

DEBATE

Donald JOHNSTON

I have a rather simple question. I am from Canada. We have a federal government, of which I was a member and a minister for some years. The provinces have enormous independence, they have fiscal independence, they have huge disparities – Newfoundland for example would suffer enormously when Ontario was doing well, because they had to sell at an elevated Dollar, which has fluctuated from above to below the USD, which it does all the time.

Why does that work so well in Canada? What are we doing? Is it transfer payments? Is it equalisation payments? What is the difference?

Uri DADUSH

I sympathise a lot with Ashoka's point of view. The idea that, because people do not want to leave, that is a justification, is like saying that because you are in the top floor of a building and the house is on fire you do not want to jump out. That is the analogy I would use. The question I have is in the other direction. Is it possible that it will get easier now with the Euro? The creation of the Euro created a lot of imbalances because of the convergence of interest rates, which turned out to be a mistake on the part of the financial markets.

Nadia MOTII

I have a direct question. If Italy goes through a financial crisis, will the EU's answer be a bailout?

Jean PISANI-FERRY

Monsieur, et ensuite on revient aux panélistes.

Riad TABET

Merci beaucoup, nous avons vu que l'unilatéralisme, les sanctions américaines et les problèmes de guerre commerciale sont en train de faire pression sur les banques et notamment en ce qui concerne l'usage du dollar dans le commerce international. Il y a actuellement une réflexion pour voir comment on pourrait résoudre ce problème et le contourner. Est-ce que l'euro, en tant que monnaie, peut répondre à la question et dans quelle mesure ?

Jean PISANI-FERRY

Merci d'ajouter cette dimension. Perhaps in reverse order, Olivier?

Olivier

Non, c'est à vous Jean-Claude.

Jean PISANI-FERRY

We'll start with Jean-Claude.

Jean-Claude TRICHET

I missed the last question, I'm sorry.

Jean PISANI-FERRY

L'euro a-t-il le potentiel pour être une monnaie internationale, pour répondre aux pressions américaines sur l'utilisation du dollar dans le cadre des sanctions contre l'Iran ?

Jean-Claude TRICHET

Je peux peut-être répondre à la dernière question d'abord et, ensuite, aux autres.



L'euro, monnaie qui a démontré sa crédibilité, représente au moment où je parle 22 % de *l'international debt outstanding*, la totalité de la dette mondiale. C'est trois fois moins que le dollar, approximativement, huit fois plus que le yen. C'est la seconde monnaie entre les deux autres, mais plus proche du dollar que du yen. En ce qui concerne les réserves de change, c'est à peu près la même proportion. En ce qui concerne les monnaies de paiement, à ma surprise d'ailleurs, l'euro représente 31 % mondialement et le dollar 42 %. Nous avons une vraie existence de l'euro, mais je ne crois pas qu'il faille l'interpréter comme permettant de *bypasser* le dollar des Etats-Unis. Toutes les entités internationales ont besoin d'avoir une activité aussi libre que possible aux Etats-Unis. Ce n'est pas simplement la question du règlement, en dollar, sur New York : c'est aussi la question de l'ensemble des intérêts que les uns et les autres ont aux Etats-Unis. Je ne crois pas que nous soyons dans une situation – malheureusement à certains égards – nous permettant réellement de nous libérer du dollar des Etats-Unis à partir du moment où le Congrès américain, l'exécutif américain et l'opinion publique américaine considèrent qu'il est absolument normal d'utiliser tous les moyens de pression qu'ils peuvent avoir.

Jean PISANI-FERRY

Jean-Claude, sur ce point, je suis tout à fait d'accord avec cela, mais j'ai quand même une question précise. Une grande différence c'est que l'utilisation du dollar, comme monnaie internationale, est favorisée par le fait que, en situation de stress, il y a possibilité d'avoir accès à de la liquidité en dollars, *via* les lignes de swaps de la FED. Ces dernières sont un instrument de diplomatie internationale que le Trésor soutient. Ce n'est pas une politique autonome de la FED. C'est un élément de la politique extérieure des Etats-Unis. L'Europe n'a pas fait cela. Est-il concevable que, demain, nous puissions avoir une ligne de swaps en euros, avec l'assurance pour la BCE que, en cas de pertes, ce serait compensé par les autorités budgétaires européennes ?

Jean-Claude TRICHET

Le réseau mondial de swaps que nous avons est parfaitement symétrique. S'il existait un manque de liquidités euros, nous pourrions obtenir de l'euro en allant aux Etats-Unis.

Jean PISANI-FERRY

Personne ne pense que cela servira dans ce sens-là. La question est : est-ce qu'un pays tiers – le Maroc demain ou un autre – qui demanderait d'avoir une ligne de swaps en euro pourrait l'obtenir avec le risque que cela représente pour la zone euro ?

Jean-Claude TRICHET

Les banques centrales qui sont dans le réseau de swaps – qui devra être réactivé le cas échéant et tendu – par ce réseau, ont accès à toutes les grandes monnaies convertibles mondiales en présentant du collatéral dans leur propre monnaie. C'est l'avantage de ce réseau. Pour le moment, il est symétrique, légalement. Bien entendu, *de facto* le dollar est beaucoup plus utilisé que les autres. Mais, comme je l'ai dit, ce n'est pas simplement un problème de monnaie. C'est aussi un problème de mesures de rétorsion prises aux Etats-Unis contre les intérêts étrangers aux Etats-Unis.

Jean PISANI-FERRY

Je suis totalement d'accord.

Jean-Claude TRICHET

Quand je discute avec des banques européennes, elles me disent : « nous ne voulons pas prendre le risque d'avoir un règlement qui serait en euro et totalement indépendant du dollar parce que, de toute manière, nos intérêts aux Etats-Unis même seront mis en cause ». Il faut donc voir l'étendue du problème. Bien entendu, au fur et à mesure nous prendrons une dimension supérieure. Il faut aussi noter que nous n'avons pas intérêt, nous Européens, pour le moment, à avoir un euro beaucoup plus utilisé qu'il ne l'est actuellement parce que cela se retrouvera sur le marché des changes et nous aurions un *picking up of the euro* qui serait, peut-être, très dangereux pour nous à terme. Je crois que nous sommes dans une période de transition nécessairement ordonnée. Elle est rendue plus difficile par un certain *inward-looking* des Etats-Unis eux-mêmes, dont ils ne se rendent pas compte d'ailleurs, car ils sont dans leur



propre système. Si je peux, très rapidement, aller aux autres pays, même au Canada – me semble-t-il – les différents états sont récompensés, plus ou moins, par l'image qu'ils donnent, par les mesures qu'ils peuvent prendre. J'ai vu moi-même, de mes propres yeux, la montée en puissance de certaines villes et la dégradation : par exemple Toronto *versus* Montréal. J'ai vu à quoi ressemblait une image plutôt plus négative donnée d'une province particulière par rapport aux autres. Je crois que, même dans une fédération aussi perfectionnée que la fédération canadienne, nous avons encore des phénomènes de ce genre. Qu'il y ait une certaine punition pour des mesures qui ne sont pas optimales, en tout cas du point de vue des opérateurs de marchés, des investisseurs et des épargnants, c'est compréhensible. Je le déplore, mais c'est compréhensible.

Jean PISANI-FERRY

Peut-être vaut-il mieux laisser les autres questions aux autres intervenants, de manière à terminer dans les temps.

Jean-Claude TRICHET

Volontiers.

Ashoka MODY

I will make three very quick points in response to the questions. Firstly, the fundamental sin of the Euro continues to be a monetary union that is not backed by a political contract with a political union. That was Kaldor's point and Marjolin's point, and they both said that there never would be. Therefore, Canada has a political contract, and the EU will never have one. A consequence is that rules will never work, because national interests will always override them at critical moments. Therefore, the idea is that we will construct something that has the look and feel of a political union. For example, reference has been made a number of times to something called the banking union and its completion. Ultimately, a banking union is a fiscal union. There is a banking union in the US because there is an entity called the Federal Deposit and Insurance Corporation that is backed by the full faith and credit of the US sovereign. There will never be in Europe anything remotely like the FDIC, and as long there is no FDIC, calling it a banking union will always be a misnomer.

Therefore, if there is a crisis, the ability to bail out may be quite along the lines Olivier was suggesting. Jared Diamond, in his book *Collapse*, uses the analogy of how societies collapse. They do not collapse in a day – he gives the analogy of deforestation. The forest declines over time but saplings grow back, and you look at the saplings and say things are improving, but over time the saplings cannot recover the deforestation process. The Greek story is not a good one to tell. The fact the Cyprus agreed to the terms that were dictated by Brussels and Berlin has created, in the end, a deep animosity within Greece. The Greek Parliament will not be able to take any fiscal decisions, for the next two generations, that are not authorised by Brussels, Berlin and Frankfurt.

Jean-Claude TRICHET

There is also the IMF.

Ashoka MODY

The IMF is out of the picture. Therefore, while it may appear that the Greek problem is solved, it remains festering at a deeper level, which at some point will reveal itself.

Olivier BLANCHARD

Regarding why it is working in Canada or the US, the reasons are labour mobility across states or provinces in Canada, federal transfers, which are much larger there, and the absence of fiscal loops, a big issue in Europe but not in those countries. Regarding the bailout, I am quite sure that the Euro would try very hard not to bail Italy out unless they did penance and were willing to do something in exchange, but it would be a terrible legal mess, as we well know, because there would be redenomination of many liabilities in euros, and lawyers would have a field day – God knows how it would end.



Jean PISANI-FERRY

Thank you very much. The difference between Salvini and me is that it has been flashing red for a while, I do apologise.