

*Жак Санир*

### **ПРОТИВОРЕЧИВЫЕ ОСНОВАНИЯ ЕВРОПЕЙСКОГО ВАЛЮТНОГО СОЮЗА: КАК ПРАВИЛЬНО ИСПОЛЬЗОВАТЬ ЭКОНОМИЧЕСКУЮ ТЕОРИЮ, НЕ ЗЛОУПОТРЕБЛЯЯ ЕЮ**

*Создание общей европейской валюты явилось наиболее амбициозным институциональным проектом Евросоюза за последние десятилетия. Идея введения общей валюты имеет ряд преимуществ. Однако осуществление данного проекта уже привело к ряду негативных последствий, поскольку политические соображения преобладают над экономическими. В статье рассматривается, какие изменения с 1960-х годов претерпели теоретические подходы к введению общей валюты, и почему неправильное использование экономической теории провоцирует недавний коллапс Европейского Валютного Союза.*

Единая европейская валюта – наиболее амбициозный проект, осуществленный в Европе в последние годы [1; 2]. Однако история создания (и последующего упразднения) многих валютных союзов была «заметена под ковер», чтобы оправдать существование этого проекта [3]. Нет уверенности в том, что при создании еврозоны были ясны все последствия создания единой валюты. Вероятно, политические вопросы этого проекта имели приоритет перед экономическими и как результат, еврозона стала заложником крайне быстрого темпа тех, кого можно назвать еврооптимистами<sup>1</sup>, в чьих руках экономическая теория стала инструментом для достижения политических целей.

Нельзя сказать, что сама по себе идея единой валюты лишена преимуществ. Как известно, Президент России В.В. Путин продвигал такую идею для стран, входящих в Евразийский союз. Тем не менее реализация данного проекта подразумевает тщательный анализ экономической ситуации во всех странах, потенциально готовых стать членами валютного союза.

Перед тем как задействовать процесс создания нового валютного союза, необходимо было понять, что сработало, а что нет после образования еврозоны. Наиболее очевидным просчетом при создании единой валюты стало отсутствие внимания к необходимости интеграции бюджетной политики во всех странах – участниках союза. Также хорошо известно, что все входящие в валютный союз страны теряют способность эффективно бороться с внешними экономическими шоками. Еврозона отчетливо продемонстрировала это во время глобального финансового кризиса 2007-2009 гг., приведшего к серьезным потрясениям. Кроме того, можно показать, что использование единой валюты ведет к росту долга, более высокой инфляции и снижению уровня благосостояния.

Интеллектуальным «отцом» евро можно назвать Роберта Манделла, который сформулировал трилемму, или невозможность одновременного обеспечения свободного движения капитала, фиксированного валютного курса и независимой денежной политики. Далее исследуется истинность данной трилеммы.

**Кто все еще верит в евро?** Основные аргументы против введения единой европейской валюты были высказаны довольно давно. Впрочем, некоторые из этих аргументов снова были использованы во время Всемирного экономического фору-

---

<sup>1</sup> Мы понимаем под еврооптимистами тех, кто придерживается идеологического подхода, согласно которому Европейский союз рассматривается как панацея от всех возможных проблем. Это определение сходно с используемым бывшим министром иностранных дел Франции Юбером Ведринем [4].

ма в Давосе в 2018 г., где бывший главный экономист МВФ Кеннет Рогофф назвал создание еврозоны гигантской экономической ошибкой. Глобальный финансовый кризис значительно подействовал на европейские страны, причем вызванный им шок стал причиной различных экономических проблем в отдельных странах. Проблемы Испании, Ирландии, Португалии и даже Франции широко известны.

Известные экономисты, в частности Рудигер Дорнбуш [5], Жерар Лафей и Жан-Жак Роса, также поделились своими сомнениями касательно перспектив евро. Р. Дорнбуш обратил внимание на Италию как одну из стран, в наибольшей степени пострадавшей от введения евро. Такой же позиции придерживается и профессор Альберто Багнай [29]. Можно упомянуть и Милтона Фридмана [8], который акцентировал внимание на некоторых проблемах, которые могли вызвать введение общеевропейской валюты. В то же время ряд экономистов поддерживал создание валютного союза [9; 10], хотя некоторые из них выражали сомнения в жизнеспособности этого проекта [11] или приветствовали введение евро, рассматривая его как огромный шаг к дальнейшей интеграции европейских стран [1; 12-16]. Вообще говоря, американские экономисты выражали свои сомнения по поводу успеха проекта более открыто, чем европейские [17]. В некоторой мере это может быть объяснено хрупкостью европейских политических институтов, которую они видели, сравнивая Европу и США [18-23]. Также очевидно, что тревога по поводу появления конкурента американскому доллару играла не последнюю роль в их суждениях.

Во Франции предостережения о возможных проблемах с новой валютой были слышны с первых дней введения евро. Циркулировавшие в начале 2000-х годов аналитические записки Caisse des Depots et Consignations [24], а затем и Natexis-Banques Populaires [25] демонстрировали, что финансисты серьезно рассматривали ограничения и структурные несоответствия, вызванные введением единой валюты. Бывший советник французского Министра экономики и финансов Серж Федербуш [26] показал, что цена завышенной стоимости национальной валюты является запредельной. Точно такие же сомнения были высказаны экономистами из других стран, в частности из Италии [27-29] и Германии [30]. С ними можно ознакомиться, например, в работах Флассбека и Лапавистаса [31], а также Кавалека и Питлярчука [32]. Часть этих работ посвящена кризису еврозоны (33), часть – дисбалансам, образовавшимся после введения евро, и влиянию этих дисбалансов на экономическую политику стран еврозоны [34; 35].

Лорд Мервин Кинг [36], управляющий банком Англии в 2003-2013 гг., в 2016 г. опубликовал книгу с критикой единой европейской валюты, той же теме была посвящена книга Джозефа Стиглица [37]. Немного раньше (2014 г.) Пол Кругман [38] на страницах своего блога обратил внимание на катастрофу, вызванную введением евро. Сравнительно недавно А. Багнай и вовсе назвал создание евро поражением экономистов [39]. Интересно отметить, что такую критику в числе прочих высказывают как эксперты, придерживающиеся положений так называемого нового монетарного консенсуса [40], так и экономисты, не относящиеся к господствующему сейчас мейнстриму [41]. Тема жизнеспособности евро рассматривается в работах и других авторов [39; 42-45].

Важно, что автор настоящей статьи, как и Кинг в своих работах, на первый план выдвигает одну из причин кризиса еврозоны, а именно разные темпы инфляции в различных входящих в нее странах. Этот аргумент был разработан в 2012 г. [46]. Кинг также указал на противоречие между демократическими принципами, которые, как предполагается, должны главенствовать в Европейском союзе и технократической природой принятия решений. С утверждением Кинга о том, что национальный суверенитет должен быть принесен в жертву, нельзя не согласиться. Это тезис был разработан в одной из моих последних книг [47]. Мы ставим такой же диагноз, какой ставит в своей книге Стиглиц. Стиглиц также осознает непомерную политическую цену существования евро в совре-

менном виде. Он прогнозирует кризис, одновременно экономический и политический, который произойдет, если только страны еврозоны не решат двигаться к полноценному федерализму или просто спокойно и тихо «распустят» еврозону [37].

Сомнения по поводу способности евро выжить сейчас очень велики. Возможный кризис обещает быть крайне серьезным. Тем не менее идея общей валюты до сих пор жива и распространяется за пределы Европейского союза, например в России, которая рассматривает гипотетическую возможность создания общей валюты Евразийского союза. В связи с этим необходимо понимать теоретические основания, которые могут объяснить текущее положение дел.

**Теоретические основания единой европейской валюты.** Кризис еврозоны в значительной мере объясняется условиями, в рамках которых она была основана. С этим соглашаются как сторонники, так и противники евро [48]. Необходимо еще раз подчеркнуть, что сама по себе идея создания единой европейской валюты не лишена преимуществ. Эта идея стала следствием экономической теории, а именно теории оптимальных валютных зон. Однако растущие вопросы и проблемы требовали необходимости модификации этой теории.

Роберт Манделл впервые высказал идею введения общей валюты в 1961 г. [49]. Данная идея отражала точку зрения многих экономистов, согласно которой в условиях либерализации торговли и движения капиталов не может проводиться независимая монетарная политика [50; 51]. Введение единой валюты имеет два основных преимущества. Во-первых, – ведет к снижению транзакционных издержек и неопределенностей, вызванных колебанием валютных курсов. Необходимо, однако, заметить, что учет данных транзакционных издержек и неопределенностей является важным в рамках системы с плавающим валютным курсом, находящейся под давлением либерализованных финансовых рынков. В ситуации, при которой обменный курс фиксирован в течение определенного периода, а краткосрочные движения капитала контролируются, эти издержки и неопределенности в значительной мере снижены. Во-вторых, преимущество использования единой валюты состоит в том, что устранение конкуренции между различными денежными инструментами позволяет проводить согласованную монетарную политику. Таким образом обеспечивается цельность проводимой экономической политики. Значение двух вышеупомянутых преимуществ введения единой валюты возрастает, если рассмотреть зону свободной торговли, т.е. торговая и валютная интеграции связаны между собой, причем торговый аспект интеграции в конечном счете является определяющим для валютного. Поэтому крайне важно изложить во всей полноте теорию – неважно, верна она или ложна – которая широко использовалась для обоснования введения единой европейской валюты.

Манделл фактически оспаривал позицию Фридмана, согласно которой плавающий валютный курс обеспечивает смягчение последствий, вызванных недостаточной гибкостью внутренних цен. Однако необходимо вспомнить, что в рамках Бреттон-Вудской системы валютные паритеты были жесткими, а их корректировки относительно сдержанными [52]. Позиция, которую Манделл отстаивал в 1960 г. [53], состояла в том, что данный аргумент неожиданно опирается на существование «монетарной иллюзии» у экономических агентов, частично рассмотренной в «Общей теории» Кейнса в 1936 г. [54]. Манделл использовал подобную аргументацию для анализа международной торговли, чтобы описать неявную идею, стоящую за позицией Фридмана [55]. В другой своей статье того же периода [56] Манделл оценивает эффекты проведения монетарной, фискальной и торговой политики в условиях плавающих и фиксированных валютных курсов с позиции стимулирования занятости. Если рассматривать данную статью в качестве черновика написанной Манделлом в 1967 г. статьи [57], то может показаться странным, что он приходит к выводу о гибкости фискальной политики. Это объясняется тем, что фискаль-

ная политика в том виде, в каком ее анализирует Манделл, представляет собой не «чистую» бюджетную политику (как показано в его статье [58]), а определенную форму смешанной политики, допускающей интервенции со стороны центрального банка.

Следует отметить, что статья, в которой Манделл представил идею, впоследствии оформившуюся в теорию оптимальных валютных зон, начинается с выделения (как и Фридманом) трех основных факторов, определяющих периодические кризисы платежного баланса: валютный курс, негибкость цен и негибкость заработной платы. Вместе с тем он не соглашается с практическим выводом Фридмана, для которого решение задачи – плавающие валютные курсы. Оспаривая этот вывод, Манделл задает риторический вопрос «Какую территорию целесообразно включать в валютную зону?» [49]. Чтобы ответить на данный вопрос, он прежде всего старается определить, что конкретно представляет собой оптимальная валютная зона, и таким образом объяснить суть монетарных экспериментов, проводившихся в то время. Здесь уместно напомнить, что речь идет о времени, когда появились первые признаки проблем с фиксированными валютными курсами (такие курсы тогда преобладали) и предпосылки к переходу к плавающим курсам валют (который произойдет в начале 1970-х годов). Интересно отметить, что он предлагал идею единой валютной зоны для стран Западной Европы, которые незадолго до этого упразднили Европейский платежный союз.

Однако аргументация Манделла кажется тенденциозной, в связи с чем не может рассматриваться как неопровержимое доказательство эффективности систем, основанных на общей валюте. Более того, на примере еврозоны видно, что в ней преобладает рестрикционная экономическая политика, а причина этого явления – неспособность устранить дисбалансы между отдельными странами. С другой стороны, страны, сохранившие собственные валюты, имеют большую свободу маневра при проведении экономической политики, направленной на достижение полной занятости.

Вторая часть статьи Манделла 1961 г. («Национальные валюты и плавающие валютные курсы» [49]) содержит наиболее известные тезисы. Отметим, что представленная в ней аргументация исходит из того, что государство не рассматривает возможность поддержки одного региона за счет другого даже если это должно происходить как часть бюджетной политики и деятельности центрального банка. Этот пример позже был рассмотрен Даниэлем Коэном [60], чтобы показать, что обратной стороной введения единой валюты по определению является создание системы межбюджетных трансфертов.

**Трилемма Манделла.** Традиционная несовместимость целей экономической политики представлена трилеммой: свободным движением капитала, фиксированным валютным курсом и независимой монетарной политикой. Обосновывается трилемма, как правило (следуя статье Манделла 1963 г. [57]), предположением о том, что в случае совершенной мобильности капитала должен существовать его мировой рынок, на котором формируется общая процентная ставка. Данная ставка относится ко всем странам, и если в какой-либо стране происходит отклонение от нее (в большую или меньшую сторону), то это воздействует на потоки капитала, которые нарушат равновесие платежного баланса. Но если перечитать первые статьи Манделла, очевидно, что общепринятая интерпретация его теории не является единственной. Согласно одной из его статей 1961 г. [56], можно утверждать, что единая европейская валюта находится за пределами зоны равновесия. Это прежде всего касается случаев, когда платежный баланс страны разбалансирован. Такая ситуация характерна для многих стран (наиболее очевидный пример – США), при которой возможности действий центрального банка становятся асимметричными. Способность центрального банка защищать национальную валюту от спекулятивных атак, например массированных продаж на валютном рынке, в теории, как показано во множестве работ [61; 62], определяется объемом золотовалютных резервов. Но фактически с начала 1990-х годов возможности

спекулянтов «играть» на высоком уровне леввериджа вынуждают центральные банки, если те хотят быть способными защищать свои национальные валюты, наращивать за пределами высокие объемы золотовалютных резервов. Это соответствует текущей ситуации в Китае и России [63]. Однако существует и другой метод противостояния спекулятивным атакам. Центральный банк, валюта которого находится под ударом, может повысить процентные ставки с целью привлечения капитала, таким образом дополнительно поддержав курс национальной валюты. Тем не менее в большинстве случаев такой подход неэффективен, требуя огромного увеличения ставки, которое приведет к катастрофическим последствиям для экономики. В реальности инвесторы стараются воздержаться от вложений, если предвидят скорый обвал курса валюты и даже могут рассматривать рост процентных ставок как предзнаменование этого обвала [64; 65].

Двумя годами позже Р. Маккинон усложнил теоретическую конструкцию [66]. В своей статье он объясняет, что при повышении степени открытости экономики по отношению к остальному миру снижается важность валютных курсов. Затем П. Кеннен высказал мнение [67], что диверсификация экономики ведет к снижению амплитуды внешних шоков и дает возможность стране быть связанной с другими странами через фиксированные валютные курсы. На основе этой работы можно сделать вывод о том, что страна может быть заинтересована во взаимодействии с партнерами посредством общей валюты, но при условии совершенной мобильности труда и капитала, значимости для нее внешней торговли и высокой степени диверсификации экономики.

Мнения о выгоде для многих стран введения единой валюты высказывались и другими экономистами. Предполагалось, что после этого произойдет значительный рост объемов торговых потоков между входящими в валютный союз странами, который в конечном счете приведет к росту объемов выпускаемой продукции (эту позицию пытался обосновать Эндрю К. Роуз [68; 69]). Исследования Роуза способствовали выходу множества работ, посвященных созданию валютного союза. В этих работах само существование национальных валют описывалось как препятствие для эффективной международной торговли [70], а монетарная интеграция рассматривалась в качестве способа резкого повышения экономического потенциала [71; 72]. Предполагалось, что европейский валютный союз станет «оптимальной монетарной зоной» [73; 74], а создание такого союза снизит риски экономических флуктуаций [75; 76], разделив риски между всеми входящими в него странами. Последний аргумент и сегодня используется еврозащитниками [77], утверждающими, что единая европейская валюта сама по себе означает «защиту».

Разработанная в 1961 г. теория оптимальных валютных зон не стала последним словом Манделла, из-за чего возникают разногласия, усиленные эмпирическими исследованиями.

**Теоретические и фактологические разногласия.** Почти безусловное оправдание Манделлом фиксированных валютных курсов и монетарной унификации привело к тому, что его называют «интеллектуальным отцом евро» [78]. Но в действительности существуют два Манделла. В работах первого исследовалась теория оптимальных монетарных зон и был заложен фундамент модели Манделла-Флеминга. Во второй своей ипостаси Манделл стал сооснователем, наряду с Артуром Лаффером, экономической теории предложения (supply-side economics). Мы не говорим, что между первой и второй версиями Манделла нет никаких взаимосвязей. При этом в его научной карьере можно выделить несколько отдельных этапов. Первоначально Манделл был кейнсианцем в том смысле, который вкладывал в это понятие Самуэльсон. Позже он попал под влияние идей монетаристов. Маккинон, изучавший наследие Манделла, выделяет в его творчестве несколько периодов [79] и условно различает Манделла I и Манделла II. Если Манделл I пытался найти возможные способы замены фиксированных валютных курсов, то Манделл II занял

позицию, согласно которой флуктуации курсов валют по своей природе дестабилизируют экономическую ситуацию.

Маккинон был не единственным, кто указал на расхождения в идеях Манделла. Проведенный Обсфельдом анализ интеллектуальной эволюции Манделла позволяет определить момент, когда тот «ушел» из лагеря кейнсианцев (в самуэльсоновском смысле) [80]. Поворотная точка – это 1969 г. Вклад работ Роберта Лукаса стал определяющим в переосмыслении основ макроэкономической теории и рост сомнений в корректности кейнсианских идей. Еще один важный момент – публикация в 1972 г. макроэконометрического решения проблемы нейтральности денег в равновесной ситуации в условиях рациональных ожиданий [81].

Лиссабонский договор, цель которого – увековечить «единый рынок», в качестве основополагающего принципа устанавливает конкурентную систему, подразумевающую «свободный и неискаженный» обмен [82]. Единая валюта, с другой стороны, устраняет конкуренцию между монетарными инструментами, устанавливая монополию. Однако если единая валюта ведет к образованию монополии в одной области, как она может одновременно установить режим всеобщей конкуренции? Здесь мы показали брешь (далеко не единственную) в аргументации еврооптимистов.

Установление монополии на монетарные инструменты и монетарную политику имеет определенные последствия. Став унифицированной, монетарная политика больше не может учитывать все разнообразие социально-экономического ландшафта на территории ее проведения. Если следовать первоначальной аргументации Манделла, на этой территории должна существовать совершенная мобильность трудовых ресурсов – только в этом случае можно будет справиться с внешними шоками. Означает ли это, что вне однородных в социальном и экономическом отношениях зон не может функционировать единая валюта? Ответ на этот вопрос отрицательный, поскольку деньги, к счастью, не единственный экономический институт. Более того, деньги – это не единственный доступный инструмент. Введение единой валюты должно сопровождаться проведением солидарной фискальной и бюджетной политики, в рамках которой ресурсы могут перераспределяться в пользу регионов, пострадавших в результате воздействия асимметричных шоков. В условиях неоднородной экономики условием существования монетарной монополии является активная фискальная политика. Это наиболее очевидно, если рассмотреть страны с федеральным государственным устройством. Доля федеральных расходов должна быть выше 50% для того, чтобы система работала. Если экономическая зона состоит из нескольких стран, потеря ими монетарных инструментов должна быть уравновешена строгой фискальной автономией, позволяющей правительству субсидировать пострадавшие в результате сегменты экономики (вместо помощи им посредством девальвации национальных валют [60]). В случае еврозоны существует противоречие. При введении единой валюты не был рассмотрен вопрос о создании общего федерального бюджета. Таким образом, страны были лишены возможности девальвировать свои валюты, но не получили взамен других инструментов экономической политики. Как признает Александр Свобода, в ранних работах Манделла, сторонника единой валюты, легко можно найти аргументы против создания еврозоны в том виде, в каком оно произошло [83].

Некоторые из сторонников евро, отстаивая свою позицию, выдвинули тезис о неэффективности монетарной политики. Эта позиция, проиллюстрированная Кидландом и Прескоттом метафорой [84], что Одиссей, привязанный к мачте корабля, мог слушать пение сирен без риска погибнуть. В этом контексте – евро становится более приемлемым (страны ничего не теряют, не имея возможности проводить монетарную политику). Но, как показано в работах Грегори Мэнкью [85; 86], опыт США резко

противоречит такой позиции. Ошибки, допущенные при основании экономического и монетарного союза, также проникли во французскую экономическую доктрину, монетарный эссенциализм. Не случайно французские чиновники высокого ранга играли важную роль в становлении евро. В наиболее завершенной форме эта доктрина представлена в работах Мишеля Аглиетта и Андре Орлеана [87-89]. В данных работах деньги предстают не просто важным институтом капиталистической экономики, что в целом верно, но ее центральным институтом, а это уже довольно спорно. Как следствие термин монетарный эссенциализм был предложен, чтобы отразить точку зрения сторонников этой доктрины. Одновременно монетарный эссенциализм основан также на наборе весьма спорных предположений об индивидуальном поведении (и потребительском выборе) и антропологических догадок [92, с. 187-193, 201-203].

На Роберта Манделла можно смотреть как на предшественника монетарного эссенциализма в той мере, в какой он подчеркивает сближение реальных экономических факторов под воздействием монетарной унификации [83]. Эта позиция согласуется с описанными выше взглядами Манделла II: здесь снова можно увидеть идею, согласно которой деньги обладают «телеологическими добродетелями», которые позже будут использованы Аглиеттом и Орлеаном. Действительно, защищая принцип единой валюты, Манделл выразил сомнение в правдоподобности элементов теории Манделла I, содержащиеся в его оригинальной статье [93]. С начала 1970-х годов он предполагает, что экономические агенты реагируют только на изменение реальных переменных, не обращая внимания на динамику номинальных доходов. Происходит постепенное движение позиции Манделла в сторону монетаризма, что подразумевает принятие довольно жестких предположений о поведении людей.

Споры, касающиеся единой валюты, постепенно вышли за рамки аналитического подхода, в рамках которого учитываются ее преимущества и недостатки, и перешли к пропаганде, в рамках которой для оправдания существования евро допускаются вопиющие логические ошибки и игнорируются попытки применить научную аргументацию.

***Когда реальность наносит ответный удар...*** В 2004 г. даже самым оптимистичным сторонникам евро стало ясно, что реальность не спешит меняться в угоду их желаниям. Аглиетта [94] признал, что, если долговые рынки унифицированы, в тех странах, в которых остаются какие-то признаки реального производства, отмечается «упорное сопротивление сегментации на национальном уровне». Переосмысление роли евро не привело к унификации уровня цен в странах еврозоны, как предполагалось в работах, описанных в начале этого текста. Можно сказать, что реальность сопротивляется упрощающей унификации. Аглиетта был вынужден отметить, что основные выгоды, которые, как ожидалось, получают страны после введения единой валюты, не были получены. Предполагалось, что введение евро одновременно ускорит темпы экономического роста и защитит Европу от внешних экономических шоков. Но этого не случилось [94].

В середине 1999-х годов Джордж Акерлоф и исследователи из Брукингского института продемонстрировали устойчивость «номинальной иллюзии», постоянно критикуемой в работах монетаристов [95; 96]. В результате они доказали, что определенный рост цен необходим для экономического развития. Следует также отметить, что они рассматривали индивидуальное поведение существенно более реалистично, чем это делалось в традиционных моделях [97]. Традиционные предположения о предпочтениях и индивидуальном поведении показали свою несостоятельность в результате исследований в области экспериментальной психологии [92]. Это привело к всестороннему пересмотру выводов экономической теории начиная с 1960-х годов [98-100]. Фактически экспериментальная психология поддерживает первоначальные кейнсианские тезисы [101] как в споре с моне-

таристами, так и с теми, кто пытается представить наследие Кейнса всего лишь как вариацию классической парадигмы.

В последнее время снова признается важность учета устойчивых паттернов, проявляющихся в реакциях реального сектора и экономических институтов и отражающих особенности социального и исторического развития каждой страны [102; 103]. Высказанные в этих работах идеи можно объединить с идеями Акерлофа и его коллег [96], демонстрирующих, например, опасности слишком низкой инфляции [104]. В недавно предложенных моделях, известных как модели с «липкой» информацией, предпринята попытка изобразить экономическую действительность более реалистично, чем это предпринято в традиционных моделях [105; 106]. Существенный вклад этих моделей заключается в том, что в них раскрываются долгосрочные эффекты монетарных шоков и показывается, что воздействие монетарной политики на уровень экономической активности является продолжительным. Данные модели подтверждают, что реакция экономики на монетарную политику зависит от сложившихся структур и институтов.

Рассмотрение инфляционной динамики в странах еврозоны в этом контексте представляет особый интерес [107]. В работах Кристиана Конрада и Менелаоса Каранасоса продемонстрированы два основных результата. Во-первых, не существует единственно возможного паттерна роста цен, во-вторых, инфляция сама по себе не оказывает негативного воздействия на экономический рост в отличие от утверждений монетаристов [108]. В некоторых случаях инфляция необходима для того, чтобы экономика росла. Деньги – это зеркало (а может быть, даже увеличительное стекло), в котором отображается (рассматривается) реальный мир. Выводы авторов всецело согласуются с результатами, полученными на основе моделей с «липкой» информацией [106]. Индивидуальные особенности социально-экономических систем, являющиеся следствием истории страны, в которую данная система встроена, должны рассматриваться как крайне существенный фактор при проведении любой экономической политики. Описанные изменения взглядов на проблему со стороны экономистов подчеркивают хрупкость предположений, использованных Манделлом II и соответственно одновременную хрупкость единой европейской валюты.

Критика евро также лежит в основе критики позитивных эффектов, которые якобы должны были проявиться результате образования монетарного союза. Риски, возникшие в результате объединения крайне отличных друг от друга экономик, были осознаны с самого начала [109]. Можно вспомнить работу А.К. Роуза, в которой объясняется, что создание еврозоны позитивно скажется на экономиках входящих в нее стран. Выводы в этой работе сейчас подвергаются сомнению [110]. В дальнейших исследованиях оценки позитивных эффектов создания единой валюты существенно снижены [111; 112]. Первоначальная работа Роуза критиковалась прежде всего из-за использованных в ней эконометрических методов [113; 114]. Более фундаментальная критика затем коснулась того, что предложенные модели не принимали в расчет инерционность международной торговли [115]. Наконец, эти модели пренебрегали существованием воздействующих на торговлю эндогенных факторов, влияние которых не зависит от того, существует или нет монетарный союз. Все это ведет к еще одному вопросу: был ли отказ от гибкости валютных курсов (внутри европейского монетарного союза) правильным решением? По этому вопросу также было высказано множество предостережений [116-118].

Как результат, появились справедливые вопросы, касающиеся результатов такой политики. Размышляя об исследованиях в области международной торговли и гравитационных моделей [119-121], Гарри Келеджиан и его коллеги [122] пришли к тем же оценкам эффектов создания монетарного союза на внешнюю торговлю входящих в него стран. Эти результаты разрушительны для сторонников евроинтеграции. Согласно полученным оценкам, вследствие экономической и монетарной интеграции объем торговли увеличил-



ся на 4,7-6,3%, что намного ниже опубликованных ранее наиболее пессимистичных оценок, предполагавших, что рост будет равен не менее чем 20%. В первоначальной работе Роуза вообще прогнозировалось, что объем торговли возрастет в 2-3 раза, т.е. за 10 лет оценка воздействия проводимой политики на торговлю не просто уменьшилась, а обрушилась в 10 раз. Таким образом, оценка позитивных эффектов создания монетарного союза была серьезно завышена, что, очевидно, произошло по политическим мотивам.

Единая европейская валюта в том виде, в каком она была задумана и реализована, является интеллектуальным и теоретическим архаизмом. Цена введения евро, осознаваемая изначально [123-126], намного превысила полученные от его введения преимущества. В некоторой мере это привело к глубокому кризису, который был преодолен некоторыми входящими в союз странами в 2010-2015 гг. Поэтому при обсуждении вопросов введения общей валюты требуется проработки условий, при которых удастся компенсировать негативные эффекты, возникающие в результате интеграции стран с различным уровнем экономического развития.

**Выводы.** Введение евро по своим последствиям было приравнено, и не без оснований, к золотому стандарту начала 1930-х годов, чей вред и роль в распространении Великой депрессии хорошо известны. Неспособность входящими в еврозону странами прибегнуть к политике девальвации (или, наоборот, дополнительного укрепления) своих национальных валют на сегодняшний день является главной проблемой. Более того, недооценка Германией своего реального валютного курса из-за наличия евро, согласно публикуемым МВФ докладам [127-128], хорошо известна. Поэтому евро становится проблемой не только стран еврозоны, но и всей мировой экономики [129]. Вопрос роспуска еврозоны к настоящему времени вошел в число возможных опций. Вполне возможно, что еврозона вместе с евро пойдут по тому же пути, что и множество других монетарных союзов в XIX-XX веках [130-132]. Отчасти это было предсказано бывшим несгибаемым апологетом валютного союза А.К. Роузом [133], как и авторами, придерживающимися более критических взглядов [134]. Это возвращает нас к проблеме, впервые описанной Дж. М. Мидом, – необходимости балансировать платежный баланс в зоне свободной торговли [135].

Теперь можно понять, почему лидеры Евразийского союза и прежде всего В.В. Путин подходят к этому вопросу предельно осторожно, даже вполне осознавая, какие преимущества несет за собой создание единого монетарного союза. В текущей экономической ситуации создание в рамках Евразийского союза монетарного объединения или введение единой валюты представляется крайне маловероятным. Реализация таких процессов требует огромной степени экономической и институциональной конвергенции.

Что приведет к коллапсу еврозоны – плачевное экономическое состояние или политические разногласия? Это покажет будущее. Территориальный аспект каждой национальной валюты должен ясно осознаваться [136]. Фактически это часть проблемы устойчивого развития [137]. Создать монетарный союз – одно дело, но совсем другое – сделать его устойчивым.

Все вышесказанное подчеркивает ответственность экономической теории и, если говорить более определенно, проблему использования экономической теории и злоупотребления ею, когда она становится инструментом для продвижения политических целей. Эту проблему, как и противоречия аналитических, нормативных и политических убеждений некоторых экономистов больше не получится скрыть. С этой точки зрения единая европейская валюта представляет собой очевидный провал профессиональных экономистов. Причиной провала стало то, что они или исказили свои теории, чтобы оправдать введение евро, или вообще отвергли их ради политических целей.

Литература

1. Eichengreen B. and J. Frieden. *Forging an Integrated Europe: Introduction*. 1998. Pp. 1-17.
2. Eichengreen B. and J. Frieden, eds. *Forging an Integrated Europe* // University of Michigan Press. Michigan, (USA). 1998.
3. Dwyer G.P. and J.R. Lothian. *International Money and Common Currencies in Historical Perspective* // Working Paper, Federal Reserve Bank of Atlanta. 2002.
4. Védrine H. *Sortir du Dogme Européiste* // *Le Monde*, June 9-th, 2005.
5. Dornbush R. *Euro Fantasies: Common Currency as Panacea* // *Foreign Affairs*, 1996, vol. 75, № 5.
6. Lafay G. *L'euro Contre l'Europe ?* Arléa, Paris, 1998.
7. Rosa J.-J. *L'Erreur Européenne*. Grasset, Paris, 1999.
8. Friedman M. *The Euro: Monetary Unity to Political Disunity?* // *Project Syndicate*, August 28th, 1997.
9. Feldstein M. *Europe Can't Handle the Euro* // *Wall Street Journal*, February 8th, 2000.
10. Eichengreen B. *Fiscal Policy and EMU* // in B. Eichengreen and J. Frieden, eds. *The Political Economy of European Monetary Unification*. Westview Press, Boulder, 1994.
11. Feldstein M. *The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability* // *NBER Working Paper Series*, 1997, № 6150.
12. Eichengreen B. *European Monetary Unification* // *Journal of Economic Literature*, 1993, vol. 31, № 3, pp. 1321-1357.
13. Gould D. and F. Signalla. *The EMU: A Groundbreaking Monetary Experiment* // *Federal Reserve Bank of Dallas, Southwest Economy*, 1997, May, pp. 12-16.
14. Krugman Paul. *Lessons of Massachusetts for EMU* // in F. Torres and F. Giavazzi, eds. *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*. Cambridge University Press. New York, 1993, pp. 241-261.
15. Marion Justin. *Europe: Risk and Reward Under Monetary Unification* // *Federal Reserve Bank of Dallas, Southwest Economy*, November/December, 1998, pp. 10-11.
16. Obstfeld M. *Europe's Gamble* // *Brookings Papers on Economic Activity*, 1997, vol. 2, pp. 241-300.
17. Jonung L., Drea E. *The Euro: It Can't Happen. It's a Bad Idea. It Won't Last. US Economists on the EMU. 1989-2002* // *European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs. Brussels, Economic Papers*, 2009, 395, December.
18. Carlino Gerald A. *Monetary Policy and the US States and Regions: Some Implications for European Monetary Union* // *Working Paper*, 1998, № 98-17, Federal Reserve Bank of Philadelphia.
19. Eichengreen B. *One Money for Europe? Lessons from the US Currency Union* // *Economic Policy*, 1990, vol. 5, № 10, pp.117-187.
20. Graboyles R.F. *The EMU: Forerunners and Durability* // *Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Review*, 1990, July/Aug, pp. 8-17.
21. Hutchison M. and K. Kletzer. *Factor Mobility and Credibility in Transition to Monetary Union in Europe* // in Eichengreen B., J. Frieden and J. von Hagen, eds. 1995, pp. 138-167.
22. Inman R.P. and D. Rubinfeld. *Fiscal Federalism in Europe. Lessons from the United States* // *European Economic Review*, 1992, vol. 36, № 2, pp. 654-660.
23. Sala-i-Martin X. and J. Sachs. *Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas: Evidence from Europe from the United States* // *NBER Working Paper Series*, 1991, № 3855.
24. Delhommis P.-A. *Une Etude se Demande si la France et l'Italie Vont être Contraintes d'Abandonner l'Euro* // *Le Monde*, July 9th, 2005.
25. Touati M. *NATEXIS, Lettre des Etudes Economiques*, March 9th, 2006.
26. Federbusch S. *La Surévaluation de la Monnaie Unique Coûte Cher à la Croissance* // *Libération, «Rebonds»*, April 26th, 2006.
27. Bagnai A. *Il Tramonto dell'Euro, Imprimatur*. Reggio Emilia. 2012.
28. Bagnai A. *Introduction to the Symposium: The Euro, Manage it or Leave it!* // *Comparative Economic Studies*, 2013, № 55.
29. Bagnai A. and Mongeau-Ospina C.-A. *The Asimmetrie Annual Macroeconometric Model of the Italian Economy: Structure and Properties* // *Paper presented to the Conference Euro, Markets and Democracy 2014 conference, Montesilvano, Italy, November 2014*.
30. Bertelsmann Stiftung. *How Germany Benefits of Euro in Economic Terms* // *Policy Brief*, 2013/1, Gutersloh.
31. Flassbeck H. and Lapavistas C. *The Systemic Crisis of the Euro – True Causes and Effective Therapies* // *STUDIEN*, published by the Rosa-Luxemburg-Stiftung, May 2013.
32. Kawalec S. and Pytlarczyk E. *How to Contain Risks Throughout the Process of the Eurozone Dismantlement and Rebuild Confidence in the Future of the European Union* // *Paper for 10th EUROFRAME Conference on Economic Policy Issues in the European Union, Warsaw, 2013*.
33. Papadimitriou D.B. and Randall Wray L. *Euroland in Crisis as the Global Meltdown Picks Up Speed* // *Working Paper 693, The Levy Economics Institute, October 2011, Annandale-on-Hudson, NY*.
34. Pérez-Caldentey E. and Vernengo M. *The Euro Imbalances and Financial Deregulation: A Post-Keynesian Interpretation of the European Debt Crisis* // *Working Paper 702, The Levy Economics Institute, Annandale-on-Hudson, NY, January 2012*.
35. Semieniuk G., van Treeck T. and Truger A. *Reducing Economic Imbalances in the Euro Area: Some Remarks on the Current Stability Programs, 2011-14* // *Working Paper 694, The Levy Economics Institute, Annandale-on-Hudson, NY, October 2011*.
36. King Mervyn A. *The End Of Alchemy: Money, Banking And the Future Of the Global Economy*. London, Little, Brown, 2016.
37. Stiglitz Joseph E. *The Euro: And its Threat to the Future of Europe*. New York: Allen Lane, 2016.
38. Krugman P. *The Euro Catastrophe* // *Paper posted August 21st, 2014*.
39. Bagnai A. *L'Italia può farcela. Il Saggiatore*. Milan, 2014.
40. Goodfriend M. and R.G. King. *The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy* // in Bernanke B.S. and J.J. Rotemberg (edits) (1997).
41. Coll. *L'Euro est-il Mort? Paris: Editions du Rocher, 2016*.

42. De Grauwe P. *The Search of Symmetry in the Eurozone* // CEPS Policy Brief, 2012, № 268, May.
43. Zingales L. 9 MAGGIO, SAN BEATO-2 // *Due Euro Sono Meglio di Uno?* 2010, May 9th.
44. Rosa J.-J. *L'euro: Comment s'en Débarrasser*. Grasset, Paris, 2011.
45. Sapir J. *L'Euro Contre la France, l'Euro Contre l'Europe*. Paris: le Cerf, 2016.
46. Sapir J. *Faut-il Sortir de l'Euro?* Paris: Le Seuil, 2012.
47. Sapir J. *Souveraineté, Démocratie, Laïcité*, Michalon. Paris, 2016.
48. Aglietta M. and Sapir J. *L'Avenir de la Zone Euro*. Paris: Institut Diderot, Spring 2016.
49. Mundell R.A. *A Theory of Optimum Currency Area* // *American Economic Review*, vol. 51, № 3, 1961, pp. 657-665.
50. Mundell R.A. *International Economics*. Macmillan. Londres, 1968.
51. Frenkel J. and A. Razin. *The Mundell-Fleming Model a Quarter of Century Later* // *IMF Staff Paper*, Vol. 34, n°4, December 1987, pp. 567-620.
52. Van Dornael A. *Bretton Woods: Birth of a Monetary System*. London: MacMillan, 1978.
53. Mundell R.A. *The Monetary Dynamics of International Adjustment Under Fixed and Flexible Exchange Rates* // *Quarterly Journal of Economic*, 1960, 84, pp.227-257.
54. Keynes J.M. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. London: Macmillan, 1936.
55. Friedman M. *The Case for Flexible Exchange Rates* // *Essays in Positive Economics* // *The University of Chicago Press*, Chicago, 1953, pp. 157-203.
56. Mundell R.A. *Flexible Exchange Rates and Employment Policy* // *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 1961, 27, pp.509-517.
57. Mundell R.A. *Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates* // *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 1963, 29, pp.475-485.
58. Mundell R.A. *The International Disequilibrium System* // *Kyklos*, 1961, 14, 2, pp.154-172.
59. Eichengreen Barry. *Is Europe an Optimum Currency Area?* // *NBER Working Paper Series*, 1991, № 3579.
60. Cohen D. *Imaginer la Monnaie Unique* // in M. Aglietta (ed.). *L'Ecu et la Vieille Dame*. Paris: Economica, 1986, pp. 145-155.
61. Krugman P. *A Model of Balance-of-Payments Crises* // *Journal of Money, Credit and Banking*, 1979, 11, pp.311-325.
62. Flood R.P., Garber P.M. *Collapsing Exchange-Rate Regimes, Some Linear Examples* // *Journal of International Economics*, 1984, Vol. 17, pp.1-13.
63. Sapir J. *Global Finance in Crisis : a Provisional Account of the 'Subprime' Crisis and How We Got into It* // *Real-world Economics Review*, 2008, issue № 46, 18 May 2008.
64. Sapir J. *From Financial Crisis to Turning Point. How the US 'Subprime Crisis' Turned into a Worldwide One and Will Change the World Economy* // in *Internationale Politik und Gesellschaft*, № 1/2009, pp. 27-44.
65. Sapir J. *Vozmoznosti i Riski 'Gavani Stabil'nosti* // [Possibilités et Risques d'un « Havre de Stabilité »] *Rossija v Global'noj Politike*, № 2/2008, Mars-Avril.
66. McKinnon R.I. *Optimum Currency Area* // *American Economic Review*, Vol. 53, № 4 (Sep., 1963), pp. 717-725.
67. Kenen, P.B. *The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View* // in Mundell R.A. et A.K. Swoboda (edits) *Monetary Problems of the International Economy*. Chicago, Ill. Chicago University Press, 1969.
68. Rose, A.K. *One Money, One Market: the Effect of Common Currencies on Trade* // *Economic Policy*, 2000, Vol. 30, pp.7-45.
69. Rose A.K. *Currency Unions and Trade: the Effect is Large* // *Economic Policy*, 2001, Vol. 33, 449-461.
70. Rose A.K., Wincoop E. van (2001). *National Money as a Barrier to International Trade: the Real Case for Currency Union* // *American Economic Review*, Vol. 91, № 2/2001, pp. 386-390.
71. De Grauwe P. *Economics of Monetary Union*. New York: Oxford University Press, 2003.
72. Frankel J.A., Rose A.K. (2002). *An Estimate of the Effect of Currency Unions on Trade and Output* // *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, № 441, pp. 1009-25.
73. Frankel J.A., Rose A.K. (1998). *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria* // *Economic Journal*, Vol.108, № 449, pp.1009-1025.
74. De Grauwe P., Mongelli F.P. (2005). *Endogeneities of Optimum Currency areas. What Brings Countries Sharing a Single Currency Closer Together?* // *Working Paper Series*, № 468, European Central Bank, Francfort.
75. Artis M. et M. Hoffman (2007). *Declining Home Bias and the Increase in the International Risk Sharing: Lessons from European Integration*. London. CEPR discussion Papers, 6617.
76. Alfonso A. et D. Furceri (2008). *EMU Enlargement, Stabilization Costs and Insurance Mechanisms* // *Journal of International Money and Finance*. vol. 27. pp. 169-187.
77. European Commission (2007). *Focus: Cross-Border Risk Sharing: Has it Increased in the Euro Area?* // *Quarterly Report on the Euro Area*. № 3. Brussels.
78. Mundell R.A. *Making Europe work* // *Discours Prononcé Dans le Batiment Charlemagne du Centre Jean Monnet à Bruxelles*, le 26/11/2011.
79. McKinnon R. *Optimum Currency Areas and Key Currencies: Mundell I versus Mundell II* // *Journal of Common Market Studies*, 2004, 42, 4, p. 689-715.
80. Obsfeld M. *International Macroeconomics: Beyond the Mundell-Fleming Model* // *IMF Staff Papers*. 2001, Vol. 47 Special Issue.
81. Lucas R.E. *Expectations and the Neutrality of Money* // *Journal of Economic Theory*, 4, 1972, p 103-124.
82. TFUE. *Consolidated Version of the Traité sur le Fonctionnement de l'Union Européenne*, 2013.
83. Swoboda A. *Robert Mundell and the Theoretical Foundation for the European Monetary Union* // *FMI*, Washington, 1999.
84. Kydland F.E. and E.C. Prescott. *Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans* // *Journal of Political Economy*, vol. 85, № 2/1977, pp. 473-492.
85. Mankiw G. *U.S. Monetary Policy During the 1990's* // in A. Frankel et P. Orszag (edits.). *American Economic Policy in the 1990's*, MIT Press. Cambridge, Mass., 2002.
86. Mankiw G. *A Letter to Ben Bernanke* // *Paper Presented to the Annual Meeting of the American Economic Association at the Panel «Alan Greenspan's Legacy: An Early Look»*. January 2006.
87. Aglietta M. and A. Orléan. *La Violence de la Monnaie*. Paris: PUF, 1982.
88. Aglietta M. and A. Orléan. *La Monnaie entre Violence et Confiance*. Paris: Odile Jacob, 2002.

89. Orléan A. *Monnaie et Spéculation Mimétique* // in P. Dumouchel (ed.), *Violence et Vérité Autour de René Girard*. Paris: Grasset, 1985, pp. 147-158.
90. Sapir J. *Les Trouis Noirs de la Science Economique*. Paris: Albin Michel, 2000.
91. Orléan A. *Essentialisme Monétaire et Relativisme Méthodologique* // *Multitudes*, № 9, Mai-Juin 2002, pp. 190-195.
92. Sapir J. *Quelle Economie Pour le XXI<sup>e</sup> Siècle*. Paris: Odile Jacob, 2005.
93. Mundell R.A. *Uncommon Arguments for Common Currencies* // in H. Johnson et A. Swoboda (edits.). *The Economics of Common Currencies*. Londres: George Allen & Unwin, 1973, pp. 143-173.
94. Aglietta M. *Espoirs et inquiétudes de l'Euro* // in M. Drach (ed.). *L'argent – Croyance, Mesure, Spéculation*, Editions la Découverte. Paris, 2004, pp. 235-248.
95. Akerlof G.A. and J.L. Yellen. *Can Small Deviations from Rationality Make Significant Difference to Economic Equilibria?* // *American Economic Review*, vol. 75, № 4/1985, pp. 708-720.
96. Akerlof G.A. and J.L. Yellen. *A Near-Rational Model on the Business Cycle with Wage and Price Inertia* // *Quarterly Journal of Economics*. Supplément au Vol. 100, № 5/1985, pp. 823-838.
97. Akerlof G.A., W.T. Dickens et G.L. Perry. *The Macroeconomics of Low Inflation* // *Brookings Papers on Economic Activity*, № 1/1996, pp. 1-59.
98. Tversky A. *Rational Theory and Constructive Choice* // in Arrow K.J., E. Colombatto, M. Perlman and C. Schmidt (edits.). *The Rational Foundations of Economic Behavior*, Macmillan et St. Martin's Press, Basingstoke – New York, 1996, pp. 185-197.
99. Tversky A. and D. Kahneman, (1986). *Rational Choice and the Framing of Decisions* // *Journal of Business*, vol. 59, № 4/1986, part-2, pp. 251-278.
100. Tversky A. and D. Kahneman. *Loss Aversion in Riskless Choice: a Reference Dependant Model* // *Quarterly Journal of Economics*, vol. 107, № 4/1991, pp. 1039-1061.
101. Akerlof G.A. *Behavioral Macroeconomics and Macroeconomic Behavior* // *American Economic Review*, vol. 92, № 3/2002, June, pp. 411-433.
102. Greenwald B.C. and J.E. Stiglitz. *Toward a Theory of Rigidities* // *American Economic Review*, vol. 79, № 2, 1989, *Papers and Proceedings*, pp. 364-369.
103. Stiglitz J.E. *Toward a General Theory of Wage and Price Rigidities and Economic Fluctuations* // *American Economic Review*, vol. 79, № 2, 1989, *Papers and Proceedings*, pp. 75-80.
104. Andersen T.M. *Can Inflation Be Too Low?* // *Kyklos*, 2002, vol. 54, Fasc.4, pp. 591-602.
105. Mankiw N.G. and R. Reis. *Sticky Information: A model of Monetary Nonneutrality and Structural Slumps* // *Harvard University*, October 2001. Paper presented to the Conference in Honor of Ned Phelps.
106. Coibion O. *Inflation Inertia in Sticky Information Models* // *Contributions to Macroeconomics*, vol.6, № 1/2006.
107. Conrad C. and 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, № 4, November 2005.
108. Dotsey M. and P. Sarte. *Inflation Uncertainty and Growth in a Cash-in-Advance Economy* // *Journal of Monetary Economics*, vol. 45, № 3/2000, pp. 631-655.
109. Ferson W.E. and C. Harvey. *Economic, Financial and Fundamental Global Risk in and out of EMU* // *NBER Working Paper Series*, 1999, № 6967.
110. Laurentjoye T. *La Théorie des Zones Monétaires Optimales à l'Epreuve de la Crise de la Zone Euro* Master 2 Main Dissertation. Paris: EHESS, September 2013.
111. Bun M., Klaasen F. *The Euro Effect on Trade is Not as Large as Commonly Thought* // *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 2007, Vol. 69: 473-496.
112. Berger H., Nitsch V. *Zooming out: the Trade Effect of the Euro in Historical Perspective* // *Journal of International Money and Finance*, 2008, Vol. 27 (8). pp. 1244-1260.
113. Persson T. *Currency Unions and Trade: How Large is the Treatment Effect?* // *Economic Policy*, 2001, № 33, pp. 435-448.
114. Nitsch V. *Honey I Shrank the Currency Union Effect on Trade* // *World Economy*, 2002, Vol. 25, №4, pp. 457-474.
115. Greenaway D. Kneller, R. *Firm Heterogeneity, Exporting and Foreign Direct Investment* // *Economic Journal*, 2007, 117, pp. 134-161.
116. Schinasi G.J. *European Integration, Exchange Rate Management and Monetary Reform: A Review of the Major Issues* // *Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers*, 1989, № 364.
117. Obstfeld M. *Regional Non-Adjustment and Fiscal Policy: Lessons for EMU* // *NBER Working Paper*. 1989, Series, № 6431.
118. Kouparitsas M.A. *Is the EMU a Viable Common Currency Area? A VAR Analysis of Regional Business Cycles* // *Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perspectives*, 1999, vol. 23, №4, pp. 2-20.
119. Flam H., Nordström H. *Trade Volume Effects of the Euro: Aggregate and Sector Estimates* // *IIES Seminar Paper*, 2006, № 746.
120. Baldwin R. *The Euro's Trade Effects* // *ECB Working Papers*, 2006, WP № 594, Frankfurt.
121. Baldwin R. et al. *Study on the Impact of the Euro on Trade and Foreign Direct Investment* // *Economic Paper*, European Commission, 2008, №321.
122. Kelejian H. & al. *In the Neighborhood: the Trade Effects of the Euro in a Spatial Framework* // *Bank of Greece Working Papers*, 2011, 136.
123. Glick R. *European Monetary Union: Costs and Benefits* // *Federal Reserve Bank of San Francisco, Weekly Letter*, 1991, № 91-16.
124. Jordan J.L. *Money, Fiscal Discipline and Growth* // *Federal Bank of Cleveland, Economic Commentary*, September 1997, pp. 1-4.
125. Salvatore D. and G. Fink. *Benefits and Costs of European Economic and Monetary Union* // *Brown Journal of World Affairs*, 1999, vol. 4, Issue 2, pp. 187-194.
126. Spiegel M.M. *Fiscal Constraints in the EMU* // *Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letter* 97-23, August 15th., 1997.
127. IMF, 2017 External Sector Report, International Monetary Fund, Washington D.C.
128. IMF, 2016 External Sector Report, International Monetary Fund, Washington D.C.
129. Bibow J. et A. Terzi, edits. *Euroland and the World Economy*. New York: Palgrave MacMillan, 2007.

130. Bartel Robert J. *International Monetary Unions: The XIXth Century Experience* // *Journal of European Economic History* 3, 1974, № 3, pp. 689-704.
131. Bordo Michael, and Lars Jonung. *Lessons for EMU from the History of Monetary Unions*. London: Institute of Economic Affairs, 2000.
132. De Cecco Marcello. *European Monetary and Financial Cooperation before the First World War* // *Rivista di Storia Economica* 9 (1992), pp. 55-76.
133. Rose A. *Checking Out: Exits From Currency Unions* // *Journal of Financial Transformation*, 2007, № 18, pp. 121-128.
134. Nitsch V. *Have a break, Have a...National currency: When Do Monetary Union Fall Apart?* // *CESifo Working Paper Series*. 2004.
135. Meade J.M. *The Balance of Payments problem of a European Free-Trade Area* // *The Economic Journal*, 1957, № 67, pp. 379-396.
136. Helleiner Eric. *The Making of National Money: Territorial Currencies in Historical Perspective*. Ithaca, NY: Cornell University Press, 2003.
137. Cohen Benjamin J. *Beyond EMU: The Problem of Sustainability* // *The Political Economy of European Monetary Unification*. Second edition / edited by Barry Eichengreen and Jeffrey A. Frieden, Boulder, CO: Westview Press, 2001. pp. 179-204.