

处在转折关头的欧洲和世界 经济

[法] 米歇尔·阿格里埃塔 孙艳 译

内容提要: 2011 年末欧洲主权债务危机和银行危机均严重恶化。欧元的存在受到双重威胁: 一是欧洲金融系统逐渐分化; 二是南欧经济衰退可能拖垮整个欧洲货币联盟。本文将阐述对岌岌可危的欧元采取果断行动的紧迫性, 并对美国受到波及、欧元区衰退可能引发的灾难性后果进行分析。笔者试图从一个更宽泛的视角考察 2012 年 6 月欧盟峰会采取的金融救助决定。本文认为, 欧元区应从如下三方面着手进行综合的改革: 使公共债务的利率上限与合理的财政调整相匹配、设计可担保的欧元债券计划, 以及成立集中管理和严格规制的银行业联盟。

关键词: 减债 银行资本结构调整 宏观经济相互依存 欧元债券 银行业联盟

导 言

欧洲(主权债务危机)是否会导致全球经济增长严重放缓? 2012 年春末的金融市场似乎对此确信无疑。到处都有资金逃向回报安全的市场, 而世界上投资安全的“天堂”却很少。2012 年 5 月底, 德国的两年期债券收益率下降到零, 十年期债券基准收益率降至 1.25, 并且还有一路下滑的趋势。美国十年期国库券收益率下降至 1.6%, 为 1946 年 3 月以来罕见新低。

这些非同寻常的数字传达出金融市场对经济前景的看法。金融投资者们似乎预见到了两种可能的结果: 要么是近在眼前的金融灾难导致急剧的经济萧条, 要么就是十年的经济停滞和日本式通货紧缩。在 20 国集团峰会上, 这些担忧始终存在。欧洲以外国家政治领袖们的言论印证了这一忧虑和担心, 即欧元区危机

很可能像病毒一样传染给世界经济。越来越多的事实表明,解决危机需要欧洲各国政府果断制定最终解决方案,并采取行动来缓解市场压力。这或许就是2012年6月29日欧盟峰会采取不同以往的大型会议立场的原因。会议通过了系列决议,如向银行业联盟迈进、允许欧洲稳定机制(ESM)——为促进金融稳定早已建立的基金——直接购买陷入困境国家的主权债券。不仅如此,9月初,欧洲央行行长马里奥·德拉吉(Mario Draghi)采取了一个大胆行动,即推出直接货币交易(Outright Monetary Transactions, OMT)。例如,一旦某国的利率被惊慌失措的投资者推高至极限的时候,该国有可能向欧盟当局提出官方援助请求,欧央行就会直接购买这些国家的主权债券。该计划通过了位于卡尔斯鲁厄(Karlsruhe)的德国联邦宪法法院的裁决,被认为与德国的基本法不相冲突,理论上讲可以无障碍实施了。

然而,这只是使欧元成为一个完全的、坚韧有弹性的货币的万里长征的第一步。本文的第一部分将考察欧元区的结构性缺陷及在私人部门难以减债的情况。这些情况势必在欧元区产生多重失衡,由于深陷危机的国家的银行关闭了外汇头寸业务,导致单一金融市场产生分裂。2012年,各国政府最终开始行动,对抗解体的危险倾向。在财政政策方面,政治上的推进成果即是“财政契约”,由大多数欧盟国家通过条约形式认同的欧洲财政联盟,比欧元区的规模大很多。然而财政契约自身也存在问题。与此条约伴随而来的风险是,财政平衡规则要求每个国家承诺一起降低财政赤字,这给整个欧洲带来经济停滞或更糟的经济衰退,因此也最终恶化了财政状况。实际上,欧元区正成为世界经济复苏的阻力。第二部分将借助计量模型研究宏观经济的相互依存。最后的第三部分将讨论建立必要的“金融基础设施”(financial infrastructure),使欧元可以长期存在。本文从2012年6月底欧盟峰会的决策开始讨论,指出这些决策带来的改进,以及在实现一个真正统一货币道路上还应采取进一步的大胆决策。文章的分析将沿着以下三个思路展开:全面检查欧央行的职责、发行欧元债券以及建立银行业联盟。本文还指出了建立全面的银行业联盟面临的政治阻力。

一 欧元区危机主要是自身原因和政策驱动造成的

2008年以来,美国和欧洲在危机管理方面呈现出巨大差异。问题资产救助计划(Troubled Asset Relief Program, TARP)的构想存在缺陷,因为它是美国国

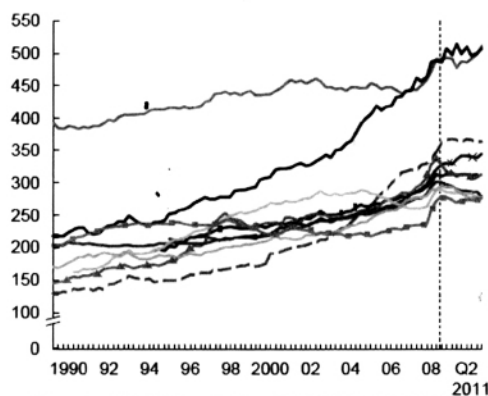
会两党相互妥协的艰难成果。即使加上美联储支持银行重组,对问题最严重的银行也只能做到最小程度的资本结构调整。在房地产借贷市场上,对银行业政策、巨大的经济刺激计划、积极的非传统的货币政策以及银行通过拍卖房产抵押品减轻自身损失做法的综合运用产生了效果,开启了全球的减债进程。与此同时,欧洲没有采取任何措施。欧洲国家的政府,特别是德国政府宁愿批准地区性国有银行(landensbanks)持有大量“有毒的”美国次贷资产,通过暂停执行国际财务报告准则(IFRS rules)来掩盖其不良贷款(NPLs);杠杆率过高的西班牙地区性储蓄银行(Cajas)没有进行任何实质性的资本重组。经济刺激计划虚弱无效且缺乏协调。减债不仅在私人部门遇到阻力,而且在法国、意大利和西班牙等一些欧洲大国,债务总额都显著上升,与美国形成鲜明对比(见图1)。

图1 欧洲和其他地区的减债情况

十个最大发达经济体刚刚开始减债进程

1990-2011年第2季度债务总量¹

占GDP百分比



▲ 债务显著增长²

▼ 减债

变化情况
百分点

	2000-2008年	2008-2011年 第2季度 ³
日本	37	39 ▲
英国	177	20
西班牙	145	26 ▲
法国	89	35 ▲
意大利	68	12
韩国	91	-16 ▼
美国	75	-16 ▼
德国	7	1
澳大利亚	77	-14 ▼
加拿大	39	17

注: 1 包括家庭、公司、金融机构及政府的所有贷款和固定收入有价证券;

2 限定为增长25个百分点或以上;

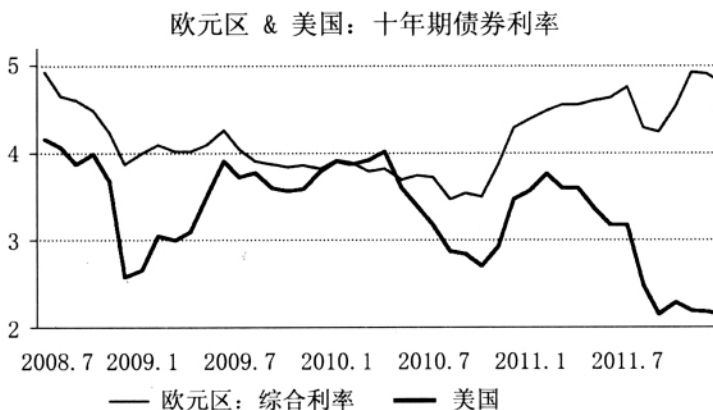
3 或可获得的最近数据。

数据来源: Haver Analytics; 各国央行; 麦肯锡全球研究所(McKinsey Global Institute)。

自2010年5月希腊债务危机开始以来,由于美国和欧元区采取了完全相反的经济政策,结果对10年期债券利率产生了不同影响,这一点并不奇怪(见图2)。美国因雷曼兄弟破产曾采取紧急政策,其所有国库券都处于安全范围,除了这个特殊时期外,即便2008年中期至2010年初双方采取的政策一致,其债券率

也大大不同。自 2011 年 7 月欧元区危机恶化以来,欧美的债券率差越来越悬殊。

图 2 欧元区和美国的债券率差



数据来源: 法国安盟公司(Groupama - am) 根据数据资料计算。

对世界其他国家和地区的观察者而言 2010 年 5 月以来欧元区政策令人百思不解。一个小国的偿债问题一经曝光,居然导致持续两年之久的严重危机,甚至造成欧元可能由此解体的恐慌,这一切究竟是怎么发生的? 蒙混过关和不靠谱的政策、持续不休的争论、难以企及的目标加上德国的固执,所有这些混和在一起,酿成了一场不断恶化的危机。每一次旨在推出最终解决方案的欧洲理事会峰会之后,危机都会更强劲地反弹并扩散至更多国家。

实际上,如果没有深层次的结构缺陷,即使再不灵活、不协调的政策也不会产生如此沉重的灾难性后果。归根结底,欧元区并不像其伪装的那样强大。欧元名义上在私人外汇市场上是单一货币,但由于缺乏与政治主权之间的特殊纽带关系,不具备始终稳定大众信心的功能。结果,欧元对一个货币联盟来说是一个不完全的货币,且对成员国来说甚至仍属于外币。货币联盟主要是一个在严格的固定汇率基础上的国际货币制度安排。它是一种特殊的金本位制: 一个国家本国的货币名义上消失了,与金本位更灵活的不成文规则相比,《马斯特里赫特条约》不包含暂时性退出和重新加入条款。

现实中有两种截然相反的力量可以摧毁一个货币,该力量是由不断加剧的失衡状况造成的: 一是极度通货膨胀,可以导致最终流动性(ultimate liquidity)的

丧失,这是寻求资产保值的最终结果,而央行迫于政治压力已对所有形式的债务货币化并自动进行贬值;二是支撑货币的金融系统四分五裂,债权人不能够或不愿意给债务人再继续融资,由此导致无法逾越的资金约束和限制,欧元区陷入越来越严重的紧缩。反之,这也诱发“平行货币”或替代货币想法的产生,即联合统一的货币系统被划分成几个货币区,或者原来那些被整合在一个紧密货币框架内的货币被分离出去。这使得20世纪30年代银行破产浪潮背景下,严重的通货紧缩导致金本位解体的悲剧重演,而政府却不能采取任何合作性举措。

欧元区可能不会处于完全解体的边缘,但如果拒绝给处境脆弱的国家转移财政救助以重组债务的话,相似的情况就可能发生。如果欧洲北方的债权国害怕欧洲央行的非常规政策在未来引发通货膨胀,那么他们可能会按指数将其金融合同调整成“平行货币”来保护其资产价值。希腊以及最终也可能“希腊化”的葡萄牙,由于外资银行撤资已经丧失外部融资,可能会被迫在国内发行借据(IOUS)作为交易方式,运用这个可以贬值的“周转通货”或“媒介通货”来对抗欧元。由于德国主张采取的循序渐进政策难以在第一时间到位,因此这个危险不会很快消失。

(一) 金融系统解体和经济形势恶化

2011年7月,紧张感又重新回到主权债券市场。欧洲理事会开会决定平息这种不安的情绪,结果出台了一系列措施,包括建立一个更大的欧洲金融稳定基金(EFSF)、救助希腊的第二个计划以及私人部门的参与、减记超过一半私人部门持有的希腊公共债务以及一个体现严格财政纪律的财政联盟的雏形。但每一次市场焦虑的降低都不会超过两个月(见图3)。西班牙也加入经济脆弱的国家行列,2011年8月和11月以及2012年5月是其迄今为止对德国债券的最大利(率)差时期,使累积的西班牙主权债务偿还价格更高,风险也更高。

在财政问题的现象背后,欧元区缺陷的真正根源,一方面是银行系统出了问题,另一方面是由于南欧国家去工业化导致的竞争力大幅下滑。政府的财政紧缩政策先是阻止,然后是降低债务与国内生产总值(GDP)比率的攀升,结果对私人部门造成灾难性的打击,迟滞了企业的减债进程。正如乔治·索罗斯(Georges Soros)最近指出的,不能像日本那样通过收缩经济来降低债务负担,而要像二战后那样从债务负担中获得增长。

图3 二级市场的主权债券利率以及德国、法国和西班牙主要发行的3年期和5年期债券利率



数据来源: 各国财政部和数据资料。

希腊是一个最重要的案例。在过去的四年中,欧洲“三驾马车”强制其服用“良药”结果导致其17%的GDP损失,这意味着该国不仅是处于衰退之中,而且正陷入萧条。各部门的工资被削减了15% - 25%,但通过计算单位劳动成本可以看出,竞争力几乎没有增加,因为生产能力与工资一起下降了。通常的萧条都会使资本运行遭到破坏,工厂倒闭,设备老旧,生产能力下降,有效需求缩小。相同的情况正在葡萄牙发酵,西班牙也已出现苗头。

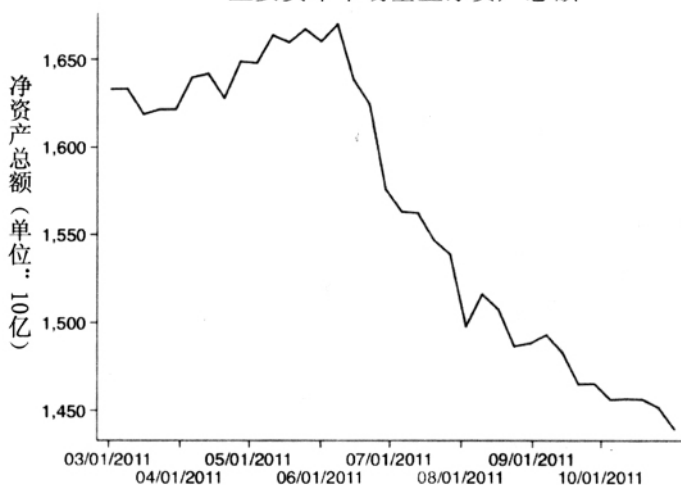
造成上述错误最主要的根源在于欧盟委员会和欧洲各国政府的教条式偏见,他们不明白,遭到很大程度破坏的银行系统的巨大金融危机才是最可怕的。私人部门试图减债不仅降低了需求,还通过影响生产能力的所有构成要素大大削弱了供给:人力资本因长期失业受到损害,固定资产甚至不能更换,全要素生产能力增长因研发(R&D)支出急剧削减而降低。官方之所以否认供给和需求之间的动态相互依存,其原因就在于落入新古典教条的窠臼。它假定潜在增长不依赖需求,只是由微观经济政策单独推动的,而根据神圣不可侵犯的“附属原则”,后者则分别是各个成员国政府的责任。但这一教条在理论上也受到责难,即从内生增长中可获得动态比较优势。工业是一个收益递增的部门,是在长期需求和供给相互作用下生存的。这就是为什么单一市场及单一货币形成后,市

场规模的扩张最终走向专业化的原因。专业化使某一产业集中在竞争力最强的地区,而且该产业已挤垮了其他地区的生产能力。在很大程度上,受到殃及的国家通过紧缩政策加大私人部门减债力度,结果显然强化了两极分化的进程。现在已经到了金融系统分崩离析的临界点上,因为“强势国家”的债权人拒绝为“弱势国家”的国际收支赤字进行融资。

经济状况的恶化又以凶猛之势反作用于资产负债表,引发更深层次、更广泛的不稳定性,对欧元构成致命打击。银行业危机后,应该效仿美国的做法,即银行通过与最后贷款人协调进行资本重组和结构调整。然而,在被戏称为“统一”的欧洲金融系统内却拒绝资本重组。安格拉·默克尔(Angela Merkel)早在2008年10月就坚持认为,给予银行的担保应该是每个国家自己分内的责任,而不能由欧洲联合承担。同时,拥有问题银行的成员国已经将名义货币发行权交给了对单一国家银行业系统是否稳定不承担任何责任的欧洲央行。在这样一个有先天缺陷的金融系统框架下,发生债权人拒绝继续为债务国银行融资的情况就不足为奇了。明哲保身的唯一方法就是按照本国方针路线重新安排资产和负债。

2011年7月当美国的共同基金从意大利和西班牙的银行撤走存款时,这里的金融系统已开始解体(见图4)。

图4 欧洲银行内美国共同基金的净资产
主要货币市场基金净资产总额



数据来源: 美国投资公司协会(Investment Company Institute, ICI)的每周数据。

2011年第4季度,银行不愿再如2008年秋天那样互相借款,随后对家庭和

企业的贷款条件都显著收紧。2011年11月,由于担心发生重大的信贷危机,欧洲央行决定启动两个阶段的长期再融资计划(LTRO)。该计划对主权债券收益和借贷条件的影响是暂时性的,但由于意大利和西班牙等一些欧洲大国已步入衰退,法国进入准经济停滞期,借贷需求处于低潮。

同时,银行存款的大量流出以及债券贱价出售似乎也难以避免。据估计,2011年第1个季度大约有1千亿欧元被提现出国。存款的外流损害了本已处于困境国家的银行,并破坏了欧洲的金融系统。赤字国家资本外流势头越强劲,资本市场融资就越困难,经济衰退也越严重,这些国家的银行就越需要官方信贷支持以避免全面崩溃。随着资金损失缺口迅速扩大,今天预估的额度明天就不够用了。以上就是欧洲央行转变为一个三重(three-tier)货币系统并伴随出现平行货币的路径。

(二) 世界经济中动态的宏观经济相互依存: 新兴经济体将受到怎样的影响?

欧元区危机正在拖垮世界经济。程度到底有多大? 为了探究这个极其复杂的问题,本文将借用法国国际预测与信息研究中心(Cepii)的一项最新研究成果。^①

上面提到的这项研究,其目的是为了确定传导的渠道,并以此衡量世界各地之间伴随而来的宏观经济政策影响。较大的新兴市场国家过去10年的经济恢复能力,与此前20年(1982-2002年)相比有很大差异。1997-2002年,从亚洲到阿根廷的一连串金融危机导致货币大幅度贬值,促成了拉丁美洲和亚洲出口导向型增长,由此形成大量外汇储备积累并使得(对)外(负)债系统性减少。这些国家因此获得金融安全,再加上应对经济周期的宏观政策不断完善,他们都有能力承受来自欧洲的负面冲击。

还有更多的结构性原因,使亚洲和欧洲之间宏观经济层面的相互依存度逐步弱化。主要有以下几点:

——亚洲的地区一体化具有中国经济增长的极化特征,特别是2008年后亚洲内部的贸易增长快于亚洲与西方国家间的贸易增长,由此促使亚洲经济体更紧密地联系在一起。

——2005年以来大宗商品相对价格的下降趋势是逆向的,这帮助拉丁美洲

^① Bilge Erten, "Macroeconomic Transmission of Eurozone Shocks to Emerging Economies", *Cepii Working Papers*, No. 12, June 2012.

实现复苏并带来更强劲的增长。大宗商品价格上涨本身在很大程度上源自中国的巨大需求,这些国家由此也增强了与中国的贸易和金融联系。

——2010年以来,中国的增长方式开始转变,伴随劳动力市场的改善,其发展战略集中在潜力巨大的国内市场,特别是能源节约型产业以及主要面向低收入家庭的节约型技术,以避免落入“中等收入增长陷阱”。

——亚洲的竞争政策旨在引导国内储蓄、投资、贸易商品部门,以替代通过低估实际汇率实现的出口。由于生产能力的提高和其他国家普遍偏高的汇率,贸易商品部门投资的边际利润率比非贸易商品部门高。

尽管出现上述变化,亚洲和欧洲之间的宏观经济依存度弱化并不是问题的全部。欧洲仍然是亚洲的一个重要伙伴。要回答的问题是:如果希腊退出欧元区或者发生更糟糕的情况,即欧洲爆发全面银行业危机,那么新兴市场的增长将受到怎样的影响?果真如国际货币基金组织(IMF)预期的那样,中国会发生经济“硬着陆”吗?假如真是如此,中国经济急剧下滑将对与其保持紧密贸易和金融联系的新兴市场国家产生多大影响?深度和广度有多大?

(1) 危机的震荡从发达国家蔓延至新兴市场经济体

附录1 模型的主要特征

为加深了解,我们应用比尔盖·埃尔顿(Bilge Erten)开发的经济计量模型。为更好地反映世界各地之间增长的相互影响,她应用贝叶斯向量自回归模型(Bayesian VAR model)和稳态先验信息,通过将非样本信息纳入变量的先验概率密度函数来提高模型的预测能力。预测的精确度提高了,因为季度数据必不可少,现有的小样本数据也派上用场。

该模型将考察对象分为两个发达经济体(美国与欧元区)和三组新兴经济体(中国、亚洲除中国以外的新兴经济体国家和拉丁美洲)。模型用以下变量来描述宏观相互依存:

- 国家和国家组的GDP增长率;
- 全球流动性(以三个月期的国库券利率为代表);
- 全球金融风险预期(以市场波动性指数VIX为代表);

模型是随机和递归的。美国和欧元区的增长变量对新兴市场国家的变量来说是外生变量。数据涵盖了从1993年第2季度到2011年第4季度。对同一时期的稳态先验预测是:

——潜在增长变量: 美国 3% ,欧元区 2% ,中国 8.25% ,亚洲新兴经济 5.5% ,拉丁美洲 4.25% ;

——金融变量: 美国国库券 4% (包括 2% 的实际均衡利率以及 2% 的通胀目标) ,市场波动性指数是 20;

模型预测以上同一时期 ,三个新兴市场地区对经过准确计算的发达地区增长冲击的反应弹性是 1 和 0.75(见表 1) 。

该模型使得预测受到影响的新兴国家或地区对美国或欧元区 1% 的 GDP 冲击所带来的产出弹性成为可能。

表 1 中国、亚洲地区新兴市场国家和拉美地区新兴市场国家对外部需求冲击的产出弹性

	中国		亚洲新兴经济体		拉丁美洲新兴经济体	
	第 1 季度	第 3 季度	第 1 季度	第 3 季度	第 1 季度	第 3 季度
美国 GDP 增长率	0.54	0.23	1.02	1.11	1.28	1.64
欧元区 GDP 增长率	0.22	0.31	0.06	0.75	0.25	0.25
中国 GDP 增长率	-	-	0.53	0.81	0.70	0.78
亚洲新兴经济 体 GDP 增长率	-	-	-	-	0.24	0.43

注: 作者根据冲击反应函数进行的计算。弹性代表的是三个季度后 ,每一个新兴经济体对外部需求的一个百分点冲击做出的增长率百分点反应。第一季度和第三季度的数据分别计算了一个季度和三个季度后的弹性。

由表 1 可以看到 ,美国 GDP 每增长一个百分点 ,就会对亚洲新兴经济体有近一倍的即期影响(第 1 季度) ,对拉美的影响则是对中国影响的两倍多。在中国 ,三个季度后影响就减弱了 ,因为中国应对经济周期政策的效果非常明显。但在其他两个新兴市场地区影响有所增加。与来自美国的负面冲击产生的作用不

同,欧元区冲击在短期内对中国的影响较小;因为欧洲是中国的第一大贸易伙伴,因此三个季度后影响仍继续存在。最终来看,来自欧洲影响的强度与来自美国的冲击大致相同,只是表现不同而已。另两个地区的对比更加明显。最令人吃惊的结果是,欧洲的冲击对拉丁美洲的影响不大,这是因为墨西哥的权重(较大),该国因在北美自由贸易区(NAFTA)框架之内而完全处于美国影响之下。经准确计算,来自欧洲的冲击影响比来自美国的冲击影响要弱5-6倍。就欧洲的冲击对亚洲新兴经济体而言,前后期对比更加鲜明。在短期内几乎没有任何影响;三个季度后,影响通过中国以更直接的方式显著增加。可以看到,中国对亚洲和拉丁美洲新兴经济体的影响非常强大。

上述结果非常有价值,因其勾勒和量化了世界经济的动态宏观相互依存性,而成为基于以上宏观风险研究建立世界经济紧张局势分析框架的基础。

(2) 世界经济的紧张局势

对世界经济紧张局势的判断是使用非样本模拟得出的结果,时间限定为从预测的最后时期(2011年第4季度)算起。正如以上所述,主要的系统性风险是欧元区由于应对金融市场危机蔓延而导致部分或全部解体。催生这种破坏性力量的因素,可能是希腊要求重新谈判救助计划,也可能是西班牙或其他地方的银行危机蔓延至整个欧洲的银行系统,就像雷曼兄弟破产的后果一样,造成信贷市场冻结。导致衰退的力量是否足够强大取决于美国的情况,美国有可能具备采取积极应对经济周期的政策的能力,也有可能无法战胜政治疲弱而跌落“财政悬崖”。

为准确计算世界经济紧张局势的这两个不同结果,我们使用现有的对欧元区GDP损失的模拟结果。花旗集团推算第一年GDP增长是-2%,第二年衰退稍有缓和,为-1%。国际货币基金组织更为悲观,认为第一年为-4%,第二年有所缓和,为-2%。我们对此的推算是以上两者的中间水平:从2012年年中开始,年衰退率为-3%,2013年与此同速。两个不同结果取决于美国的反应。美国有可能因两党在国会达成一致而协调货币与财政政策,也可能跌落财政悬崖。在第一种情况下,他们继续保持1.5%的增长;第二种情况他们损失2%并且增长率跌至0。

贝叶斯向量自回归模型的模拟结果,列出了危机对新兴市场世界影响程度的差异。如果美国应对经济周期政策有效,那么三个季度后中国经济增长会下降至7.8%,之后会再下降一点并稳定在7.4%。因此第一年影响的程度不超过

1% ,三年后不超过 1.4%。虽然中国经济不会恢复至以前的增长势头 ,但长期经济增长放缓实际上意味着一种积极的转型和调整 ,以有计划地获得稳定的劳动力、更低的投资率以及生产系统中的质变目标 ,最终实现可持续增长。

危机对包括印度在内的亚洲其他新兴市场经济体的影响更为严峻 ,其原因很大程度来自印度国内 ,即印度的政治系统无力对外部的巨大冲击做出适当反应。除中国以外亚洲新兴经济体的平均增长在两个季度后都损失了 2% ,从 3.5% 下降到 1.4% ,但四个季度后增长又反弹至 3% ,然后又下降至 2.2%。正如前文所阐明的 ,拉丁美洲与欧洲的直接经济关联没有那么大。如果美国保持其增长势头的话 ,就能保护北美大陆的其他国家免受长久的逆向效应冲击。两个季度后增长从 2.8% 下降到 2.0%。但是一年后又回弹至 3.3% ,并且长期来看是 4.9%。

如果美国的增长陷入停滞不前 ,结果将相当可怕。中国的经济增长两个季度后损失了 1.4% ,下降至 7.0% ,但预计会恢复至 8.2%。原因有两个:一是美国经济停滞的严重影响;二是中国对原材料需求急剧下降导致大宗商品价格下降。中国是最大的原材料进口国 ,大宗商品价格下降带来两个利好:一是中国制造业将得到充足供给;二是家庭实际收入增加将带动国内需求上扬。由此大大抵消了因欧元区危机带来的外需收缩的负面冲击。其他新兴市场地区遭受的冲击更大。亚洲新兴经济体和拉美增长率两个季度后分别从 3.2% 和 2.8% 下降到半停滞状态(0.4%)。拉美接下来的复苏非常微弱 ,只有 2.9%。

如果中国经济转型脱轨 ,那么将带来何等严重的增长萎缩呢?虽然这种假设不大可能成为现实 ,但人们理性地称之为“硬着陆”或陷入所谓“中等收入陷阱”。亚洲那些在发展道路上与中国有许多共同点的国家和地区 ,如日本、韩国、台湾地区和新加坡等从未出现过这种情况。为进一步说明 ,假设中国的经济增长从 8.5% 下降至 6.0% ,亚洲新兴市场经济体的增长则会从 3.5% 下降至 1.7% ,然后再通过重新调整对外贸易回到 2.9%。相反 ,拉丁美洲的情况要糟糕得多。在短期内 ,经济增长随欧元区内增长放缓而从 2.8% 下降到 2.0% ,接下来增长不会重新加速而是继续放缓至 1.3% ,问题出在其对外贸易结构。亚洲新兴市场 and 拉美与中国的经济关联方式非常不同。亚洲新兴经济体与中国进行贸易的是竞争性工业产品 ,特别是在中国经济重组中出现独特问题的情况下 ,他们可以通过寻找多元化客户缓解冲击 ,同时亚洲新兴市场可以与欧洲危机不产生关联。相反 ,拉丁美洲向中国出口的是初级产品 ,双方贸易是互补性的而非替

代性的,故一旦中国经济增长严重受挫进而引发初级产品价格大幅下滑,也就影响到拉美的出口和收入。

二 拯救欧元

在欧洲反复出现银行动荡的背景下,对西班牙银行的紧急救助已经展开。除桑坦德和毕尔巴鄂比斯开(Santander and BBVA)两个最大的银行以外,西班牙的银行都因资本短缺及大量不良贷款而陷入困境。在这场仍在发酵的金融危机中,意大利的主权债务和意大利的银行被认为无药可救,并成为惶恐不安的金融投资者们关注的焦点。要当机立断调整经济政策方向,其实所剩时间并不多。在欧元区成员国间发生分化的金融系统必须重新统一,这也涉及国家主权观念的重大变化,然而唯有如此,欧洲的制度才能得以真正创建。本文最后一部分的目的不是要论述一整套优化欧洲治理必需的系列改革,而是只想讨论此时此地应该采取巩固加强金融系统的几个首要步骤,或可称之为“三步曲”:扩大欧洲央行的职责、发行作为财政联盟基础的欧元债券,以及形成银行业联盟。

(一) 欧洲央行: 确保金融稳定职责

自欧元区危机开始以来,欧洲央行不得不数次背离其职责。自2007年8月起,欧洲央行一直在补充、并在很多重要时期取代银行同业拆借市场。这是符合其最后贷款人(lender-of-last-resort, LOLR)职责的。原则上讲,只有在发生严重的流动性困难时,欧洲央行才会例外地履行此职责。然而,在金融市场如此动荡、银行资产负债表遭到严重破坏之际,所有西方世界的央行都被迫成为持久的流动性担保人。另外,由于减债的压力严重损害信贷市场,货币政策(发挥作用)的传统渠道已经失效。许多货币市场失灵,那些最弱的银行不能通过发行债券或向其他银行拆借获得流动性,只有欧洲央行还能从以前单一金融系统的残迹中保留统一的幻象。

然而欧洲央行是一个“受束缚的囚徒”,也就是说其职责体现在《马斯特里赫特条约》中。它的职责集中体现为两个原则:首先是单一目标(长期通胀率预期稳定在不超过2%)与单一工具(流动性提供机制);其次是唯一原则(不考虑不同国家的特殊需要)。这些原则与受危机影响引发的情况完全不一致,致使欧洲央行在历史遗留的原则约束下,被迫尽其所能采取迂回行动以适应现实需要,结果就出现欧洲央行言行不一的情况。尽管采取灵活方式行事,欧洲央行的作

为仍受到相当束缚。

欧洲央行同时运用货币政策,将最后贷款人职责发挥到极致。这与此次危机所传达的警训相一致,世界各国每一个明智的决策者都从危机中认识到,中央银行的金融稳定职责应排在稳定价格水平职责之前。这也说明一个道理,单一工具不可能同时实现上述两个目标,它违反了第一个原则。关于第二个原则,如果还自诩在今天的欧元区可以做到“放之四海之皆准”,那么只能沦为笑柄。愈演愈烈的金融系统分化表明,在南欧对主权债务和银行部门的金融约束与以德国为代表的北欧国家完全不同,与此对应的银行资产和负债的解体导致危机蔓延并使衰退日趋严重。大家都明白,一旦意大利和西班牙的主权债券利率突然上升,势必造成超出预期的更严重衰退,带来一连串超越 EFSF 或 ESM 救助基金能力的信用违约。这意味着,必须限定主权债务的长期利率上限,以规避金融系统分化。因此,积极干预有金融危险的主权债券市场,是保持金融系统统一性的当务之急,反过来同样也可以拯救欧元。事实上,从法律意义上恢复央行的这一职责之前,可以通过改革使其承担这一职责。

欧元区危机使货币政策和财政政策无需相互协调的论调站不住脚,各国政府不能脱离欧洲央行的帮助而维系财政的可持续性。如果各国政府都不同意为加快增长而推出由欧洲机制资助的投资计划,那么欧洲央行也不能在合理的成本水平上保证其工作有效性。两者相辅相成,密不可分,主要有以下原因。为限定某个特定国家的主权债券利率上限,欧洲央行必须郑重声明,央行已准备好在二级市场上购买任何高于上述上限的债券。这正是马里奥·德拉吉 2012 年 9 月 7 日所做的,他不顾来自德意志银行的强烈批评而宣布了直接货币交易计划 (OMT)。

但这仍然不完全是最后贷款人职责所涵盖的内容,此职责本质上只是酌情行事。例如在美国和英国,中央银行大量购买国库券和其他债券,尽可能将利率保持在最低水平,以消除市场的流动性压力。直接货币交易计划没有赋予欧洲央行这样的自由,它是有附加条件的。对于那些陷入困境的国家,比如西班牙,当公共主权债务的市场利率达到威胁其偿还能力的上限时(比如达到 7% 以上),就要向欧元区当局申请官方救助,经历令人难堪的审查监督并接受对其经济政策指手画脚,以使欧洲央行放心地实施救助。再有,德国联邦宪法法院的规定是,任何请求都应先经德国联邦议会同意,这是假装偏爱独立性的国家当局对中央银行独立性的侵犯。

还有另一个棘手的问题:如何设定上限?其目标是创造经济条件,让债务国同意进行渐进式公共财政整固,这样政治上才可行并有可能成功。以往的历史经验表明,期望一个国家基本盈余占GDP比例持续多年高于3%是不合理的。要承认一点,对居民征税的空间是有限度的,而且要明白,支出减少不应该破坏基本的社会服务,这说明设立一个基本盈余的上限是必要的。然而许多因素都依赖经济增长率。欧洲央行越是接受欧洲理事会通过的刺激经济增长的政策,就越有能力准确制定针对不同国家、符合各国发展水平的长期利率上限的货币政策。利率上限可以由不同时间、不同经济增长率条件下的债务状况来决定。

中央银行干预主权债券市场还有另一个合理解释,这就是其负有维持整体金融稳定的责任。因为主权债券的利率是金融市场上整个收益结构的基准利率,所以抚平基准利率的反复变化就是对金融稳定的重要贡献。

因此,货币政策必须根据各成员国进行的财政调整情况而有所区别。为进一步解决危机并实现金融系统的重新统一,下一步是发行欧元债券。

(二) 发行欧元债券: 财政和政治联盟的先决条件

目前,关于欧元债券应由谁发行的争论,已成为欧洲甚嚣尘上的政治杂音的最新表现。欧元债券是为共享主权安全保障和收益并分担债务服务成本的有价债券。德国官员将其视作对一项有限的经济和财政政策的顶礼膜拜。存在颠倒先后顺序的可能吗,能否将此创新当作促进融合并解决欧元区危机的工具?实际上,欧元债券远非一个可以让那些严守财政纪律的政府放松警惕的草率动议,其设计思路着眼于提高成员国间相互的财政监督和政策协调。

如果引入欧元债券的条件是成熟的,那么关于其带来的巨大收益就是毫无争议的。即使在那些希望稍后发行欧元债券的债务国,利率也会下降。因为银行的边际借贷成本会随着担保价值的提高而减少,则主权债务和银行业双重危机将有所缓解。再有,欧元债券可以为金融系统的整合贡献良多,使其对将来可能产生的逆向震荡更有弹性。强有力的担保可以促进更高的金融稳定性,并使银行有更安全的再融资渠道。欧元债券还可以创造大量安全可靠且具流动性的资产,以此改善货币政策的传导机制。单一的主权收益曲线会引向分裂的危险道路。最后一点,同样重要的是,为挽救衰退而推动经济增长和扩大投资方面,欧元债券可以吸引全世界的储蓄。

能够使欧元债券获得一致同意而非饱受争议的前提条件是什么?德国人一直受到道德风险的困扰。因此,发行欧元债券必须包含保险补贴,该补贴由高风

险国家付给低风险国家,以激励前者整固债务,并对后者为避免逆向金融事件发生所作努力进行补偿。德国和其他所谓“良性的”政府担心其本国的借贷成本也会上升。因此债券的质量,比如对于债权人来说,一定要采取适当措施提高债务人全额还款的可能性,这样就可永远通过 AAA 评级了。欧元债券合约的这些特点对预算监管和宏观经济政策协调是一种补充而非替代,这些都是达成共识并即将实现的财政联盟应具有的特点。在这种情况下,信用品质就是,投资者会将欧元债券看作是同资信最可靠的成员国发行的债券一样进行安全投资。

但是仍然存在一个问题,即欧元债券应该怎样发行?一种方式是,将欧元债券同扩大的欧洲预算相挂钩,而该预算是欧洲议会对金融交易征收的广义欧洲税。它可以为愿意向机构投资者发行欧元债券的公共金融中介提供资本,用来资助大量旨在促进全欧洲经济增长的投资项目,特别是可能优先资助那些最需要的国家。

现在的主要问题是,欧元债券的发行替代了国家债券。要弄清明显的存量或累积的流量的全部或部分规模有多大。这里还存在担保人的问题,是联合担保还是分开担保。运用成员国间的保险机制并加以改善的联合担保比分开担保更有效。对于市场来说,不管是哪个国家发行的,具有相同到期日和相同合约条款的所有债券只有一个单一利率。从目前运行情况来看,分开担保不会改善信用品质。分开担保的欧元债券要么会比最好的国债质量低,要么就仍然具有不同的利息率,而这正是对发行欧元债券目的的讽刺。

必须认可联合担保。但立刻将所有未结清的国债全部转换成统一序列或装进一个篮子也不可行。这是终极目标,但面对的是要共同承担一次性 8 万亿欧元的债务,必须考虑到某种安排如果对最大债务国太过优惠,就很难被债权国接受。唯一可行的解决途径恐怕要寻求部分替代方式。有提议认为,可先界定哪部分债务可以进行转换,据此可分成两种主张,即欧元债券是帮助解决危机的暂时性方法,还是具有构建未来财政联盟的永久性设计。

提倡暂时性方法的人,他们寻求的替代品只是短期的债务,且只有有限的有效期,即发行联合担保债务由原本两年到期延长至四年。另一个更严苛的计划提出,要将处于正常救助计划保护下的国家排除在外。此提议遇到一个小障碍,缩短债务到期时间是一个诱因,是进行长期债务整固的最坏选择。而且,由于四年后就到期,因此会在那个时间点上产生巨大的再融资需求。

另一个暂时性计划是德国经济专家委员会的提议,它以占 GDP 的 60% 这样

一个神话般的临界值作为基准。该计划将正在接受救助的国家弃置一旁,将高于占 GDP 的 60% 以上比例的债务转换成欧元债券。该计划将涵盖大约 2.3 万亿欧元债务。如果债务整固可以归还 60% 债务,这将是一个暂时性选择,虽然这一过程最终将花费 25 年时间! 该计划的想法是:当投资者看到一个可靠的计划可以降低债务成本,而且这样有助于获得更多时间去完成财政调整,那么他们就愿意持有仍属各国国内债务(低于 GDP 的 60%)的那部分债务,这样全部借贷成本就减少了。德国人提出的计划以担保和专用税收收益的形式,来收集本该由债务转换中的受益国提供的附加值。

另一个来自布鲁盖尔研究所(Brugel)的提议也使用了神话般的 60% 基准,但他们采用将主权债务分为蓝色债券和红色债券的永久方法。可以转换成欧元债券的是低于 60% 的债务(蓝色债券),剩下的是(红色债券)各国国内债务。转换成欧元债券的数额是大约 5.5 万亿欧元。这种将债务分开的方式是使剩下的债务成为垃圾债的最好方式。因为这部分债务无论将来事态如何,都不会从任何团结之举中获益,投资者会看到他们在重债国的投资极具风险性,原因是没有任何人会认为那些债务占 GDP 比重为 130% 甚至超出更多的国家可以依靠自己的力量将此比重下降至 60%。这部分债务的利率会急剧上升,在疯狂投机的最坏情况下担保也势必随之增加。

笔者有一个不同的提议。即接受用欧元债券替换债务的永久性方式,但不采用 60% 这个基准。我不建议确定债务存量的分界线,但可以采用将旧债券转换成新债券的方法。最后采用保险机制规避道德风险。鉴于公共债务与私人债务不同,我将重点放在还款过程而非债务存量上。私人负债者的偿还能力受到其资产负债表的约束,如果其净资产为负,则无偿还能力。主权债务人则无资产负债表约束,仅仅伪造资产负债表资产一栏的一个非常小的部分就价值连城,最重要的资产完全是政治性的。政府可以征税,所以主权有一个永续性约束。将来的公共财政状况应该是,在将来的任何时期,主权必须能够承兑其偿债义务,可以从其收益中提取现金,或者就采用发行新债偿还旧债的形式。转换的机制是,发行的新债是欧元债券。依据现存国债的到期日不同,债务会随时间的推移被全部替代。

为避免德国人过分关注的道德风险问题,必须为发行欧元债券设计一个保险机制。无论谁是发行国,对任何一个既定到期日的欧元债券来说,市场利率是相同的,那么在债务转换成欧元债券之前,借贷者支付的市场利率越高,收益也

就越大。保险机制意味着,重债国应该向给与欧元债券担保而帮助重债国获得收益的可靠国家支付一个保险补贴。可以通过建立一个中央保险基金来实现,保险补贴额度可以由一个使金融调整过程成为递减函数的公式来决定。这样就可以激励每个成员国在财政联盟中恪尽职守,带来有效的团结。最后,欧元债券质量的提高可以通过惯常的方法增加:给还款的这类债务以优先权,以黄金储备和闲置的特别提款权(SDR)以及专用预算收益的形式给予担保。

(三) 建立银行业联盟重新统一金融体系

2008年秋天,结构型信贷崩盘后,政府管理金融危机的方式几近耻辱。政府只是一味地迁就纵容,而没有采取措施从不好的银行剥离有毒资产,整顿银行失败的管理,实行有必要的重组资本结构和国有化。德国政府当局早在2008年10月就宣布,管理好银行是国家当局的工作,并立即宣布暂停最新市值会计方法来掩盖尚未暴露出的潜在损失。在西班牙(地区性储蓄银行, the Cajas)、比利时(富通银行和德克夏银行, Fortis and Dexia)、德国(裕宝地产银行, Hypo Real Estate)以及荷兰(荷兰银行, ABN AMRO),这些“僵尸”银行被允许照常营业。德国的州立银行和市储蓄银行(German Landesbanken)仍然有巨大的潜在损失。当2011年8月欧元危机加剧时,国际货币基金组织总裁就警告欧洲的银行准备金不足,敦促欧洲银行业管理局(Europe Banking Authority, EBA)进行两轮压力测试。然而迫使金融系统分裂的势头已然开始。如果允许金融系统分崩离析,欧元也就失去了存在意义。

欧债危机之前,在有关神圣不可侵犯的权利下放原则下,已经产生了一系列乱七八糟的监管机构,每个机构都嫉妒其他机构的特权,不愿意向其他机构透露信息而致力于保护自己本国的利益。只有英国政府被迫进行银行资本结构重组。认识到彻查银行系统的巨大失败,德拉罗西埃报告(de Larosière Report^①)就提倡通过设立三个欧洲管理局进行更加集中和谨慎的监督。这三个管理局中,一个是管理银行的(银行业管理局, EBA),一个是管理证券市场的(欧洲证券市场管理局, ESMA),还有一个是管理保险公司和职业年金的(欧洲保险和职业年金管理局, EIOPA)。改革的目的是为更好地协调不同国家的监管机构,旨在从以下两个争论中找到平衡点:一是拉近本国监管者与监管实体的联系;二是无论其总部的权限有多大,显然需要对整个欧洲的机构进行泛欧监管。由此

① “de Larosière Report”译为“德拉罗西埃报告”,是关于欧盟金融监管的报告——译者注。

产生了一些影响。欧洲银行业管理局在推动实现更高的资本比率方面做了非常好的工作,但它没有命令银行重组的权力。因为正如其他管理部门一样,欧洲银行业管理局是各国监管者的集合,事事均取决于各国管理当局在完全不同的原则下的意愿。

这也正是为何建立中央监管的银行业联盟迫在眉睫的原因。建立银行业联盟包括三个部分:单一的银行监管者、单一的储蓄担保计划以及一个“中央清算基金”,该基金具有直接重组银行资本结构的权威和金融实力。

(1) 欧洲中央银行(ECB) 自然成为具有系统重要性的银行监管者

从历史上来看,中央银行获得了除最后贷款人职责以外监管银行的能力和权威,这是当之无愧的。如果有一个机构对金融稳定性负责,那么该机构必须明白金融体系中有哪些薄弱环节,还会有哪个机构比中央银行更了解系统性风险有可能提高的交易对象的负债情况?然而这一常识在1980年代受到极端自由主义浪潮的冲击,一时间认为央行与金融稳定性无关的说法甚嚣尘上,只有稳定价格预期这件事是重要的。该理念在《马斯特里赫特条约》中被推崇备至到可笑地步,认为欧洲央行甚至不应在二级市场上购买成员国的政府债券,更不用说直接向成员国政府贷款了!

此次危机将上述教条式观点一扫而光,至少负责任的人都是这么想的。但在学术圈则是另外一个情形,因为高效的金融市场会带来资本的最优配置这样的极端想法不是一个可辩驳的假设,而是无可争辩的信条。在政治舞台上,这种顽固的态度来自自由秩序原则(*order-liberal principles*)。中央银行所拥有的授权已经永久建立起来,而且在任何维度都不容更改,除非重新制定整个规则手册,并依照相关民主程序获得所有成员国认可。

然而正如每个政治决策的出台过程一样,《马斯特里赫特条约》是当时的历史条件和盛行的利益格局的产物。(现在的)情况已经发生了巨大变化,金融稳定已成为主要问题,国家间的分歧由于金融市场原因加剧了。如果任由银行系统支离破碎,那么通货紧缩就是一个威胁。因此在欧洲央行层面,压倒一切的应该是对具有系统重要性的机构进行集中化监管。对规模较小的机构的监管应授权给各成员国的央行,这样整个银行业的监管就仍保留在欧洲中央银行系统内。

(2) 银行业统一取决于一个单一的储蓄担保计划

要分享一个单一货币,应该包括成员国的所有居民都将此货币当作法定货币来使用,以此分享对所有储蓄的相同保护,因为银行储蓄应当可以作为法定货

币自由地、无条件地兑换。在目前的情况下,距离一个整合的货币体系安排还相当遥远。储蓄保险是由各成员国经由不规则的、复杂的国别计划决定的,授权也是完全不同的。有些计划完全没有资助;其他一些缺乏足够的资金为储蓄保险,更不用说支持银行清算的成本了。在这种不好的状况下,在最薄弱的那些国家无力为居民担保的计划下,储蓄从银行流失。因为在欧元区,储蓄流失对银行整合来说是破坏性的,而且很容易演变为银行挤兑(bank runs),因此统一储蓄担保计划至关重要。

鉴于一个储蓄保险计划是对持有货币的保险,其最终也保护了零售支付系统,而非对金融资产的保险。这一整合计划不必是泛欧洲的,而应该只限于欧元区,而且英国政府拒绝参与。该计划应该涵盖所有欧元区成员国,大家共同分担风险。同时应该通过向银行征税而先行融资,由于它只是银行从中央银行优先获取的保险补贴,因此征收的税金应该包括其需要支付的10万欧元储蓄担保,再加上银行倒闭的任何清算成本。

将储蓄担保基金放在欧洲央行,是该系统运转的最好方式。因为该基金应该是监管程序的一部分,央行能对其管理好旗下聚集的资源发挥激励功效。美国1991年《联邦存款保险公司促进法案》(FDICIA)的实施,激励了担保基金采取迅速敏捷的纠错行动。通过开发与巴塞尔委员会的最新标准(Bale III)兼容的预警指标,存款担保基金应该监督银行,要在对其降级而不得不进行清算之前,就监测到银行日趋脆弱的金融状况。它还应具有权威,指示银行调整其分配金和支付政策,以及降低银行面对风险的可能性。

(3) 银行清算集中化

谨慎监管的差异性和不协调性会进一步催生危机的解决方案。在整个欧元区,对不良贷款已到预警数额的银行和破产银行的处理方式不同。法律框架和成员国当局的权力极其不同,用以决定谁应为跨境破产负责的规则,是在欧盟监管改革中的兰法鲁西程序(Lamfalussy procedure)下达成一致的。这些规则极不妥当,如同富通银行和德克夏银行案例中出现的情况一样。2008年危机后,政府给予银行无条件的担保和巨大资金支持激怒了民众。不求回报的出资帮助不仅从道义上令人无法接受,其与自由经济信条完全背道而驰,而且会引致非常危险的社会分化。

如果没有破产的威胁,一个自由市场经济就无法正常运转,这已成为根深蒂固的经济准则,被认为是公平、高效竞争的首要条件。在经济生活中,像银行业

这样完整的产业部门,一旦知道其将受到大规模救市措施的保护,可免受破产威胁,那么他们就会去操控政府和中央银行。他们的资产也会越来越集中,导致其“大到不能倒”,就像在金融危机中所发生的情况一样。危机后银行规模非但没有收缩,反而变成更大的庞然大物。这样产生很多恶果,不仅通过延迟减债而延长了危机,而且那些国际性银行游说集团通过支配立法来维护其自身利益,实际上已威胁到民主本身。

必须使银行业重新处于一套完整的规则和程序之下,以完全根除“大到不能倒”的症状。这在整个欧元区应当是步调一致的,由一个有权力和有资源对破产银行进行恰当清算的单一中央管理机构来执行。第一步就是迫使银行投资者规范银行管理“债权人纾困”(bail-in^①)必须取代“政府出资救助”(bail-out)。债权人纾困不仅涉及股东,还涉及那些无担保的债券持有者,同时银行要声明,不管是否会发生信用问题都应自动转换成股权,为此目的可以创建“调整资本结构债券”(RECAP BONDS)。

在统一的清算机制下,中央清算基金取代了具有重组银行权力的各国政府,为此最佳途径是改变欧洲稳定机制(ESM)的状况。为促进清算机制,各国银行应当给中央清算基金提供一个“生前预嘱”。清算基金的权力应当足够大:出售资产、解除管理、登记没有担保的债权人的债务以及通过拆分和兼并、暂时接管和转售对银行进行重组。原则上,欧洲稳定机制应当在2013年1月1日建立,并于7月1日在欧元区国家运行,实施银行重组。但是,正如通常政府间的议事程序一样,在相互冲突的利益之间妥协总是不完全的。德国坚持ESM对银行资本结构重组的范围应该只适用于新出现的问题,而不适用于遗留资产问题。这不失为彻底弱化清算基金效用的一个办法。

如果政治家们不承认拯救欧元需经联邦机构民主合法性程序,并获得承载所有成员国家命运的新机构的支持,那么欧洲的一切将没有任何改观。

(作者简介:米歇尔·阿格里埃塔,法国巴黎第十大学教授、法国国际预测与信息研究中心研究员;译者简介:孙艳,中国社会科学院欧洲研究所助理研究员。责任编辑:宋晓敏)

① “Bail-in”,意为“债权人纾困”,即让私人部门银行债务持有人首先承担损失——译者注。

Chinese Journal of European Studies

Vol. 30 No. 6 December 2012

ARTICLES

1 Performances , Weaknesses and Reforms of the European Social Security System in the Context of the Sovereign Debt Crisis

DING Chun CHEN Fei

During the sovereign debt crisis , the European social security system has played an important role in ensuring employment , mitigating the negative impacts of the crisis , maintaining consumption level and soothing economic fluctuations. However , it cannot be denied that a series of long – term structural problems has been exposed , including the ever – increasing government deficit and public debt , the crowding out of expenditure on R&D and education and the rigid labor market. The four social security sub – models in Europe , that is , the Rhine model , the Nordic model , the Anglo – Saxon model and the Mediterranean model , perform quite differently during the crisis , which has much to do with their original ideas , institutional structures , development strategies , the timing , breadth and depth of the reforms , as well as their different responses to the crisis. The prolonged sovereign debt crisis has also posed institutional pressures and momentums on reforming the social security systems , especially in the countries with the Mediterranean model. At last , in the course of reforms , a convergence tendency has appeared across Europe.

20 The European and World Economy at a Tipping Point

Michel Aglietta

In late 2011 the twin sovereign and banking crises went from bad to worse. The very existence of the euro itself was threatened both by the creeping fragmentation of the European financial system and by a recession in Southern Europe which may drag down the whole EMU. In this paper , the author shows why it is so urgent to save the euro and what catastrophic consequences might be incurred if the US is hit severely and the Euro zone goes into eventual recession. Viewing the rescue fund decisions taken at the June 2012 EU Summit from a broader perspective , this paper concludes that three types of reforms must be implemented at the same time , namely , an interest rate cap of the public debt compatible with reasonable fiscal adjustment , an insurance – linked Eurobond scheme , and a banking union with centralized prudential regulation.