

SAE./No.219/December 2022

Studies in Applied Economics

**THE PROBLEMS OF THE EURO
ENGLISH AND FRENCH**

Jacques de Larosière

Johns Hopkins Institute for Applied Economics,
Global Health, and the Study of Business Enterprise



The Problems of the Euro*

By Jacques de Larosière

About the Series

The Studies in Applied Economics series is under the general direction of Prof. Steve H. Hanke, Founder and Co-Director of The Johns Hopkins Institute for Applied Economics, Global Health, and the Study of Business Enterprise (hanke@jhu.edu). The views expressed in each working paper are those of the authors and not necessarily those of the institutions that the authors are affiliated with.

About the Author

Jacques de Larosière is the former Director of the French Treasury, Governor of the Banque de France, Managing Director of the International Monetary Fund, and President of the European Bank for Reconstruction and Development. He is a sometimes lecturer at The Johns Hopkins University.

*Presented at a Conference at the European Parliament on the Delors Report, Brussels, November 15, 2022

The euro has been successfully launched. It has become the world's second currency. It has allowed an intensification of trade within the zone and, by eliminating the exchange rate risk, it has been an important factor of trade integration: it has also reduced the costs of intra-zone transactions.

But in use, the European single currency has revealed many vulnerabilities and contradictions. Let's take a quick look at them:

1) The consubstantial paradox

It is the coexistence of a single currency with economic policies left to the discretion of individual member states.

Moreover, unlike the United States, the euro zone does not have private risk-sharing mechanisms capable of absorbing economic shocks¹. Despite the creation of the Banking Union (2014), the banking markets remain highly fragmented, and the Capital Markets Union remains a chimera.

2) This situation favours the growth of heterogeneities between Member States.

Heterogeneity in per capita income and productivity has increased since the creation of the euro: the highly industrialised and competitive countries are becoming stronger because of the extension of trade from which they benefit, as well as the capacity of the southern countries to import because of the existence of a common currency that is stronger than their currencies would have been if they had remained national.

The South, less industrialised and more a producer of low value-added services, inevitably gains less. In fact, per capita incomes have diverged since 2000 as shown in the table below, with the differences widening since 2008². Productive specialisation, a

¹ Risk sharing is a shock absorption capacity within a monetary union that prevents regional, cyclical and structural developments from leading to permanent fragmentation

²

Countries	2000	2017
Germany	33 000 €	39 000 €
France	32 000 € (96%)	35 000 (89%)
Italy	31 000 € (93%)	30 000 (76%)
Spain	27 000 (81%)	30 000 (76%)

Income per capita (in euros)

Source: Inequality Observatory (rounded figures).
 The %s represent the percentages of per capita incomes compared to those in Germany.

normal phenomenon, tends to strengthen in a heterogeneous monetary zone and to create growing divergences between living standards.

The strongest countries have become even stronger and the weakest have become, in relative terms, weaker.

3) In fact, from the beginning of the Union, the different countries of the zone took advantage of their freedom in terms of economic policy. Broadly speaking, the "Northern" states concentrated on strengthening their industry, practised highly decentralised wage negotiations and sought to keep their public accounts under control. The countries of the 'South', on the other hand, focused on consumer demand, credit and social redistribution without concern for the fiscal consequences. The result has been a marked increase in disparities between member countries.

Thus, if we take the German unit labour cost in 2000 as a reference base of 100, we see that in 2017 the shifts have reached:

- 125 for Germany,
- 150 for Italy, 145 for Spain, 137 for France

On a key indicator of comparative competitiveness, there have been therefore in a few years considerable disparities (from 25 to 12%) which are not sustainable in the long term and which raise the problem of the future of the euro.

The phenomenon is cumulative: since monetary policy can only be "average", it is not strict enough for the countries most prone to overheating, which further increases the disparities.

4) How can this danger be avoided?

The doctrine is clear: if we can no longer adjust exchange rates, costs need to be adjusted, i.e. lower wages and increase job mobility. But trade union traditions, combined with the persistence of the monetary illusion, explain why these

Over 17 years, per capita incomes in Germany have increased by 18%, in France by 9 and in Spain by 11%.
Over 17 years, per capita income in Italy has decreased by 3%.

recommendations are difficult to apply. Moreover, geographical mobility of workers is lower in Europe than in the United States.

Another way would be to strengthen economic policy cooperation between member states. We know that the Stability and Growth Pact was not respected at the beginning by France and Germany, which had a contagious effect on the others.... Then Germany adopted a virtuous budgetary path that was not followed enough.

The public debt accumulated by some Member States is now reaching worrying proportions that will have to be managed.

In conclusion, it can be seen that the Member States have not "taken their destiny into their own hands" by ensuring the minimum of coordination that could have kept the system alive with any chance of survival.

It is not too late: but leadership will be needed to repair the existing and to ensure the future. The first and urgent task is to replace the Stability Pact with a real mechanism: good proposals are on the table: it is up to Europe to play!

*

* *

In sum, Mundell's old "trilemma" concerning optimal currency areas still holds: when exchange rates are fixed, (and even more so when they have disappeared in a single currency) one cannot have both freedom of capital and freedom of economic policies of member states. One of these elements must give way, and since the Union is based on the concept of a single market (people, goods and capital), it is necessary to limit the freedom of members in the area of economic policy. This is The condition for the survival of the Union: a strong coordination of economic policies. This necessary constraint has too often been forgotten. Yet it lies at the heart of monetary union. If a federal system cannot be implemented, It is therefore necessary to organize a real coordination between the States.

*

* *

But along the way, other "trilemmas" have emerged:

1. For example, it seems impossible to combine the principle no bail out contained in the Maastricht Treaty, the budgetary freedom of Member States and the independence of the Central Bank. Indeed, if certain States exceed the limits assigned to public deficits by the Stability Pact, the ECB will be led, through the use of QE and to avoid market disorder, to implement a more accommodating policy than that which an independent central bank would normally have chosen.

2. Similarly, it seems illusory to try to link the free movement of capital, financial stability and the freedom of budgetary choices: in the presence of budgetary slippages, the market reacts, spreads intensify and financial stability is put to the test.
Capital movements in Europe were abundant from 1999 to 2008 (they have since ceased) but they mainly financed public deficits, private credit and the property bubble, particularly in Spain, but also elsewhere. Thus these capital movements contributed to the strong growth of household credit in a country like France. (French household debt was 40% of GDP in 1998, before the euro, whereas it has subsequently jumped to 72% in 2019). It is understandable that these capital inflows have deteriorated France's net international financial position from 0% to -20% of GDP in 2019.

3. Another "trilemma" can be added, which is not limited to the euro area:
It is difficult to maintain financial stability, shortcomings in fiscal discipline and the absence of moral hazard at the same time. Faced with the ordeal of the financial crisis, central banks are, in fact, led to buy up securities that are on the verge of collapse and moral hazard is thus surreptitiously installed in our societies, transferring the cost of risk from the private to the public.

4. Europe is characterized by the arguably excessive role of bank intermediation and suffers from a notoriously weak capital market. This is, in contrast, a well-known manifestation of the financial superiority of the United States. But how can the problem be solved as long as European regulations prevail that in fact prohibit the use of securitization, which is the condition for a capital market renaissance? The desire to have a capital market and rules blocking it cannot go together, especially when the ECB

keeps interest rates lower than those of the United States, thus ensuring the under-competitiveness of our financial market.

5. But on the other hand, even responsible budgetary policies will not be sufficient to protect the Union without the necessary structural reforms in many countries. Otherwise, the Union will slowly sink into a decline of low productivity.
6. Lastly, one may wonder whether focusing competition policy exclusively on the risk of "dominant positions" is not incompatible with the birth of those "European champions" that we need to hold our own in the technological revolution, a process that the Union has, until now, totally neglected in favour of China and the United States.
7. The most dangerous situation is that of the Eurozone countries, which combines:
 - High interest rates (spreads),
 - Large public debts,
 - Low potential growth

For their public debt to remain sustainable, such countries would need to generate a large primary budget surplus (excluding interest on public debt).

Failing this, the countries in question will become uncompetitive, with the political temptation to return to monetary independence.

Jacques de Larosière

P.S.: I have consulted the articles published by Cairn on the economic governance of the euro zone (Varoufakis, Cartapanis, Coupey-Soubeyran, Patrick Artus...).

Les problèmes de l'euro*

By Jacques de Larosière

About the Series

The Studies in Applied Economics series is under the general direction of Prof. Steve H. Hanke, Founder and Co-Director of The Johns Hopkins Institute for Applied Economics, Global Health, and the Study of Business Enterprise (hanke@jhu.edu). The views expressed in each working paper are those of the authors and not necessarily those of the institutions that the authors are affiliated with.

About the Author

Jacques de Larosière is the former Director of the French Treasury, Governor of the Banque de France, Managing Director of the International Monetary Fund, and President of the European Bank for Reconstruction and Development. He is a sometimes lecturer at The Johns Hopkins University.

*Presented at a Conference at the European Parliament on the Delors Report, Brussels, November 15, 2022

L'euro a été lancé avec succès. Cette devise est devenue la seconde monnaie mondiale. Elle a permis une intensification des échanges à l'intérieur de la zone, et, en supprimant le risque de change, elle a été un facteur important d'intégration commerciale : elle a aussi réduit les coûts des transactions intra zone.

Mais, à l'usage, la monnaie unique européenne a révélé nombre de vulnérabilités et de contradictions. Examinons-les rapidement :

1) Le paradoxe consubstantiel

C'est la coexistence d'une monnaie unique avec des politiques économiques laissées à la discrétion des différents Etats membres.

De plus, la zone euro ne dispose pas de mécanismes privés de partage des risques à même d'absorber les chocs économiques³. En dépit de la création de l'Union Bancaire (2014), les marchés bancaires demeurent en effet très fragmentés et l'Union des Marchés de Capitaux reste une idée sans contenu.

2) Cette situation favorise l'accroissement des hétérogénéités entre Etats membres.

L'hétérogénéité des revenus par tête et de la productivité a augmenté depuis la création de l'euro : les pays hautement industrialisés et à forte compétitivité deviennent plus forts du fait de l'extension des échanges dont ils profitent ainsi que de la capacité des pays du Sud à importer du fait de l'existence d'une monnaie commune plus forte que n'auraient été leurs devises si elles étaient restées nationales. Le Sud, moins industrialisé et plus producteur de services à faible valeur ajoutée, est inévitablement moins gagnant.

³ Le partage des risques est une capacité d'absorption des chocs au sein d'une Union monétaire qui empêche les évolutions régionales, cycliques et structurelles de conduire à une fragmentation permanente. Les États-Unis, quand ils font face à des déséquilibres régionaux, ont une forte capacité d'adaptation.

De fait, les revenus par habitant se sont écartés depuis 2000 comme le montre le tableau ci-dessous, les différences s'étant creusées depuis 2008⁴. La spécialisation productive, phénomène normal, tend à se renforcer dans une zone monétaire hétérogène et à créer des divergences croissantes entre niveaux de vie.

Les pays les plus forts sont devenus encore plus forts et les moins forts sont devenus, en termes relatifs, plus faibles.

La divergence des niveaux de vie en Europe avait été cachée par le boom immobilier des premières années de l'euro (de 1999 à 2008). Après 2008, cette divergence croissante a été masquée par la monnaie unique qui a permis aux pays du Sud de disposer d'une monnaie relativement forte qui ne sanctionnait pas, par sa dépréciation, la baisse de leur productivité qui, normalement, devrait se traduire par une baisse du change.

- 3) De fait, dès le début de l'Union, les différents pays de la zone ont profité de leur liberté en matière de politique économique. En gros, les Etats du « Nord » se sont concentrés sur le renforcement de leur industrie, ont pratiqué des négociations salariales très décentralisées et ont cherché à maîtriser leurs comptes publics. Les pays du « Sud » ont privilégié, quant à eux, la demande de consommation, le crédit et la redistribution sociale sans se préoccuper des conséquences budgétaires. Il en est résulté un accroissement marqué des disparités entre pays membres.

4

Pays	2000	2017
Allemagne	33 000 €	39 000 €
France	32 000 € (96%)	35 000 (89%)
Italie	31 000 € (93%)	30 000 (76%)
Espagne	27 000 (81%)	30 000 (76%)

Revenus par tête (en euros)

Source : Observatoire des inégalités (chiffres arrondis).

Les % représentent les pourcentages des revenus par tête par rapport à ceux de l'Allemagne.

Sur 17 ans, les revenus par tête ont augmenté en Allemagne de 18%

en France de 9%

en Espagne de 11%

Sur 17 ans, les revenus par tête ont diminué en Italie de 3%

Ainsi, quand on prend comme base de référence 100 le coût salarial unitaire allemand en 2000, on voit qu'en 2017 les glissements ont atteint :

- 125 pour l'Allemagne,
- 150 pour l'Italie, 145 pour l'Espagne, 137 pour la France

Sur un indicateur-clé des compétitivités comparées, on constate donc en quelques années, des disparités considérables (de 25 à 12%) qui ne sont pas viables à terme et qui posent le problème de l'avenir de l'euro.

Le phénomène est cumulatif : puisque la politique monétaire ne peut être que « moyenne », elle n'est pas assez stricte pour les pays les plus inclinés à la surchauffe, ce qui accroît encore les disparités.

4) Comment parer à ce danger ?

La doctrine est claire : si on ne peut plus ajuster les changes, il faut que les coûts s'ajustent, c.à.d. baisser les salaires et intensifier la mobilité de l'emploi. Mais les traditions syndicales, jointes à la persistance de « l'illusion monétaire », expliquent que ces recommandations sont difficiles à appliquer. Par ailleurs, la mobilité géographique des travailleurs est plus faible en Europe qu'aux Etats Unis.

Un autre moyen serait de renforcer la coopération des politiques économiques entre Etats membres. Or on sait que le Pacte de stabilité et de croissance n'a pas été respecté au début par la France et l'Allemagne ce qui a exercé un effet contagieux sur les autres.... Puis, l'Allemagne a adopté un chemin budgétaire vertueux qui a été trop peu suivi.

La dette publique accumulée par certains Etats Membres atteint à présent des proportions inquiétantes qu'il va falloir gérer.

En conclusion, on voit que les Etats membres n'ont pas « pris en mains leur destin » en assurant le minimum de coordination qui aurait pu faire fonctionner le système avec des chances de survie.

Il n'est pas trop tard : mais il faudra du leadership pour réparer l'existant et assurer l'avenir. La première et urgente tâche est de remplacer le Pacte de stabilité par un véritable mécanisme ; de bonnes propositions sont sur la table : à l'Europe de jouer !

*

* *

En somme, l'ancien « trilemme » de Mundell concernant les zones monétaires optimales tient toujours : quand les changes sont fixes, (et à fortiori quand ils ont disparu dans une monnaie unique) on ne peut faire coexister à la fois liberté des capitaux et liberté des politiques économiques des Etats membres. L'un de ces éléments doit céder, et comme l'Union est basée sur le concept de marché unique (hommes, marchandises et capitaux) il faut se résoudre à limiter la liberté des membres en matière de politique économique. C'est là la condition de la survie de l'Union : une forte coordination des politiques économiques. On a trop souvent oublié cette contrainte nécessaire. Elle est pourtant au cœur de l'Union monétaire. Faute de pouvoir mettre en œuvre un système fédéral, il faut donc organiser une véritable coordination entre les États.

*

* *

Mais, chemin faisant, sont apparus d'autres « trilemmes » :

1. Ainsi, il semble impossible de combiner à la fois le principe de non-renflouement contenu dans le traité de Maastricht, la liberté budgétaire des États membres et l'indépendance de la Banque Centrale. En effet, si certains Etats dépassent les limites assignées aux déficits publics par le Pacte de stabilité, la BCE sera amenée, pour éviter le désordre des marchés, à mettre en œuvre une politique plus accommodante que celle qu'une banque centrale indépendante aurait normalement choisie.

2. De même, il paraît illusoire de vouloir associer la libre circulation des capitaux, la stabilité financière et la liberté des choix budgétaires : en présence de dérapages budgétaires, le marché réagit, les écarts de taux (spreads) s'intensifient et la stabilité financière est mise à l'épreuve.

Les mouvements de capitaux circulant en Europe ont été abondants de 1999 à 2008, (ils ont cessé depuis) mais ont financé surtout les déficits publics, le crédit privé et la bulle immobilière notamment en Espagne, mais aussi ailleurs. Ainsi, ces mouvements de capitaux ont contribué à la forte croissance du crédit aux ménages d'un pays comme la France. (la dette des ménages français était de 40% du PIB en 1998, avant l'euro, alors qu'elle a bondi ultérieurement pour atteindre 72% en 2019). On comprend que ces entrées de capitaux aient détérioré la position extérieure nette de la France qui est passée de 0 à -20% du PIB en 2019.

3. On peut ajouter un autre « trilemme » qui n'est, du reste, pas limité à la zone euro :
Il est difficile de conserver à la fois la stabilité financière, les insuffisances de discipline budgétaire et l'absence d'aléa moral. Face à l'épreuve de la crise financière, les banques centrales sont, en effet, amenées à racheter les titres qui sont sur le point de s'effondrer et l'aléa moral s'installe donc subrepticement dans nos sociétés, transférant le coût du risque du privé au public.
4. L'Europe est caractérisée par le rôle, sans doute excessif, de l'intermédiation bancaire et souffre d'une insuffisance notoire de son marché des capitaux. C'est là, a contrario, une manifestation bien connue de la supériorité financière des Etats Unis. Mais comment résoudre le problème tant que prévaudra une réglementation européenne interdisant, en fait, le recours à la titrisation qui est la condition d'une renaissance du marché des capitaux ? Désir de disposer d'un marché des capitaux et règles le bloquant ne peuvent pas faire bon ménage, surtout quand la BCE maintient des taux d'intérêt plus faibles que ceux des Etats Unis assurant ainsi la sous-compétitivité de notre marché financier et l'exportation des capitaux hors de la zone.
5. Mais d'autre part, même la conduite de politiques budgétaires responsables ne sera pas suffisante à protéger l'Union en l'absence des réformes structurelles indispensables

dans nombre de pays. Sinon, l'Union s'enfoncera doucement dans un déclin fait de faible productivité.

6. On peut se demander, enfin, si le fait de centrer exclusivement la politique de la concurrence sur le risque de « positions dominantes », n'est pas incompatible avec la naissance de ces « champions européens » dont nous avons besoin pour tenir notre rang dans la révolution technologique, processus que l'Union a, jusqu'à présent, totalement délaissé au profit de la Chine et des Etats Unis.

7. La situation la plus dangereuse est celle des pays de la zone euro qui combine :

- Des taux d'intérêt (spreads) élevés,
- Des dettes publiques importantes,
- Une croissance potentielle faible

Pour que leur dette publique reste soutenable, il faudrait que de tels pays dégagent un important excédent budgétaire primaire (hors intérêts sur la dette publique).

Faute de quoi, les pays en cause s'installeront dans la sous-compétitivité avec la tentation, politique, d'un retour à l'indépendance monétaire.

Jacques de Larosière

P.S. : J'ai consulté pour ce travail les articles publiés par Cairn sur la gouvernance économique de la zone euro (Varoudakis, Cartapanis, Couppey-Soubeyran, Patrick Artus...).