

# ユーロ圏の経済・財政・金融 ガバナンス：過去の困難と成功 —現在の課題—将来の道筋

ジャン・クロード・トリシェ

## 1. はじめに

日本銀行で前川講演を行うべくご招待頂いたことは大変光栄であり、また、大変特別な機会を頂いたと思う。

私は、幸運にも、キャリアのごく初期から、6名の日本銀行総裁経験者を個人的に知り、彼らと共に働き、そして彼らの見識に感銘を受けてきた。こうした恩恵に授かれたのは、三重野康氏、松下康雄氏、速水優氏、福井俊彦氏、白川方明氏、そして現総裁の黒田東彦氏との間である。フランス財務省次官、フランス銀行（Banque de France: BdF）総裁、そして欧州中央銀行（European Central Bank: ECB）総裁と、私がどのような役職に就いていても、彼らと私は、とても困難で厳しい状況において一致した見解をもつに至り、そして同じような判断や提言を行った。そのことに私は常に深い感銘を覚えてきた。これは、われわれの間における様々な文化的な類似性によるものであり、そこには、中央銀行のような公的機関による堅実で適切な判断によって、社会経済に対し大きな違いをもたらす得るという確信も含まれる。

黒田総裁、その前任者である白川前総裁をはじめ、日本銀行総裁経験者との長期に及ぶ協力関係および共に得た感激を念頭に置きながら、私はこの講演を始めたいと思う。

一般大衆向けの記事はいうまでもなく、学術論文、出版物における見解、専門のジャーナリストの署名記事を読むと、ユーロには失望したという批評を目にすることが多い。欧州以外の国から発信されたものはとりわけそうだ。単一通貨圏の経済状況は、特に米国と比較すると、非常に見劣りすると思われる。経済通貨同盟（Economic and Monetary Union: EMU）は加盟国の世論に悪影響を及ぼしており、さらに国家間の分断、欧州のプロジェクトに対する信頼喪失を招いているとされて

.....  
本稿は2019年5月29～30日に東京で開催された日本銀行金融研究所主催、2019年国際コンファランス「低インフレ・低金利環境のもとでの中央銀行デザイン」において行われた前川講演のバックグラウンドペーパーをもとに、日本銀行金融研究所が著者の同意を得て翻訳したものである（文責：日本銀行金融研究所）。

ジャン・クロード・トリシェ 前欧州中央銀行総裁

いる。

こうした見解は現実を表していない誤ったものであり、深刻な誤解を招くほか、外国の政府、指導者、経済主体および市場参加者に誤った決定を行わせるおそれがあると私は思う。正しくない重要な国際的な見方が存在するという事実は、私にとってそれほど意外なものではない。単一通貨に対する負のバイアスの存在はユーロの創設時から観察されていた。

反対に、私は、ユーロは歴史的な成功であると主張するつもりである。極めて率直にいうと、単一通貨の準備、創設および管理に積極的に参加できたことは光栄かつ貴重な機会に違いなかった。当時、私はフランスのヴァレリー・ジスカル・デスタン大統領のアドバイザーで、同大統領はドイツのヘルムート・シュミット首相とともに欧州通貨制度と欧州為替相場メカニズムを立ち上げた（1979年）。（1983～93年には）財務省次官補、エドゥアル・バラデュール財務大臣当時の財務省官房長、そして財務省次官を歴任した。この間フランスは、とりわけ欧州の経済と通貨の統合強化を目指し、「コンペティティブ・デイスインフレーション」という超党派の経済政策の推進を決定した。1993年には前任のジャック・ド・ラロジエール総裁を引き継ぎ、BdF総裁として1993年から1998年までにフランス・フランを単一通貨に移行させる責任者になった。1998年から2003年までECBの政策理事会の理事を務めた。ECB総裁を2003年11月1日から2011年10月末まで務めた。

したがって、1979年から2011年までの33年間、単一通貨構想とその推進に取り組んだことになる。私にユーロ擁護のバイアスが必ずあるという指摘は受け入れよう。同時に、3分の1世紀を単一通貨に費やすことができたという事実は、われわれの話がすぐに失敗することが約束されているような短期的な試みではなく、歴史的な奥行きのある長期的な試みであることを証明している。ところで、単一通貨の構想から実行までに要した期間は、EMU構想を提案したウェルナー・レポート（Werner [1970]）に始まり、今日（すなわち、2019年）までとみるべきである。これは49年間—ほぼ半世紀—に相当する。

以下の4つの点について話を進める。

1. 多くの否定的な予測に反し、ユーロは、信認、安定性、および頑健性という観点から、通貨として目覚ましい成功を収めている。このうち頑健性はとりわけ大衆の大きな支持によるものである。
2. ユーロが創設されてから今日までの実質経済成長の観点において、ユーロ圏は成功以外の何物でもない。しかし、単一通貨圏内の名目・実質指標の収斂に関する評価は微妙に異なってくる。
3. 中長期的な視点に立つと、EMUは経済・財政・金融ガバナンスの抜本的な強化をさらに進める必要がある。
4. ECBは、危機から数多くの教訓を得ながら、私が呼ぶところの、先進国の中

中央銀行の政策立案における「基本概念の収斂 (conceptual convergence)」に積極的に参加してきた。

全体としていえば、信認、頑健性、柔軟性、大衆の支持、および実質経済成長という観点からみて、ユーロ導入後の最初の 20 年間のユーロとユーロ圏の成功は目覚ましい。このユニークで野心的かつ歴史的な試みの長期的な成功に関する欧州人の合理的な楽観主義の正当性を証明している。この長期的な成功を確かなものにするためには、過去の大胆な試みが行われている場合には常にそうであるように、やるべき多くの大変な仕事が残っている。米国のような単一通貨による単一市場は短期間で実現したわけではない。20 年どころか、40 年でもない。1792 年の貨幣法から 1913 年の連邦準備法まで、120 年前後の成熟過程を経ている。さらに、1914 年に初めて連邦紙幣を発行してから今日まで、105 年を要している。

## 2. 通貨の信認、安定性、および頑健性からみた成功

### (1) 信認

1999 年 1 月、ユーロはゼロからスタートした。当時の為替相場は 1 ユーロ当たり 1.17 米ドルであった。欧州大陸の外の評論家とエコノミストの大半にとって、信認や、国内的ならびに国際的な価値を維持する中長期的な能力という観点からみて、ユーロが米ドルと対等な存在とはなりえないことは疑いようのないことであった。とりわけ、オランダ・ギルダー、ドイツ・マルク、ポルトガル・エスクード、スペイン・ペセタ、およびイタリア・リラなどの統合によって生まれた通貨が時間とともに高い水準の信認を勝ち取るという発想は、その当時は、非常におこがましいものと思われた。

この講演を行っている時点で、ユーロの対米ドル相場はほぼ導入当初の水準にある（創設時の 1.17 米ドルに対し、本日の時点では 1.12 米ドル）。エコノミストと市場参加者の圧倒的多数は、その国際的な価値を維持するユーロの能力に関してもはや何の疑いも持っていない。ユーロの誕生から最初の 20 年間に、ユーロは安定し過ぎ、強過ぎるという指摘もあったが、これは創設時には信認を欠くとみなされたユーロにとって極めて逆説的なものであった。

ユーロの国際的な信認と成功は、ユーロがドルに次ぎ、大差をつけて 2 番目の国際通貨であるという事実と数字によって確認される。ECB によると、ユーロは「対外債務残高」の 23% を占めている（ドルが 62% で、日本円は 2.4%）<sup>1</sup>。

「国際決済通貨」の中で、ユーロは 35.7% を占めており、日本円の比率の約 10

1 『The international role of the euro, interim report, June 2018』(ECB) を参照。

倍で、ドル（39.9%）との差もわずかである。

ユーロは外貨準備の20%前後を占めており、ドルの外貨準備の約3分の1、日本円の5倍である。

ユーロは反論の余地のない2番目に重要な国際通貨である。ただ、ドルとユーロの両通貨にとって重大な変化の一因になりそうな人民元の存在感と利用の拡大を背景に、国際通貨制度が構造的な変革を求められていることは付け加えておきたい。

## (2) 安定性

ユーロに関する国際的な信認は域内の汎欧州的な安定に映し出されている。ECBは設立時から、物価安定を実現する能力の判断基準となる物価安定の定義を明らかにした。それは2%未満であり、程なく2003年には「中期的にみて2%未満かつ2%近傍」に明確化された。

1999年に導入されてから2018年までのユーロ圏の平均インフレ率は1.75%前後である。これはこの20年における素晴らしい結果であり、物価安定の定義と一致している。

とはいえ、インフレ率が毎年2%近辺の水準である必要はない。物価安定の実現は中長期的観点から判断されなければならない。例えば、ごく最近は、デフレの脅威や数年に亘る非常に低いインフレ率が特徴的な期間であり、ECBはそれらと決然と戦ってきた。私は2011年末にECBを去ったが、2011年の平均インフレ率は2.72%であり、2%を大幅に上回っていた。国内外の状況がどうであれ、中央銀行の立場からみて重要なことは、中期的なインフレ予想と実際のインフレ率が物価安定の定義に沿って安定することを目指し、正しい決定を行うことである。

## (3) 頑健性

通貨としてのユーロとユーロ圏は大きな混乱期に目覚ましい頑健性をみせた。ユーロ創設当時、欧州大陸の外で優勢なグローバルな見方において、単一通貨は、その大胆さは敬意に値するものの、逆境期の困難に耐える能力を備えない、ある種無謀な経験であり、信認を得られないだけでなく、短命に終わるとみなされていた。こうした初期の見方においては、ユーロが最悪の経済・金融環境においても価値を維持するなど奇跡のように思われるだろう。このため、グローバル金融危機、そしてとりわけユーロ圏を震源地とするソブリン・リスク危機が始まると、非常に多くの著名なエコノミストが、欧州の試みは終焉を迎えると予測した。

サブプライムとリーマン・ブラザーズの危機の震源が米国内にあったことが米国の誤りに起因していたのと同様に、ソブリン・リスク危機の震源がユーロ圏にあっ

たことが欧州固有の誤りに起因していたのは明らかだ。ユーロ圏がこうした固有のソブリン・リスク危機への対応を余儀なくされた主な理由は以下の6点である。

1. 第1に、危機発生前に安定成長協定（Stability and Growth Pact: SGP）のルールの全面適用を拒否したこと。特に重要なのは、イタリアが議長国を務めていた2003年から2004年にかけてのフランスとドイツの責任であり、両国はSGPの規定が自国に適用されることを拒否した。
2. 第2に、加盟国のコスト競争力の動向とそれに関連した国内外の不均衡に対する入念なモニタリングの欠落。これは当初からEMUのガバナンスにおける主な欠陥の1つであった。
3. 第3に、銀行同盟の欠如。
4. 第4に、投機的な動きに対する具体的な政策手段の欠落（危機発生当初は欧州安定メカニズム（European Stability Mechanism: ESM）がなかった）。
5. 第5に、ユーロ圏全体で必要な構造改革の推進不足。
6. 第6に、サービス・セクターを中心に、単一市場が完全には実現されていないこと。

ユーロ圏の基本概念はEMU、すなわち経済通貨同盟である。「通貨同盟」は間違いなく存在していた。具体的には、単一の通貨、他の各通貨との間における1つの為替相場、単一の信認、単一通貨圏全体で1つのインフレ率である。一方、「経済同盟」には設計上の欠陥があったほか、危機の前にうまく推進できなかった。これらを総合すると、ユーロ圏全体の経済・財政・金融ガバナンスは最適ではなかった。

とはいえ、外部の極めて悲観的な評論家の多くは2010年と2011年のソブリン・リスク危機発生時に3つのポイントを見逃していた。

1つ目の誤りは、全ての加盟国が危機状態に陥ったと考えたことである。実際には、リーマン・ブラザーズの経営破綻時、ユーロ圏15加盟国のうち5カ国（すなわち、3分の1）が、経済、財政、および金融上の非常に深刻な問題を抱えていた。ユーロ圏のパラドックスは、市場参加者からみて最悪の国（例えば、ギリシャ、ポルトガルなど）と最善の国（ドイツ、オランダ、オーストリアなど）の両方が混在していたことだった。通貨としてのユーロは、ユーロ圏の平均的な状況を反映し、少数派にすぎない危機に瀕した一部の国だけを反映していたわけではない。このように考えると、ユーロの目覚ましい頑健性は奇跡ではなかった。

2つ目の誤りは、ユーロ圏の柔軟性、経済ガバナンス上の弱点を是正する能力、およびユーロ圏レベルでの団結力と危機に瀕した国の高い修正能力を過小評価したことである。危機に際し、SGPの強化、財政安定条約への署名・批准、マクロ不均衡是正手続き（Macroeconomic Imbalance Procedure: MIP）の制定、銀行同盟の創設、そしてESM条約への署名・批准が実施された。これらにより上述した弱点のうち

最初の4つは対処された。アイルランド、ポルトガル、およびスペインは特に真の修正能力を証明した。

3つ目の誤りは、ユーロ圏の人々の単一通貨に対する愛着を無視したことである。ユーロ圏の適応能力と目覚ましい頑健性の背景にあるのがこうした大衆の支持である。

直截に、ちょうどリーマン・ブラザーズが経営破綻した2008年9月15日に15カ国が単一通貨圏に加盟していた事実に言及させてほしい。ギリシャを含め、その15カ国の全てが今も単一通貨圏に加盟している。さらに、グローバル金融危機発生後に4カ国（スロバキア、エストニア、ラトビア、およびリトアニア）が新たに加盟し、現在の加盟国は19カ国になっている。大きな金融危機時におけるこの著しい拡大という事実以上に、ユーロ圏の脆弱性に対する指摘の誤りを証明するものがあるだろうか。

#### (4) 大衆の支持

欧州統合プロジェクトには大衆の支持が決定的に欠けているという見方が、昔も今も社会通念になっている。この見方は、英国や米国において政治的にポピュリスト的な党派が予想外の成功を収めたことによって強化された。ナショナリズム、保護主義、および排外主義によって特徴付けられる政治的なうねりが欧州大陸にも存在し、そうしたうねりの中に、例えば英国におけるように、欧州連合（European Union: EU）に対する強い反対が含まれていることはとても自然なことに思われた。

先進国でよくみられるような世論の不満がEUおよびユーロ圏にもあることに議論の余地はない。しかし、皮肉なことに、こうした不満の多くは、欧州の各機関（欧州委員会、欧州理事会および欧州議会）ではなく、各国の政府、議会および国家機関に向けられている。

サーベイである「ユーロバロメーター」は特に興味深い<sup>2</sup>。EU市民の42%は「EUを信頼する傾向がある」と回答しており、「自国の政府または議会を信頼する傾向がある」市民の35%を大幅に上回っている。さらに印象的な結果として、「EUを信頼しない傾向がある」市民の48%に対し、「自国政府を信頼しない傾向がある」市民の比率および「自国議会の信頼しない傾向がある」市民の比率はそれぞれ59%および58%であった。

欧州議会に対する信頼感と自国の議会に対する信頼感を直接比較しても、注目に値する結果が得られる。「欧州議会を信頼している」比率は48%であるのに対して、「自国議会の信頼している」比率は35%である。また、「欧州議会を信頼してい

.....  
2 『Standard Eurobarometer 90』（European Commission）を参照。

ない」比率は全体で 39%であるのに対して、「自国議会を信頼していない」比率は 58%となっている。すなわち、欧州議会を信頼している比率は信頼していない比率を 9%上回り、自国議会を信頼している比率は信頼していない比率を 23%下回っている。欧州委員会と自国政府の比較に関しても同じような結果がみてとれる。「欧州委員会を信頼している」比率は 43%であるのに対して、「自国政府を信頼している」比率は 35%となっている。また、「欧州委員会を信頼していない」比率は 39%であるのに対して、「自国政府を信頼していない」比率は 59%となっている。すなわち、欧州委員会を信頼している比率は信頼していない比率を 4%上回り、自国政府を信頼している比率は信頼していない比率を 24%下回っている。

最後に、EU に対する現在の支持は大規模なグローバル金融危機以降の期間において、最も高くなっていることも同様に注目に値する。結論としては、EU 市民は、自国のものであれ、欧州レベルのものであれ、あらゆる機関に対して低い信頼感しか持っておらず、満足できていないということになる。ただそれでも、欧州とその機関に対する信頼感は自国の機関に対する信頼感を大幅に上回っている。

ユーロについてみると、ユーロ圏内の欧州市民の単一通貨に対する支持率は高く、それは世界中の評論家の認識をはるかに上回っている。加盟国の市民の 75%が「単一通貨、ユーロを伴う欧州経済通貨同盟」という表現に同意している一方、20%はこうした表現に異議を唱えている。これが的を射た質問であることは英国市民の反応（28%が同意し、59%が異議を唱えている）から確認できる。ユーロ加盟国における 75%という現在の比率は、2004 年の調査開始以来最も高い。

ユーロ圏外の評論家が最も頻繁に抱く誤解の 1 つは、ユーロは世論によって拒否されたというものであった。私がしばしば直面する見方は、大多数のギリシャ人は経済調整（「緊縮財政」）を回避するためユーロ離脱を支持しているとか、大多数のドイツ人は危機に乗じてかつての通貨ドイツ・マルクを復活させようとしているとかいったものであった。いずれも全くの見当違いである。大多数のギリシャ人はユーロ加盟維持を支持していた（67%がユーロに関する上述の表現に同意している）。また、ドイツ人はユーロを強く支持してきた（そして、現在も支持しており、81%が直近の調査において同表現に同意している）。

繰り返しになるが、欧州域外における社会通念とは全く異なる、域内大衆のこうした支持がユーロとユーロ圏の顕著な頑健性の大きな理由になっているのである。

### 3. 加盟国間の実質指標の収斂が不十分であるとしても、ユーロとユーロ圏は他の先進国に比べ大幅な実質成長を遂げている

#### (1) 実質経済成長

平均的な国際問題の評論家が、ありとあらゆることを考慮したうえで、単一通貨が安定性と信認の観点から成功を収めたこと、ユーロ圏が例外的な環境で強い頑健性を証明したこと、そしてこの欧州の歴史的な試みが予想外ではあるが議論の余地のない大衆の支持を伴っていることに納得できたとしても、最後の反論としてすぐに提示される否定的な面がある。それは、ユーロとユーロ圏が実体経済面では明らかに失敗しているとの見方である。

ユーロ圏と米国を比較すると、一見、そうした単一通貨圏の経済的弱점에議論の余地はないように思われる。しかし、これは2つの錯覚によるものである。

1つ目は、実質成長率の比較に内在するものである。比較は、通常、絶対値でなされ、人口動態は考慮されていない。このため、そうした比較は、年+0.7%程度の人口成長の差から恩恵をこうむる米国にいつも有利に働く。2つ目は、直近の期間におけるユーロ圏の実質成長が、2007年から2008年にかけてのグローバル金融危機による悪影響だけでなく、2010年から2013年にかけてのユーロ圏を震源地とするソブリン・リスク危機によって押し下げられてきたことである。米国経済は2009年央に回復に転じたが、ユーロ圏で持続的な回復が始まったのは米国から4年遅れの2013年であった。

私見では、正確な判断はユーロが創設された1999年1月から始めるのが妥当であり、既に述べたように20年近い期間が経過していることになる。その期間をみるのが最も妥当である理由は以下の3点である。第1に、それがまさにユーロの時代と対応していることである。ユーロが経済的失敗の原因であればこの間に顕在化しているはずである。第2に、複数の景気循環を含む十分な長さであることだ。第3に、開始時点と終了時点がグローバル金融危機の始まりから十分に離れていることである。このため、米国およびユーロ圏の実体経済に起きた様々な段階の危機からさほど大きな影響を受けていないであろう。

とはいえ、問題は、今どのような状況にあるかである。

米国とユーロ圏の比較の信頼性と正確性を可能な限り高めるため、以下の分析では、国際通貨基金（International Monetary Fund: IMF）と世界銀行の統計に依拠する。IMFによると、1999年の一人当たり国内総生産（gross domestic product: GDP）は、ユーロ圏では22,300ドルであった一方、米国では34,500ドルであった。最新の予測によると、2018年のユーロ圏と米国の一人当たりGDPはそれぞれ40,200ドル前後および62,500ドル前後とされている。金額はいずれも名目である。



IMFのこれらの数値は、一人当たりGDPがユーロ圏では1.80倍、米国では1.81倍に増加したことを示唆している。その差は非常に小さく、米国が大差をつけているわけではない。いずれにせよ、しばしば社会通念となっているユーロ圏の成長の不足を裏付けるものではない。

これらの結果はどの年を起点にするかによって大きく異なる。1998年から2018年までの期間でみると米国の方が有利だが、2000年から2018年までの期間でみるとユーロ圏の方が有利である。結論としては、ユーロ創設以降のユーロ圏全体の一人当たり成長が、米国の一人当たり成長と大幅に異なっていることを示すIMFのデータは存在しない。

データは常に慎重に検討する必要がある。ユーロ圏のGDPの圧倒的多数がユーロ創設時（当初は「11」カ国、その後ギリシャが加わって「12」カ国）の加盟国によって形成されていたとしても、その後加入した7カ国（リーマン・ブラザーズの経営破綻前に加入したスロベニア、マルタ、キプロス、および同破綻後に加入したスロバキアとバルト三国）は、いずれも小国ながら、ユーロ圏全体の経済成長にプラス寄与している。その理由は、これらの国がユーロ圏平均よりも低い一人当たりGDPの水準で加盟したことである。しかし、このことは、私が強調したユーロ圏における一人当たり成長に関する認識と現実の間にある大きな相違を説明できない。

IMFのデータで確認された結果は、ユーロ圏と米国の一人当たり実質成長に関する世界銀行のデータでも確認される。手短かにいうと、1999年から2017年までの一人当たり実質成長に関する世界銀行のデータでは、ユーロ圏が年1.1%、米国が年1.2%で、大西洋の両岸で同程度であった。

ユーロ創設以来、ユーロ圏に属する国よりユーロ圏以外の国の方がうまくやってきた、あるいははるかにうまくやってきた、という指摘が折に触れてなされてきた。もちろん、例えば、ノルウェーやスイスなど、ユーロ圏以外の欧州諸国の中に、経済が好調な国をみつけることができる。しかしながら、試しに、ユーロ創設後の最初の20年間について、ユーロ圏と英国を比較してみると、一般的な認識とは異なり、IMFのデータでは、どの年を起点にしても、一人当たりGDPの成長について英国よりユーロ圏の数値が高くなっている。IMFの数値を信用するならば、ユーロ圏が英国に追いつくプロセスがはっきりとする。ユーロ創設時の1999年には、ユーロ圏の一人当たりGDPは英国の水準を約21.5%下回っていたが、2018年のIMFの予測では、ユーロ圏は英国の水準を約5%程度下回っているだけである。

一人当たり実質成長に関するユーロ圏の全体として好調な状況は、欧州人が現状に満足してよいことを意味するものではない。ユーロ圏の一人当たりGDPは依然として米国の水準を大幅に下回っている（36%下回る）ほか、力強いキャッチアップのプロセスは勢いを失うおそれがある。ユーロ圏は多くの分野において改善が、それも大幅な改善が必要となっている。適切な構造改革の不足により、失業率、特

に若年層の失業率は今なお高過ぎる。欧州とユーロ圏は、ハイテク分野と IT 新規事業分野において、革新性と創造性で本来あるべき姿より劣っているだけでなく、米国の後塵を、そしてまた中国の後塵をも拝している。また、世界的なレベルで優れた教育と大学という観点からみても、ユーロ圏は米国や英国に比べると劣後した状況にある。

## (2) 加盟国間での経済的収斂をさらに大きく進める必要がある

ユーロ創設以降のユーロ圏の一人当たり成長が米国の成長に匹敵するとして、ユーロ圏の別の側面も検証しておく必要がある。すなわち、メンバー国間におけるインフレ率や金利といった名目指標の収斂、景気循環や金融循環のタイミングの同調性、および経済成長や生活水準といった実質指標の収斂といった側面である。Franks *et al.* [2018] によると、こうした観点からは、検証に使う収斂基準次第で、ユーロ圏の状況は微妙に異なる見方もみられる。

1. ユーロ創設前の期間において、インフレ率と金利という名目指標の収斂が進んだ。グローバル金融危機の最中、特にソブリン・リスク危機時の金利を中心に、顕著な反転が生じたが、その後、名目指標の収斂は間違いなく修復されている。
2. 景気循環に関しては、タイミングの同調性が進展してきたが、循環の振幅の違いは大きくなった。金融循環のタイミングに関しては、いくつかの国では危機前の好況期に大きな乖離がみられたが、それ以降は再び同調性が復元してきた。景気循環と同様、金融循環の振幅の相違はさらに拡大してきた。
3. 最も対照的なのは、成長と生活水準といった実質指標でみた経済的収斂である。ユーロ原加盟国 12 カ国（2001 年に加入したギリシャを含む）の間において、実質指標の収斂は実際のところまだ生じていない。そのグループにおいて、一人当たり収入が高い国と低い国の間における所得格差は、GDP の成長や生産性の上昇によって縮小されていない。対照的に、ユーロ創設後に加入した 7 カ国に関しては目覚ましい収斂がみられている。このため、ユーロ圏の初期の経済ガバナンスの適切さや、収斂しなかった原加盟諸国におけるそうしたガバナンスの実効性に疑問が呈されよう。
4. 単一通貨によって全ての加盟国に新たな経済機会や成長可能性がもたらされたことに疑問の余地がないとしても、単一通貨に属すれば最高水準の一人当たり GDP の実現が保証されるものではないことは明らかである。米国の例によって強く示唆されることであるが、州レベルの経済的成功は、今でも、その州の経済運営の質、生産性の向上、そして投資水準に大きく依存している。米国が確立された政治連邦、連邦予算および単一資本市場の機能とともに

に、単一通貨を備えているからといって、ミシシッピ州の生活水準はマサチューセッツ州の生活水準と同じではない（IMFの統計によると、2018年でそれぞれ33,558ドル、71,456ドルとなっている）。ところで、2017年のIMF統計によると、ポルトガルやギリシャの生活水準（それぞれ、23,116ドル、23,027ドル）とドイツの生活水準（46,747ドル）との間の格差は、ミシシッピ州とマサチューセッツ州の間の格差と同程度となっている。ただこれは平均的な生活水準の比較にすぎない。ギリシャの失業率はかなり高く、ミシシッピ州の失業率は相対的に低いため、失業率の水準も考慮に入れて本格的な比較を行うと、欧州の格差はより顕著なものとなろう。

5. 欧州には、今なお（米国における州内および州間と同じように）加盟国内と加盟国間の双方における不平等という重要な問題がある。ユーロ圏内における経済的収斂は、一人当たりGDPの最大化を伴う完全雇用を実現するという最終的な目標に相当するという点を踏まえると、これを一段と進展させる必要がある。重要課題であるユーロ圏内での収斂を加速させるためには、ユーロ圏における経済・財政・金融面でのガバナンスの統合と強化が必要である。

欧州市民にとっての長期的な目標は、単一通貨経済を最適に運営することによって、ソブリン・リスク危機の発生を招くような持続的なばらつきを回避すると同時に、雇用創出と生活水準の面でのキャッチアップのためのあらゆる機会を加盟国とユーロ圏全体に提供することである。

#### 4. ユーロ圏の経済・財政・金融ガバナンス強化に努める必要がある

信認、頑健性、柔軟性、大衆の支持、および実体経済の成功といった点における通貨としてのユーロやユーロ圏の成功は、欧州市民が現状に満足すべきである（または満足できる）ことを意味するものではない。全く正反対である。極めて大胆な戦略的試みを完全なる歴史的成功にするまでには多くの大変な仕事がある。私見では、ユーロ創設後の最初の20年間は、それまで平時に試みられた、おそらく最も大胆な経済と通貨の構造改革を手掛けたことにおいて、欧州市民が正しかったことを証明している。

長期に及ぶ歴史的な試みは必然的に進行中の歴史である。この先の欧州の発展に向けて多くの方策があるとみている。先日、マクロン大統領はEUの中期的な将来に向けた多元的な大改革を明らかにした。

第1に、実際のところ、EUには経済と通貨のほかにも多くの側面があることを忘れてはならない。文化、国内外の安全保障、テロとの闘い、国境管理、移民の監視、および防衛はいずれも、国レベルでは適切な解はないが、大陸レベルであれば

正しい欧州の対応があり得ることが明らかな分野である。ユーロバロメーターの調査で、これらの分野を進展させることに対する大衆の高い支持があることにも元氣付けられる。例えば、「共同の防衛・安全保障政策」には76%が賛成し、反対は18%にすぎず、「共通の外交政策」には65%が賛成し、26%が反対している。

第2に、EMU域内の責任と団結の両方を改善するとともに、全加盟国経済と単一通貨圏全体にとっての最終的な経済目標、すなわち、持続的成長、完全雇用、最先進国の生活水準へのキャッチアップを実現するうえで、EMUの特定領域における重要な提言が6つある。

1. 預金保証と単一の破綻処理の両方の側面で、銀行同盟に関して既に決定されている事項を速やかに実現すべきである。クロスボーダー銀行業務の再構築の妨げに依然なっている金融規制面での障壁を除去する必要もある。残念ながら、EUとユーロ圏のいずれにも、銀行サービスに関する真の単一市場は存在していない。欧州の銀行セクターは米国の銀行セクターに後れを取っている。こうした残念な状況は、デジタル技術とデジタル・プラットフォームの業界で起きている状況と比較し得るだろう。実際のところ、国内とクロスボーダーの双方における銀行業務の本格的な再構築の欠如が、銀行の健全性と収益性について大西洋の両岸に重大な差異をもたらしている大きな原因である。
2. 経済と財政のガバナンスの大きな二本柱であるSGPとMIPの規定を真剣かつ厳格に適用すべきである。前者は「財政協定」で補強されている。個人的にはMIPはSGPと同じくらい重要であると考えている。単一通貨圏では、各国間の競争力における持続的な格差や国内外の不均衡を是正することが重要である。そうした見地からはおそらく、MIPをモニターする際に欧州委員会が検証する基準が多過ぎる点はやはり遺憾である。そうしたこともあって、絶対的に重要な要素の1つ、すなわち、金融面での調整(monetary realignment)に頼れない単一通貨圏では、コスト競争力の加盟国間格差の持続的拡大を容認し続けられないという点が忘れ去られる結果となってしまった。格差の拡大が続くと、恒常的かつ大規模な失業者の累増あるいは突然かつ急激なマクロ経済の調整を引き起こす。後者の調整は、問題となった国の競争力を回復させるために必要なものとはいえ、不利な立場に置かれた人々、特に若者たちにとって、大きな痛みを伴うことが常である。
3. 現行の全会一致制ではなく、特定多数決制を導入することによって、ESMの中での意思決定手続きを改善すべきである。ESMの重要性と規模が過小評価されていることにも注意を払う必要がある。この制度には、810億ユーロの払込資本金に加え、6,240億ユーロの請求払い資本(callable capital)が与えられている。ESMの発行済み資本(subscribed capital)は7,050億ユーロで、

- 最高水準の発行済み資本を有する国際機関である。
4. ユーロ圏財務大臣会合の議長を務めるとともに、ユーロ圏の経済・金融・財政ガバナンスに専念し、特定の国の財務大臣を兼任しないユーロ圏経済大臣を創設すべきである。私はすでに 2011 年にアーヘンで開催されたシャルルマーニュ賞授賞式のスピーチの中でこうした提案を行っている (Trichet [2011])。中期的には、外務大臣会合の議長と欧州委員会副委員長を兼任する共通外交安全保障政策の上級代表者をモデルに、欧州委員会副委員長の職をユーロ圏経済大臣に与えるという考え方もある。ユーロ圏の経済、財政、および金融の運営においては (伝統的に欧州委員会に付与されてきた) 立法機能の役割が次第に低下していると同時に、欧州委員会と欧州理事会の密接な協力のもとで遂行される行政機能の役割が次第に大きくなってきている。
  5. ユーロ圏のガバナンス実施にあたり特定国政府と欧州機関 (欧州委員会と欧州理事会) が対立する場合における (ユーロ圏の中で選任された) 欧州議会議員への最終決定権の付与によって、EMU の民主的正当性を強化すべきである。これは野心的なアイデアであり、現時点ではコンセンサスは形成されていない。それでも、自国議会の支持を背景に欧州の勧告に異議を唱える加盟国の民主的正当性が欧州全体のレベルでの民主的なプロセスによって創設された欧州機関の勧告に異議を申し立てるといった形で対立が生じ得ることは事前に想定しておく必要があると思われる。これこそギリシャ危機が深刻になった時期に経験したことである。そのような状況では、欧州委員会と欧州理事会の勧告の妥当性に関して異議を唱える国は、ユーロ圏の枠組みの中で、欧州議会による仲裁を求める余地を持つべきだと考えている。対象国の国会と入念に協議したうえで、欧州議会が最終決定を下すことになるだろう。私は 2013 年にこの提案を行った (Trichet [2013])。
  6. ユーロ圏予算を創設すべきである。この予算にはいくつかの異なる機能を持たせることができる。

第 1 に、ユーロ圏予算は、現在は国レベルであるが将来は連邦レベルとなるような公共支出をファイナンスし得る。この点に関しては、例えば、失業保険給付の一部をユーロ圏のレベルで調達するなど、いくつかのアイデアが提案されてきた。防衛、安全保障、国境管理の経費についても検討される可能性があり、その場合には、予算は、ユーロ圏だけでなく EU 全体としての連邦経費を賄うことも考えられよう。

第 2 に、ユーロ圏予算は、反景気循環的な緩衝材 (anticyclical cushion) としての役割を果たすこともできる。これは、景気循環における大きな落ち込みから脱するため、ユーロ圏の景気循環の好況期に加盟国から提供された資源を資本として蓄積しておくものである。予算のこうした特定の機能は、通

常の景気循環によるものか世界的なショックによるものかを問わず、ユーロ圏全体に対する景気後退に対抗する手段となり得る。そのようなメカニズムは、通常は国から国への財政移転として機能するものではないし、景気循環を通じてみれば中立的なものとなるであろう。

第3に、規模の大きい汎欧州的なインフラ投資や技術投資、R&D支出など、汎欧州的な側面のある支出を賄う予算として創設することも考えられよう。こうした特定の機能のためには、ユーロ圏だけでなくEUのレベルでの支出をファイナンスすることができるような予算にすべきである。

第4に、単一通貨圏の中であって経済の柔軟性と効率性を高めるための構造改革が必要な国を支援することを目的に予算を組成することも考えられよう。こうした資金調達、良い結果が出るまでに比較的長い時間を要する困難でコストのかかる構造改革に対しては特にうまく適合する。ユーロ圏が最善に機能するためには、実際、いくつかの加盟国における本格的な改革が必要であり、その限りにおいて、こうした資金調達手段の利用をユーロ圏諸国に割り当てることができるであろう。

欧州理事会は、主に予算を編成するための決定を行ってきた。ユーロ加盟国の首脳と大臣の発言から考えると、第3と第4の機能（とりわけ、汎欧州的な投資と構造改革の資金調達であり、加盟国間の収斂を推進する助けになる）に集中することによって、ユーロ圏予算はおそらく実現するものと理解している。

コンセンサスの形成までには距離があるが、個人的には、経済的な観点から反景気循環的な緩衝材（第2の機能）の重要性を忘れてはならないと助言しておきたい。

## 5. 先進諸国中央銀行における政策立案上の基本的概念の収斂プロセスにECBは積極的に参加

2007年から2008年にかけて先進国で起こった劇的なイベントに対処すべく、中央銀行は大胆かつ迅速な決定を下す明晰さと勇気を発揮した。各中央銀行はそれぞれ大きく異なる経済に対処していたが、そうした経済は同時に、金融構造も顕著に異なり、歴史的・文化的背景や基本的な概念の基準（conceptual references）も様々である。こうした個々の経済の特異性という圧力のもと、危機によるショックが経済による違いを際立たせ、利己的かつ内向的な方向で、政策決定、政策手法・手段、そして金融政策への考え方をそれまで以上に多様なものにする予想もできたらう。

そうした予想、そしておそらく懸念とは逆に、私が主張したいのは、中央銀行は、

経済・金融危機に直面した際、実践的にも理論的にも互いに大きく歩み寄ったようにみえるという点である。こうした歩み寄りにはリーマン・ブラザーズ破綻のほぼ直後に鮮明になり、今でも歴史的業績といえるスワップ協定の多国間ネットワークをはじめ、これまでで最も緊密な中央銀行間の国際協力が実現した。このようなかつてないほどの密接な協力関係は、2008年10月8日に実施された協調利下げにも象徴されている。

また、グローバル金融危機により、金融政策の考え方と遂行に関する主要な要素が収斂する多次元プロセスが始まり、もしくは加速した。この現象を「基本的概念の収斂」プロセスと呼ぶことを提案したい。それが達成可能、または達成すべきものであるならば、道のりは遠い。しかし、私自身としては、それが学界と政策当局双方にとって大きな注目に値する現在進行中の世界的な過程であると考えている。

グローバル金融危機が引き金となって目覚ましく収斂が進んだ明らかな一面は、先進国全ての中央銀行による、迅速かつ大胆な極めて非伝統的な政策手段の導入である。ターゲットを絞った国債の買入れ、流通市場で取引されている公的・民間証券の大量購入、固定レートでの流動性供給、フォワード・ガイダンスなどの措置は近年決定され、引き続き中央銀行に活用されているものである。あわせて、量的緩和とフォワード・ガイダンスの両方を最初に経験したのは日本銀行であることを付言しておきたい。

この最初の収斂の側面については、それ自体が十分かつ長時間の講義を必要とするものであるため、ここでは詳しくは説明しない。

ただ、私自身の見立てでは、非伝統的金融政策の領域に加えて、以下のような他の4つの次元においてもこの「基本的概念の収斂」現象が生じている。

1. 銀行監督の最適な位置付け
2. システミック・リスクの予防
3. 記者会見を通じたコミュニケーションという概念
4. そして最後にかつ重要な、物価安定の定義

この4つの次元をさらに詳しく検討しておきたい。

## (1) 銀行監督の最適な位置付け

基本的概念の収斂におけるこの側面、すなわち中央銀行が銀行業務の監督およびミクロ・プルーデンスに関与する、または統括する必要があるという点は注目に値する。15年前には、各国間、そして中央銀行間に大きな違いがあった。英国は中央銀行が銀行監督に関与することに対し明確に反対の立場を取っていた。またユーロ圏は、中央銀行が銀行監督に深く関与することを支持する国と、そうした考え方に

反対する国とに分かれていた。例えばオランダ、フランス、イタリアは前者の国に含まれ、ドイツ、ベルギー、フィンランドは後者に該当する。米国は、いくつかの観点において、この2つの立場の選択に躊躇しているように思われた。

現在、状況は一変した。英国は中央銀行に銀行監督の主な責任を委ねるという長年の伝統に立ち返った。ユーロ圏は、新たな「単一の監督当局」を ECB の完全な傘下に置くことを決定した。また、米国は、連邦準備制度（Federal Reserve System: Fed）の責任を強化する形で、銀行監督制度の改革を行った。このような新たに形成されつつあるコンセンサスに日本が加わるべきであるとの提言を行うものではない。ただ、他の主要先進国で起きたことに感銘を受けたということである。

## (2) システミック・リスクの予防

例外なく全ての主要先進国がそれぞれの中央銀行をシステミック・リスクの予防やマクロ・プルーデンス政策の設計において、重要な役割を果たすにふさわしい機関であるとみなしていることを強調しておきたい。大西洋の両側にある2つの新たな機関がこの大きな流れを如実に物語っている。

2010年7月21日に成立したドッド=フランク法の第I編により金融安定監督評議会（Financial Stability Oversight Council: FSOC）が設立され、Fed議長がその議決権を持つメンバーとされた。リスクをもたらすノンバンク金融機関を特定し、それをシステミック・リスクのある金融機関に指定することがFSOCの第一義的責任であることから、Fedの果たすべき役割は大きい。もし指定があれば、Fedはそうした金融機関をより厳しい監督下に置くことになる。

欧州システミック・リスク理事会（European Systemic Risk Board: ESRB）はわずかに遅れて2010年12月16日に設立された。ECB総裁がESRBの議長を務め、ECBが分析、統計、運営・管理の面でESRBを支援していることから、ECBに極めて近い組織である。

2007年から2008年にかけて発生したシステミックな金融危機のイベントが劇的な展開をみせたことで、システミック・リスクとマクロ・プルーデンス政策の概念に新たに注目が集まった。危機のごく初期から得られた重要な教訓の1つは、グローバル化、統合化が大きく進展した複雑な金融システムにおいては、マイクロ・プルーデンス政策のみではもはや金融安定を保証できないということであった。このため、システミック・リスクを検出し、是正措置を提案することを目的としたマクロ・プルーデンス政策が早急に求められている。システミック・リスク分析における主な課題は、金融セクターについての全ての関連する視点を統合し、金融システムとその変動メカニズム、相互関連性について包括的な見方を得ることである。

金融危機によって、銀行監督とマイクロ・プルーデンスへの中央銀行の深い関与を



支持する大規模な合意形成が進展しただけでなく、新たに台頭してきた中央銀行による中心的役割も求められるマクロ・プルーデンスの決定的重要性に関するグローバルな合意の形成も促されていることは、注目すべきことであると思う。

そうはいつても、これらの領域において中央銀行が果たすより大きな役割の含意の多くについては、議論すべきことが残っている。ミクロおよびマクロの金融監督責任が物価安定の使命を追求する中央銀行の能力を損なってはならない。金融政策の一貫性 (integrity) を確保する 1 つの方法は、新たな機能を中央銀行の極めて近くに置くものの、必ずしも政策理事会や金融政策評議会、公開市場委員会に直接の責任を負わせないことである。

### (3) 記者会見を通じたコミュニケーションという概念

記者会見の一般化を通じたコミュニケーションの向上について、その収斂は、1998 年に ECB が記者会見を開始して以降、幾分時間を要した。記者会見の実施はまた、金融危機の時期とも明確に関連しており、Fed 議長の記者会見は 2011 年 4 月に開始された。このようなコミュニケーション手段が主要中央銀行の間で一般化したことは意外ではない。1990 年代には政策決定直後にリアルタイムでの説明のないことが慣例であったが、これは多くの場合、中央銀行の決定に対する複数の（時には矛盾する）解釈を招き、好ましくない市場の変動をもたらした。大多数の市場参加者の解釈が金融政策決定者の意図に沿っていないという事態さえも、幸いにも非常に例外的ではあったが、起こり得た。

このような観点からみると、ECB において、ごく初期からそうした記者会見が必要であるとみられていたことは驚くにあたらない。新しい中央銀行のコミュニケーションに明確性を確保し、曖昧性をなくす必要があった。この必要に応えることは、文化、世論、そして言語の異なる 11 カ国が ECB の発足当初からユーロ圏を構成していたため、一段と複雑になった。多くの国々で通貨を発行する中央銀行にとって、メッセージや解釈の相違を避ける必要性は特に大きかった。最後に、ユーロ圏の創設以来必要とされたリアルタイムのコミュニケーションは、米国のように確立した連邦国家や、日本や英国のような中央集権国家においてさえ、危機がもたらした非常に困難で厳しい金融の混乱期には極めて有用であったように思われる。

### (4) 物価安定の定義

物価安定の定義、すなわちインフレ目標の水準については、15 年前、4 つの主要な中央銀行のうち 2 つのみ、すなわち ECB とイングランド銀行 (Bank of England: BOE) だけが明確な定義や目標を掲げていた。両行とも消費者物価指数 (consumer price index: CPI) でみて 2% という数字に言及していた。ECB では、1998 年の発足

以来「2%未満」が目標とされてきたが、2003年5月8日に「2%未満かつ2%近傍」と明確化された。BOEでは、2003年以来「CPIで2%」である。当時、Fedも日本銀行も物価安定の定義や目標を示していなかった。だが、2012年1月24日のFedの決定と2013年4月4日の日本銀行の声明を経て、4行全てが2%という数字に言及し、主要先進国の間のグローバル・ベンチマークとなった。

重要なのは、日本が2013年、Fedが2012年であったように、この収斂がつい最近のことである点に留意しておく必要がある。Federal Open Market Committee [2012]は、「長期的なインフレ率は主に金融政策によって決定されるため、本委員会はインフレ率の長期的な目標を定める能力を有している。本委員会は、2%のインフレ率がFedに法律上与えられた使命と長期的に最も整合的であると判断している」と述べている。

さらに、こうした収斂は、金融政策上の諸概念が同一になったことを意味するものではない。中長期的な視点の導入がBOEの「純粋なインフレ目標政策」という当初の概念を大きく変質させたとしても、4行の中には、理論的にはインフレ・ターゲットのまま、ないし新たにそうなった先がある。一方で、インフレ目標は有しないものの、「物価安定の定義」はあると明示的あるいは暗黙的に示す先もある（ECB、そしてある程度はFed）。2007年から2008年の危機以降、中央銀行は、成長と雇用創出、そして金融安定に多大な注意を払うようになっており、Fedや日本銀行などの一部の中央銀行にとっては、これらは法律上あるいは事実上義務付けられている「デュアル・マנדート」である。同時に、私の理解では、全ての中央銀行が中長期的な物価の安定を持続的な成長と金融安定のための必要条件の1つと考えている。

比較的短い期間に生じたこの注目すべき収斂は、過小評価されるべきではない。特に注目される点は、関係する全ての中央銀行がインフレ予想を中長期的にしっかりとアンカーさせることの重要性を強調していることである。中央銀行が明確な目標や明確な物価安定の定義を示そうとする主たる理由は、まさにインフレ予想をアンカーさせるという重要な目的のためである。特別引出権（Special Drawing Rights: SDR）を構成する通貨バスケット（現在は人民元を含む）の5通貨のうち4通貨を発行している主要先進国経済の中央銀行がインフレ予想を中期的に2%かそれに近い水準にしっかりとアンカーさせることを公約している。それらの中央銀行は全て、現在の非常に厳しい状況下で、このコミットメントについて、公表された声明によって確認している。私たちは現在、ブレトン＝ウッズ体制が崩壊して以降のどの時点よりも、インフレについてグローバルな名目アンカーが明確化された状況に近い。

とはいえ、2%の目標を達成し、中長期的にインフレ予想を2%程度の水準にしっかりとアンカーさせることは、先進国経済の中央銀行にとって大きな困難となっ

ていることは明らかなだ。その背景には多くの理由があり、グローバル競争の激化、人口動態の脆弱化、極端に低い実質成長の一因となっている全要素生産性（total factor productivity: TFP）の上昇率の停滞、コストのよりにかからない有形資産投資を可能にする技術変化、これらの要素のいくつかを組み合わせた総合的な概念としての「長期停滞（secular stagnation）」、そして最後に、かつ重要なこととして、生産工程が急速に変化する中での労働者の不安と、労働者と従業員の関心を主に雇用維持に向かわせ、賃金と給与の上昇への関心を低下させるような多くの部門における構造改革が挙げられる。

こう考えると、主要先進国の中でも日本はその典型的な例である。2%というインフレ目標の達成が他の先進国経済に比べ困難であったし、そして明らかにいまだに困難である。

日本銀行の金融政策の大胆な決定が十分でなかったといえる人はいないだろう。私の見立てでは、他の要因が重要であろう。主たるものは以下の3つである。

第1に、日本の経済政策における有名な「第3の矢」、つまり構造改革をあげたい。この構造改革があまりに遠慮がちにそして恐る恐る実行されてきたことは明らかなだ。構造改革は期待されていたような変革者（game changer）とはなっていない。

第2に、人口動態が極めて脆弱であり、これが日本経済の中長期的な特徴である極めて低水準の実質成長の主因となっていることを強調しておきたい。

第3に、最後かつ重要な点として、完全雇用が確保されているにもかかわらず、名目および実質の賃金・給与の顕著な増加が広く観察されておらず、これがおそらく最も支配的な要因であろう。これもまた日本銀行の金融政策の守備範囲外にある。

もし大胆にも日本の公的機関や民間企業に助言するとすれば、私はこういっただろう。「日本銀行だけが唯一の選択肢ではない。経済の構造改革はなお最も重要な課題として残されている。また、企業や組合組織化された労働者、政府の一体化した取り組みにより、断固として単位労働コストの年間上昇率を2%の物価安定目標に沿った水準に引き上げていくべきである。」

## 6. おわりに

最後に、EUを最初に構想した創設者の1人、ジャン・モネに目を向け、彼の言葉を引用する。彼の言葉は、驚くべき速さで構造変化が進む時代において、欧州にとってのみならず、中央銀行関係者にとっても、また国際社会全体にとっても当てはまり得るものだと思われる。「時期尚早な考えなどなく、機が熟するまで頃合いを見計らうべきなのである。」

## 参考文献

- Federal Open Market Committee, “Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy,” Board of Governors of the Federal Reserve System, 2012 (available at: [https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC\\_LongerRunGoals.pdf](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_LongerRunGoals.pdf), 2019年8月19日)
- Franks, Jeffrey R., Bergljot B. Barkbu, Rodolphe Blavy, William Oman, and Hanni Schoelermann, “Economic Convergence in the Euro Area: Coming Together or Drifting Apart?” IMF Working Paper No. 18/10, International Monetary Fund, 2018.
- Trichet, Jean-Claude, “Building Europe, Building Institutions,” speech on receiving the Karlspreis 2011 in Aachen on June 2, 2011.
- , “International Policy Coordination in the Euro Area: Toward an Economic and Fiscal Federation by Exception,” *Journal of Policy Modeling*, 35(3), 2013, pp. 473–481.
- Werner, Pierre, “Report to the Council and the Commission on the Realisation by Stages of Economic and Monetary Union in the Community—“Werner Report”—(Definitive Text),” *Bulletin of the European Communities*, Supplement 11/1970, 1970.