Valli i Marko Zanni [*Letter of European Central Bank President Mario Draghi to the Members of European Parliament Mr. Marco Valli and Mr. Marco Zanni*]. (L/MD/17/34, Frankfurt. 18 January 2017). Available at: http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/170120letter_valli_zanni_1.en.pdf) (accessed: 08.02.2017). (In Russian)

Rickards J. *The New Case for Gold*. London, Portfolio Penguin, 2016. 182 p.

Stiglitz J., Sen A., Fitouss i J.-P. *Mismeasuring Our Lives: Why GDP Doesn't Add Up*. New York, 2010. 221 p.

Sumlennyi S. Zafiksirovat' evro i dollar: Interv'iu s R. Mandellom [Fix euro and dollar: Interview with R. Mundell]. *Ekspert* [*Expert*], 2011, no. 35, pp. 24–26. (In Russian)

Torrent Ramon. Cómo gobernar aquello que se desconoce?: El caso de la Comunidad Europea como Unión Económica y Monetaria. *Revista de Derecho Comunitario Europeo*, 2005, no. 20, pp. 47–90.

Val'ter D., Shtok V., Khartman V. *Sud'ba evro* [*Destiny of Euro*]. INFRA-M, 2015. 187 p. (In Russian)

Zografakis, S., and A. Sarris. *The distributional consequences of the stabilization and adjustment policies in Greece during the crisis with the use of a multisectoral computable general equilibrium model. Bank of Greece, 2015, working paper no. 196*. Available at: https://ideas.repec.org/p/bog/wpaper/196.html (accessed: 02.02.2017).

For citation: Еврозона: проблемы и перспективы. *St Petersburg University Journal of Economic Studies*, 2017, vol. 33, issue 2, pp. 303–335. DOI: 10.21638/11701/spbu05.2017.206

Статья поступила в редакцию 3 марта 2017 г.
Статья рекомендована в печать 16 марта 2017 г.