

Жак Санир

КРИЗИС ЕВРОЗОНЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ ЕВРО

В статье анализируются проблемы развития еврозоны, обострившиеся в условиях кризиса. Предлагаются архитектурные преобразования европейской денежной системы, ориентированные на предупреждение развития кризисных явлений, стимулирование экономического роста и занятости в условиях структурной неоднородности сегодняшней Европы.

На сегодняшний день еврозона переживает кризис, имеющий историческое значение и результирующий нарастание суверенных долгов в странах еврозоны, но также, и даже в большей степени, внутренние дефекты самой зоны.

С начала 2010 г. кризис в странах Евросоюза привел к росту спредов процентных ставок, что вновь поставило под сомнение единственное реальное завоевание еврозоны: начавшийся с 2000 г. процесс повышения однородности долгового рынка. После того, как разница между процентными ставками превысила 300 базовых пунктов (а ирландский долг достиг высшей точки – 399 пунктов [1]), процесс гомогенизации был приостановлен, при этом в Греции ставки остаются очень высокими. Нарастание разрывов в ставках произошло из-за ухудшения положения с задолженностью Греции и далее Испании, Португалии, Ирландии и Италии [2].

Значительные различия процентных ставок между Германией и «рисковыми» странами сохраняются, а процесс ликвидации этого разрыва (конвергенция), по всей видимости, остановлен кризисом [3]. Возобновленная в начале сентября 2009 г. практика выпуска дериватов (фьючерсов) по итальянскому долгу – она была приостановлена с 1999 г. вместе с введением евро – как раз и показывает, что операторы стараются предупредить новые неприятности на данном сегменте рынка государственных ценных бумаг [4]. То, что Италия снова вынуждена прибегать к такому типу эмиссии, свидетельствует об утрате евро своей защитной роли.

Эту роль особенно подчеркивали защитники евро во время кризиса. Они указывали, и совершенно справедливо, на то, что евро помог государствам – членам этой зоны избежать последствий резких колебаний их валют по отношению друг к другу. Но такие колебания – о чем защитники постарались умолчать – могли иметь место лишь при условии введения принципа полной конвертируемости. Введение контроля за капиталами, который в настоящее время рекомендован МВФ [5], также могло бы помочь избежать резких колебаний валют.

Зарождение сомнений о будущем евро и современный кризис. Современный кризис породил непрекращающиеся сомнения относительно будущего евро. Действительно, самое большое, на что был способен евро, – это служить своего рода эквивалентом механизма регулирования валютного курса в условиях строгого контроля за капиталами, не обладая при этом гибкостью, присущей обменному курсу и позволяющей девальвировать денежную единицу, когда экономика страны встречается со структурными проблемами. Девальвация такого типа, вытекающая из структурных различий между экономиками стран еврозоны, а не из колебаний валют, порожденных финансовой спекуляцией, на самом деле является реально необходимой.

С 2002 г. позиции евро на валютных рынках сильно укрепились (рис. 1). Несмотря на падение с начала кризиса, его курс остается завышенным для стран, которые больше всех от него пострадали (Греция, Испания, Португалия и Италия), и даже, вполне вероятно, – для Франции [6]. В обстановке кризиса такая относительно завышенная оценка оказывает давление на экономику стран еврозоны, при этом давление опять-таки неравномерно распределяется по странам.



Рис. 1. Изменение обменного курса евро по отношению к доллару США

Источник: Европейский центральный банк (European Central Bank), « Statistical data Warehouse », URL: <http://sdw.ecb.europa.eu/home.do?chart=t1.9>

Под жестким давлением «ошейника» единой валюты некоторые государства – члены еврозоны не видят иного выхода кроме всевозрастающего роста (бюджетного) дефицита [7], что отсылает нас к положениям Пакта стабильности и роста в рамках Маастрихтского договора, проведения конкурентной дефляционной политики, ведущей к сильным рецессионным последствиям в Европе. Сегодня нельзя исключить и возможности выхода некоторых стран из еврозоны [8]. Между тем даже выход одной страны создаст мощное спекулятивное движение, которое будет делать все более дорогим (и видимо, в конце концов невозможным) присутствие в еврозоне остальных стран.

В кризисе евро, разразившемся в последние дни апреля 2010 г. [9], сочетаются конъюнктурное измерение (кризис задолженности Греции, Португалии, Испании и Италии) и более существенное – структурное измерение. Кризис был развязан ростом неуверенности на финансовых рынках относительно способности стран, имеющих большую задолженность, погасить свои долги. Затронув Грецию, кризис обрушился на Португалию, затем на Испанию и Италию. Изначально в четвертом квартале 2009 г. кризисные явления существовали в латентной форме. В начале 2010 г. произошло первое ускорение развития кризиса. Поскольку политики не смогли найти решений, в первые дни мая 2010 г. возникла острая фаза кризиса. Конец этому должен был быть положен планом, принятым 9-10 мая. Однако судя по реакции рынков, неуверенность не только сохраняется, но и расширяется [10].

Данный план в действительности никоим образом не представляет собой решения в отношении конъюнктурного измерения данного кризиса. Очередные его испытания рыночными спекуляциями выявят следующие явные недостатки:

– тот факт, что из 750 млрд. евро большая часть (440 млрд.) состоит из гарантий, предоставленных государствами, а 250 млрд. внесены МВФ, ясно показывает, что план предусмотрен не для того, чтобы им можно было реально воспользоваться;

– общей суммы недостаточно для обеспечения потребности, которая оценивается в 900-1000 млрд. евро;

– не готовность стран реально взять на себя обязательства, что в первую очередь касается Германии.

Поэтому очевидно, что с помощью этого плана лишь выиграно дополнительное время. Единственная важная мера – решение ЕЦБ о выкупе государственных и частных долгов, но и оно не является в достаточной мере удовлетворительным: только решение о монетизации части долга могло бы привести к реальной передышке. Таким образом, план может начать проваливаться уже в самое ближайшее время. Ситуация, наиболее вероятно, будет развиваться именно по этому, второму сценарию.

Всё говорит о том, что финансовый и валютный рынки ожидают как раз такого исхода, который уже открыто обсуждается политическими деятелями, известными своей поддержкой евро [11]. Однако чем отрицать реальность – лучше бы правительствам принять ее во внимание. В противном случае сама реальность все решит в последней инстанции.

Кто все еще верит в евро? Основная критика евро началась отнюдь не с началом кризиса, она глубоко укоренилась в мнении общественности. Опрос, проведенный Институтом общественного мнения (l'IFOP) в начале июня 2005 г., показал, что 61% французов сожалеет об отмене франка¹. Указанная цифра велика и говорит сама за себя, но следует принять во внимание еще два обстоятельства. Во-первых, «нелюбовь» к евро усиливается. Так, подобный опрос, проведенный в феврале 2002 г. выявил, что о франке сожалели 39% французов. Можно констатировать, что чем дольше ощущаются последствия единой валюты, тем меньше она убеждает французов в своей жизнеспособности. Во-вторых, поддержка евро среди участников референдума по проекту Конституции (май 2005 г.), оказалась даже слабее, чем поддержка французов в феврале 2002 г. Это свидетельствует о наличии именно структурной тенденции, а не конъюнктурной реакции.

Сомнения в стабильности и жизнеспособности единой валюты исходят и от известных экономистов. Оценки, распространенные руководителями исследований Caisse des Dépôts et Consignations² в июле 2005 г., а затем группы Natexis – Banques Populaires [13] в апреле 2006 г. свидетельствуют о реальном беспокойстве, отмечавшемся еще несколько лет назад. Специалисты в области финансов оценили ограничения и структурные нестыковки единой валюты в ее реальном применении. В своей статье (в апреле 2006 г.) бывший советник в сфере коммерции Министерства экономики и финансов Серж Федербуш указывал на сверхвысокие и неприемлемые издержки завышения единой валюты [14]. Подобные же сомнения были высказаны и в других странах, в частности, в Германии и в Италии.

Пожалуй, было напрасным искать в то время элементы необходимых дискуссий относительно будущего евро. Между тем для профессионалов – банкиров и финансистов – было очевидно, что кризис неизбежно наступит. Молчание в ситуации, когда ясно, что «пожар уже в доме», приводит к идеологической мифологизации единой валюты. Действительно, дискурс по поводу оправдания евро, принял обратное направление (от евро как результата оптимальной валютной зоны – к евро как к инструменту создания оптимальной валютной зоны).

Операторы на рынках были первыми, у кого появились сомнения. Отметим также, что кризис евро начался, пожалуй, не в сентябре 2009 г., как это иногда утверждают, а в июле 2007 г., когда спреды процентных ставок начали увеличивать-

¹ Опрос проведен по заказу *Valeurs Actuelles* и доступен на интернет-сайте l'IFOP: <http://www.ifop.com/europe/sondages/opinion/regretdufranc.asp>.

² Результаты Патрика Артюса (Patrick Artus) в рамках исследований CDC-Ixis представлены в работе [12].

ся. Затем с октября 2008 г. это движение ускорилося и стало взрывным в июне 2010 г. (рис. 2).

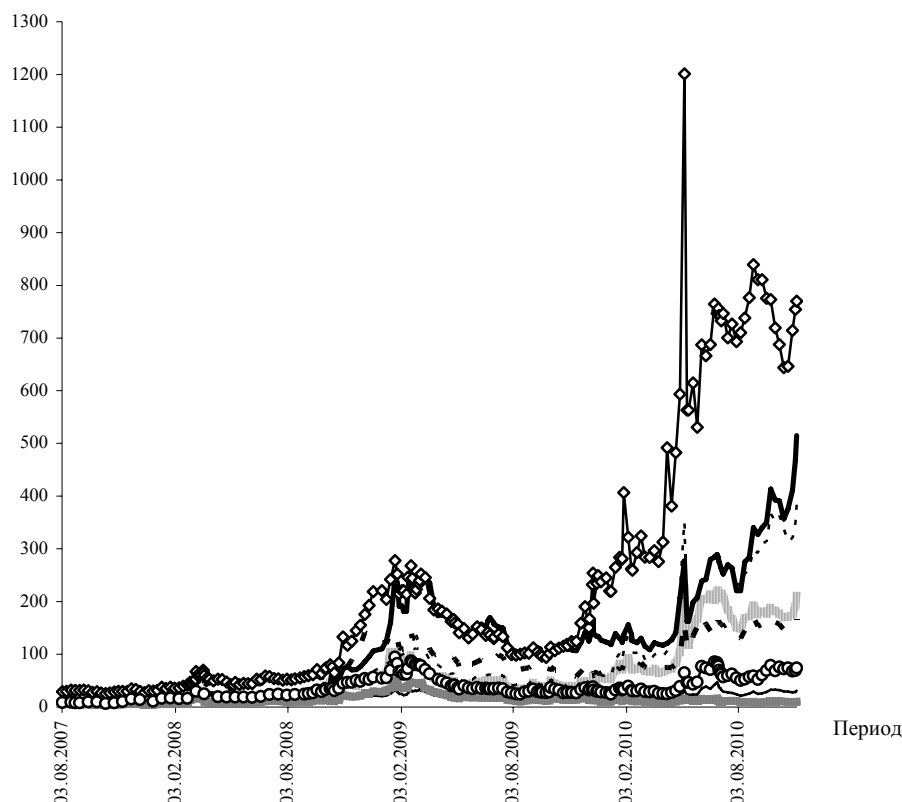


Рис. 2. Спреды по государственному долгу по отношению к ценным бумагам Германии:

— Франция; — Испания; - - Италия; -◇- Греция; — Ирландия;
-○- Бельгия; — Нидерланды; - - - Португалия

Источник: Агентство Франс-Трезор (Agence France-Trésor), 25 июня 2010,
URL : http://www.aft.gouv.fr/article_146.html

В этой связи напрасно утверждать, что «инициаторами» данного кризиса являются именно те, кто предупреждал о нем правительства³. На самом деле кризис идет издалека. Рис. 2 дает основание указать еще на один особенно важный момент. Евро был основан (и до некоторой степени продолжает основываться) на компромиссе между Германией и остальными странами, такими, как Франция, Италия и Испания: Германия получает право доступа к рынкам этих стран, не опасаясь при этом девальвации (для обеспечения конкурентоспособности), а эти страны «выигрывают» от привязки своих процентных ставок к германским ставкам. Именно поэтому такую важную роль играют различия ставок.

Этот компромисс был поставлен под сомнение с началом в июле 2007 г. роста спредов, ускорившегося в августе 2008 г. Сегодня все связанные с евро сомнения на самом деле порождены именно нарушением данного компромисса. В плане финансирования задолженности некоторые страны еврозоны все менее и менее защищены фактом принадлежности к ней. В то же время Германия по-прежнему

³ Именно такая позиция представлена в работе [15].

пользуется своим правом доступа к рынкам вышеуказанных стран, не опасаясь девальвации. Именно поэтому она сегодня выступает против всяких изменений и противостоит ЕЦБ по вопросу создания более гибких правил денежной эмиссии [16]. Пока данная асимметрия не будет преодолена возвращением к ситуации, существовавшей либо до начала июля 2007 г., либо до момента введения евро, сомнения относительно выживаемости евро останутся. Эти сомнения проявляются в первую очередь в самых уязвимых («рисковых» с точки зрения размера государственного долга или скорости его увеличения) странах еврозоны (рис. 3). С начала 2010 г. тенденция увеличения спредов стала явной.

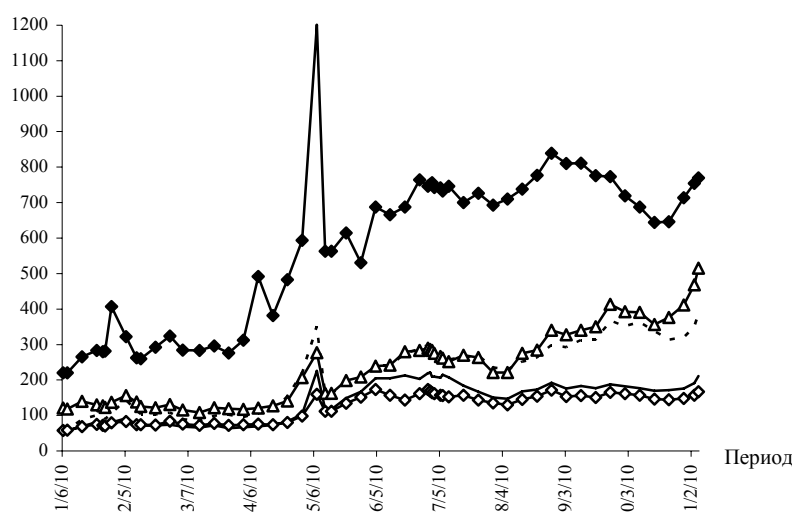


Рис. 3. Динамика спредов «рисковых» стран с начала 2010 г.:
— Испания; —◇— Италия; —◆— Греция; —△— Ирландия; ---- Португалия

Источник: Agence France-Trèsor, 25 juin 2010, URL : http://www.aft.gouv.fr/article_146.html

Следует отметить, что этот феномен носит всеобщий характер и затрагивает большинство стран еврозоны. Примечательно, что сомнения, возникшие в связи с долгом Греции, далее распространились на всю зону, включая страны, ситуация в которых может показаться значительно более здоровой. Это означает, что в настоящий момент речь идет не о кризисе, локализованном в каких-то «южных» странах зоны, а именно во всей зоне, оказавшейся в кризисе. По-видимому, только две страны — Нидерланды и Финляндия — защищены от увеличения спредов по государственному долгу: повышательные тенденции с 2010 г. можно заметить даже во Франции и Австрии (рис. 4).

Вопрос о способности еврозоны выдерживать экзогенные шоки существует с начала финансового кризиса. Именно проявление первых последствий такого шока и привело к кризису, как это можно увидеть на динамике спредов во всей еврозоне (см. рис. 2) или в рисковых странах (см. рис. 3).

Таким образом, современный кризис имеет двойное измерение. В своем конъюнктурном измерении он порожден расхождениями политики отдельных стран в ответ на проявления международного финансового кризиса. Эти расхождения отражают в свою очередь структурные ситуации, которые также заметно различаются: евро не привел к гармонизации структур. Структурное измерение данного кризиса

приводит к мысли о том, что еврозона была неспособна регулировать такого типа удар. Напрашивается вывод: отсутствие механизма управления межстрановыми структурными различиями (что возможно, например, в стране, основанной на принципе федерализма) является, без сомнения, слабостью зоны евро.

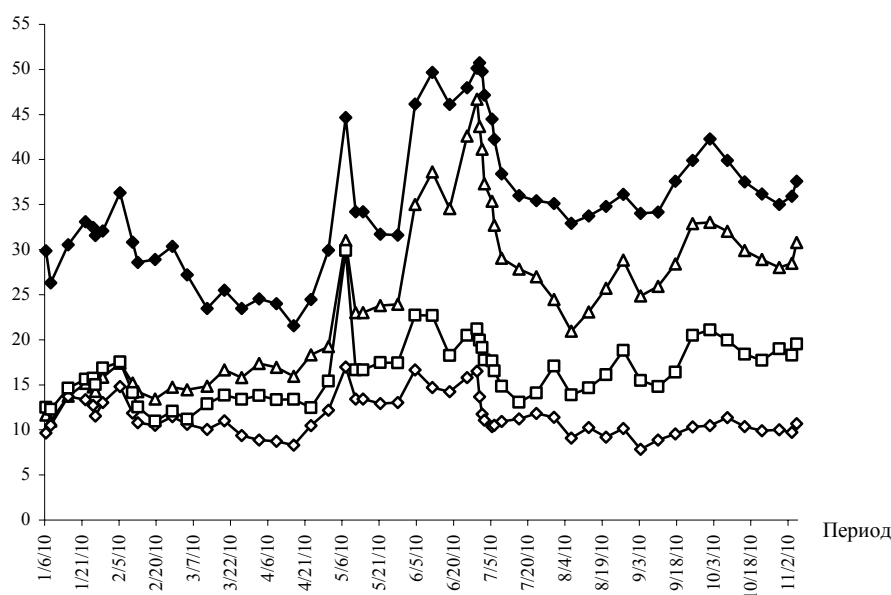


Рис. 4. Эволюция спреда «нерисковых» стран:
—△— Франция; —◇— Нидерланды; —◆— Австрия; —□— Финляндия

Источник : Agence France-Trésor, 25 juin 2010, URL : http://www.aft.gouv.fr/article_146.html

Таким образом, комбинация структурных, давно известных экономистам проблем вместе с конъюнктурными привела к кризису евро, который представляет собой, с одной стороны, кризис доверия на финансовых рынках (о чем свидетельствует взрывной рост спреда), а с другой — реальный кризис (это показывает динамика государственных и частных задолженностей). На самом деле с момента введения евро экономический рост в сообществе оказался возможным в основном лишь в связи с обращением домохозяйств к кредитам и с растущей задолженностью государства. Можно отметить, что общая задолженность во Франции увеличилась лишь на 7,5% в период 1995-1999 гг.; а в 1999-2007 гг. — почти на 35,5% (табл. 1). При этом прирост задолженности домохозяйств составил около 13,4%, предприятий — приблизительно 16,5%, государственный долг возрос лишь на 6,3%.

Данная ситуация осложнялась в ходе кризиса из-за недостаточного вовлечения розничных банков в разных странах еврозоны в общеэкономический процесс, а также из-за отсутствия практики единого регулирования банковской деятельности в еврозоне. Так, банки в Испании и Ирландии проводили политику, сильно отличающуюся от политики в Германии и Франции. Еще одним фактором, определяющим различия в политике стран еврозоны, было различие в процессах накопления частной задолженности и в уровне рисков, взятых на себя домохозяйствами (в частности по обязательствам с переменными ставками).

Эта ситуация, обостренная кризисом, привела к общей тенденции нарастания государственной задолженности, ставшей следствием как проводимых правитель-

ствами антикризисных программ, так и фактического обобществления частных долгов, что было необходимо в некоторых странах.

Таблица 1

Динамика задолженности экономики Франции в период 1995-2007 гг., % ВВП

Год	Задолженность			
	домашних хозяйств	нефинансовых организаций	государства и локальных администраций	всего
1995	33,2	58,8	53,7	145,7
1996	33,3	57,1	56,3	146,7
1997	33,4	56,7	57,7	147,8
1998	33,1	57,1	58,0	148,2
1999	34,4	61,6	57,3	153,2
2000	34,6	66,7	55,9	157,2
2001	35,1	70,8	56,0	161,9
2002	36,1	70,6	58,0	164,7
2003	37,5	68,6	62,0	168,2
2004	39,7	68,4	63,7	171,8
2005	42,5	70,9	65,4	178,7
2006	45,1	72,8	63,0	180,9
2007	47,6	78,1	63,0	188,6

Источник: INSEE

Также весьма примечательно, что в Ирландии или Испании, где задолженность была низкой в 2007 г., рост был особенно быстрым, и он с высокой долей вероятности продолжится до 2012 г. (табл. 2). Кроме того, некоторые страны (Бельгия, Италия) изначально имели повышенный уровень государственного долга.

Таблица 2

Состояние государственного долга в основных странах еврозоны, % ВВП

Страна	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г. (оценка)	2012 г. (прогноз)
Австрия	59,4	62,5	70,4	75,2	-
Бельгия	84,0	89,6	95,7	102,0	104
Финляндия	-	33,4	39,7	45,7	-
Франция	63,8	68,0	75,2	85,0	90
Германия	65,1	65,9	73,4	77,0	83
Греция	94,8	97,6	103,4	124,0	132
Ирландия	25,0	43,2	61,2	78,0	91
Италия	103,5	105,8	113,0	118,0	122
Нидерланды	45,6	58,2	57,0	63,1	-
Португалия	63,5	66,4	75,4	86,0	95
Испания	36,2	39,5	50,8	66,0	81
Еврозона	66,0	69,3	77,7	83,6	-

Источник: Eurostat, Parisbas.

В этом – основная причина обеспокоенности финансовых рынков и их операторов. В текущем плане имеет место кризис задолженности. Но он имеет также и структурное измерение, поскольку характер данной задолженности в большой степени отражает дисбалансы еврозоны. В итоге к текущему добавляется долгосрочный аспект.

Структурный кризис евро. Этот кризис в значительной мере является результатом условий, в которых осуществлялось введение евро. Следует подчеркнуть, что идея введения единой валюты не лишена преимуществ. Однако их следует точно выявить, чтобы не перепутать реальное с воображаемым.

Идея введения единой валюты в зоне, включающей несколько стран, предложена Робертом Манделлом (Robert Mundell) в 1961 г. [17]. Она была ответом все большему

числу экономистов неоклассического толка, утверждавших, что в режиме свободной торговли и либерализации движения капиталов экономика уже не может проводить независимую денежную политику, если существует совершенная (или квазисовершенная) мобильность капиталов⁴.

Таким образом, единая валюта имеет, главным образом, два преимущества.

Первое заключается в том, что она позволяет избежать излишних транзакционных издержек и неопределенности относительно обменного курса в зоне действия валюты. При этом отметим, что в системе плавающих курсов транзакционные издержки и неопределенность повышаются в значительной мере под давлением либерализованных финансовых рынков. В ситуациях, когда курс фиксируется на определенный период и контролируется краткосрочное движение капиталов, транзакционные издержки и неопределенность значительно сокращаются.

Второе преимущество состоит в том, что, уходя от конкуренции между денежными инструментами, единая валюта позволяет проводить единую денежную политику, которая существенно более эффективна, чем координированная политика. Такая денежная политика отличается тем, что может придавать дополнительную связность экономической политике в пространстве ее применения. При этом, однако, необходимо, чтобы проведение денежной политики было интегрировано в экономическую политику в целом и это не противоречило нормативным документам Центрального банка.

Эти два преимущества приобретают еще большую значимость в интегрированной торговой зоне. Таким образом, должна существовать тесная взаимосвязь между торговой интеграцией и денежной интеграцией, т. е. первая со временем должна определять вторую. Евро следует таким образом рассматривать во взаимосвязи с Единым рынком.

Однако отметим диссонансы. *Первый*. В Договоре об учреждении Европейского сообщества, предусматривающем создание «Единого рынка», предполагалось установить в качестве основополагающего принципа конкуренцию, называемую «свободной и не искаженной». Но единая валюта предназначена, наоборот, для устранения конкуренции между денежными инструментами: она устанавливает монополию и не может быть подвергнута конкуренции в своей сфере действия. Монополия валюты, без сомнения, необходима, а теория *свободного банкинга* (Free Banking), или конкуренции между денежными единицами является значительным шагом назад.

Второй. Установление монополии инструментов или денежных политик имеет особые последствия. Единая денежная политика более не может учитывать разнообразия социально-экономических ситуаций на территории ее действия. Если следовать первоначальным выводам Манделла, тогда, действительно, нужна абсолютная мобильность труда в соответствующей зоне, чтобы справляться с экономическими кризисами. С этой точки зрения можно оспорить тот факт, что еврозона может представлять собой оптимальную денежную зону [20]. В этой связи следует отметить, что Манделл изменил собственные доводы ради защиты евро. Рассматривая риски, порождаемые колебаниями обменных курсов в зонах значительного торгового оборота, он защищает идею единой валюты, чтобы избежать кризисов и чтобы такая зона могла «продвигаться» к оптимальной денежной зоне [21]. В таком случае единая валюта – уже не результат какой-либо ситуации, а инструмент достижения определенной ситуации [22].

Третий. К счастью, деньги – это не единственный экономический институт и не единственный имеющийся в наличии инструмент. В противовес единым деньгам в стране с федеральной структурой действует налоговая и бюджетная солидарность, а также возможность осуществлять трансферты средств в регионы, более пострадавшие во время *асимметричного кризиса* (choc asymétrique). Именно активная

⁴ Это один из результатов модели Манделла-Флеминга (Mundell-Fleming). См. работы [18, 19].

бюджетная политика сохраняет монополию денежной единицы в экономике, в которой участвуют разнородные регионы. Это особенно ясно видно в странах с федеральными структурами. Чтобы система работала, доля федеральных расходов должна быть выше 50%. Если в данную экономическую зону входит несколько стран, то утрата инструментов денежной политики должна компенсироваться сохранением сильной налоговой автономии, позволяя, в крайнем случае, правительству субсидировать затронутые кризисом секторы экономики, вместо оказания им помощи путем девальвации⁵.

В случае с евро, однако, мы сталкиваемся еще с одним проявлением непоследовательности. Введение единой валюты прошло без обсуждения возможности установления федерального бюджета, по крайней мере, на уровне известных стран. Между тем с введением единой валюты страны лишались инструмента девальвации, который ничем не был заменен. К этому следует добавить, что европейские директивы строжайшим образом лимитируют оказание субсидий промышленным предприятиям. С этой точки зрения, по признанию Александра Свободы, у защитника единой валюты Р. Манделла можно обнаружить весьма сильные доводы против такого евро, который был введен в Европе [24].

Кроме того, некоторые сторонники евро стали разделять тезис о неэффективности денежной политики [25]. В рамках такого теоретического подхода единственное, что мог бы сделать Центральный банк – это установить некоторые монетарные правила и больше не беспокоиться о дальнейшем развитии ситуации. Метафора, которую использовали Кидланд и Прескотт (Kydland et Prescott), похожа на то, чем воспользовался Улисс, который приказал себя привязать к мачте корабля, чтобы послушать пение сирен, не поддавшись их чарам.

В таком контексте евро становится приемлемым (страны ничего не теряют, когда отказываются от денежной политики, которая стала беспредметной) и даже представляет собой шаг вперед, поскольку устанавливается правило, не зависящее от политики соответствующих стран.

Но как показал Менкив (Mankiw), опыт ЦБ США опроверг данный взгляд [26, 27]. В рассуждениях Кидланда и Прескотта легко узнаваем старый афоризм, популярный в кругу психиатров: кто хочет покончить с собой, должен убедить остальных, что они мертвы.

Даже краткий анализ описываемой ситуации позволяет составить целый список логических несуразностей, совершенных при введении евро, что вызывает обеспокоенность. Фактически совершалась одна ошибка за другой: от отсутствия объединения бюджета на федеративных началах до статуса ЕЦБ, который практически запрещает включать денежную политику в общую экономическую политику.

Монетарный эссенциализм. Назовем *монетарным эссенциализмом* такую концепцию, согласно которой денежная единица – это центральный момент экономики, и только одним своим действием она способна изменить называемые «реальными» экономические структуры. Мы видели, как действовал этот принцип при резком изменении позиции Р. Манделла, который от единой валюты как *результата* оптимальной денежной зоны «перескачил» к единой валюте как *инструменту* создания этой самой оптимальной денежной зоны.

В наиболее законченной форме эта доктрина представлена в работах М. Аглиетта и А. Орлеана [28-30]. Деньги представлены здесь не как один из важнейших, но как центральный институт капиталистической экономики⁶. Монетар-

⁵ Запрет на субсидирование промышленности «придуман», по-видимому, Д. Козном (см. работу [23]).

⁶ Принципы монетарного эссенциализма подробно проанализированы автором в работе [31]. Ответ Андре Орлеана (André Orléan), см. в работе [32].

ный эссенциализм предполагает целый ряд сильных гипотез как в плане концепций человеческого поведения, так и с антропологической точки зрения⁷. Не будет ошибкой утверждение о том, что ссылка на христианскую метафизику Рене Жира-ра (René Girard) у Аглиетта и Орлеана является центральным моментом, необходимым для объединения всех человеческих устремлений по направлению к некоей конечной цели – к «богатству»⁸, о чем впоследствии можно будет сказать: она (денежная единица) тем самым обозначает высшую форму богатства [34].

Кроме того, монетарный эссенциализм приводит к рассмотрению в качестве научного факта гипотезу Фрейда относительно первобытной орды, что сегодня вызывает лишь улыбку у антропологов и у этологов [35].

На самом деле провозвестником монетарного эссенциализма можно считать Р. Манделла, поскольку к двум ставшим классическими доводам в пользу единой валюты он добавляет конвергенцию реальных факторов, возникающую благодаря единой валюте [24]. В этом случае обнаруживается такое свойство денежной единицы, как телеологичность, о чем позднее будут говорить Аглиетта и Орлеан.

Фактически Р. Манделл, защищая принцип единой валюты, снова поставил под сомнение теоретические моменты, содержащиеся в своей первоначальной статье [22]. В частности, начиная с 1970 г. он считает, что хозяйствующие субъекты реагируют лишь на изменение их «реального» богатства, а не на номинальные показатели их доходов или имущества. Здесь замечен постепенный переход на монетаристские позиции. А эти позиции также предполагают сильные гипотезы, касающиеся поведенческих моделей, и эти концепции за последние двадцать лет многократно опровергались в различных работах.

Таким образом, в споре относительно единой валюты следует констатировать постепенный переход от аналитического подхода, направленного на оценку преимуществ и недостатков единой валюты, к позиции, ставшей чисто пропагандистской, используемой для оправдания введения евро даже ценой явных ляпсусов в аргументации и отказа от научного обоснования. Но все эти толковательные изощрения не могут скрыть реальности. В принципиальном плане единая валюта не была такой уж плохой идеей: просто из нее захотели сделать инструмент для достижения политических целей, которые открыто провозглашать не решались.

Данный аспект, ставший важнейшим, в определенной степени выходит за рамки данной статьи: евро как символ ЕС (хотя его приняли не все 27 государств – членов ЕС), в то же время стал символом «сопротивления» денежной власти США. При этом данный аспект очень существенен, поскольку невозможно полностью отделить кризис евро (и современный кризис на его основе) от кризиса международной валютной системы.

Реальность контратакует. С 2003 г. даже для самых ярых защитников евро стало ясно, что еврозоне достаточно внешнего импульса для начала кризиса. Так, М. Аглиетта, который является одним из главных защитников евро, признает, что при объединении долговых рынков пространства, отражающие пусть даже отдаленный след реальной экономики, как например биржи, демонстрируют *«сильное сопротивление национальных сегментов»* [34].

Переход к евро не привел, как отмечалось ранее, к унификации цен стран еврозоны. Это заставляет вернуться к проблемам реальной экономики. Совершенно очевидно сопротивление «реального мира» упрощенному объединению на основе единой валюты. М. Аглиетта вынужден констатировать, что главные преимущества, ожидаемые от введения евро, еще не материализовались. Евро должен был уве-

⁷ Критический анализ основ монетарного эссенциализма см. в работе [33].

⁸ В рассуждениях Жира-ра эту роль играет Божественная любовь.

личить экономический рост и защитить Европу от внешней экономической турбулентности. Между тем ничего этого не произошло [34]. Евро не стирает национальных различий и не замедляет размывания европейской социальной модели. На самом деле с 2000 г. противоречия между странами еврозоны даже усилились.

Различия в динамике текущих платежных балансов отражают существенную асимметрию: с 2000-2001 гг. Германия находится в постоянном профиците, в то время как в остальных крупнейших странах еврозоны накапливается дефицит⁹ (рис. 5).

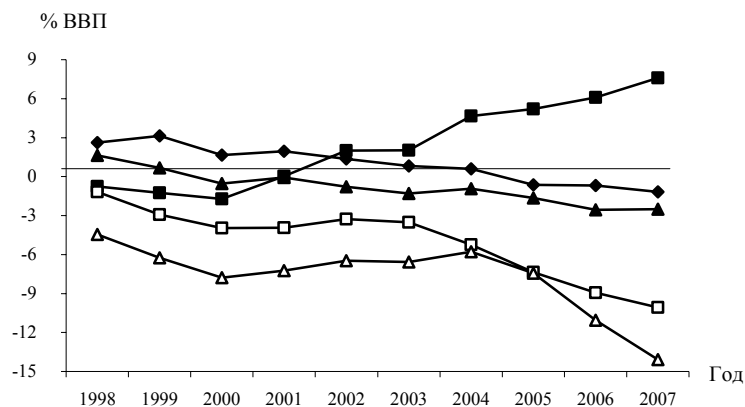


Рис. 5. Платежный баланс (счет текущих операций):

—■— Германия; —◆— Франция; —▲— Италия; —□— Испания; —△— Греция

Данные : МВФ, Eurostat et CEMI-EHESS.

Если вновь обратиться к логике первоначального политического компромисса, который дал возможность создать зону евро (о чем упоминалось в начале данной статьи), то можно констатировать, что он был нарушен Германией в начале первого десятилетия XXI в. С середины 2000-х годов было ясно, что некоторые страны оказались в такой ситуации, с которой только серьезная девальвация могла бы дать им возможность справиться.

Такое развитие событий было не единственным фактором, вызывавшим беспокойство. Подобные расхождения можно констатировать и в отношении уровней сбережений. Так, уровень сбережений очень низок в Испании, что было связано в конце периода (2005-2007 гг.) с высокой задолженностью домашних хозяйств, которая в 2007 г. превышала 100% ВВП. Однако частично это можно объяснить и структурой банковской системы. Поэтому далее рассмотрим лишь страны, в которых банковские системы имеют сходную практику в области кредитования домохозяйств, т.е. Германию, Францию и Италию. Даже в отношении этих трех стран, составляющих приблизительно 60% ВВП еврозоны, весьма заметны различия в норме сбережений, начиная с 2003 г. (рис. 6). Эти различия позволяют также понять предыдущий график (см. рис. 5). С 2003 г. Германия, предприняв особые усилия в части мобилизации сбережений, добилась относительного сокращения своего потребления, что частично объясняет и профицит ее торгового баланса.

Различия платежных балансов, на наш взгляд, со временем должны привести к невозможности сохранить еврозону, если только Германия не согласится бюджетными трансфертами компенсировать страны, в ущерб которым эта зона развивалась.

⁹ Совокупная доля Германии, Франции, Италии и Испании в ВВП еврозоны составляла с 1998 по 2007 г. от 78,5 до 77% (соответственно) в постоянных ценах и от 79,8 до 77,5% – в текущих.

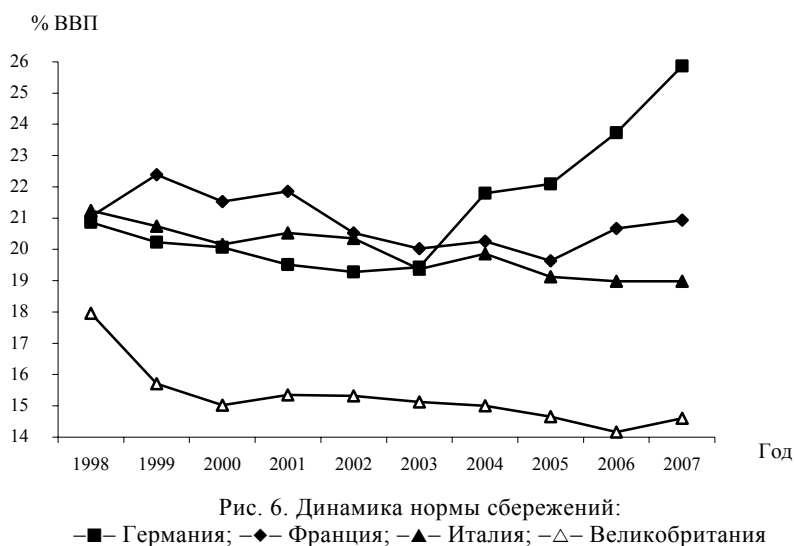


Рис. 6. Динамика нормы сбережений:

■ – Германия; –◆– Франция; –▲– Италия; –△– Великобритания

Источники: Eurostat.

Это ставит основополагающий вопрос, касающийся будущего зоны евро, решение которого должно заложить теоретическую базу для действий основных операторов рынка и лиц, принимающих решения.

В середине 1990-х годов Жорж Акерлоф (George Akerlof) и его коллеги по Брукинговскому исследовательскому центру (Brookings Institution) показали устойчивость «номинальной иллюзии» [36], на которую израсходовано так много чернил в монетаристских трудах. Это в конечном счете привело к доказательству того, что для экономического развития необходима некоторая инфляция. При этом не было замечено, что разрыв данных работ с монетаризмом основывается на более реалистичном анализе индивидуального поведения ([37, 38]), чем это было принято в традиционных моделях. Традиционные гипотезы о предпочтениях индивидуального поведения «рухнули» уже в 1970-е годы под потоком исследований в области экспериментальной психологии¹⁰.

Часть экономистов по-прежнему отказывается принять во внимание этот основополагающий прорыв. Действительно, он полностью опровергает результаты, которые считались достижениями в 1960-е годы. На самом деле экспериментальная психология подтверждает первоначальные радикальные положения Кейнса [39], находит аргументы против как «монетаристской контрреволюции», так и попыток свести Кейнса к простой вариативности классических принципов равновесной теории. Экспериментальная психология сводит на нет подходы на манер Кидленда и Прескотта, основывающиеся на модели индивидуальной рациональности, которую теперь приходится признать ложной.

Наличие значимой ригидности реального сектора и институтов, отражающей индивидуальность социально-исторического пути каждой страны, наконец-то, стало признанным фактом [40, 41]. Эти работы смыкаются с работами Акерлофа и его коллег, например в том, что они показывают опасности слишком низкой инфляции [42].

В достаточно новых моделях с так называемой «липкой информацией» (Sticky Information) представлен такой экономический мир, в котором экономические агенты отличаются более реалистичным поведением, чем приписывается им в традиционных моделях [43, 44]. Эти реалистические модели вносят существенный вклад в экономическую теорию. Они показывают, что денежные шоки имеют определенную

¹⁰ Детальное рассмотрение этих работ и условий использования (или неиспользования) в экономических исследованиях представлено в работе [33].

длительность, а денежная политика может иметь отложенные последствия и не переходить на уровень деятельности. Они подтверждают зависимость характера реакции экономики на денежную политику от ее структур и институтов. В конечном счете развенчиваются догмы относительно модели единой валюты, а вместе с ними и добрая часть доводов, на основе которых созданы евро и статус ЕЦБ.

Изучение динамики инфляции в странах еврозоны имеет особое значение [45]. Работа Кристиана Конрада и Менеалоса Каранасоса (Christian Conrad и Menelaos Karanasos) демонстрирует два главных результата. Во-первых, среди стран еврозоны не существует единой динамики инфляции. Кроме того, инфляция (в противовес утверждениям монетаристов) не всегда отрицательно влияет на экономический рост¹¹: в некоторых случаях инфляция становится необходимой для экономического роста. Все это говорит о том, что каждому типу экономики соответствует «структурный» уровень инфляции, определяемый характером социально-экономических структур рассматриваемой страны [47]. Таким образом, неприемлемо ставить в качестве цели денежной политики в еврозоне достижение равномерно низкого уровня инфляции, однако именно такая задача была поставлена перед ЕЦБ.

Денежная единица реагирует в таком случае как зеркало и даже как увеличительное стекло. Ее функционирование только ухудшает динамику реальных показателей. Этот результат прекрасно сочетается с результатом моделей с информационной инерцией (с «липкой информацией»). Индивидуальность социально-экономических систем как продукт национальной истории является существенным фактором любого подхода к денежной политике. На самом деле различные экономики должны иметь такой уровень инфляции, который соответствует их производственным, финансовым и социальным структурам; стремление к более низкому уровню может нанести и экономике, и обществу долгосрочный ущерб [48].

В связи с этим необходимо исходить из постоянно сохраняемых различий в уровнях инфляции в разных странах. Между тем единая валюта предполагает общие рамки, которые в этих условиях инициируют существенные различия в уровнях конкурентоспособности. Понятно, что соответствующие расхождения и противоречия могут быть устранены с помощью определенных бюджетных трансфертов, но это в настоящее время невозможно в еврозоне. Единая валюта – евро, в том виде, как она была задумана и реализована, теперь предстает как интеллектуальный и теоретический архаизм.

К новой европейской валютной архитектуре. Необходимо вернуться к двум основополагающим элементам проблематики единой валюты. Она имеет неоспоримые преимущества, но ее использование без привязки к общей налоговой и бюджетной политике в странах с большим разнообразием социально-экономических структур сопряжено с высокими издержками. При этом автономная денежная политика в части управления процентными ставками и валютными курсами может быть более эффективной, поскольку в данном случае существуют дополнительные возможности контроля за движением капиталов.

Первый элемент содержит ответ в самом себе: сегодня единая валюта имеет смысл только там, где динамика однородна. Еврозона в том виде, в каком существует сегодня, таким пространством не является, что не означает отсутствия этого пространства вообще.

Второй элемент указывает на то, что денежная политика потеряла релевантность не по причине объективности, а из-за субъективных решений по либерализации рынка капиталов. Но, что может сделать один, может переделать другой. Либерализация рынка капиталов была проведена в соответствии с теоретическими

¹¹ Такой же результат был получен в рамках неоклассического анализа (подтверждающего, однако, положения М.Фридмана), проведенного в работе [46].

позициями, согласно которым однородность и свобода потоков капиталов признавались абсолютным принципом. Однако и по характеру, и по функциям движение капиталов является разнородным. Детерминанты потоков инвестиционного типа не имеют ничего общего с детерминантами краткосрочного движения капиталов. Кроме этого, по самой логике финансы не должны быть отделены от производственных структур, в противном случае это приведет к повторяющимся кризисам [49, 50]. Непреодолима необходимость обеспечения в статике и в динамике взаимоувязки между реальными и денежными факторами экономического движения должна стать одной из опор новой институциональной архитектуры¹².

Для предотвращения развития кризиса, на наш взгляд, следует рассмотреть следующие преобразования архитектуры денежной системы Европы.

Представляется, что необходимо исходить из неких концентрических зон. Евро мог бы быть изначально единой валютой на значительно более ограниченном пространстве, чем сегодня: там, где подобное решение могло бы быть релевантным. Затем можно было ввести евро там, где из-за структурной разнородности единая валюта связана со значительными издержками, но где привязка национальной валюты к евро дает выигрыш в плане предупреждения излишних финансовых спекуляций и кредита доверия денежной политике соответствующей страны. Такая система концентрических зон могла бы опираться на соответствующее регулирование движения капитала, направленное на поощрение инвестиций в реальную экономику и борьбу со спекулятивными операциями.

В отношении стран первой зоны евро мог бы сохраниться без изменений, при этом потоки капиталов за пределами данной зоны должны контролироваться в обратной пропорции по отношению к их временному горизонту: насколько можно оставлять свободными долгосрочные движения (конечно, с учетом стратегической безопасности), настолько же следует дестимулировать краткосрочные потоки. В движениях капиталов существуют функциональные различия, которые корреспондируют с понятием срока инвестирования при определении жесткости контроля.

Относительно стран второй зоны евро может выступать как общая валюта, удерживаемая исключительно Центральными банками стран, входящих в эту систему. Евро в этой же зоне выполняет функции денежной единицы для межстрановых расчетов, а также резервного инструмента для этих стран.

Евро в данном случае был бы своего рода надстройкой над национальными валютами, которые таким образом должны быть восстановлены в тех странах, где экономические структуры слишком разнородны по сравнению со структурами первой зоны. Функционирование национальных валют должно сопровождаться соответствующими механизмами, обеспечивающими связь с общей валютой.

Такая концепция строго увязана с кейнсианской концепцией [51].

В сделках между странами – членами данной системы регулироваться должны только итоговые сальдо в конце отчетных периодов. В некоторых случаях страны могли бы получать кредиты от ЕЦБ, чтобы избежать любого кризиса, связанного с неплатежами.

Такие европейские страны могли бы тем самым сохранить или снова обрести свои национальные валюты, но валюты, которые должны конвертироваться только в общую валюту – в евро. В таком случае не было бы котировок одной валюты по отношению к другой, а была бы котировка всех валют этих стран к евро. Обменные курсы валют такой системы могли бы определяться на основе этой котировки, а по отношению к валютам за пределами системы их обменные курсы должны бы определяться по котировке между этой внешней валютой (например, долларом или йеной) и вышеуказанной общей валютой.

¹² О данном понятии см. работу [33].

В финансовом пространстве, где движение краткосрочных капиталов строго контролируется, обменные курсы между каждой национальной валютой и общей валютой могли бы периодически пересматриваться, чтобы учесть все изменения в каждой стране. Таким образом, проводилась бы девальвация и ревальвация, чтобы справляться с макроэкономическими шоками или со слишком значительными расходами в темпах роста производительности труда. Так как такие корректировки должны проводиться в заранее определенные моменты времени, неопределенность валютных колебаний внутри зоны заметно сокращается. В таком случае очевидны преимущества единой валюты в плане осуществления безналичных расчетов. ЕЦБ руководил бы изменениями обменного курса евро по отношению к остальным валютам с тем, чтобы избежать деструктивных движений, подобно недавней резкой ревальвации евро по отношению к доллару, а также к йене или юаню.

Такой могла бы быть в масштабах Европы целостная и жизнеспособная валютная зона.

Таким образом, государства – члены еврозоны могли бы вернуть свою валютную суверенность, но за рамками либерализованных рынков. Такую более реальную суверенность легче было бы координировать. Бюджетная политика не оставалась бы не единственно возможным способом проведения конъюнктурных корректировок. Существование регулируемых конверсионных курсов между валютами – национальной и общей – устранило бы неопределенность курсовой динамики и снизило транзакционные издержки, помогая избежать крайней жесткости современной денежной системы. В случае кризиса стране не пришлось бы идти на огромные расходы, чтобы остаться в еврозоне, проводя политику жесткой экономии и дефляции или открываясь всем «ветрам» международной финансовой спекуляции. Валютная зона, определяемая евро как общей денежной единицей, могла бы играть в таком случае роль шлюза.

Такая система предполагает, конечно, проведение глубоких изменений статуса ЕЦБ. Среди целей реформирования ЕЦБ должно фигурировать не только сохранение экономического роста, но и разрешение прямых кредитов под залог ценных бумаг, выпущенных всеми странами данной зоны в рамках займов на финансирование инвестиций в инфраструктуру.

Всякий коллективный инструмент, будь то единая валюта, по мнению одних, или общая валюта, по мнению других, имеет смысл только в том случае, если он вносит свой вклад в политику полной занятости и устойчивого развития.

Литература

1. James G. Neuger et Simon Kennedy. *Crisis Spawns Drive to Fix Euro With More Rules. Ties (Update1)*». Bloomberg, 17 février 2009, URL : <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aTkwdJw.IBMU&refer=home>
2. Ross-Thomas E. *Spain Downgraded by S&P as Slump Swells Budget Gap*. Bloomberg, 19-01-2009, URL : <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601068&sid=aNdVKbHeAvTw&refer=home>
3. Dobson P. «European Yield Spreads Widen on Concern Debt Crisis Deepening» // *Business Week*, 30-06-2010, URL : <http://www.businessweek.com/news/2010-06-25/european-yield-spreads-widen-on-concern-debt-crisis-deepening.html>
4. Anchalee Worrachate, «Italian Bond Futures Offer Proxy to Hedge Greek, Irish Debt». Bloomberg, 11-09-2009, URL : <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=a1na80VTdbyM>
5. Ostry, Jonathan et alli. *Capital Inflows : The Role of Controls*. International Monetary Fund Staff Position Note, IMF, Washington DC, 2010.
6. Cachia F. *Les effets de l'appréciation de l'Euro sur l'économie française*. Note de Synthèse de l'INSEE, INSEE, Paris, 20-06-2008.
7. *Sur les effets dépressifs de l'Euro voir J. Bibow. Global Imbalances, Bretton Woods II and Euroland's Role – in All This // J. Bibow and A. Terzi (eds), Euroland and the World Economy: Global Player or Global Drag?*, New York (NY), Palgrave Macmillan, 2007.
8. Keendy S., et Keene T.R. *Feldstein Says Greece Will Default and Portugal May Be Next* // Bloomberg via *Business Week*, 30-06-2010, URL : <http://www.businessweek.com/news/2010-04-29/feldstein-says-greece-will-default-and-portugal-may-be-next.html>
9. Moses A. et Harrington D.S. *Bank Swaps, Libor Show Doubt on Euro Bailout*. 11-05-2010, Bloomberg, Bloomberg.com.
10. Regan J. et Harui R. *Euro Erases Gains as Bailout Optimism Ebbs ; Stocks, Copper Drop*. 11-05-2010, Bloomberg, Bloomberg.com. Mnyanda L. et Dodson P. *Euro Rally Proves to be Short-Lived on Rate Bets (update 2)*. Bloomberg, Bloomberg.com.

11. Scherer, S. Greece Will Default, Euro May Disappear, Attali Tells Repubblica // *Business Week*, 29-06-2010, URL : <http://www.businessweek.com/news/2010-04-29/greece-will-default-euro-may-disappear-attali-tells-repubblica.html>
12. P.-A. Delhommais. Une étude se demande si la France et l'Italie vont être contraintes d'abandonner l'Euro // *Le Monde*, 9-07-2005.
13. Touati Marc. Lettre des Etudes Economiques // *Natexis-Banques Populaires*, 9-03-2006.
14. Federbusch S. La surévaluation de la monnaie unique coûte cher à la croissance. *Libération*, "Rebonds", 26 апреля 2006.
15. Dominique Nora, Natacha Tatu, Sophie Fay, Nathalie Funès. Faut-il brûler l'euro ? // *Le Nouvel Observateur* – URL : <http://hebdo.nouvelobs.com/sommaire/dossier/098407/faut-il-bruler-l-euro.html>
16. Blackstone B. After Debt Crisis, New Tension Between ECB, Germany // *Wall Street Journal*, 26-05-2010, URL : http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703957604575272463950198700.html?mod=WSJ_latestheadlines#
17. Mundell R.A. A Theory of Optimum Currency Area // *American Economic Review*. Vol. 51. 1961. № 3, pp. 657-665.
18. Mundell R.A. *International Economics*. Macmillan, Londres, 1968, chap. 16 et 17.
19. Frenkel J. et Razin A. The Mundell-Fleming Model a Quarter of Century Later // *IMF Staff Paper*, Vol. 34, n°4, декабрь 1987, pp. 567-620.
20. Ricci, Luca A. A Model of an Optimum Currency Area // *A Working Paper for the International Monetary Fund*. Juin 1997. URL : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9776.pdf>
21. Mundell R.A. A Plan for a European Currency / H. Johnson and A. Swoboda (eds), *The Economics of Common Currencies*, Londres George Allen & Unwin Ltd, 1973, pp 143-173
22. Mundell R. Uncommon Arguments for Common Currencies / H. Johnson and A. Swoboda (eds), *The Economics of Common Currencies*, Londres, George Allen & Unwin Ltd, 1973, pp. 114-132.
23. Cohen D. Imaginer la Monnaie Unique // *Economica*, M. Aglietta (ed.), *L'Ecu et la vieille dame*. Paris, 1986, pp. 145-155.
24. Swoboda A. Robert Mundell and the Theoretical Foundation for the European Monetary Union. FMI, Washington, 1999, <http://www.imf.org/external/hp/vc/1999/121399.htm>.
25. Kydland F.E., Prescott E.C. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans // *Journal of Political economy*, vol. 85, n°2/1977, pp. 473-492.
26. Mankiw N.G. A letter to Ben Bernanke. *American Economic Association // Annual Meeting Papers* (panel "Alan Greenspan's Legacy: An Early Look"), January 2006.
27. Mankiw N.G. *U.S. Monetary Policy During the 1990's* / A. Frankel et P. Orszag (eds), *American Economic Policy in the 1990's*, MIT Press, Cambridge, Mass., 2002.
28. Aglietta M., Orléan A. *La Violence de la monnaie*. PUF, Paris, 1982
29. Aglietta M., Orléan A. *La Monnaie entre violence et confiance*. Odile Jacob, Paris, 2002.
30. Orléan A. *Monnaie et spéculation mimétique* / P. Dumouchel (ed.), *Violence et vérité autour de René Girard*. Paris, Grasset, 1985, pp. 147-158.
31. Sapir J. Les «Trous Noirs de la Science Economique. Albin Michel, Paris, 2000, Chap. 4.
32. Orléan A. Essentialisme monétaire et relativisme méthodologique. *Multitudes*, n°9, mai-juin 2002, pp. 190-195.
33. Sapir J. *Quelle Economie pour le XXI^e*. Odile Jacob, Paris, 2005.
34. Aglietta M. Espoirs et inquiétudes de l'Euro / M. Drach (ed.), *L'argent – Croyance, mesure, spéculation*, Éditions la Découverte, Paris, 2004, pp. 235-248.
35. Godelier M. *Métamorphoses de la Parenté*. Fayard, Paris, 2004, pp. 468-470.
36. Akerlof G.A., Dickens W.T. et Perry G.L. The Macroeconomics of Low Inflation // *Brookings Papers on Economic Activity*, n°1/1996, pp. 1-59.
37. G.A. Akerlof et J.L. Yellen. Can Small Deviations from rationality Make Significant Difference to Economic Equilibria? // *American Economic Review*, vol. 75, n°4/1985, pp. 708-720.
38. G.A. Akerlof et J.L. Yellen. A Near-Rational Model on the Business Cycle with Wage and Price Inertia // *Quarterly Journal of Economics*, supplément au Vol. 100, n°5/1985, pp. 823-838.
39. G.A. Akerlof. Behavioral Macroeconomics and Macroeconomic Behavior // *American Economic Review*, vol. 92, n°3/2002, июнь, pp. 411-433.
40. B.C. Greenwald et J.E. Stiglitz. Toward a Theory of Rigidities // *American Economic Review*, vol. 79, n°2, 1989, *Papers and Proceedings*, pp. 364-369.
41. J.E. Stiglitz, "Toward a general Theory of Wage and Price Rigidities and Economic Fluctuations // *American Economic Review*, vol. 79, n°2, 1989, *Papers and Proceedings*, pp. 75-80.
42. T.M. Andersen. Can Inflation Be Too Low ? // *Kyklos*, vol. 54, Fasc.4, pp. 591-602.
43. N.G. Mankiw et R. Reis. *Sticky Information: A model of Monetary Nonneutrality and Structural Slumps*. Harvard Université, Octobre 2001.
44. O. Coibion. Inflation Inertia in Sticky Information Models // *Contributions to Macroeconomics*, vol.6, n°1/2006.
45. C. Conrad et M. Karanasos. Dual Long Memory in Inflation Dynamics across Countries of the Euro Area and the Link between Inflation Uncertainty and Macroeconomic Performance // *Studies in Nonlinear Dynamics & Econometrics*, vol. 9, n°4, nov. 2005. The Berkeley Electronic Press, URL: <http://www.bepress.com/snede>
46. M. Dotsey et P. Sarte. Inflation Uncertainty and growth in a cash-in-advance economy // *Journal of Monetary Economics*, vol. 45, n°3/2000, pp. 631-655.
47. Жак Савир. Каким должен быть уровень инфляции? (О значении давних дискуссий для определения сегодняшней стратегии России) // *Проблемы прогнозирования*. 2006. № 3.
48. G.A. Akerlof, W. I. Dickens et G.I. Perry. Options for Stabilization Policy // *Brookings Institution Policy Brief*, n°69, Février 2001.
49. J.M. Keynes. *The General Theory and After. Part II: Defence and Development* – C.W. Vol. XIV, Londres, Macmillan, 1973 (1937), pp. 201-213.
50. G. Harcourt. The economics of Keynes and its theoretical importance: Or what would Marx and Keynes have made of the happenings of the past 30 years and more // *Post-Autistic Economics Review*, n°27, 9 Septembre 2004, art. 1. Consultable à URL: http://www.btinternet.com/~pae_news/review/Issue27.htm
51. P. Davidson. *Post Keynesian Macroeconomic Theory*. Edward Edgar, Cheltenham, 1994.