Informs, Debates, and Educates about the Eurozone

News

To make or break the euro: Germany’s euro trilemma

By: Jörg Bibow
24.02.2012

Angela Merkel heroically declared that she will “do what it takes” to save the euro. I trust this statement reflects the Chancellor’s honest wish to keep Europe on what she elsewhere referred to as its “irreversible path”. The problem is that under Ms Merkel’s leadership Germany continues to push for an inconsistent mix of ideals and “stability-oriented” policies that are destined to break rather than make Europe’s common currency. Vital deficiencies in the original design of the Maastricht regime of monetary union, a regime largely “made in Germany”, are partly to blame.Ironically, it was Germany’s own conduct as a member of the union that has dealt the euro a potentially fatal blow. Absurdly rewarded by the markets for its own misconduct, today Germany even finds its own position in Europe strengthened and its flawed policy beliefs seemingly confirmed. Yet, unless Germany escapes from its uniquely obscure intellectual trap woven around Bundesbank and deutschmark myths, Europe’s path may prove reversible after all.

According to the German exceptionalism economic health relies on price stability and balanced government budgets. But this not only misses that Germany’s good economic health, while operating under fixed nominal exchange rates in the past, actually derived from relative price stability, as German inflation rates lower than in key trading partners oiled the country’s export engine. Germany’s success of its – essentially – mercantilist model depended on others behaving differently from herself. Just as Europe converged to Germany’s old price stability norm of two percent, Germany itself trended down to a new lower standard, based on stable nominal unit labor costs. Over time cumulative competitiveness gains have built up, boosting Germany’s exports as in the old days. By contrast, countries that stayed close to the union commitment of two percent, such as France, and even more so countries that exceeded it somewhat, such as Spain and Italy, saw their competitiveness erode massively vis-à-vis Germany.

Relative to the euro’s two-percent stability norm, Germany is the true outlier in Europe’s monetary union. And herein rests the true source of today’s debt crisis. Just when the euro completed Europe’s long-time zeal to forever ban the risk of beggar-thy-neighbor behavior, a beggar-thy-neighbor devaluation – through wage repression – is precisely what Europe egot in the end.

In Germany, wage repression paired with fiscal austerity – predictably – caused stagnant consumption and domestic demand. Calibrated towards the union average of which Germany is only a part, monetary easing on the part of the ECB proved insufficient for Germany itself, but excessive in countries with stronger wage and price trends. Let off the leash in a common market that apparently does not require common financial regulation, supervision or crisis back-stops, Europe’s liberalized banking system financed local housing bubbles as the counterpart to soaring current account deficits of countries that were at the receiving end of Germany’s export successes. As the key surplus country Germany accumulated net foreign assets and deficit countries ran up foreign debts, the authorities were day-dreaming at the wheel, as if current account imbalances inside a monetary union would not matter anymore. They actually matter more, at least inside a monetary union that is not also a fiscal union, since the exchange rate quick-fix is not available anymore.

It is unhelpful to deny the ultimate cause of the euro bust: Germany’s reneging on the golden rule
of a monetary union, commitment to a common inflation rate. Germany’s Über-competitiveness, obtained by wage disinflation rather than productivity gains, bankrupted its partners.

Creditors are calling the tune for as long as debtors’ problems are somehow seen as not to be their own. Germany is even being rewarded by super-low interest rates. And German policy beliefs about how to overcome the euro balance of payments crisis are now suffocating Europe. Continent-wide unconditional austerity can only mean general income compression – except for extra-area help.

The situation would not be nearly as bad if all partners were to converge to the two-percent stability path that the union originally committed to. France would be right there, Italy and Spain face limited disinflation, and Germany reflation. Instead, as Germany is forcing Europe to converge to its own new lower standard, even France is now facing a debt deflation; not to mention others. Greece is only a sideshow in all this.

Replacing lending by transfers, fiscal union proper could save and make the euro overnight. By contrast, ECB liquidity cannot make competitiveness imbalances and the corresponding debt flows go away, even as the foul debts now accumulate on the Eurosystem’s balance sheet. So here is the euro trilemma: Germany cannot have all three, perpetual export surpluses, a no-transfer/no-bailout monetary union, and a “clean” independent central bank. Germany’s call.

The author is professor of economics at Skidmore College, New York
EURO, IL TRILEMMA DELLA GERMANIA

ANGELA Merkel ha dichiarato eroicamente di voler fare «tutto il necessario» per salvare l’euro. Ho fiducia che ciò rifletta una sincera volontà che l’euro resti su quella che lei ha definito «una strada da cui non si torna indietro». Tuttavia, sotto la sua leadership, la Germania ha continuato a premere per una combinazione inconsistente di ideali e politiche «per la stabilità», che invece di consolidare distruggeranno la moneta comune. Oltre a qualche deficienza sostanziale nella concezione di Maastricht, il colpo potenzialmente fatale gielo ha assestato, ironicamente, la Germania. Dopo essere stato premiato per un comportamento scorretto, oggi questo paese ha rafforzato la sua posizione in Europa con una apparente conferma delle sue convinzioni politiche errate. Ora però, a meno che la Germania non si sottragga alla trappola ingannevole del mito del marco tedesco, la strada dell’Europa potrebbe dimostrarsi una da cui si torna indietro. L’eccezionalismo tedesco vuole che un’economia sana poggia sulla stabilità dei prezzi e su conti dello Stato in ordine, anche se ciò esclude l’economia tedesca, che ha avuto successo grazie a una stabilità dei prezzi relativa, ossia grazie a tassi d’infazio ne tenuti inferiori a quelli dei partner commerciali. Il successo del modello essenzialmente mercantilistico tedesco dipende dal comportamento differente degli altri paesi che hanno continuato a odiare la macchina dell’export tedesca, spinta con forza da incrementi di competitività accumulatisi nel tempo. Viceversa, i paesi rimasti fedeli al 2 per cento d’infazione stabilito dall’Ue, come Francia e in minor misura Spagna e Italia, hanno subito una massiccia erosione della competitività in rapporto alla Germania. Il vero dato discordante dell’Ume è la Germania e qui sta la vera origine della crisi del debito. L’Europa si ritrova così di fronte comportamenti in cui un paese si avvantaggia a scapito di un altro, il cui bandiera sembrava un obiettivo quasi raggiunto. In Germania, il contenimento dei salari e l’austerità fiscale hanno prodotto una stagnazione del consumo e della domanda interna. Le politiche monetarie accomodanti della Bce si sono dimostrate insufficienti per la Germania, ma eccessive per i paesi con dinamiche dei salari e dei prezzi più energetiche, dove il liberalizzato sistema bancario europeo, senza regolamentazione o supervisione comuni, ha finanziato bolle immobiliari e creato deficit eccessivi. L’über-competitività tedesca, conseguita con la disinflazione salariale, non con incrementi della produttività, ha portato i partner alla bancarotta. Non si può negare la causa ultima del tracollo dell’euro, il riniegamento da parte della Germania della regola d’oro di un’unione monetaria, vale a dire, il’impegno a un tasso d’infazione comune, quel 2 per
cento che l'Unione si è prefissato. La Francia ci sarebbe quasi, l'Italia e la Spagna rischiano una leggera disinflazione, mentre la Germania deve creare inflazione e sta costringendo l'Europa a convergere sul suo nuovo basso standard. Anche la Francia rischia ora la deflazione del debito, per non menzionare gli altri o la Grecia che diventa quasi un capitolo marginale. Sostituendo l'attività creditizia con trasferimenti, l'unione fiscale potrebbe consolidare l'euro in tempi brevi, mentre la liquidità della Bce non riuscirà a cancellare gli squilibri nella competitività e i relativi flussi del debito, nonostante un ingusto accumulo di debito nel bilancio dell'eurosistema.

Ecco qui il triemma dell'euro: la Germania non può volere tutte e tre le cose - surplus dell'export permanenti, un' unione monetaria che non preveda trasferimenti o salvataggi e una Banca centrale indipendente. * Professore di economia allo Skidmore College, New York. Traduzione di Guiomar Parada.

JÖRG BIBOW*