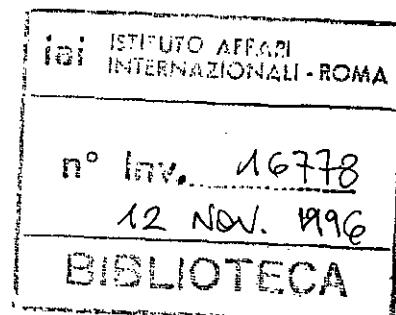


**EUROPE'S GLOBAL CURRENCY**  
**Implications for business leaders and economic policymakers**  
The Philip Morris Institute for Public Policy Research  
European Commission  
Istituto affari Internazionali (IAI)  
Roma, 1-2/VII/1996

- a. Programme
- 1. Background report [versione italiana] (31 p.)
  - I. Le implicazioni politiche / Ian Davidson
  - II. Le implicazioni economiche / Rainer Hellmann
  - III. Le implicazioni per le imprese / Alessandro Merli
- 1b. Background report [English version] (28 p.)
  - I. Political implications / Ian Davidson
  - II. Economic implications / Rainer Hellmann
  - III. Business implications / Alessandro Merli
- 2. The Lira-Mark parity plan / Robert Mundell and Arrigo Sadun (10 p.)
- 3. From the eurodollar to the dollar and the euro: a quick trip beyond the Pillars of Hercules / Mario Sarcinelli (6 p.)
- 4. What global role for the Euro? / Benjamin J. Cohen (4 p.)
- 5. Europe's global currency. The impact on global financial markets / Piero Barocci (6 p.)
- 6. Europe's global currency. Short comments / Susan Strange (2 p.)
- 7. The impact on global financial markets of the Euro / Niels Thygesen (3 p.)
- 8. Monetary regionalism and world trade: some speculative thoughts / Jean Pisani-Ferry (5 p.)
- 9. Moneta unica, competitività dell'industria europea e competitività dei sistemi nazionali europei / Dario Velo (9 p.)
- 10. Intervento / Giovanni Agnelli (10 p.)





# THE PHILIP MORRIS INSTITUTE FOR PUBLIC POLICY RESEARCH ASBL

6, RUE DES PATRIOTES, B-1000 BRUSSELS, BELGIUM. TEL: (32-2) 732 11 56 - FAX (32-2) 732 13 05

## EUROPE'S GLOBAL CURRENCY

#### **Implications for business leaders and economic policymakers**

A one-and-a-half day roundtable conference  
at the  
**Palazzo Lancellotti, Rome**  
**Via Lancellotti, 18**  
**Monday & Tuesday, July 1 & 2, 1996**

with the support of  
Ministero degli Affari Esteri

## DAY I

**Monday July 1, 1996**

08.30 - 09.30

## Registration and welcome coffee

### **Roundtable N°1 :**

## IMPLICATIONS FOR ECONOMIC POLICYMAKERS

09.30 - 11.00

#### (A) The ripple effects of a new global currency

*What will be the impact on management of the world economy of a single European currency? If a substantial share of the EU's 40% of world trade is in future denominated in the new EU currency, how will that affect the value and management of the US dollar and the Yen, as well as of lesser currencies? Will a European Central Bank have the political authority needed to operate a new global currency?*

### Panellists

**Giuliano Amato  
Sir Michael Butler  
Robert Mundell  
Mario Sarcinelli  
Luigi Spaventa**

Presidente Autorità Antitrust, già Presidente del Consiglio  
Director, Hambros Bank  
Professor of Economics, Columbia University  
Presidente, Banca Nazionale del Lavoro  
Professore di Economia Politica II, Università di Roma, già Ministro del  
Bilancio

11.00 - 11.30

## Coffee

IN PARTNERSHIP WITH

The European Commission



Istituto Affari Internazionali

11.30 - 13.00

**(B) What global role for the Euro?**

*A single European currency would offer the EU the chance to operate a new global reserve currency and so would present participating governments with a powerful new economic instrument. It would also saddle them with new global responsibilities. As the post-war monetary order of the Bretton Woods agreement enters its second half century, what global role does the EU see for its single currency, and what changes might it envisage to the Bretton Woods institutions?*

**Panellists**

Peter Boeniger	Department of Economics, University of Würzburg
Franco Bruni	Istituto di Economia Politica, Università Bocconi
Benjamin Cohen	Department of Political Science, University of California, Santa Barbara
Antonio Marzano	Deputato, Professore di Economia Politica, Università La Sapienza, Roma
Giacomo Vaciago	Professore di Economia, Università Cattolica, Milano

13.00 - 14.30

**Lunch**

**Roundtable N°2 :**

**IMPLICATIONS FOR FINANCIAL MARKETS**

14.30 - 16.00

**(A) The impact on global financial markets**

*The world's financial marketplaces must prepare themselves for radical change. Will dollar markets be challenged by the rise of Euro financing and trading? Or will the advent of a major new currency bring greater stability?*

**Panellists**

Piero Barucci	Presidente Aloisio Foglia Ventura & C. Spa - S.I.M., già Ministro del Tesoro
Giorgio Basevi	Dipartimento Scienze Economiche, Università di Bologna
Henning Christoffersen	Former Vice-President of the European Commission, in charge of Economic and Financial Affairs
Klaus Friederich	Director, Chief Economist, Dresdner Bank
Susan Strange	Professor of International Relations, University of Warwick
Niels Thygesen	Professor of Economics, University of Copenhagen

16.00 - 16.30

**Tea & coffee**

16.30 - 18.00

**(B) How might Europe's banking sector benefit?**

*The dominant roles played by the dollar and the Yen in the post-war years coincided with the international expansion of American and Japanese banks. Can Europe's financial institutions now expect a fillip to their worldwide activities from the new single currency?*

**Panellists**

Emmanuel Constant	Directeur, Monnaies et Médailles
Randall Henning	Professor, Institute for International Economics, Washington
Roberto Nigido	Direttore Generale Affari Economici, Ministero degli Affari Esteri
Alfred Steinherr	Economics and Information Directorate, European Investment Bank
Giuseppe Zadra	Direttore Generale, Associazione Bancaria Italiana; Chairman, Executive Committee, Federation of European Bankers

19.30 - 20.30

**Cocktail**

20.30 - 23.00

**Dinner**

**DAY II**

**Tuesday July 2, 1996**

**Roundtable N°3 : IMPLICATIONS FOR BUSINESS**

09.00 - 10.30

**(A) Will there be a boost for Europe's competitiveness?**

*Will EU-based companies enjoy competitive advantages from the Euro's increasingly global role? If so, the creation of a European single currency seems likely to reinforce the trend towards global economic blocs, and perhaps, regional rivalry. How might the new EU currency fit in with the trend towards regional trading blocs?*

**Panellists**

Sergio Arzeni

Head of the Local Economics and Employment Development Programme.  
Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris

Paolo Guerrieri

IAI, Università di Roma

Jean Pisani-Ferry

Director, Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales

Enrico Sasso

Direttore Responsabile, Mondo Economico

Dario Velo

Professore Emerito, Facoltà di Economia, Dipartimento Ricerca Aziendale,  
Università di Pavia

10.30 -10.45

**Coffee**

10.45 - 12.30

**(B) Will the European single currency appeal to multinational corporations?**

*Companies with worldwide operations will be major players in the international development of the new single currency. Will they boost the use of the Euro, or will corporate treasurers avoid it as untried and uncertain?*

**Panellists**

Franco Bernabé

Amministratore Delegato, ENI

Stefan Collignon

Director, Research and Communication, Association for the Monetary Union  
of Europe

Emma Marcegaglia

Presidente Giovani Industriali, Confindustria

12.30

**Summing up**

Pier Carlo Padoan - IAI, Università di Roma

12.45

**Closing address**

Giovanni Agnelli - Senatore, Presidente d'Onore FIAT Spa

13.00 - 14.30

**Lunch Speaker**

Vincenzo Visco, Ministro delle Finanze

**End of Conference**

101 ISTITUTO AFFARI  
INTERNAZIONALI - ROMA

n° Inv. 16778  
12 NOV. 1996

B BIBLIOTECA



# EUROPE'S GLOBAL CURRENCY

## Implications for business leaders and economic policymakers

### DAY I            MONDAY JULY 1, 1996

08.30 - 09.30      Registration and welcome coffee

#### ROUNDTABLE N°1 : IMPLICATIONS FOR ECONOMIC POLICYMAKERS

09.30 - 11.00      (A) The ripple effects of a new global currency

*What will be the impact on management of the world economy of a single European currency? If a substantial share of the EU's 40% of world trade is in future denominated in the new EU currency, how will that affect the value and management of the US dollar and the Yen, as well as of lesser currencies? Will a European Central Bank have the political authority needed to operate a new global currency?*

##### PANELLISTS

Giuliano Amato	Presidente Autorita Antitrust, già Presidente del Consiglio
Sir Michael Butler	Director, Hambros Bank
Joly Dixon	Director, Directorate Generale II, European Commission
Robert Mundell	Professor of Economics, Columbia University
Mario Sarcinelli	Presidente, Banca Nazionale del Lavoro
Luigi Spaventa	Professore di Economia Politica II, già Ministro del Bilancio

11.00 - 11.30      Coffee

11.30 - 13.00      (B) What global role for the Euro

*A single European currency would offer the EU the chance to operate a new global reserve currency and so would present participating governments with a powerful new economic instrument. It would also saddle them with new global responsibilities. As the post-war monetary order of the Bretton Woods agreement enters its second half century, what global role does the EU see for its single currency, and what changes might it envisage to the Bretton Woods institutions?*

##### PANELLISTS

Peter Bofinger	Department of Economics, University of Würzburg
Franco Bruni	Istituto di Economia Politica, Università Bocconi
Benjamin Cohen	Department of Political Science, University of California, Santa Barbara
Antonio Marzano	Professore di Economia politica, Università La Sapienza, Roma
Roberto Nigido	Direttore Generale Affari Economici, Ministero degli Affari Esteri
Giacomo Vaciago	Professore di Economia, Università Cattolica Milano

13.00 - 14.30      Lunch



---

**ROUNDTABLE N°2 : IMPLICATIONS FOR FINANCIAL MARKETS**

14.30 - 16.00 (A) The impact on global financial markets

*The world's financial marketplaces must prepare themselves for radical change. Will dollar markets be challenged by the rise of Euro financing and trading? Or will the advent of a major new currency bring greater stability?*

**PANELLISTS**

Piero Barucci	Presidente SIM Aloisio-Foglia-Ventura, già Ministro del Tesoro
Giorgio Basevi	Dipartimento Scienze Economiche, Università di Bologna
Henning Christophersen	Former Vice-President of the European Commission, in charge of Economic and Financial Affairs
Klaus Friederich	Director, Chief Economist, Dresdner Bank
Susan Strange	Professor of International Relations, University of Warwick
Niels Thygesen	Professor of Economics, University of Copenhagen

16.00 - 16.30 Tea & coffee

16.30 - 18.00 (B) How might Europe's banking sector benefit?

*The dominant roles played by the dollar and the Yen have in the post-war years coincided with the international expansion of American and Japanese banks. Can Europe's financial institutions now expect a fillip to their worldwide activities from the new single currency?*

**PANELLISTS**

Emmanuel Constans	Directeur, Monnaies et Médailles
Randall Henning	Professor, Institute for International Economics, Washington
Alfred Steinherr	Economics and Information Directorate, European Investment Bank
Giuseppe Zadra	Direttore Generale, Associazione Bancaria Italiana; Chairman, Executive Committee, Federation of European Bankers

19.30 - 20.30 Cocktail

20.30 - 23.00 Dinner

---

12.45                   **Closing Address**                   Giovanni Agnelli, Senatore, Presidente d'Onore FIAT Spa

13.00 - 14.30           **LUNCH SPEAKER**                   Vincenzo Visco, Ministro delle Finanze

End of Conference

*Translation service will be provided into English, French, German and Italian*

**GUILIANO AMATO**

Giuliano Amato is President of the Autorita Antitrust, Roma, and former Prime Minister of Italy.

He was a Member of Parliament from 1983, holding in turn the posts of Under-secretary of State to the Prime Minister's office, Deputy Prime Minister and Minister for the Treasury. He was Prime Minister from June 1992 to April 1993.

He was Head of the Legal Office at the Ministry for Budget and Economic Planning from 1967 to 1968 and again from 1973 to 1974. He has chaired both the Government Committee for the Reorganisation of the Prime Minister's offices (1980), and the Government Committee for the reorganisation of the state share holdings (1980 to 1981).

He was President of The Aspen Institute Italia from 1992 to 1994.

He has been Full Professor of Italian and Comparative Constitutional Law at the University of Rome, School of Political Science, since 1975 and is visiting Professor of Comparative Constitutional Law at the European University Institute of Florence.

He has published numerous papers and articles covering a wide spectrum of topics.

**SERGIO ARZENI**

Sergio Arzeni is the head of the Local Economic and Employment Development (LEED) Programme at the Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) in Paris.

He has been a senior economist with the OECD for about 15 years, in charge of micro-economic issues. Before joining the OECD, he was an economic adviser to the Italian Parliament and the Italian trade unions. In the mid-70s, he was a member of cabinet of the Italian Vice-President of the European Commission in Brussels.

He is the author of a book on European institutions and policies entitled 'Capire L'Europa', Garzanti, Milan, 1982. He is a member of the Editorial Board of the Philip Morris Institute for Public Policy Research.

**PIERO BARUCCI**

Piero Barucci has been President of Aloisio Foglia Ventura & C. Sim S.p.A. since March 1996.

He is Professor of Economic Policy and History of Economic Doctrines and has taught at the Universities of Siena and Florence.

He has written extensively on the application of Economics and the history of economic thought. He is a member of many scientific academies, both national and international and his books have been translated into English, French and Japanese.

Since 1983, he has held a number of important positions in the Italian banking world, including President of Monte dei Paschi di Siena from 1983 to 1990; President of the Associazione Bancaria Italiana from 1987 to 1991 and Deputy Director of Credito Italiano from 1990 to 1992.

He was Minister of the Treasury in both the Amato and Ciampi governments.

**GIORGIO BASEVI**

Giorgio Basevi has been professor of International Economics at Università di Bologna, since 1972.

He worked as an economist at the Directorate General for Economic and Financial Affairs of the European Commission from 1965 to 1966. He was assistant and then professor of international economics, Université Catholique de Louvain, from 1966 to 1972 and has been a visiting professor at the Bologna Centre of the John Hopkins University since 1967. He was Chairman of the Istituto di Scienze Economiche, Facoltà di Scienze Politiche, Università di Bologna, 1979 to 1981 and Chairman of Dipartimento di Scienze Economiche, Università di Bologna, 1988 to 1991.

He has been a visiting professor at six other universities in North America and Belgium and is an active board member of ten companies and associations including the Scientific Committee, Istituto Nazionale Commercio Estero and Ufficio Italiano Cambi.

**FRANCO BERNABÉ**

Franco Bernabé is Managing Director and Chief Executive Officer of ENI SpA

In 1976, he was Senior Economist at the OECD, Paris. In 1978 he was Chief Economist for FIAT, Turin. He joined ENI in 1983 as Assistant to the Chairman and then became Director, Corporate Development, Planning and Control in 1986.

He is the author of 'Industrial policies and Industrialisation - The case of the Automobile Industry' (1982) and 'Labour Market and Unemployment' (1982).

**PETER BOFINGER**

Peter Bofinger has been Professor of Economics, Money and International Economic Relations at the University of Würzburg since August 1992.

He holds an M.A., a Ph.D. and a Habilitation and *venia legendi* in Economics, from the University of Saarbrücken.

He worked as an economist at the German Council of Economic Advisers, Wiesbaden, from 1978 to 1981; as a lecturer at the Department of Law and Economics, University of Saarbrücken, from 1981 to 1984; and as an economist at the Landeszentralbank in Baden-Württemberg, Stuttgart, from 1984 to 1990.

He has held, in turn, the post of Visiting Professor at the Universities of Kaiserslautern, Konstanz and Wurzburg, during the period from 1990 to 1992.

Since 1991, he has also worked as a consultant for the European Commission, for the Friedrich-Ebert-Stiftung and for the German Ministry of Economics. He has organised a number of seminars and conferences, most recently the CEPR-conference "What Monetary Policy for the ECB" with Richard Portes.

**SIR MICHAEL BUTLER**

Sir Michael Butler is a Director of Hambros Bank, responsible for European Business.

He was the British Government's Permanent Representative to the European Community in Brussels from 1979 to 1985.

For five years until May 1993, he was the Chairman of the European Committee of the British Invisibles which aims to ensure that the City of London, the Bank of England and the British Government work closely together in the preparations for EMU and the Single European Market.

He was actively engaged in the study of all the implications of EMU by ACE (Action Centre Europe) under the Chairmanship of the former Governor of the Bank of England, Lord Kingsdown.

He is Chairman of the European Strategy Board at ICL, of Pathway Group Ltd, of the Editorial Panel of Treasury Management International, and is a member of the International Advisory Council of the Bank of Montreal.

**FRANCO BRUNI**

Franco Bruni is Director of the Department of Economics of Bocconi University, and Full Professor of International Monetary Theory and Policy.

He was the Director of the Master in International Economics and Management at the business school SDA-Bocconi from 1990 to 1995.

He is member of the Scientific Committee of the "Paolo Baffi" Centre for Monetary and Financial Economics, Deputy Director of ISPI (the Milan-based "Istituto per gli Studi di Politica Internazionale") and Vice-President of SUERF (Société Universitaire Européenne de Recherches Financières, based in Amsterdam). He is an active member of a number of working groups, including "Neighbouring Countries" of the ECU Institute; the Committee of the "Deutsch-Italianisches Gesprächs forum"; and the 1994 and 1995 Vienna December Round Tables of the Österreichische Kontrollbank Aktiengesellschaft. He is country expert for the EU project on "The impact of the Internal Market Integration on the banking and credit sector".

He is author of many publications in the field of monetary economics and international finance.

**HENNING CHRISTOPHERSEN**

Henning Christophersen was Vice-President of the European Commission from 1985 to 1994.

He was initially responsible for budgetary affairs, financial control, personnel and administration, but in 1989 his portfolio was broadened to include economic, financial and monetary affairs as well as coordination of the Structural Funds. He was also in charge of the borrowing and lending operations of the Community and the Statistical Office.

He represented the Commission to the Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), the Interim Committee of the International Monetary Fund (IMF), the Group of Seven and the Group of Ten. He was the Commission's Governor of the European Bank for Reconstruction and Development (EBRD) and was responsible for the Commission's relations to the European Investment Bank (EIB).

He was elected to the Danish Parliament in 1971 and served as Minister of Foreign Affairs from 1978 to 1979 and as Deputy Prime Minister and Finance Minister from 1982 to 1984.

He sits on the Board of the Philip Morris Institute, of the Rockwool Foundation and of the European Institute for Infrastructure Studies. In 1995, the Danish Government appointed him to the Danish Council for European Policy.

**BENJAMIN J. COHEN**

Benjamin Cohen is Louis G. Lancaster Professor of International Political Economy at the University of California, Santa Barbara.

He was educated at Columbia University, where he received a doctorate in economics in 1963. He previously taught at Princeton University and the Fletcher School of Law and Diplomacy, Tufts University. He is the author of eight books, including 'In Whose Interest?', 'International Banking and American Foreign Policy' (1986), and 'Crossing Frontiers: Explorations in International Political Economy' (1991).

**STEFAN COLLIGNON**

Stefan Collignon is Director of Research and Communication at the Association for the Monetary Union of Europe, Paris.

He gained his Ph.D at the Freie Universität Berlin in 1989, from where he graduated with a Masters in Economics in 1978. He has held a number of research posts, including at the London School of Economics, Queen Elizabeth House, Oxford, the University of Dar es Salaam, Tanzania, and in East and South East Africa.

He was a financial analyst at First National Bank of Dalla, Paris, from 1975 to 1976.

He has been Director of Studies at AUME since 1989 and President of the Association France-Birmanie, Paris since 1990.

He is the author of numerous papers, published internationally, on a wide range of topics including monetary economics, Eastern Europe, and developmental economics.

**EMMANUEL CONSTANS**

Emmanuel Constans has been Director of Monnaies et Médailles du Ministère de l'Economie et des Finances since February 1995 and Inspecteur Général des Finances since July 1992.

He was Conseiller financier from 1983 to 1985, and Secrétaire Général Adjoint of the Comité Interministériel pour les questions de Coopération Economique Européenne (S.G.C.I.) from 1985 to 1988. He was Director of the Cabinet of Mme Scrivener, Member of the European Commission, from 1989 to 1995.

He was been decorated with the Chevalier de l'Ordre National du Mérite and Chevalier de l'Ordre National de la Légion d'Honneur.

**RIMMER DE VRIES**

Rimmer de Vries is former Managing Director and Chief Economist, JP Morgan.

He was born and educated in the Netherlands, following which he obtained a Ph.D at Ohio State University, U.S.A.

He was with the Federal Reserve Bank in New York from 1956 to 1961. He joined J.P. Morgan in 1961.

**JOLY DIXON**

Joly Dixon has been the Director for Economic and Financial Affairs, Directorate-General II of the European Commission, since 1992.

In 1969 he joined the staff of York University to teach economics and economic statistics. In 1970 he moved to the Economics department of Exeter University.

In 1975 he joined the European Commission and was attached to the Directorate General for Economic and Financial Affairs, where he worked primarily on European and international monetary matters, including the setting-up of the European Monetary System in 1979.

In 1981 he was a guest scholar at the Brookings Institution, Washington, D.C. From 1982 to 1986 he was the Financial Counsellor at the Commission Delegation of the European Communities in Washington, D.C.

On his return to Brussels he briefly joined the Central Advisory Group and in early 1987 he became a member of the cabinet of President Jacques Delors, where he concentrated on economic and monetary issues.

**KLAUS FRIEDRICH**

Klaus Friedrich has been General Manager and Chief Economist of Dresdner Bank Group since October 1992.

Before joining Dresdner Bank, he was Director for Europe at the Institute of International Finance, the Washington-based International banking organisation, primarily concerned with cross-border debt issues and country risk. He has also been a member of the Board of Governors of the Federal Reserve System in Washington.

He holds a Ph.D. from Cornell University and has taught economics at Pennsylvania State University. He has published a book and numerous articles in the field of international economics and finance.

**C. RANDALL HENNING**

C. Randall Henning is Associate Professor at the School of International Service of the American University and Visiting Fellow at the Institute for International Economics, Washington D.C.

He received his Ph. D. from the Fletcher School of Law and Diplomacy at Tufts University in 1985.

He has taught international and comparative political economy at John Hopkins University and Georgetown University.

He is the author and co-author of many books and articles on the politics of international economics, including "Global Economic Leadership and the group of Seven" (1996), "Currencies and Politics in the United States, Germany and Japan" (1994), and "Can Nations agree? Issues in International Economic Cooperation" (1989).

**LORD KINGSDOWN (ROBIN LEIGH-PEMBERTON)**

The Rt. Hon. Lord Kingsdown is a director of Hambros plc, of Glaxo Wellcome plc, of Redland plc, and of Foreign and Colonial Investment Trust plc.

He was educated at Eton College and Oxford, and did his military service in the Grenadier Guards from 1945-48. He is a qualified barrister.

He was Pro-Chancellor of the University of Kent at Canterbury from 1977-83 and has been Lord Lieutenant of Kent since 1982. He was Chairman of the National Westminster Bank from 1977-83.

He was Governor of the Bank of England from 1983 to June 1993.

Lord Kingsdown was made a Privy Councillor in 1987 and a life peer in 1993. In April 1994 he was appointed a Knight of the Garter by Her Majesty the Queen.

**EMMA MARCEGAGLIA**

Emma Marcegaglia has been the President of Giovani Imprenditori di Confindustria since 1994.

She graduated *cum laude* in Economy at "Bocconi" University and she holds an MA from New York University.

She has been Deputy Administrator of Arbarella S.p.A. since 1990.

**ANTONIO MARZANO**

Antonio Marzano has been a Member of Parliament of the "Polo delle Libertà" since his election in April 1996. He is a long-standing member of Forza Italia and from the beginning has been in charge of the economic field.

He is Professor of Economic and Financial Policy at University "La Sapienza" and Professor of Economic Policy at University "LUISS". He was Director of the Institute of economic, financial and statistical studies at University "La Sapienza" from 1974 to 1980.

He has been a member of many committees and study groups in the economic and financial fields.

He has written more than 180 scientific papers, including, "I crediti e i debiti dello Stato" (1967), "La nuova instabilità" (1968) and "Politica economica dei grandi aggregati" (first edition 1975, fourth edition 1995).

He contributes to many newspapers and periodicals, both nationally and internationally.

**RAINER MASERA**

Rainer Masera has been a member of the Board of Directors of Istituto Mobiliare Italiano Internazionale since March 1996. Since 1988, he has been Director General of Istituto Mobiliare Italiano S.p.A.

In 1975 he joined the Research Department of the Banca d'Italia in Rome, where he became the Head of the International Sector. He was Head of the Banca d'Italia's Research Department from July 1982 to December 1984 and Central Director for Economic Research from January 1985 to September 1988.

From 1977 to 1981 he was Alternate member of the EEC Monetary Committee and a member of the permanent committee on Euro-currencies. He was a member of the G-10 Group of Deputies, and Alternate member of the Board of Directors of the Bank for International Settlements.

From January 1995 to January 1996 he was Minister of the Budget and Economic Planning and Minister for the Coordination of European Union Policy. He was delegated by the Prime Minister, Mr. Lamberto Dini, to the chairmanship of the Interministerial Committee for Economic Planning.

In January 1996 he was appointed Cavaliere di Gran Croce of the Italian Republic by President Oscar Luigi Scalfaro. In February 1996 he was appointed as member of the Board of Directors of ElB.

He has published numerous books, articles and essays on domestic and international monetary and financial economics.

**ROBERT MUNDELL**

Robert Mundell has been professor of Economics at Columbia University since 1974.

Prior to that he was Professor of Economics at the University of Chicago and Editor of the *Journal of Political Economy*.

He has written several books and articles on economic subjects, pioneering the studies in optimum currency areas, the international policy mix, inflation theory and supply-side economics. He is the author of 'Plan for a European Currency' (1969) and has consulted with the European Monetary Commission of the European Currencies and many other national and international agencies. He has honorary degrees from the University of Paris and the People's University of China.

**ROBERTO NIGIDO**

Roberto Nigido, Plenipotentiary Minister of First Class, has been Director General for Economic Affairs at the Italian Foreign Ministry since September 1993.

He has been with the Ministry since 1965, and has dealt with issues relating to the European Communities both in Rome and in Brussels.

He is a former First Adviser at the Permanent Representation of Italy to the European Union in Brussels, former Italian Consul in Durban and former First Adviser of the Italian Embassy in Mogadiscio.

**PIER CARLO PADOAN**

Pier Carlo Padoan is Professor of Economics at the University of Rome "La Sapienza" and is Professor of Political Economy of European Integration at the College of Europe, Bruges.

Since 1985 he has been Senior Fellow for economic research at the Istituto Affari Internazionali.

He has written extensively in the areas of international macroeconomics and econometrics, European economics and political economy.

**JEAN PISANI-FERRY**

Jean Pisani-Ferry is Director of the Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales (CEPII).

He is Professor at Ecole Centrale, Paris and Associate Professor at the Ecole Polytechnique, Paris.

He was head of the macroeconomic department at CEPII from 1983 to 1989. From 1989 to 1992 he was economic adviser to the Director General for Economic and Financial Affairs at the European Commission.

**MARIO SARCINELLI**

Mario Sarcinelli has been Chairman of Banca Nazionale del Lavoro SpA since 1994.

He graduated in Law at the University of Pavia and was research Fellow at Cambridge University.

From 1976-81, he was Deputy Director General of the Banca d'Italia. He was Chairman of the EEC Monetary Committee from 1989 to 1990 and Vice-President of Banking South, European Bank for Reconstruction and Development, from 1991 to 1994.

**LUIGI SPAVENTA**

Luigi Spaventa is Professor of Economics, Faculty of Statistics and Economics, University of Rome "La Sapienza", and was formerly Minister of the Budget from April 1993 to May 1994.

He was a Member of the Chamber of Deputies, Italian Parliament, from 1976 to 1983. He chaired the Treasury Advisory Committee on the management of the public debt from 1988 to 1989, and has been a member of other Treasury committees. He was Head of the Council of Experts, Ministry of Treasury, from September 1992 to May 1993.

He has been Professor of Economic Policy at the Universities of Palermo and Perugia.

He was Visiting Fellow at All Souls College Oxford from 1968 to 1969, Visiting Scholar at the IMF in 1984, and Luigi Einaudi Professor, Cornell University in 1989.

He is Chairman of the Board, Finanza & Futuro s.p.a. and a member of the Board of CIR s.p.a.

**ALFRED STEINHERR**

Alfred Steinherr is Chief Economist and Director General of the European Investment Bank in Luxembourg.

He has been an Economic Counsellor at the Directorate General for Economic and Financial Affairs of the European Commission and a Consultant and Senior Economist at the International Monetary Fund in Washington.

He is the author of several publications, most recently 'Winds of Change - Economic Transition in Central and Eastern Europe' (1995)

He obtained first prize at, Express Bank Review Award in 1994.

**SUSAN STRANGE**

Susan Strange is Professor of International Relations at the University of Warwick.

She is also visiting Professor at Bocconi University, Milan; at the London School of Economics; at the John Hopkins Center, Bologna; and at Aoyama Gakuin University, Tokyo.

She has a 1st class honours BSc in Economics from the London School of Economics.

She is the author of several books including 'Rival States, Rival Firms: competition for world market shares' (1991), 'States and Markets' (1988) and 'Casino Capitalism' (1986).

**NIELS THYGESEN**

Niels Thygesen has been Professor of Economics at the University of Copenhagen since 1971.

He has served as Head of the Monetary Division of the OECD, as Economic Adviser to the Minister of Finance of Malaysia and as Adviser to Denmark's National Bank. He has been visiting Professor at the European University Institute, at Institut d'Etudes Politiques, Paris, and at Banca d'Italia. He is a member of the Scientific Committee of the Centre for Monetary and Banking Studies, Geneva. He has served on several expert groups on monetary integration and macroeconomic cooperation in the European Communities, including the Committee for Monetary Union in Europe (the Schmidt-Giscard Committee). He has been a Senior Research Fellow of the Centre for European Policy Studies in Brussels since 1982. He was President of SUERF (Société Universitaire Européenne de Recherches Financières) from 1988 to 1991. He is a member of the Academic Panel for the Single Market Review of the Commission of the European Communities 1995 to 1996.

Niels Thygesen was nominated at the European Council Meeting in Hannover June 1988 as one of the three independent expert members of the Delors Committee on the study of economic and monetary union in the European Communities (the Delors Committee).

He has published widely on international economics and European integration.

**GIACOMO VACIAGO**

Giacomo Vaciago is Professor of Economics at the Catholic University of Milan.

In 1976, he was a consultant at the OECD in Paris. Since 1978 he has been Senior Research Fellow at the Institute for Social Research in Milan.

From 1980 to 1991, he was Economic adviser at Citibank and from 1983 to 1991 he was Chairman of Citinvest SpA.

He has written extensively in the area of monetary policy.

**DARIO VELO**

Dario Velo is Professor at the Economics and Commerce Faculty of the University of Pavia.

He has held many scientific appointments, including Director of the Department for Enterprise Research at the University of Pavia, Professor of Theory and Financial Policy of Enterprises at the University "Bocconi", President of the University Association of European Studies and Director of the Master in Banking and Finance programme for CEEC.

He has been a member of a number of scientific committees and research centres. He has written numerous papers related to the financial, banking and industrial economic fields. Many of his articles have been published in the most important economic reviews, both within Italy and internationally.

**GIUSEPPE ZADRA**

Giuseppe Zadra has been Director General of Associazione Bancaria Italiana since June 1992 and President of the Executive Committee of the European Banking Federation since June 1994.

He graduated from the University of Rome "La Sapienza" in 1965 and has a MBA from Harvard University. He has been Director of AFIN, an international investment bank, and for CONSOB, in charge of the Stock Exchange.

He teaches the Economics of Financial Markets at the Law Faculty of "LUISS" University, Rome.

## Istituto Affari Internazionali

The Istituto Affari Internazionali (IAI) was founded in October 1965 on the initiative of Altiero Spinelli, its first director, and with the support of the Fondazione Adriano Olivetti, l'Associazione di cultura e politica "Il Mulino", Centro Studi "Nord e Sud" and the Ford Foundation.

A non-profit organisation, it is funded by individual and corporate members, public and private organisations, major international foundations, and by a standing grant from the Italian Ministry of Foreign Affairs.

The main objective of the Institute is to promote understanding of the problems of international politics through studies, research, meetings and publications, with the aim of increasing the opportunities of all countries to move in the direction of supranational organisation, democratic freedom and social justice.

An interdisciplinary approach together with policy-oriented objectives characterise the Institute's analysis of international events. The IAI strives to maintain a global perspective, evaluating Italian positions with respect to those of other international actors. To this end, the Institute has involved an increasing number of foreign researchers in its projects, and has strengthened its ties with similar

institutes abroad through regular bilateral and multilateral meetings.

The IAI belongs to a number of international networks of research centres. These include: the Trans European Policy Studies Association (TEPSA), the Group of Seven Institutes, the European Strategy Group (ESG), and the European Security Analysis Network (ESAN).

The activities of the IAI are organised broadly as follows:

- public meetings and conferences;
- bilateral meetings with other Italian institutes and foreign counterparts;
- study groups and seminars related to research topics;
- meetings of the Fora on economy, eastern Europe, the Mediterranean and security;
- lectures by foreign and Italian guest speakers;
- publication of reviews, working papers, books and quarterlies and a comprehensive library service.

*Istituto Affari Internazionali  
Via Angelo Brunetti, 9  
00186 Rome  
Italy  
Tel: 39.6.3224360, fax: 39.6.3224363*

## The Philip Morris Institute

The Philip Morris Institute for Public Policy Research is a non-profit organisation which aims to stimulate debate by publishing Discussion Papers and organising conferences and seminars that address major policy issues confronting today's European decision-makers.

The establishment in May 1993 of the Philip Morris Institute for Public Policy Research reflects the desire of Philip Morris Companies Inc., the worldwide food, tobacco and beverage manufacturer, to make an important contribution to the European policy debate. The activities and the choice of topics and authors are decided by an independent Editorial Board. PMI Discussion Papers, conferences and seminars are intended to provide a forum for ideas and to promote innovative thinking that will help shape the Europe of tomorrow.

Each PMI Discussion Paper consists of a number of authoritative policy proposals and analyses on a single topic. The papers are intended to provide a wide spectrum of opinion and expertise. Authors of the papers are leading policymakers and specialists from within Europe and elsewhere. PMI contributors are among the architects of Europe's future.

PMI papers are distributed world-wide to some 15,000 politicians, journalists, officials, business leaders and other policy analysts. The papers are published in English, French, German, Italian and Spanish.

In November 1995, the Philip Morris Institute announced the launch of a new writing Prize designed to stimulate fresh ideas on European issues. Over 2,100 entrants from 67 countries have taken part in the competition. The Philip Morris Institute Europe Prize, which is worth Ecu 15,000, is due to be awarded in December 1996 by a panel of distinguished journalists for the best essay on the theme "What Europe for the New Millennium?"

The Philip Morris Institute regularly organises seminars in its Brussels premises, and has a growing international conference programme that brings together leading analysts, commentators and policymakers. Recent events have included *Beyond Maastricht* (Paris, January 1995), *Mediterranean Partnerships* (Madrid, October 1995) and *The Fight against Social Exclusion* (Brussels, December 1995). The 1996 programme includes *Does Europe need a Constitution?* (London, June 1996), *Europe's Global Currency* (Rome, July 1996) and *Europe of the Regions* (Dublin, October 1996).



THE PHILIP MORRIS INSTITUTE  
FOR PUBLIC POLICY RESEARCH ASBL

6, RUE DES PATRIOTES, B-1000 BRUSSELS, BELGIUM. TEL: (32-2) 732 11 56 - FAX (32-2) 732 13 07

A.

# EUROPE'S GLOBAL CURRENCY

Implications for business leaders and economic policymakers

## Background Report

Roundtable Conference  
Rome, July 1 & 2, 1996

with the support of

Ministero degli Affari Esteri

IN PARTNERSHIP WITH

The European Commission



Istituto Affari Internazionali

**EUROPE'S GLOBAL CURRENCY**  
**L'IMPATTO INTERNAZIONALE DELLA MONETA UNICA EUROPEA**

**INDICE**

<b>Parte I</b>	<b>LE IMPLICAZIONI POLITICHE</b> di Ian Davidson	<b>Pag. No</b>
A	<b>Incertezze all'interno dell'Unione Europea</b>	2
B	<b>L'Europa e il Mondo</b>	4
C	<b>Le Ramificazioni Economiche Indirette</b>	5
D	<b>Percezioni ed Aspettative</b>	8
E	<b>Conseguenze Politiche Indirette</b>	10
<b>Parte II</b>	<b>LE IMPLICAZIONI ECONOMICHE</b> di Rainer Hellmann	
A	<b>L'Euro come moneta per transazioni internazionali, di investimento, di riserva</b>	13
B	<b>Il Ruolo internazionale dell'Euro</b>	14
C	<b>I Limiti dell'UEM nella politica di cambio</b>	19
D	<b>I Protagonisti della politica globale dell'Unione Monetaria</b>	21
<b>Parte III</b>	<b>LE IMPLICAZIONI PER LE IMPRESE</b> di Alessandro Merli	
	<b>Introduzione</b>	24
A	<b>Benefici e costi della Moneta Unica</b>	25
B	<b>Il Ruolo Estero dell'Euro</b>	27
C	<b>Le Imprese e l'Euro: Problemi Pratici</b>	28
D	<b>Conclusioni</b>	29
	<b>Curriculum Vitae degli Autori</b>	31

## EUROPE'S GLOBAL CURRENCY

### PARTE I: LE IMPLICAZIONI POLITICHE

di Ian Davidson

#### **A. INCERTEZZE ALL'INTERNO DELL'UNIONE EUROPEA**

Qualsiasi discussione sulle implicazioni internazionali della moneta unica europea non può che essere altamente speculativa poiché poggia su numerosi fattori di incerta consistenza: incertezza sull'evoluzione futura della stessa Unione economica e monetaria (Uem) moltiplicata dalla ancora più grande incertezza sulle ripercussioni nel resto del mondo. D'altra parte, l'Uem avrà conseguenze politiche che andranno ben oltre la sfera economica e monetaria. Per almeno due buone ragioni.

Primo: il progetto dell'Uem ha avuto fin dall'inizio un carattere eminentemente politico, nonostante abbia, evidentemente, una logica di natura economica e monetaria che si muove dall'unione doganale al mercato unico. Ma la forza motrice dell'intero processo dell'Unione europea è stata, e rimane, una precisa concezione politica riguardo i grandi obiettivi dell'integrazione comunitaria.

Possiamo cogliere il vero spessore dell'Unione economica e monetaria osservando il dibattito in corso in ciascuno dei paesi interessati. Il dibattito, cioè, su come parteciparvi e su come l'Uem dovrebbe essere. Risulta del tutto evidente che la maggior parte degli Stati membri considerano il passaggio alla moneta unica come un vero e proprio spartiacque nello sviluppo dell'Unione europea.

Secondo: è impensabile che questo processo non abbia ripercussioni politiche in tutto il resto del mondo. La difficoltà sta nel discernere i differenti livelli di incertezza per immaginare delle ipotesi sui futuri sviluppi.

A questo proposito dobbiamo prendere in considerazione almeno tre diversi ordini di incertezza.

In primo luogo non sappiamo nemmeno se ci sarà mai una moneta unica europea, quando sarà realizzata e quali Stati membri vi aderiranno. D'altra parte, e nonostante le continue vicissitudini del ciclo economico e l'intensità della controversia politica tra i sostenitori e gli oppositori del progetto, sembra ragionevole ritenere che prenderà il via alla data prevista (1 gennaio 1999) con la partecipazione di almeno una cospicua minoranza di Stati che dovrebbe comprendere la Germania e la Francia. Per adesso sembra improbabile l'adesione della Gran Bretagna e della Danimarca, almeno in un primo tempo. Il resto degli Stati membri cercheranno di entrare non appena potranno, ma è impossibile dire con esattezza quando ciò accadrà.

In secondo luogo, non sappiamo come potrà funzionare. L'ipotesi che persistano dei problemi per un periodo prolungato appare estremamente ragionevole. Una sfida di questa portata non è mai stata lanciata prima e dunque non si può affatto dire che sarà una navigazione tranquilla. La Banca centrale europea (Bce) sarà un'istituzione del tutto nuova e rimane da vedere come saprà dare alle sue politiche credibilità sui mercati e come, i sistemi economici nazionali, sapranno reagire al nuovo regime. Bisognerà inoltre vedere se il periodo di rodaggio del nuovo sistema sarà tanto lungo e tanto severo da creare, all'interno dei singoli Stati membri, conflitti politici suscettibili di ripercuotersi all'interno dell'Unione europea.

E' poi evidente che le ripercussioni internazionali della moneta unica europea saranno condizionate dall'impatto, positivo o negativo, che questa avrà all'interno del sistema.

In terzo luogo, non sappiamo ancora con esattezza quali saranno le conseguenze dell'introduzione della moneta unica sul processo di integrazione europea. Sembra evidente che le conseguenze dell'Unione economica e monetaria, concepita come un tassello di una più ampia visione dell'Europa, si rifletteranno su altri settori della politica europea; appare altrettanto chiaro che l'eventuale successo dell'Unione monetaria richiederà fin da subito, o stimolerà successivamente, forti progressi lungo la strada dell'integrazione continentale. Si possono già osservare rapporti causa-effetto tra l'Uem ed il sistema europeo nel suo insieme, nell'interazione esistente tra il processo di avvicinamento alla moneta unica nel 1999 e la Conferenza intergovernativa (Cig) attualmente in corso.

Considerate insieme queste tre incertezze mostrano quanto sia difficile prevedere tutte le implicazioni politiche dell'unione monetaria. Se anche si realizzasse nella sua dimensione più ridotta, essa sarebbe, comunque, un evento politico di grande importanza. Sarebbe certamente ancor più importante se vi aderissero tutti gli Stati membri, Gran Bretagna compresa. E questo non solo perché si avrebbe una più vasta e più potente area monetaria, ma perché l'adesione di Londra dimostrerebbe la conversione britannica alle implicazioni politiche che sottintendono l'Uem (e non la semplice necessità di evitare gli svantaggi dell'emarginazione).

Allo stesso modo l'Uem, se funzionasse, potrebbe assicurare un nuovo slancio al processo di integrazione consolidando la posizione dell'Unione nel mondo. D'altra parte se la moneta unica si risolvesse in un fallimento economico, imporrebbe a molti Stati membri, e all'Unione nel suo insieme, un brusco arresto con conseguenze politiche quasi certamente negative.

Sintetizzando: sembra ragionevole affermare che sarà l'interazione tra Uem e processo di integrazione europea a determinare le ripercussioni politiche internazionali dell'introduzione della moneta unica.

## B. L'EUROPA E IL MONDO

Lo schema fissato a Maastricht per l'Uem era stato disegnato per migliorare l'integrazione economica e politica tra gli Stati membri, esso mirava, soprattutto, a soddisfare esigenze sostanzialmente interne all'Unione europea. Maastricht non puntava, cioè, a cambiare la natura delle relazioni economiche tra l'Unione europea e il resto del mondo, per quanto effettivamente potra' influenzarle. E non fu, certamente, pensato per cambiare in alcun modo gli equilibri politici tra l'Unione europea ed il resto del mondo.

Sembra, comunque, probabile, e forse persino inevitabile, che l'Unione monetaria dell'Europa imporrà, nel tempo, dei cambiamenti agli attuali rapporti tra l'Unione ed il resto del mondo. In parte questo accadrà per gli effetti della globalizzazione dei mercati, ma soprattutto a causa delle dimensioni dell'Unione europea che, proprio per la sua grandezza, già esercita, direttamente o indirettamente, una forte influenza essendo, insieme al Nafta (North Atlantic Free Trade Agreement composto da Stati Uniti, Canada e Messico), il più grande blocco economico e commerciale del pianeta. E' però importante riconoscere che le reali conseguenze di questa situazione non erano state pianificate. Se si realizzeranno, saranno gli imprevedibili sotto-prodotti dell'Unione monetaria e dell'integrazione europea.

Se la divisa comune funzionerà bene accrescerà sia la prosperità sia l'integrazione economica dei paesi dell'Ue, accentuando, in definitiva, l'influenza economica del sistema sugli altri paesi del mondo. Tutto ciò ridara' vigore alle aspettative di quegli Stati secondo i quali l'Unione deve giocare un ruolo da protagonista sulla scena mondiale: un protagonista politico e non solamente economico. L'Europa sarebbe spinta, insomma, ad assumere un ruolo politico di maggior peso.

Per una questione di convenienza concettuale possiamo dividere le ripercussioni politiche internazionali dell'Unione economica e monetaria dell'Europa in tre grandi categorie che non sono, ovviamente impermeabili fra loro.

La prima comprende tutte le ramificazioni dell'Uem sulla scena mondiale: fra queste c' è la prospettiva di affermazione dell'"Euro" come valuta di riserva a livello internazionale e dello sviluppo di attività finanziarie denominate in Euro capaci di creare un sistema di investimenti e risparmi.

La seconda categoria, separata dall'Uem stessa, comprende le reazioni degli altri paesi di fronte ad una progressione di questo genere dell'integrazione europea. In passato la comunità internazionale ha costantemente atteso che il peso economico dell'Europa si traducesse in un equivalente peso politico. Fino a oggi questo travaso non si è realizzato e ciò ha provocato l'irritazione di parecchi partner del Vecchio continente. Il passaggio alla moneta unica potrebbe rafforzare le aspettative di alcuni, e le preoccupazioni di altri, circa l'assunzione di un nuovo

ruolo politico da parte dell'Ue. E' inoltre possibile che l'unione monetaria porti allo sviluppo di un più forte senso di appartenenza europea, al formarsi di un'identità europea.

La terza categoria riguarda l'azione politica internazionale che, per quanto non direttamente legata all'unione monetaria, potrebbe, a causa di essa, subire forti mutazioni. Infatti, è possibile che la marcia verso l'unione monetaria alimenti delle sinergie capaci di sviluppare, sia all'interno che all'esterno della Conferenza intergovernativa, una Politica estera e di sicurezza comune (Pesc) più efficace e meglio concertata.

### C. LE RAMIFICAZIONI ECONOMICHE INDIRETTE

Gli effetti diretti dell'unione monetaria sul ruolo dell'Europa nell'economia mondiale saranno con ogni probabilità accompagnati da alcuni effetti politici indiretti, di incerta portata, che si manifesteranno in diversi settori.

Al di là del maggior peso specifico che assumerà l'Unione europea alcuni settori potrebbero non essere toccati in maniera determinante. Nel commercio e nella politica commerciale, per esempio, l'Unione europea è già il primo blocco mondiale. La moneta unica potrebbe, dunque, rafforzare la capacità contrattuale dell'Ue in materia di liberalizzazione commerciale e di semplificazione normativa, ma non muterebbe drasticamente la situazione. Di certo se l'Uem porterà alla piena convergenza degli interessi degli Stati membri i negoziatori dell'Unione si troveranno in una posizione molto più forte.

Lo stesso vale per i mercati internazionali dei capitali. E' plausibile ritenere che la creazione di una moneta unica europea favorisca la crescita di questi mercati (eliminando i costi dei cambi all'interno dell'Europa) e che inoltre accresca l'importanza dei centri finanziari europei: un regime continentale dominato da un'inflazione bassa porterebbe alla riduzione dei tassi d'interesse e all'abbassamento del costo del denaro in Europa. Ma nessuno di questi cambiamenti rappresenta di per sé una situazione qualitativamente nuova.

In altri settori, invece, l'affermarsi di una moneta unica creerebbe situazioni radicalmente nuove, che non sono però facilmente prevedibili.

#### **Il sistema monetario internazionale**

L'"Euro" è ovviamente candidato a diventare "molto più" di una valuta mondiale" rispetto alle monete dei singoli Stati membri: quantificare quel "molto più" dipenderà in parte dall'adesione britannica. In ogni caso è probabile che l'"Euro" possa diventare più importante, come riserva valutaria, come veicolo commerciale e di investimenti internazionali, di quanto sia il marco tedesco, suo predecessore nel ruolo di moneta europea di riferimento.

Dato il peso relativo dell'Europa e degli Usa nel sistema economico mondiale la logica vorrebbe che l'Euro, con il passare del tempo, assumesse un

ruolo di riserva valutaria equivalente a quello del dollaro statunitense.

Questo potrebbe assicurare ai membri dell'Uem il dubbio privilegio di gestire grandi deficit esterni. Sembra però improbabile che un simile ruolo globale possa essere costruito in tempi brevi visto che i governi, i mercati finanziari e quelli commerciali avranno bisogno di un discreto lasso di tempo per rassicurarsi sul comportamento della nuova valuta.

Le conseguenze politiche della nuova situazione potrebbero, invece, emergere molto più rapidamente. All'interno del Fondo monetario internazionale (Fmi), per esempio, gli Stati europei continuerebbero a essere rappresentati singolarmente essendo altamente improbabile che accettino di rinunciare rapidamente al proprio rappresentante; all' stesso tempo alcuni, o forse addirittura la maggior parte di loro, avranno una valuta comune e una sola bilancia dei pagamenti nei confronti del resto del mondo. In termini pratici questo potrebbe non avere delle grandi conseguenze politiche ma potrebbe indurre gli Stati che condividono la stessa moneta a parlare con una sola voce.

Lo faranno di sicuro in almeno un settore-chiave, quello della politica monetaria di cui diverrebbe responsabile a pieno titolo la Banca centrale europea (Bce). Tutte le istituzioni monetarie, a partire dal Fondo monetario internazionale saranno tenute a consultarsi con la Bce piuttosto che con le singole banche centrali.

Analogo è il discorso nell'ambito del G7. Il fatto che i paesi europei siano uniti da una moneta comune assicurerrebbe maggior capacità di contrattazione nei confronti degli Stati Uniti e del Giappone in tutte le questioni economiche e monetarie. Qualcuno potrebbe persino arrivare a dire che il G7 sarebbe di fatto sostituito da un G3 formato dall'Europa, dagli Stati Uniti e dal Giappone. Una situazione di questo tipo sarebbe naturalmente contrastata dalla Gran Bretagna, se rimanesse fuori, oltre che dall'Italia e dal Canada, ma potrebbe essere sostenuta da altri stati minori dell'Uem (i tre del Benelux) che non sono membri del G7, ma che potrebbero avere una propria rappresentanza nell'ambito del G3.

E' difficile dire quali differenze reali sarebbero prodotte da una simile situazione. I governi oggi sono meno fiduciosi di quanto fossero in passato circa la propria capacità di gestire un sistema macro-economico globale, o di stabilizzare il mercato monetario internazionale. E' probabile che la riforma e la stabilizzazione del sistema monetario internazionale torneranno ad essere grandi temi internazionali se l'"Euro" riuscira' a costruirsi una posizione dominante come riserva valutaria capace di rivaleggiare con il dollaro e lo yen. Ma tutto questo richiedera' comunque un certo tempo.

In ogni modo non è chiaro se i paesi dell'Uem saranno in grado di impegnarsi in una severa politica di stabilizzazione del sistema valutario internazionale, vista la struttura costituzionale prevista per l'unione monetaria e la fastidiosa antitesi esistente tra il federalismo europeo nelle politiche monetarie da un lato e la relativa indipendenza nazionale in materia di bilancio e di politiche macro-economiche dall'altro. Un'efficace politica europea in seno al G7 dovrebbe

poter contare sull'unità dei paesi dell'Uem (Francia e Germania in testa), cosa che non può essere data per scontata, se si esclude forse la politica monetaria. Persino nella politica dei tassi di cambio, strettamente legata a quella monetaria, la responsabilità decisionale continuerebbe a risiedere nelle mani dei ministri finanziari che potrebbero insistere per mantenere una rappresentanza individuale nelle istituzioni internazionali.

A questo si aggiunge il fatto che gli obiettivi dell'Uem sono di carattere domestico e il principale obiettivo della Bce sarà la stabilità interna dei prezzi. Come risultato, almeno per quanto riguarda il periodo (probabilmente prolungato) di rodaggio della nuova moneta unica, i tassi di cambio con l'esterno e le politiche monetarie finirebbero per apparire interessi residuali rispetto a quelli che sono i grandi obiettivi di carattere domestico.

### **Se le cose andassero male**

Tutto quanto è stato detto in precedenza parte dall'assunto che l'Uem dimostri di comportarsi in maniera sufficientemente soddisfacente, in maniera tale, cioè, da consentire che le conseguenze economiche e monetarie dell'introduzione della moneta unica siano positive per l'Europa (e probabilmente per il mondo intero). Se l'Uem funzionasse male, le conseguenze economiche e monetarie per l'Europa ed il mondo intero sarebbero, invece, seriamente negative.

I pessimisti predicono che le imposizioni e le rigidità introdotte dalla moneta unica procureranno gravi problemi ad alcuni Stati membri. Problemi ulteriormente aggravati dalle pressioni generate dal processo di globalizzazione e ristrutturazione. Quegli Stati membri che si saranno impegnati nel processo di adesione alla moneta unica avranno investito un tale capitale politico nell'impresa dell'Uem da non accettare una crescita della disoccupazione, né che della disoccupazione possa essere accusata l'Europa. Se d'altra parte i lavoratori europei fossero schiacciati dalla tenaglia composta, da un lato dall'Unione economica e monetaria e dall'altro dalla globalizzazione dei mercati caratterizzati dal lavoro a basso costo, potrebbe verificarsi un'irresistibile pressione a favore del protezionismo, almeno in quegli Stati membri che dovessero subire in maniera più pesante i costi dell'adattamento.

Se ciò dovesse accadere sarebbe minacciata la costruzione stessa del Mercato unico, il quale sarebbe comunque in pericolo per le possibili svalutazioni competitive contro la moneta unica che potrebbero attuare gli Stati membri che non aderiranno all'Uem. Al di fuori dell'Europa si avrebbe, senza dubbio, una reazione equivalente. Il passaggio alla moneta unica potrebbe rianimare le tradizionali tendenze a favore del protezionismo e confermare le accuse secondo le quali l'Uem non è altro che l'avanguardia della "Forteza Europa".

## D. PERCEZIONI E ASPETTATIVE

Il mondo oltre i confini dell'Ue è rimasto molto deluso dal diffuso assunto secondo cui l'integrazione economica dell'Europa si sarebbe coniugata a una maggior integrazione ed efficiacia politica. Ma se l'Unione europea riuscisse a compiere l'ambizioso progetto definito a Maastricht creando la moneta unica europea, altri paesi potrebbero concludere (correttamente, senza dubbio) che il processo di integrazione europea sta continuando la sua marcia. Il fatto che l'Uem sia, all'apparenza, ispirato da considerazioni di carattere economico e domestiche avrà minor rilevanza della constatazione che la dinamica dell'integrazione europea si sta nuovamente affermando.

Questo avrà tre principali conseguenze politiche.

La prima è che il resto del mondo comincerà a pensare che l'Unione europea ha veramente il potenziale per diventare, nel tempo, un attore di primo piano della scena politica internazionale.

La seconda conseguenza è che il mondo riconoscerà che il ritmo e la dinamica del processo di integrazione europea sono effettivamente dati dal nocciolo duro del sistema rappresentato dalla Francia e dalla Germania, che gli altri paesi vogliono entrare a far parte di questo nocciolo anche se non sono in grado di aderire alla moneta unica fin dall'inizio e che, a questa dinamica, si è opposta senza successo una ristretta minoranza di Stati, Gran Bretagna in testa. Il risultato è che la comunità internazionale si sforzerà di stringere rapporti con i paesi che rappresentano l'avanguardia del sistema, in particolare con la Francia e la Germania, a scapito di quelli che appartengono al gruppo di minoranza, e dunque della Gran Bretagna.

La terza conseguenza è che il resto del mondo si aspetterà, e lo chiederà, che l'Unione svolga un ruolo politico adeguato al proprio peso economico.

Il modo in cui si svilupperà questo tipo di interazione è ovviamente oggetto di speculazioni. Se non altro perché qualsiasi ruolo internazionale l'Unione decida di ricoprire sarà in parte una conseguenza delle scelte politiche di altri paesi. È comunque possibile fare un elenco di quei paesi, o di quelle regioni, che potrebbero avere un ruolo centrale nelle relazioni internazionali dell'Unione oltre che di quelle organizzazioni nell'ambito delle quali l'Europa potrebbe svolgere un ruolo di maggiore importanza.

### **Paesi e regioni**

#### Gli Stati Uniti

Gli Stati Uniti saranno la più importante chiave di lettura del futuro ruolo dell'Europa. In parte perché gli Usa sono l'unica potenza rimasta sulla scena mondiale e in parte perché l'Europa ha vissuto per molto tempo all'ombra del protettorato statunitense.

Fino ad ora, l'atteggiamento americano nei confronti dell'Unione europea è stato fortemente ambivalente. A livello di principi e di ideali tutte le amministrazioni statunitensi hanno appoggiato l'obbiettivo dell'unità dell'Europa. Sul piano della realpolitik tutte hanno guardato con sospetto l'idea di una reale indipendenza economica del continente. Nell'ambito Nato, tutte le amministrazioni succedutesi a Washington nel dopoguerra hanno chiesto che l'Europa si accollasse una parte maggiore delle spese mentre, durante tutto il corso della Guerra fredda, si sono opposte all'idea di una difesa europea indipendente.

Oggi, nel periodo che segue la fine della Guerra fredda, l'interrogativo è se i legami con l'Europa possano cambiare. Il collasso dell'impero sovietico ha cancellato la principale ragione che teneva insieme la Nato e l'atteggiamento d'OltreAtlantico nei confronti dell'Europa indica un'incertezza, mai così forte negli ultimi 50 anni, sul ruolo degli Stati Uniti nel continente europeo. Se questa titubanza dovesse prevalere gli Stati Uniti potrebbero accettare, favorire o persino chiedere, una politica estera europea e di sicurezza comune molto più indipendente.

Due indicazioni sui possibili scenari futuri ci giungono da due fatti: primo, il prolungato ed evidente conflitto tattico-politico tra Stati Uniti e Europa sulla guerra in Bosnia; secondo, la lunghissima gestazione della Combined Joint Task Force (CJTF), intesa a favorire l'utilizzo della forza da parte dei membri europei della Nato, nell'ambito dell'Alleanza, senza il necessario intervento statunitense. L'argomento Bosnia arriverà a una svolta alla fine di quest'anno, termine fissato per il ritiro delle truppe Usa dall'Ifor, quando gli europei dovranno decidere come e se proseguire il loro impegno nei Balcani. I negoziati della CJTF avrebbero dovuto essere completati entro i tempi fissati dalla stessa conferenza ma tutti sanno che questo non accadrà.

### La Russia e l'Europa Orientale

La variabile decisiva dei futuri rapporti tra la Russia e l'Unione europea sarà lo sviluppo della situazione politica all'interno della Russia stessa. Se la Russia dovesse riuscire a stabilizzarsi, avrebbe un interesse naturale a favorire la formazione di un'Europa più ricca e forte, sia come fonte di risorse finanziarie che come spalla per portare a compimento il suo processo di democratizzazione interno. Se però la situazione politico economica in Russia dovesse deteriorarsi l'emergere di un'Europa più forte e ricca potrebbe apparire come una minaccia per il paese.

Per i paesi dell'Europa orientale l'affermarsi di un'Europa comunitaria più dinamica produrrebbe sia speranze che paure. Da un lato consoliderebbe tutte le ragioni che già oggi suggeriscono l'occidentalizzazione dell'Europa orientale a scapito dei legami con l'ex Unione sovietica. La richiesta di sicurezza da parte dei Paesi dell'Europa centro-orientale si farebbe poi ancor più forte se la situazione politica in Russia dovesse deteriorarsi.

D'altra parte la creazione di un'unione monetaria potrebbe apparire come la creazione di un club ristretto dal quale i paesi dell'Europa orientale potrebbero

ritenersi esclusi. La ricerca di un'Europa politicamente più indipendente, in particolar modo nei settori della sicurezza e della difesa, potrebbe, d'altra parte, apparire come un tentativo di minare l'integrità della Nato e dunque di mettere in pericolo la garanzia rappresentata dagli Stati Uniti.

Nello stesso tempo sarebbe meglio per i paesi dell'est, unirsi ad un'Unione forte piuttosto che a un'Unione debole: da questo punto di vista la prospettiva peggiore è quella di un'Europa occidentale legata in un'unione monetaria che funziona male. D'altro canto si può dire che solamente se sarà in grado di stabilire una nuova dinamica dell'integrazione, l'Unione europea, sarà abbastanza forte da ammettere nuovi membri dall'est tenendo sotto controllo la situazione russa.

#### Medio Oriente

Dopo il collasso dell'Unione Sovietica solo gli Stati Uniti sono stati in grado di recitare un ruolo diplomatico determinante nello scenario mediorientale, mentre l'Europa è stata di fatto confinata a un mero ruolo formale. La principale causa di debolezza della posizione americana nella regione sorge dal suo incondizionato sostegno per Israele (e per l'Arabia Saudita). Ma questo è anche il punto di forza di Washington che potrebbe lasciare ben poco spazio all'Europa.

#### Nazioni Unite

Un' Unione europea più unita e dinamica potrebbe svolgere un ruolo di maggior peso nell'ambito delle attività di peacekeeping delle Nazioni Unite. Una prospettiva questa che appare ancora più verosimile alla luce dei mutamenti che avvengono in alcuni paesi tradizionalmente neutrali (Austria, Finlandia, Svezia) per rafforzare il proprio impegno a favore della pace nel contesto europeo.

La complessa questione istituzionale che viene sollevata dal processo di integrazione europea è relativa al possibile cambiamento in seno al Consiglio di Sicurezza con particolare riferimento ai suoi cinque seggi permanenti. La candidatura della Germania per un posto permanente in Consiglio è già stata avanzata tacitamente. Ciò di cui non si è ancora parlato è se l'Unione europea in quanto tale debba essere o meno rappresentata in seno al Consiglio di Sicurezza.

### **E. CONSEGUENZE POLITICHE INDIRETTE**

Se l'unione monetaria si affermasse nei termini indicati dal Trattato di Maastricht si realizzerebbe un enorme passo in avanti sulla strada dell'integrazione europea. Non si tratterebbe comunque di un passo isolato perché sarebbe, con ogni probabilità, accompagnato da una serie di misure integrative, tanto di carattere economico che politico.

Primo, è ormai chiaro che lo schema tratteggiato a Maastricht sarà completato con misure accessorie che dovranno rafforzare la credibilità dell'accordo sulla moneta unica. Sarà necessario un nuovo accordo sui tassi di cambio, sarà necessario garantire il coinvolgimento di quei paesi che non entreranno a far parte dell'unione monetaria fin dal primo momento; dovrà, inoltre, essere siglato una sorta di "Patto di Stabilità" che costringerà le politiche macroeconomiche e di bilancio di tutti gli Stati membri nella direzione della moneta unica. I ministri finanziari dell'Ue sembrano prossimi a definire un nuovo regime dei tassi di cambio capace di sostituirsi allo Sme (Sistema Monetario Europeo), mentre già esaminano una proposta tedesca che vorrebbe rendere più stringenti le procedure relative ai deficit indicati dal trattato di Maastricht.

Secondo, è possibile che il passaggio alla fase finale dell'Uem possa non avere luogo - a meno che i tedeschi non si ritengano soddisfatti delle misure addizionali di solidarietà al centro dei negoziati paralleli che si svolgono in seno alla Conferenza intergovernativa.

Vi sono almeno tre settori nei quali la Germania (con il sostegno di altri Stati) invoca una maggiore integrazione politica:

- i. È necessario un rafforzamento delle procedure decisionali all'interno delle istituzioni dell'Unione che consenta di rafforzare il cuore del sistema per poter accogliere un maggior numero di Stati membri, soprattutto dall'Europa Centrale e Orientale. Questo deve includere un maggior impiego del voto a maggioranza in seno al Consiglio dei Ministri e un sostanziale riaggiustamento del peso specifico dei singoli voti a favore dei grandi Stati membri quali Germania, Francia, Italia e Gran Bretagna.
- ii. Maggiore integrazione nei settori della Giustizia e degli Affari interni che permetta una migliore copertura dei temi dell'immigrazione, del diritto di asilo e della cooperazione transfrontaliera tra le forze di polizia.
- iii. Maggiore integrazione nel settore della politica estera e della sicurezza comune e un sensibile rafforzamento dell'Unione europea occidentale.

I tedeschi non hanno mai affermato pubblicamente, né probabilmente lo faranno, quali sono le loro priorità per la Cig. Non hanno nemmeno mai indicato quale sarebbe per loro il minimo livello accettabile di solidarietà politica. In Germania sta però crescendo la preoccupazione che i criteri fissati a Maastricht non siano sufficienti ad assicurare la transizione verso la moneta unica. Un dubbio che ne genera un altro: l'opportunità di arrivare a tale unificazione monetaria in assenza di una maggiore integrazione politica degli Stati membri.

Più in generale è ormai chiaro che la Cig potrebbe rappresentare una rottura con la tradizionale ortodossia comunitaria affermando la nascita di un'Europa a due velocità. Germania e Francia hanno invocato l'introduzione di una nuova clausola nel Trattato che autorizzi la creazione di un'avanguardia di Stati membri liberi di procedere verso una più rapida integrazione e quindi liberi dal freno imposto dagli Stati più recalcitranti, cioè dalla Gran Bretagna. I tre del

Benelux hanno pubblicamente manifestato il proprio sostegno a questo principio di flessibilità e la stessa cosa ha fatto la Commissione.

Il Governo britannico ha preso tempo per elaborare una risposta ufficiale. Da un lato John Major ha più volte invocato un'Europa più flessibile- termine inteso come sinonimo di meno vincolante - ma di certo non apprezza l'idea di un nocciolo duro di cui Londra non farebbe parte, anche se per autoesclusione.

Nessuno di questi nuovi ingredienti è stato comunque aggiunto alla ricetta europea. Le proposte di un "Patto per la Stabilità" o quelle relative ad un nuovo regime di cambio differenziato tra gli "Ins" e gli "Outs" non sono state ancora formalizzate. La stessa Conferenza intergovernativa è ancora in una fase esplorativa che vede le avanguardie europee indecise se arrivare a uno scontro diretto e forse risolutivo con il governo di John Major o se rimandare nuovamente la discussione nella speranza che le successive elezioni britanniche regalino un esecutivo più aperto nei confronti del progetto europeo.

Si puo' comunque dire che se la moneta unica si fara' essa sara' solamente uno degli elementi, benche' centrale, in un piu' vasto complesso di interventi e misure destinato a far avanzare su un fronte molto ampio il processo di integrazione dell'Europa. Un fronte di proporzioni tali da consolidare le tesi fin qui espresse confermando le significative implicazioni che l'unione monetaria avra' sulle relazioni politiche fra Europa e resto del mondo. I contraccolpi potrebbero anche essere superiori, ma attualmente è molto difficile prevederli nei dettagli.

100% of the time. It is also important to note that the results of the study were not statistically significant.

The findings of this study suggest that the use of a self-report measure of physical activity may be useful in identifying individuals who are at risk for developing cardiovascular disease. The results of this study indicate that the use of a self-report measure of physical activity may be useful in identifying individuals who are at risk for developing cardiovascular disease.

The findings of this study suggest that the use of a self-report measure of physical activity may be useful in identifying individuals who are at risk for developing cardiovascular disease. The results of this study indicate that the use of a self-report measure of physical activity may be useful in identifying individuals who are at risk for developing cardiovascular disease.

The findings of this study suggest that the use of a self-report measure of physical activity may be useful in identifying individuals who are at risk for developing cardiovascular disease. The results of this study indicate that the use of a self-report measure of physical activity may be useful in identifying individuals who are at risk for developing cardiovascular disease.

## EUROPE'S GLOBAL CURRENCY

### PARTE II: LE IMPLICAZIONI ECONOMICHE

di Rainer Hellmann

#### **A. L'EURO COME MONETA PER TRANSAZIONI INTERNAZIONALI, DI INVESTIMENTO E DI RISERVA**

Gli Stati membri dell'Unione europea sono stati così coinvolti dai problemi interni legati alla costruzione dell'Unione economica e monetaria (Uem) che il dibattito sulle implicazioni economiche dell'Euro è stato messo in ombra. La più ampia questione della sua influenza potenziale sugli affari monetari internazionali è stata addirittura ignorata.

Nonostante l'inevitabile impatto a livello mondiale che avrà l'introduzione dell'Euro, gli aspetti globali dell'Uem sono stati complessivamente trascurati.

Le condizioni per l'introduzione graduale dell'Euro tra il 1999 e il 2002 sono state fissate a Madrid: i problemi del nuovo Sistema monetario europeo (Sme II) e quelli della stabilità a lungo termine hanno invece dominato gli incontri dei ministri finanziari svoltisi a Verona e Firenze.

I partner dell'Europa nel mondo, in particolare gli Stati Uniti, il Canada e il Giappone, ma anche gli altri 170 Stati membri del Fondo monetario internazionale (Fmi), avranno perplessità e preoccupazioni per le proiezioni esterne dell'Uem. Le indicazioni del Trattato di Maastricht sulla posizione internazionale dell'Unione monetaria sono estremamente vaghe e le incertezze legate all'atteggiamento internazionale dell'Uem potrebbero provocare instabilità sui mercati mondiali.

#### **Gli obiettivi internazionali dell'Uem**

Lo scorso 19 marzo a Praga, il direttore generale del Fmi indicò una serie di vantaggi che, a suo avviso, sarebbero stati assicurati dall'arrivo dell'Uem sulla scena internazionale. Secondo Michel Camdessus (1) l'Unione monetaria potrebbe generare: un mercato finanziario europeo più ampio e profondo, una moneta forte cui ancorare la politica macroeconomica, un mercato unificato per i certificati di credito emessi dai governi membri dell'Uem e, in generale, un mercato interno di rinnovato dinamismo. In aggiunta Camdessus vedeva la possibilità che si realizzasse una crescita degli scambi commerciali con il resto del mondo, una crescita del risparmio europeo che si sarebbe, così, reso disponibile per finanziare gli investimenti dentro e fuori Europa, tassi di interesse e premi assicurativi più bassi. A tutto questo si aggiungerebbe la possibilità di un ritorno alla crescita e all'alta occupazione degli anni passati.

### **La scomparsa dei problemi legati allo Sme**

Un Euro capace di affermarsi come valuta europea di scambio e di investimento creerebbe in Europa un mercato interno paragonabile a quello degli Stati Uniti. Per il commissario europeo Yves Thibault de Silguy il blu dell'Euro potrebbe simboleggiare il potere del mercato europeo proprio come la banconota verde simboleggia la potenza economica americana. Come valuta di scambio internazionale e di investimento, l'Euro, assicurerebbe alle imprese dell'Unione il vantaggio addizionale dell'eliminazione del rischio di cambio all'interno della zona Euro. Gli Stati membri potrebbero investire sui mercati internazionali nella propria valuta e accogliere investimenti esteri nella stessa moneta. L'Euro potrebbe diventare, proprio come il dollaro e più dello yen, uno dei grandi protagonisti delle riserve monetarie internazionali.

Per quanto la sua quota percentuale sia scesa costantemente dal 1971 ad oggi, il dollaro detiene ancora il 63% di tutte le riserve valutarie mondiali, mentre tutte le monete europee messe insieme raggiungono soltanto il 23% (2). Nel 1995 il Pnl nominale dei Quindici superava quello del Nord America. L'Europa era il primo partner commerciale mondiale, mentre la quota statunitense del commercio internazionale era solo del 14%. L'introduzione dell'Euro correggerebbe questo squilibrio. Gli europei si lamentano della "benigna indifferenza" degli USA e affermazioni quali "il dollaro è la nostra valuta e il vostro problema" nascono proprio da questo squilibrio. Squilibrio che nessuna singola moneta europea è in grado di contrastare.

Oggi se il marco tedesco, la più forte valuta europea e la seconda del mondo, sfida il dollaro sui mercati internazionali essa si sopravvaluta e provoca tensioni all'interno dello Sme. Le divise più deboli non possono seguire il passo del marco all'interno del sistema. Le crisi del Sistema monetario europeo del 1992 e del 1993 hanno dimostrato che l'instabilità monetaria rilancia spinte protezionistiche anche all'interno del mercato dell'Unione.

Nel 1995, secondo le stime della Commissione europea, l'Europa ha sofferto una contrazione della crescita di 22 miliardi di Ecu, pari allo 0,5 del Pnl, proprio a causa dell'instabilità monetaria. Le colpe di questa situazione non possono essere ricondotte esclusivamente all'instabilità del dollaro poiché l'instabilità delle valute degli Stati membri è stata, a sua volta, uno dei fattori determinanti.

## **B. IL RUOLO INTERNAZIONALE DELL'EURO**

Il ruolo internazionale dell'Euro accanto al dollaro non può essere sancito solo fissando tassi di cambio fissi o con solenni impegni tra le valute che prenderanno parte all'Uem del 1999. La posizione internazionale dell'Euro e la sua vera forza saranno determinati da un insieme di fattori. Vanno infatti considerati i rapporti tra gli "Euro ins" (i paesi che aderiscono subito all'Uem) e gli "Opt outs" (i paesi che optano di rimanerne fuori), le relazioni tra gli "ins" ed i "pre-ins" (i paesi che intendono entrare ma devono attendere di soddisfare i parametri fissati a

Maastricht), la stabilità interna dell'Euro, la capacità della zona Euro di difendere una posizione comune sulla scena economica monetaria internazionale, particolarmente per ciò che riguarda gli scambi con l'estero.

### **Il problema degli "opt out"**

Vi è innanzitutto il problema della Gran Bretagna. La sua decisione di invocare la clausola di opting out (autoesclusione) nei rapporti con l'Uem è più importante per ciò che riguarda la posizione internazionale dell'Euro di quanto non lo sia per la dinamica interna dell'Unione monetaria. La definitiva decisione britannica, attesa al più tardi per i primi mesi del 1998, potrebbe infatti avere un'influenza determinante sull'adesione o meno della Danimarca, della Svezia e della Finlandia.

Finora soltanto la Danimarca ha negoziato in maniera formale la clausola "opt out", ma anche il governo svedese sostiene che le trattative di adesione all'Ue hanno di fatto vincolato la sua partecipazione all'Uem all'assenso del Parlamento. Almeno un membro su quattro dell'Ue potrebbe insomma decidere per il ricorso all'"opt out".

Se anche la Gran Bretagna e gli Stati scandinavi dovessero accogliere l'Euro il franco svizzero finirebbe per essere l'unica valuta di riserva a rimanerne fuori. La Banca centrale elvetica si augura che l'Euro sia forte almeno quanto il marco tedesco per evitare che il franco svizzero divenga l'unica moneta europea sostitutiva dell'Euro, una valuta-rifugio alternativa all'Euro.

La decisione britannica sarà determinante per collocare l'Euro nel contesto internazionale. Se la sterlina resterà fuori, l'Ue non sarà una zona monetaria uniforme e non potrà presentarsi come rappresentante dell'intera Comunità sulla scena monetaria ed economica internazionale. Per quanto gli Stati membri siano invitati a considerare le proprie politiche economiche materia di interesse comune (art. 103), e gli Stati membri cui viene riconosciuta la clausola "opt out" debbano fare lo stesso in relazione alla politica sui cambi (art. 109), la Gran Bretagna potrebbe scegliere un percorso individuale.

In questo caso l'Ue avrebbe due monete di riferimento, seppure di peso differente. Al posto di una competizione tra diversi centri finanziari dell'Uem basata sui vantaggi comparativi, vi sarebbe una competizione fondata su valute differenti. Per quanto i Diritti speciali di prelievo (Sdr, nell'acronimo inglese) del Fmi giochino un ruolo limitato, la futura quota dell'Euro nel fondo Sdr illustra la diversa posizione internazionale di un' Unione monetaria con o senza la Gran Bretagna. Con la partecipazione britannica l'Euro diventerebbe la principale componente del Sdr con il 43% (DM 21 , FF 11 e GBP 11) sopravanzando il dollaro 39% e lo yen 18%. Se Londra restasse fuori, il dollaro, con il suo 39%, resterebbe il componente principale, lasciando l'Euro al 32%, lo yen al 18 e la sterlina all'11%.

### SME II per i "Pre-Ins"

Se l'Ue riuscirà a far cooperare tra loro gli "Euro-ins" e i "Pre-ins", i loro numeri relativi saranno meno importanti nella determinazione della posizione internazionale dell'Euro di quanto non sia la decisione britannica. Se invece si creassero delle divisioni tra i due gruppi, se, dunque, lo Sme II non funzionasse in maniera appropriata, e se il secondo gruppo si dovesse sentire escluso, i paesi leader, gli "ins", non potranno ottenere tutti i vantaggi sperati dall'unione.

Non sarebbe certo una partenza ideale per l'Euro se il mercato interno cominciasse a vacillare sotto la pressione delle svalutazioni competitive. D'altra parte se l'Ue mantenesse la sua compattezza anche dopo il 1999 e gli Stati membri che non hanno potuto soddisfare fin dal primo momento i criteri di convergenza avessero l'opportunità di riunirsi al gruppo prima del 2002, i problemi dei cosiddetti "pre ins" potrebbero non interferire con la prima fase, quella di lancio, dell'Euro. Ammesso, naturalmente, che il gruppo degli "ins" non sia troppo ristretto.

Visto che molte decisioni essenziali andranno prese fin dall'inizio, coloro che saliranno a bordo del primo treno dell'Uem avranno maggiore influenza nella definizione della politica di cambio dell'Euro di quanto non avranno quelli temporaneamente esclusi. Per quanto i "pre-ins" e persino gli "opt-outs" possano esercitare potere nella Commissione e nel Consiglio non potranno comunque rivaleggiare con gli "ins". I loro voti in seno al Consiglio saranno infatti sospesi quando si tratterà di votare questioni attinenti l'Uem e, secondo quanto previsto dalla Banca centrale europea, saranno esclusi dal processo决策的.

### La stabilità dell'Euro e i suoi rapporti con il dollaro

L'Euro non potrà affermarsi come valuta di scambio, di investimento e come riserva valutaria se non dimostrerà di essere stabile almeno quanto il marco tedesco nello Sme. I vantaggi che l'Euro porterà all'Ue elencati da Camdessus si materializzeranno solamente se la nuova valuta sarà in grado di mantenere ed estendere la posizione internazionale che oggi caratterizza il marco tedesco, la sterlina britannica e il franco francese. Come qualsiasi esordiente l'Euro dovrà vincere la diffidenza dei mercati.

Di certo non potrà contare sull'indulgenza che le piazze finanziarie mostraron nei confronti del dollaro nel 1971, quando la valuta Usa si affrancò dalla parità aurea. Il peso del dollaro come valuta di riserva è sceso nel periodo 1975-1994 solamente dal 78 al 63%. La quota fatta propria dal marco tedesco nello stesso periodo è passata dal 9 al 15% mentre lo yen è cresciuto dal 2 all'8.5%. La posizione internazionale del franco francese e della sterlina britanica s'è ridotta rispettivamente del 2.1 % e del 3.8 % seguendo la curva di erosione del valore delle valute.

Il destino del dollaro non è stato altrettanto duro perché non esistevano alternative valide alla sostituzione del dollaro come riserva valutaria, né, per la

medesima ragione, ha dovuto patire una flessione del suo ruolo di moneta principe nelle transazioni internazionali. I maggiori mercati internazionali di materie prime, e in primo luogo quello del petrolio, opera in dollari.

Tutti i tentativi di cambiare questo stato di cose, anche durante i periodi di massimo declino della divisa Usa, si sono dimostrati difficilmente praticabili e scarsamente efficaci. Situazione sostanzialmente analoga quella degli investimenti, che hanno visto il dollaro mantenere il suo ruolo di protagonista nonostante gli sforzi dei gestori di fondi che hanno tentato la via della diversificazione durante i periodi di debolezza del dollaro o quando i tassi di interesse del biglietto americano erano particolarmente bassi.

La zona Euro, anche se dovesse comprendere tutta l'Unione europea, non sarebbe comunque rappresentativa di uno Stato. Rimarrebbe in ogni caso l'espressione di un'unità confederale sui generis, priva di un governo centrale e priva, anche se la Cig avesse un grande successo, di una comune politica estera e di difesa.

Pertanto l'Euro deve dimostrare di essere una valida alternativa al dollaro, allo yen e, eventualmente, ad altre monete dell'estremo oriente. Potrà farlo in un solo modo: garantendo stabilità. Tutte le tesi presentate per giustificare l'importanza della stabilità monetaria all'interno dell'Ue sono valide anche per definire la posizione dell'Euro nel mondo.

L'insistenza del Trattato di Maastricht sulla necessità di indipendenza delle Banche centrali, il rispetto della clausola che proibisce i tentativi di sovvenzionare il settore pubblico, il rispetto dei criteri di convergenza, sono elementi vitali per l'affermazione della stabilità interna ed esterna dell'Euro. E' importante che solamente gli Stati membri dell'Ue, capaci di mantenere gli standard di convergenza, possano aderire all'Euro. Se è vero, come sembra, che gli "ins", coloro lo ribadiamo, che aderiranno dal 1999, non dovrebbe essere troppo ridotto è anche vero che risulterebbe distruttivo per l'Euro se i partecipanti non riuscissero a fondersi realmente nella neonata unione monetaria.

Nel medio e lungo termine, le relazioni tra il dollaro e l'Euro saranno determinate dalle politiche e dalle performance economiche degli Stati Uniti e dei membri della zona Euro, non certo dall'iniziale adempimento dei criteri di convergenza fissati per consentire l'adesione all'Euro. Ma subito prima e immediatamente dopo l'introduzione dell'Euro nel 1999 alcuni fattori particolari influenzano i rapporti tra le valute che si appresteranno a entrare nell'Uem e il dollaro e, successivamente tra il dollaro e l'Euro stesso. L'Euro dovrà affermarsi come moneta autonoma e questo lo renderà inizialmente molto vulnerabile. Il sistema di selezione interna delle valute nazionali pronte ad aderire all'Uem, basato su arbitrari e ambigui criteri di convergenza, accresce ulteriormente il rischio. Nella fase iniziale dell'Uem il dollaro (e insieme ad esso l'oro) potrebbe essere sottoposto a forti pressioni speculative. Le autorità monetarie degli Stati che aderiscono all'Euro non avranno più bisogno di fare ricorso a riserve valutarie esterne per eventuali interventi che effettueranno tra di loro. Dopo il 1999 il blocco dei paesi-Euro dovrà ricorrere alle riserve valutarie esterne solamente per

intervenire fuori dalla zona dell'Euro e dello Sme II. Questo potrebbe spingere i partecipanti al sistema Euro a ridurre gradualmente le proprie riserve in dollari e in oro. Nel marzo del 1996 la Banca centrale del Belgio ha ridotto la sua quota, relativamente alta, di riserve auree. Non si possono escludere altre operazioni analoghe correlate all'Euro. Per prepararsi a soddisfare gli impegni assunti in base allo Sme II i "pre ins" potrebbero decidere di accrescere le proprie riserve valutarie in Euro vendendo dei dollari. Gli "opt out" potrebbero fare altrettanto per dimostrare, da un lato la propria solidarietà al sistema Euro e dall'altro di voler mantenere l'equilibrio dei tassi di cambio anche al di fuori dello Sme II.

La complessità della situazione rende, comunque, molto difficile ogni tentativo di prevedere le mosse sui tassi di cambio che opereranno i gestori di fondi privati nei loro primi approcci con l'unione monetaria.

### **La capacità della zona Euro di difendere una posizione comune nelle relazioni di cambio esterne**

La Germania e la Francia, i due paesi ritenuti indispensabili per dar vita nel 1999 all'Uem, fino al 1983 hanno perseguito obiettivi politici diversi. E' stato solamente nel marzo di quell'anno, dopo la svalutazione francese, che l'allora ministro delle Finanze Jacques Delors convinse il presidente della Repubblica Francois Mitterrand che la posizione internazionale della Francia dipendeva dalla forza della sua moneta.

Fino al 1983 le differenze fondamentali di politica economica interna tra la Germania, bruciata dall'esperienza inflazionistica del 1922-23, e la Francia, segnata dal mercantilismo colbertiano si sono progressivamente attenuate. La stabilità del franco è diventata il principale obiettivo della politica francese e ha liberato la Banca di Francia dalla diretta influenza del governo. Le differenze tra i due paesi non sono comunque sparite completamente.

Il principale obiettivo della politica interna tedesca è quello della stabilità dei prezzi. La Francia conferisce altrettanta importanza alla crescita economica e all'occupazione. Per questo la Francia vuole bilanciare l'influenza della Bce nelle questioni monetarie imponendo un forte Ecofin come una sorta di "gouvernement économique".

La Germania intende continuare sulla strada di una politica economica decentralizzata. La stabilità dei prezzi dovrebbe a suo avviso essere garantita da un patto di stabilità capace di limitare il deficit di bilancio al 3% del Pnl e, nei periodi normali, anche all'1%.

Se le differenze franco-tedesche in materia di politica economica e monetaria si sono ridotte, altrettanto non è accaduto per ciò che riguarda la politica monetaria nei confronti dei paesi terzi e della politica dei tassi di cambio. L'interesse tedesco resta per la difesa di una stabilità monetaria libera da considerazioni legate ai tassi di cambio. La Bundesbank deve garantire la stabilità monetaria e non permetterà che questa sia messa a rischio da interventi valutari richiesti dal cambiamento degli obiettivi monetari.

Tutta la struttura monetaria tedesca è organizzata per soddisfare questo obiettivo. La Bundesbank sta facendo di tutto per convincere la Bce della bontà dei suoi obiettivi di politica monetaria. Al contrario il principale obiettivo francese, stabilità a parte, è quello di utilizzare il tasso di cambio alla stregua di uno strumento di politica commerciale.

Qualsiasi rapporto di cambio distorto tra il marco tedesco e il dollaro è considerato dai francesi altrettanto dannoso di un intervento sulle tariffe. La Francia farà di tutto perché il suo punto di vista prevalga nei rapporti Euro-dollar. Jean Pierre Gerard, membro del Consiglio per la Politica monetaria della Banca di Francia (4) ha chiarito il punto di vista francese in una recente dichiarazione:

"Disporre di una moneta forte in economia equivale ad avere una bomba nucleare nel settore della difesa. Senza l'Euro dobbiamo scegliere tra il dollaro, lo yen, la rupia e lo yuan. Chi permetterà alla Banca centrale europea di ricorrere a strumenti primari entrerà a far parte, per il resto del mondo, di una vera e propria unione. E' necessario che parallelamente all'unione monetaria siano create le condizioni di un forte nazionalismo economico europeo".

Sull'altra sponda del Reno il presidente della Bundesbank (5) Hans Tietmayer non si dimostrerà disponibile a null'altro che non sia un tasso di cambio flessibile tra l'Euro, il dollaro e lo yen, a meno che vi sia convergenza di intenti tra le tre diverse zone. Johann Wilhelm Gaddum, vice presidente della Bundesbank (6) ritiene che un'unione monetaria sia gravata eccessivamente dal peso della ricerca di un vantaggioso tasso di cambio esterno. Lo scopo della politica monetaria è la stabilità dei prezzi, non prendere posizione su un obiettivo di cambio. A questo proposito l'ex presidente della Bundesbank Helmut Schlesinger (7) aggiunge:

"L'esperienza tedesca dimostra che un sistema basato su tassi di cambio fissi con il dollaro può portare alla completa paralisi della politica monetaria. Paesi gravati da un forte deficit, quali la Francia e la Gran Bretagna, non hanno sofferto questo tipo di situazione che dunque non fa parte del loro bagaglio di esperienze. Mi auguro che l'Europa non si leghi ad alcun sistema obbligatorio dei tassi di cambio e si salvi dall'agonia sofferta dalla Germania tra il 1960 e il 1973 sulla questione della necessità o meno di rivalutare e sulla necessità o meno di consentire oscillazioni della moneta".

### C. I LIMITI DELL'UEM NELLA POLITICA DI CAMBIO

Le differenze concettuali tra la Francia e la Germania sono profondamente radicate e non saranno mai completamente superate. I membri nordici dell'Ue favoriscono la posizione tedesca, quelli del sud prediligono la francese. Il Trattato di Maastricht si è ben guardato dall'assumere una posizione precisa in una materia che è stata tra le più spinose affrontate nel corso dei negoziati. Il Trattato ha

comunque fissato due punti fermi relativamente al processo decisionale che dovrà seguire la futura politica di cambio dell'Uem.

### **Gli accordi formali sul meccanismo di cambio**

Gli accordi formali sul meccanismo di cambio dell'Euro in relazione alle valute degli Stati che non sono membri della Comunità possono essere decisi solamente con il voto unanime del Consiglio su raccomandazione della Bce, o della Commissione che deve però consultarsi preventivamente con la Bce (art 109.1).

Visto che il capitolo relativo all'Uem del Trattato di Maastricht non è suscettibile di revisione nel corso della Cig la regola dell'unanimità resterà in vigore anche dopo il 1999. Questo significa che qualsiasi nuovo sistema monetario che preveda tassi di cambio fissi o comunque più rigidi, o che contempli delle indicazioni particolari per delle zone specifiche, dovrà essere approvato all'unanimità.

La Germania o altri Stati membri potrebbero facilmente bloccare qualsiasi nuova proposta sui tassi di cambio che non fosse ritenuta compatibile con la propria politica di stabilità. Questo aiuterebbe inoltre a stemperare le preoccupazioni degli Stati Uniti che potrebbero intravedere la possibilità di essere trascinati dall'Uem in un sistema riconducibile in qualche modo a quello di Bretton Woods.

### **Orientamenti generali per una politica dei tassi di cambio**

Per quanto sia richiesta l'unanimità per giungere a qualsiasi accordo formale, in assenza di un sistema dei tassi di cambio il Consiglio è autorizzato a decidere a maggioranza qualificata su questioni generali di politica di cambio che coinvolgono una o più valute non appartenenti al sistema comunitario (art. 109.2). Lo stesso ragionamento si applica alle decisioni relative all'adozione, all'aggiustamento o all'abbandono del tasso centrale di cambio dell'Euro (art. 109.1.2.).

Il voto a maggioranza qualificata potrebbe essere utilizzato dal Consiglio per prendere le decisioni pratiche generali relative al tasso di cambio. Il Consiglio può operare o in seguito a una raccomandazione della Commissione dopo essersi consultato con la Bce o su raccomandazione diretta della stessa Bce. Visto che l'opinione pubblica vedrà nella Banca europea una sorta di autorità monetaria indipendente, il Consiglio non potrà, comunque, permettersi di prendere le sue raccomandazioni alla leggera.

Conformemente al suo statuto il sistema europeo delle banche centrali (ESCB nell'acronimo inglese) dovrà gestire le operazioni di cambio previste dal Trattato di Maastricht. Ai sensi degli accordi attualmente in vigore e delle linee guida indicate dal Consiglio sarà proprio l'ESCB a gestire la fase operativa guidando l'Euro attraverso i pericoli dei mercati internazionali delle valute. Il Consiglio di governo adotta le linee guida e il Consiglio esecutivo gestisce la politica monetaria nel rispetto di tali direttive. L'ESCB, inoltre, controlla e

gestisce le riserve ufficiali degli Stati membri.

A tutti, il Trattato richiede esplicitamente il rispetto del principio della stabilità dei prezzi, un aspetto questo che è stato ripetutamente sottolineato a Maastricht.

Praticamente nessun governo o banca centrale, nemmeno la Bundesbank, è così strettamente vincolata da un impegno legislativo di valore costituzionale a rispettare l'obiettivo della stabilità dei prezzi nella sua politica dei tassi di cambio. Il percorso della politica dei tassi di cambio dell'Uem è dunque chiaramente predefinito dal Trattato mentre la libertà operativa del Consiglio e della Bce è strettamente limitata.

Nell'aprile del 1996 la riunione informale dell'Ecofin ha risolto le differenze fra le posizioni francesi e tedesche sui limiti di intervento della Bce nello Sme II, tra l'Euro e le valute dei "Pre-ins" adottando una decisione secondo la quale la Bce potrà intervenire solamente quando non ci sarà pregiudizio per la sua capacità di mantenere la stabilità monetaria. La stessa formula si applica agli interventi della Banca europea nei confronti delle valute degli Stati terzi.

Il presidente dell'Istituto monetario europeo (Ime), Alexandre Lamfalussy (8) non esclude a priori la possibilità che si crei un conflitto tra il Consiglio e la Bce. Ritiene però che si tratti di un'eventualità piuttosto remota, mentre considera altamente improbabile che si venga a creare un'organizzazione sul modello di Bretton Woods. Gli interventi in un regime di cambio fluttuante saranno compiuti, secondo Lamfalussy, o per accompagnare un cambiamento di rotta nelle politiche monetarie interne o per accelerare un movimento nei tassi di cambio che sia già in corso (9). Simili circostanze sarebbero però l'eccezione piuttosto che la regola e non porterebbero necessariamente a un conflitto tra il Consiglio e la Bce sul mantenimento della stabilità dei prezzi.

Il Parlamento europeo viene mantenuto fuori dagli aspetti operativi della politica dei tassi di cambio dell'Uem. Deve essere consultato dal Consiglio prima di raggiungere qualsiasi accordo che riformi o modifichi il sistema di cambio, ma non ha alcun potere di voto.

Il presidente del Consiglio è obbligato solamente a informare il Parlamento in caso di adozione, aggiustamento o abbandono della parità centrale. L'articolo 109.2. relativo agli orientamenti generali della politica di cambio dell'Uem non menziona in alcun modo il Parlamento.

#### **D. I PROTAGONISTI DELLA POLITICA GLOBALE DELL'UNIONE MONETARIA**

L'influenza dell'Unione monetaria sugli affari monetari internazionali, sulla riforma del Fmi, e sull'eventuale riforma o estensione del G-7 sarà ampiamente

determinata dalla sua capacità di trovare consenso interno e quindi di esprimersi con una sola voce.

Per i partner dell'Uem nel G-7 e nel Fmi è egualmente importante sapere a chi rivolgersi in Europa quando esplode una crisi. Il Trattato ha deliberatamente lasciato in sospeso la questione della rappresentanza dell'Uem sulla scena internazionale. Gli Stati membri non sono propensi ad abbandonare le rispettive posizioni nelle istituzioni economiche internazionali. Con l'articolo 109.5. hanno introdotto la clausola di sicurezza che permette loro di mantenere la propria rappresentanza individuale in tutte le istanze monetarie internazionali: "Senza pregiudizio per le competenze della Comunità e per gli accordi siglati dalla Comunità in materia di Unione economica e monetaria, gli Stati membri possono negoziare negli organismi internazionali e concludere accordi di portata internazionale".

L'articolo 109.4. autorizza il Consiglio a rappresentare la Comunità negli organismi internazionali solamente in caso di accordo unanime, mentre le decisioni sul ruolo della Comunità in sede internazionale possono essere prese con un voto a maggioranza qualificata.

I 4 Stati membri dell'Unione che fanno parte del G-7 hanno sempre mantenuto la Commissione europea lontana dalla scena monetaria internazionale. Mentre la Commissione prende parte al G-7 dei capi di Stato e di Governo non è sistematicamente ammessa alla sezione monetaria cui partecipano i Ministri delle Finanze.

Per impedire che la Commissione diventi l'unico negoziatore della politica monetaria internazionale dell'Ue una specifica clausola di fuga dall'articolo 228 è stata inserita nell'articolo 109.3. per regolare gli accordi relativi a questioni monetarie e di tassi di cambio. Questi accordi saranno raggiunti con maggioranza qualificata dei voti espressi dal Consiglio su raccomandazione della Commissione e dopo una consultazione con la Bce. Contrariamente a ciò che accade per la politica commerciale, la Commissione non è indicata come negoziatore. Il suo ruolo si limita a essere "pienamente associato ai negoziati". In ogni caso l'articolo 103.9. stabilisce che "questi accordi devono assicurare che la Comunità esprima una singola posizione".

Probabilmente nessun altro articolo del Trattato di Maastricht è ambiguo quanto il 109 relativo alle relazioni monetarie internazionali. Mentre la questione della rappresentazione dell'Ue e dell'Uem in seno al Fmi e al G-7 viene lasciata aperta, l'ESCB dovrà obbligatoriamente essere rappresentata sia in seno al Fmi che alla Banca per i regolamenti internazionali. Il fatto che l'ESCB sarà composta dalla Bce e dalle banche centrali dei diversi Stati membri introduce anche in questo caso un certo grado di rappresentatività nazionale (art 1.1.2. dello statuto della Bce).

Nel Fmi, la Germania, la Francia e la Gran Bretagna (che hanno ciascuna un proprio direttore esecutivo) cercheranno di conservare i privilegi che condividono con gli Stati Uniti e con il Giappone. Lo stesso cercheranno di fare i

paesi che presiedono o co-presiedono una direzione settoriale del Fmi. Il Belgio, l'Italia e l'Olanda come leader, la Spagna, la Grecia, l'Irlanda e la Svezia come co-leader hanno diritto ad avere un proprio direttore esecutivo o un esponente eletto in seno al Consiglio.

L'influenza esercitata dai singoli Stati dell'Ue all'interno del proprio gruppo di appartenenza nel Fmi, è assai importante anche per l'Unione europea nel suo complesso. Una realta` osservata con grande attenzione e grande interesse anche dalla maggior parte degli Stati dell'Europa dell'est e dai cosiddetti paesi in via di sviluppo che partecipano ai lavori dei gruppi presieduti dagli Stati membri dell'Ue.

- 1) The European Banking and Financial Forum, Praga, 19 marzo 1996, Rapporto Fmi 1996, pag. 89
- 2)Fmi, Rapporto Annuale 1995, tavola 12, pag. 161
- 3)Commissione europea, Rapporto Economico Annuale, Marzo 1996, pag. 6
- 4)Tribune Desfosses, Parigi, Febbraio 1996
- 5)Francoforte, 12 aprile 1996
- 6)Bonn-Petersberg, 4 Marzo, Deutsche Bundesbank
- 7)Tubingen, 13 marzo 1996, Deutsche Bundesbank
- 8)Parigi, Comitato Francese per l'Unione Paneuropea, 28 settembre 1995
- 9)Accordi Plaza e Louvre, 1985 e 1987

## EUROPE'S GLOBAL CURRENCIES

### Part III: LE IMPLICAZIONI PER LE IMPRESE DELLA MONETA UNICA EUROPEA

di Alessandro Merli

#### LA MONETA UNICA E IL MERCATO UNICO

Il processo di integrazione europea ha influenzato la vita delle imprese nell'Unione europea negli ultimi anni principalmente attraverso la creazione del mercato unico.

Anche se completato formalmente nel 1992, esso deve ancora esser messo in atto pienamente in molti campi dell'attività economica. Sebbene i vantaggi che ha generato siano probabilmente inferiori alle stime originali della Commissione europea, il mercato unico, anche nella sua attuale forma, tuttora incompleta, ha già modificato in modo sostanziale il modo in cui le imprese prendono le loro decisioni e le mettono in pratica.

Le implicazioni per le imprese della creazione della moneta unica sono particolarmente rilevanti per il suo impatto sul funzionamento del mercato unico. Le imprese europee sono enormemente influenzate dai movimenti relativi delle valute europee perché tutti i membri della Ue commerciano più fra di loro che con il resto del mondo. La percezione del rapporto fra mercato unico e moneta unica è stata grandemente influenzata dagli sviluppi nell'economia europea dopo l'uscita della lira italiana e della sterlina dal meccanismo di cambio del Sistema monetario europeo.

I guadagni di competitività dell'industria italiana e britannica hanno convinto molti governi europei, sotto pressione da parte delle rispettive comunità economiche, che i risultati del mercato unico possano essere minacciati se alcuni membri della Ue sono liberi di lasciar fluttuare il cambio. Non è rilevante a questo proposito che questa libertà sia stata imposta dai mercati finanziari internazionali a autorità che non la volevano, come nel caso dell'Italia e del Regno Unito nel 1992.

La maggior parte dei governi europei ritiene ora che il modo migliore per riconciliare liberi scambi commerciali e liberi movimenti di capitale, i più importanti pilastri del mercato unico, con tassi di cambio irrevocabilmente fissi (e più tardi con la moneta unica) è l'abbandono dell'indipendenza da parte delle autorità monetarie nazionali.

L'opinione che il destino del mercato unico sia legato indissolubilmente con la creazione della moneta unica sta guadagnando terreno nella comunità

economica e finanziaria europea, anche in Paesi, come il Regno Unito, che hanno beneficiato della svalutazione degli anni 90 e i cui governi si oppongono più duramente all'idea della moneta unica.

Questo lavoro esaminerà brevemente:

- A. benefici e costi della moneta unica per le imprese europee;
- B. il ruolo dell'Euro nei rapporti fra i blocchi commerciali regionali e il suo possibile impatto sulla competitività esterna dell'industria europea;
- C. i problemi pratici posti alle imprese europee dalla creazione della moneta unica.

#### **A. BENEFICI E COSTI DELLA MONETA UNICA**

I benefici della moneta unica hanno l'impatto più diretto sulle imprese europee perché si prevede che esercitino le loro conseguenze principalmente a livello microeconomico, mentre i costi hanno a che vedere più con la gestione dell'economia e perciò la loro influenza sulle imprese è indiretta.

##### **Benefici**

La creazione della moneta unica influenzerà le imprese grazie ai guadagni di efficienza ottenuti attraverso due canali diversi.

- Il primo è associato con l'eliminazione dei costi di transazione causati dalla conversione di una valuta in un'altra;
- Il secondo è l'eliminazione del rischio associato all'incertezza creata dalle fluttuazioni dei cambi.

Quest'ultimo ha un importante corollario per le imprese che operano nei Paesi "periferici" della Ue: il tasso d'interesse che pagano incorpora un premio in parte legato al rischio di cambio. L'eliminazione di questo rischio consentirebbe alle imprese nei Paesi periferici di ottenere accesso a finanziamenti a tassi più bassi.

L'eliminazione dei costi di transazione è il guadagno diretto più ovvio dalla creazione dell'unione monetaria. Questi costi scompariranno con la creazione della moneta unica. La Commissione europea ha stimato che questi guadagni possano ammontare a una cifra oscillante fra i 13 e i 20 miliardi di Ecu all'anno, pari allo 0,25% - 0,5% del prodotto interno lordo della Ue. Questi vantaggi hanno una contropartita nelle entrate che le banche oggi ottengono come intermediari nelle operazioni su cambi.

I vantaggi generali saranno perciò in parte compensati dall'eliminazione di questa fonte di entrate per le banche e finché queste non avranno trovato fonti alternative.

I benefici pieni, inoltre, si godranno solo quando le valute nazionali saranno eliminate completamente. Anche con tassi di cambio fissati irrevocabilmente, i residenti di ogni Paese continueranno presumibilmente ad avere una preferenza per detenere la propria valuta nazionale, continuando perciò a creare la necessità di conversione, anche se su scala ridotta.

Le imprese stesse si aspettano dalla creazione della moneta unica una riduzione dei loro costi amministrativi e finanziari. Secondo un sondaggio condotto dalla società di consulenza Ernst & Young, questa riduzione può ammontare allo 0,5% del giro d'affari internazionale delle imprese interpellate nel sondaggio. I risparmi saranno probabilmente più alti per le piccole e medie imprese i cui costi di gestione del cambio sono più alti e le risorse da dedicare alla gestione del rischio più scarse.

C'è anche un vantaggio indiretto dall'eliminazione dei costi di transazione e cioè la riduzione della segmentazione del mercato europeo attraverso discriminazione di prezzo sui diversi mercati nazionali. Un caso che in questi anni ha ricevuto molta pubblicità sulla stampa è quello del mercato dell'auto. Anche se i maggiori benefici sono per i consumatori, il produttore può a sua volta guadagnarci se la riduzione degli spazi per applicare discriminazioni di prezzi è accompagnata da misure di eliminazione di altre barriere al mercato unico e perciò alla scomparsa del cosiddetto mercato parallelo.

Le imprese beneficeranno inoltre dell'eliminazione dell'incertezza sui cambi. Questa genera incertezza sulle entrate future e perciò conduce a uno svantaggio in un mondo avverso al rischio. C'è tuttavia un'altra faccia di questo problema. Le fluttuazioni dei cambi creano anche un'opportunità per le imprese di realizzare profitti, come dimostra lo straordinario successo degli esportatori italiani negli anni 1993-95.

L'eliminazione dell'incertezza sui cambi produce anche un altro guadagno, per quanto più difficile da quantificare: più trasparenza nel mercato unico attraverso un funzionamento più efficiente del meccanismo del prezzo. Di fatto, l'incertezza sul cambio introduce incertezza sui prezzi futuri di beni e servizi. Gli operatori economici basano le loro decisioni di produzione, investimento e consumo sulle informazioni che il sistema dei prezzi fornisce loro. Se questi prezzi diventano più incerti, la qualità delle decisioni peggiorerà, con la possibilità di causare costosi errori nell'allocazione delle risorse.

L'argomentazione secondo cui l'eliminazione dell'incertezza sui cambi porterà una crescita economica più rapida è stata abbracciata dalla Commissione europea nel suo rapporto "One Market, One Money" ma non ha molto supporto empirico. È vero, tuttavia, che la crescita può ricevere una spinta indiretta in quei Paesi (quei periferici) in cui i tassi d'interesse scenderanno grazie all'eliminazione del rischio di cambio.

Infine, va sottolineato che i benefici derivanti dall'unione monetaria crescono con il grado di apertura di un'economia. L'eliminazione dei costi di transazione porterà benefici maggiori in Paesi in cui imprese e consumatori comprano e vendono una larga parte di beni e servizi all'estero.

## Costi

Tutti i vantaggi devono esser valutati a fronte dello svantaggio più importante dell'unione monetaria, cioè l'impossibilità di modificare il cambio nominale per riguadagnare competitività. Questa conseguenza appartiene alla sfera delle politiche macroeconomiche e come tale viene affrontata in altre sessioni della conferenza. Va ricordato, tuttavia, che i costi della rinuncia alla possibilità di aggiustare il cambio sono alti o bassi a seconda dall'efficienza con cui funzioneranno dopo l'unione monetaria altri canali di aggiustamento economico. Questa è la ragione per cui è cruciale promuovere la flessibilità nei mercati dei fattori. Dopo la liberalizzazione dei mercati dei capitali, la preoccupazione maggiore riguarda il funzionamento del mercato del lavoro. È qui che persistono le peggiori rigidità nell'Ue. Esse rendono più difficile per i Paesi Ue mantenere competitività nel breve periodo attraverso aggiustamenti di salari e prezzi.

L'esperienza degli Stati Uniti è spesso citata per illuminare il possibile risultato dell'unione monetaria. Un caso particolare è quello degli shock regionali. Le regioni degli Usa sono più specializzate nella produzione rispetto ai Paesi europei, perciò la specializzazione di questi ultimi può aumentare con il processo di integrazione. Regioni specializzate sono più vulnerabili a shock, specialmente quelli causati da mutamenti dei gusti che penalizzano le loro esportazioni. Inoltre, i movimenti di capitali in un'area integrata possono amplificare gli shock invece di attenuarli.

Negli Usa, le regioni tendono a divergere nel lungo periodo in termini di crescita e occupazione. Qualcuno ha sostenuto che l'unione monetaria e il mercato unico possono rendere più comuni in Europa crisi regionali come quelle americane. Inoltre, con l'aumento della mobilità del lavoro, le regioni in recessione perderanno occupazione più rapidamente. D'altro canto, se la mobilità del lavoro non migliorerà, le regioni in recessione soffriranno invece una caduta di reddito.

Un altro aspetto cruciale è quello della tassazione dei capitali. L'integrazione renderà sempre più difficile per i governi raccogliere le imposte personali sui redditi da capitale: con un mercato dei capitali unificato, gli investitori andranno verso i Paesi a tassazione più bassa. Le imposte sui capitali devono quindi essere coordinate.

## B. IL RUOLO ESTERNO DELL'EURO

Il ruolo esterno dell'Euro è di qualche importanza per le imprese europee. La creazione della moneta unica vorrà dire che lo sviluppo di un blocco commerciale regionale sarà accompagnata da una valuta regionale, come è accaduto nell'emisfero occidentale e in Asia. La differenza principale sarà che in Europa la creazione della moneta unica avrà una forte base istituzionale e legale mentre l'affermazione del dollaro e dello yen è avvenuta nei fatti, senza un sostegno istituzionale.

Resta tutto da dimostrare che la creazione dell'Euro stabilizzerà i cambi con il dollaro e lo yen. Fatta eccezione per le circostanze più estreme, è stata

l'instabilità fra il dollaro (soprattutto) e il marco a influenzare i tassi di cambio fra le monete Ue, e non viceversa. Tuttavia, se nascessero tre blocchi commerciali, ciascuno con la sua valuta, anche se i cambi fra i tre blocchi continuassero a fluttuare in modo notevole, buona parte del commercio mondiale sarebbe isolata dall'incertezza sul cambio, in quanto la maggior parte degli scambi sono condotti all'interno dei tre blocchi.

Una volta che l'Euro e la futura banca centrale europea abbiano guadagnato credibilità, l'Euro attrarrà molto probabilmente più domanda del marco come moneta di riserva. Questo porterà a una sostituzione di marchi con Euro e pertanto a una perdita di competitività delle imprese europee nei confronti dei loro concorrenti americani.

Le imprese esterne alla Ue potrebbero vedere con favore la creazione dell'Euro, in quanto semplifica le loro transazioni con l'Europa. D'altro canto, potrebbero essere preoccupate che l'Europa come blocco commerciale, armata ora di una moneta unica, aumenti la sua pressione sui partner commerciali, creando così maggiori frizioni nel campo del commercio.

### C. LE IMPRESE E L'EURO: PROBLEMI PRATICI

Le implicazioni per le imprese della creazione della moneta unica sono state finora assai poco studiate, mentre la maggior parte delle analisi si è concentrata sugli aspetti monetari e macroeconomici.

Questo è tanto più sorprendente in quanto la moneta unica avrà enormi conseguenze pratiche per le imprese: la sua introduzione non potrà realizzarsi senza il coinvolgimento fin dai primi stadi delle imprese (e del pubblico). Secondo alcune stime, i costi di adattamento verrebbero minimizzati da una preparazione anticipata, che per ora non pare essere iniziata, con alcune notevoli eccezioni.

Ci sono tre questioni, identificate dalla Banca d'Inghilterra, nella messa in atto della moneta unica:

- quelle legali - le più importanti delle quali hanno a che fare con la continuità dei contratti la cui scadenza è a cavallo della data di transizione alla moneta unica;
- quelle contabili - dovranno essere applicate in modo coerente a tutti i casi simili le stesse regole contabili, metodi o procedure;
- di arrotondamento - è improbabile che il tasso di conversione delle monete nazionali in Euro sia un decimale esatto.

Il periodo di preparazione sarà più lungo per le banche e molto più costoso che per le altre imprese. Negli altri settori, l'efficienza dell'adattamento dipenderà anche dall'efficienza della preparazione delle banche stesse. I costi saranno probabilmente più ampi, in termini relativi, per le piccole e medie

imprese, che mancano delle risorse e dell'expertise per affrontare il cambiamento e probabilmente dovranno affidarsi a consulenti esterni.

Le imprese europee saranno influenzate dalla moneta unica anche nelle loro funzioni fondamentali. L'eliminazione del rischio di cambio avrà conseguenze per:

- l'approvvigionamento degli input, dato che la disponibilità ad approvvigionarsi in altri Paesi si prevede che cresca;
- la localizzazione degli impianti manifatturieri, dato che alcune multinazionali che hanno impianti nei maggiori mercati europei potrebbero decidere di razionalizzare la distribuzione della loro produzione per ottenere economie di scala;
- vendite e marketing, con una revisione della discriminazione di prezzo (come abbiamo accennato in precedenza).

Una questione importante è quella dell'emissione di debito denominato in Euro. Una volta che titoli di Stato cominciano a essere emessi in Euro, è probabile che anche i privati comincino a emettere debito in Euro. Questo è un aspetto importante per le imprese, non solo come emittenti, ma anche come compratori di obbligazioni per i loro investimenti di portafoglio e operazioni di tesoreria.

Ci saranno inoltre cambiamenti nella gestione della tesoreria e alle relazioni fra imprese e banche. È probabile che le imprese riducano il numero delle banche con cui operano. La gestione della tesoreria dovrà concentrarsi meno sulle fluttuazioni dei cambi (e, in certa misura, su quelle dei tassi d'interesse) e più sul rischio economico.

Le imprese nel settore della distribuzione dovranno affrontare una sfida più difficile, in quanto la gestione del contante sarà un notevole problema se, come sembra sempre più probabile, ci sarà un periodo in cui le monete nazionali affiancheranno la moneta unica. Fra l'altro, sarà necessario che alle merci vengano applicati prezzi due volte.

#### **D. CONCLUSIONI**

Là creazione della moneta unica europea sarà di grande rilevanza per le imprese, soprattutto perché è ritenuta, in misura crescente, indispensabile per il futuro del mercato unico.

Due possibili sviluppi del mercato unico avranno un impatto sull'unione monetaria suscettibile di influenzare le imprese europee:

- primo, l'allargamento. Con l'inclusione di Paesi dell'Europa centrale e orientale, ci saranno conseguenze sul piano monetario, considerato che la convergenza delle economie di questi Paesi con la Ue è inferiore. Sta già emergendo, inoltre, il potenziale per frizioni commerciali.

- secondo, l'armonizzazione delle imposte. Questa viene ritenuta da molti una condizione necessaria al mercato unico quanto l'unione monetaria. La questione verrà alla ribalta nelle prossime discussioni sull'unione monetaria e ovviamente è estremamente importante per le imprese europee.

Questo articolo ha delineato i benefici che le imprese europee otterranno dalla moneta unica, soprattutto attraverso l'eliminazione dei costi di transazione e dell'incertezza sui cambi.

La maggior parte degli studi sull'unione monetaria si è finora concentrata sulla macroeconomia e ha dimenticato i problemi pratici posti dalla creazione della moneta unica. Questi comprendono questioni legali e contabili, ma influenzano anche le funzioni fondamentali delle imprese europee. È perciò della massima importanza per la realizzazione con successo della moneta unica che questi aspetti pratici siano analizzati con largo anticipo rispetto alla partenza dell'unione monetaria.

La Commissione europea e i governi dovranno tenere a mente che l'unione monetaria non sarà praticabile senza il coinvolgimento pieno delle imprese. Queste dovranno esser liberate dell'incertezza sulla data di partenza ed essere in grado di cominciare a lavorare sugli aspetti pratici il più presto possibile. Altrimenti, la creazione della moneta unica sarà rinviata o molto più costosa di quanto stimato originariamente.

## Curriculum Vitae degli Autori

### **Ian Davidson**

Editorialista di Politica Estera per il quotidiano *Financial Times*.

In precedenza, sempre per il *Financial Times*, ha ricoperto i seguenti incarichi: dal 1960 al 1961 specialista di Politica del Mercato comune, dal 1962 al 1964 e dal 1966 al 1968 corrispondente a Parigi, dal 1968 al 1975 responsabile del Notiziario Europeo, dal 1976 al 1979 responsabile dell'Ufficio Esteri, dal 1979 al 1987 editorialista di Politica Estera, dal 1987 al 1992 corrispondente da Parigi oltre che commentatore di Affari Internazionali.

Fra le sue pubblicazioni troviamo: "The Gold War" (con Gordon L. Weil, 1970), "Britain and the Making of Europe" (1971), "North Sea Oil and Gas and British Foreign Policy" (con Ray Dafter, Chatham House Paper No 10, 1980).

Ha inoltre pubblicato: "The Search for a New Order in Europe in 'International Affairs' (RIIA, 1990) e "Europe Between Nostalgia and Utopia in 'The New Europe' (ed. Jonathan Story, 1993).

### **Rainer Hellmann**

E' dal 1960 responsabile dell'Ufficio di Bruxelles dell'agenzia di stampa economica tedesca *VWD - Vereinigte Wirtschaftsdienste*.

E' autore di numerose pubblicazioni di politica Monetaria Europea e di Finanza Internazionale.

E' membro del gruppo di ricerca sull'integrazione Monetaria Europea *dell'Istitut für Europäische Politik* di Bonn; Istituto che ha recentemente pubblicato numerosi studi sull'Unione Monetaria Europea e sul Sistema Monetario Europeo.

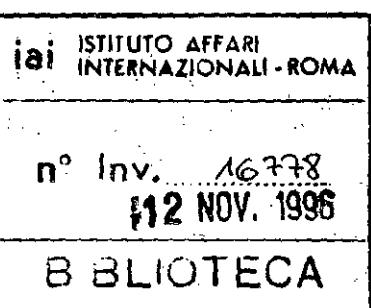
### **Alessandro Merli**

Alessandro Merli è dal 1993 capo redattore de "Il Sole 24 Ore" con competenze di finanza ed economia internazionale.

Dal 1974 al 1977 ha lavorato a "Il Resto del Carlino" di Bologna, dal 1977 al 1984 ha scritto di economia e finanza per il quotidiano di Milano "Il Giornale", nel 1984 è stato assunto a "Il Sole 24 Ore" dove fino al 1987 ha ricoperto l'incarico di inviato speciale di economia internazionale, dal 1987 al 1992 è stato corrispondente a Londra, dal 1993, come detto, capo redattore.

Dal gennaio 1995 collabora con BBC World Service Television.

Ha preso parte a numerosi programmi televisivi radiofonici sia in Italia che all'Esteri.





THE PHILIP MORRIS INSTITUTE  
FOR PUBLIC POLICY RESEARCH ASBL

6, RUE DES PATRIOTES, B-1000 BRUSSELS, BELGIUM. TEL: (32-2) 732 11 56 - FAX (32-2) 732 13 07

1 bis

# EUROPE'S GLOBAL CURRENCY

Implications for business leaders and economic policymakers

## Background Report

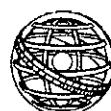
Roundtable Conference  
Rome, July 1 & 2, 1996

with the support of

Ministero degli Affari Esteri

IN PARTNERSHIP WITH

The European Commission



Istituto Affari Internazionali

# **EUROPE'S GLOBAL CURRENCY**

**Implications for business leaders and economic policymakers**

## **Background Report**

**Roundtable Conference**  
**Rome, July 1 & 2, 1996**

with the support of

Ministero degli Affari Esteri

# EUROPE'S GLOBAL CURRENCY

## CONTENTS

	Page No.
<b>Part I            POLITICAL IMPLICATIONS</b>	
by Ian Davidson	
A     Uncertainties inside the European Union	2
B     Europe and the Outside World	4
C     Indirect Economic Ramifications	5
D     Perceptions and Expectations	7
E     Indirect Political Consequences	10
<b>Part II          ECONOMIC IMPLICATIONS</b>	
by Rainer Hellmann	
A     The Euro as an international transaction, investment and reserve currency	12
B     The International position of the Euro	13
C     Limits to EMU foreign Exchange rate policy	18
D     The actors in EMU's global policy	20
<b>Part III        BUSINESS IMPLICATIONS</b>	21
by Alessandro Merli	
A     Benefits and costs of the Single Currency for European Business	22
B     The External Role of the Euro	24
C     Business and the Euro : Practical Problems	24
D     Conclusions	25
<b>Authors' Curricula Vitae</b>	27

# EUROPE'S GLOBAL CURRENCY

## PART I : POLITICAL IMPLICATIONS

By Ian Davidon

### A. UNCERTAINTIES INSIDE THE EUROPEAN UNION

Any discussion of the international implications of a Single European Currency must be highly speculative, since it rests on several layers of uncertainty : uncertainties about the future evolution of Economic and Monetary Union itself (EMU), multiplied by the even greater uncertainties about its ultimate repercussions in the wider world.

Yet it is almost unavoidable that EMU will have political consequences going beyond the strictly economic and monetary spheres, for at least two reasons.

First, the EMU project has from the beginning been an essentially political undertaking. It has, of course, a sufficient economic and monetary rationale, which flows logically from the customs union and the single market. But the driving motivation behind all these developments of the European Union has been, and remains, an essentially political conception of the broad object of European integration.

We can tell how political EMU is, simply by observing the intensity of the political debate in each of the Member States, over whether it is likely to happen, and whether they should take part. It seems evident that most Member States regard the prospect of a move to a single currency as a fundamental watershed in the development of the European Union.

Second, it is almost inconceivable that such a watershed will not also have political repercussions in the wider world. The difficulty is to disentangle the different layers of uncertainty, and to make some kind of guess at the future probabilities.

There are at least three orders of uncertainty to be taken into account.

First, we do not even know for sure whether there will be a single currency, when it will be established, or which Member States will take part. On balance, and despite the continuing vicissitudes of the economic cycle and the intensity of political controversy between supporters and opponents, it now seems prudent to assume that it will start on the due date (January 1, 1999), with at least the minimum necessary participation of a substantial minority of Member States, including Germany and France. For the moment, it seems unlikely that the UK or Denmark will choose to take part, at least to begin with. Most other member states will seek to join as soon as they qualify; but we do not know when that will be.

Second, we do not know how well it will work. That there will be significant and possibly protracted teething problems is not just a probability: it is

a racing certainty. Such an undertaking has never been tried before, so no-one can reasonably expect that it will be all plain sailing. The European Central Bank (ECB) will be an untried institution, and it remains to be seen how it will establish market credibility for its policies, and how national economic systems will react to the new régime. What is uncertain, is whether the stresses of the running-in period will be so prolonged, or so severe in some of the participating Member States, as to create serious political conflicts inside the European Union.

It goes without saying that the international political repercussions of a single European currency will be conditioned in fundamental ways by whether it is working well or badly at home.

Third, we do not yet know for sure what will be the full implications of a single currency for other aspects of the internal process of European integration. That there will be some spill-over from economic and monetary union (EMU) into other policy areas seems unavoidable, because it was conceived as part of a broadly political vision of Europe; and it even seems likely that the successful launch of monetary union in Europe will either require in advance, or will stimulate afterwards, significant advances in other, politically-significant fields of European integration. In fact, we can already observe this reciprocal dialectic between EMU and the broader context, in the dynamic interaction between the preparations for the single currency in 1999 and the Inter-Governmental Conference now under way.

Taken together, these three uncertainties indicate the difficulty in predicting the global political implications of monetary union in Europe. Even on the minimum assumptions mentioned above, monetary union would be a major event. It would be a much bigger event if all Member States were to join, including Britain, not just because it would mean the creation of a bigger and more powerful currency area, but in addition because it might carry the implication of some degree of British conversion to the political implications of EMU (as opposed merely to an awareness of the disadvantages of being marginalised).

Similarly, if EMU works well, it could give considerable extra impetus to the general process of European integration, and strengthen the position of the European Union in the world. If, on the other hand, EMU turns out badly in economic terms, either for the Union at large, or for some member states, this would be a set-back for the process of European integration, and the global political consequences would almost certainly be negative.

To sum up: it seems plausible to argue that it will be the combined interaction between EMU and the broader process of European integration, which will mainly determine the international political repercussions of Europe's global currency.

## B. EUROPE AND THE WORLD

In so far as the Maastricht scheme for EMU was designed to improve economic and political integration between the Member States, it was intended to serve purposes which are essentially internal to the European Union. It was not set up in order to change the nature of the economic relationships between the European Union and the rest of the world, though indirectly it may come to have large effects on these relationships. And it was certainly not set up in order to change the nature of the political relationships between the European Union and the rest of the world.

Nevertheless, it seems likely, perhaps even inevitable, that Monetary Union in Europe will, over time, have large political effects on the relationships between the European Union and the outside world. This is partly because economic relationships are, today, increasingly global in their ramifications, but mainly because of the size of the European Union, which already exerts, directly or indirectly, considerable influence on the outside world, by virtue of the fact that it is, alongside NAFTA, the world's largest and richest trading bloc. But it is important to recognise that these political consequences are unplanned. If they occur, it will be as initially unscheduled by-products of monetary union and internal European integration.

If monetary union works well, this should increase both the economic prosperity and the economic integration of the European Union, and therefore strengthen its economic influence on other countries. It would certainly reinforce the expectations of these other countries that the European Union would exercise an international leadership role, in political as well as in economic affairs. And it may also strengthen the desire as well as the ability of the European Union to play a bigger international role in political terms as well.

For purposes of conceptual convenience, we can divide the international political repercussions of economic and monetary union in Europe into three broad categories. These categories are not, of course, watertight.

The first category includes all of EMU's economic ramifications on the world stage; for example, the prospective development of the "Euro" as an international reserve currency, and of "Euro"-denominated assets as vehicles for investment and saving.

The second category, at one remove from EMU itself, may include the political responses of other countries to such a step change in European integration. In the past, the international community has constantly expected that Europe's economic weight would be translated into corresponding political action. So far, to the irritation of many of its partners, the European Union's effectiveness in its political relationships with the outside world has failed to match up these expectations. The move to a single currency may well strengthen the demands of some countries outside, and the anxieties of others, that the European Union might play a bigger and more influential international role; and it is possible that monetary union would lead to, or be accompanied by, a greater sense of European political identity and purpose.

The third category includes areas of international political action which, while not directly related to the move to economic and monetary union, could be accelerated by it. Specifically, it is possible that the process of moving towards and into monetary union may generate a parallel synergy for developing, either inside or outside the Inter-Governmental Conference, a more united and more effective Common Foreign and Security Policy (CFSP) for Europe.

### C. INDIRECT ECONOMIC RAMIFICATIONS

The direct economic effects of monetary union on Europe's role in the global economy, are likely to be accompanied by indirect political effects in a large number of fields, but these effects are likely to vary widely between different fields.

In some, the situation might not be fundamentally changed by the creation of a single European currency, except that the European Union's influence and leverage could be strengthened. In trade and trade policy, for example, the European Union is already the world's leading trade bloc. A single European currency might increase its political leverage over trade liberalisation and deregulation, but would not create a radically different situation. But if EMU led to greater convergence of interests between the Member States, this would facilitate the task of European trade negotiators.

The same would no doubt hold good for Europe's place in the world's international capital markets. It seems plausible to suppose that the creation of a single currency would both enlarge the scale of these markets (by eliminating exchange rates within Europe) and also strengthen the international role of Europe's financial centres; a Europe-wide regime of low inflation should reduce interest rates and the cost of capital in Europe. But neither development would necessarily be a qualitatively new situation.

In other fields, by contrast, the establishment of a single European currency obviously would create radically new situations; but it is not at all easy to say in advance how they would play out.

#### **The International Monetary System**

The new "Euro" would obviously be a candidate for becoming more of a "world currency" than any of its individual component predecessors; how much more of a "world currency" would depend to some degree on whether Britain joined. Either way, it seems likely that the "Euro" would play a bigger role, as a reserve currency, as an international investment vehicle and as a trade currency than the Deutschemark, its leading precursor.

Given the relative weights of Europe and the US in the world economic system, logic would suggest that in time the "Euro" would take its place alongside the dollar as a reserve currency. This might confer on the EMU area the dubious privilege of being able to run large external payments deficits. But it seems unlikely that such a global role would be built up at all quickly, since

governments, financial markets and traders would take their time to assess the behaviour of the new currency.

The political implications of the new European currency, by contrast, might emerge more rapidly. In the International Monetary Fund, for example, the European Member States would still be represented as national governments, and are unlikely to give up their national memberships at all quickly; but some, and eventually most of them, would share a common currency and a common foreign exchange reserve pool, as well as a single balance of payments with the outside world. In practical terms, this might not have dramatic policy consequences; but it might lead the Member States participating in the single currency to speak more with one voice.

In at least one key sphere, that of monetary policy, they will certainly do so, since this will be the responsibility of the European Central Bank (ECB), and institutions such as the IMF will be bound to consult with the ECB on monetary policy rather than with national central banks.

Similarly, in the Group of Seven (G7), the fact that a group of European countries shared a new world currency could give them extra leverage in three-way negotiations with the US and Japan on international economic and monetary issues. It may even come to be argued that the G7 could with advantage be superseded by a new G3, consisting of Europe, Japan and the US. Naturally, such an outcome would be resisted by Britain if it remained outside the single currency, as well as by Italy and Canada; but it might be supported by other, small-country participants of EMU (such as the Benelux), which are not members of the G7 now, but would have delegated membership of a G3.

How much difference this would make in practice remains uncertain. Governments are less confident than they once were, either that they can successfully embark on global macro-economic management, or that they can stabilise the international monetary system. Perhaps the reform and stabilisation of the international monetary system might once again return to the international agenda, if the "Euro" were to build up an important position as a global reserve currency, rivalling in importance the US dollar and the Yen, but that will take time.

In any case, it is not clear how easy the EMU countries will find it to engage in any stabilisation policies towards the international currency system, given the constitutional structures of the planned monetary union, and the uneasy antithesis between European federalism in monetary policy on the one hand, and relative national independence in budgetary and macro-economic policy on the other. An effective European policy in the G7 would require the representatives of the EMU countries (France and Germany, in the first instance) to speak with one voice, and this cannot be taken for granted, except in the field of monetary policy. Even in the closely-related sphere of exchange rate policy, responsibility will remain with national finance ministers who may insist on independent representation in international institutions.

Moreover, the entire emphasis of the objectives of the EMU system is domestically oriented, with domestic price stability being the over-riding objective of the European Central Bank (ECB). As a result, at least during a

(possibly prolonged) running-in period for Europe's new single currency, its external exchange rate and international monetary policies might turn out to be little more than residual concerns compared with the achievement of domestic monetary objectives.

### If Things Go Wrong

The underlying assumption of the previous section is that EMU will work tolerably well, and the broad conclusion that its international economic and monetary consequences for Europe (and probably for the world) will be positive. If EMU works badly, however, the economic and monetary consequences for Europe and the world could be seriously negative.

Pessimists predict that the rigours and rigidities of a single currency will set up grave stresses in some Member States, aggravated by the more general pressures of globalisation and restructuring. But those Member States which make the transition to single currency will have invested so much political capital in Economic and Monetary Union, that they will be unlikely passively to accept a damaging increase in domestic unemployment, or to allow that unemployment to be blamed on Europe. If therefore it appears that European workers are being squeezed between the twin pincers of economic and monetary union on the one hand, and competition from global markets and low-cost countries on the other, there may be irresistible pressure for protectionism, at least in those Member States that find adaptation most difficult.

If this occurred, it could threaten to disrupt the single market inside Europe; which may in any case be under some threat if Member States which do not join EMU were to pursue competitive devaluations against the single currency. Outside Europe, it would doubtless lead to retaliation. There might then be a serious risk that the move to a single currency would revive traditional tendencies (in some Member States) towards protectionism, and confirm accusations that EMU was the advance guard of a "Fortress Europe".

### D. PERCEPTIONS AND EXPECTATIONS

The outside world has long been disappointed in the wide-spread assumption that the economic integration of Europe would be matched by political integration and political effectiveness. But if the European Union succeeds in making the ambitious step from the Maastricht Treaty to the establishment of a single currency, other countries will conclude (rightly, no doubt) that the process of European integration is still moving forward. The fact that EMU is, on the face of it, purely economic and domestically oriented, will matter less than the political inference that the underlying dynamic of European integration is once again asserting itself.

This will have three main political consequences :

First, the outside world will start to take more seriously the idea that the European Union has the real potential to become, over time, an increasingly important political actor on the world stage.

Second, the outside world will recognise that the pace and the dynamic of European integration are effectively being set by a hard core led by Germany and France; that most of the other Member States want to join this hard core, even if they cannot join the single currency at the start; and that this dynamic is being unsuccessfully resisted by a minority of Member States, notably Britain. As a result, the international community will focus particularly on relations with the most important Member States in the advance guard, notably Germany and France, at the expense of relations with Member States in the minority, such as Britain.

Third, the outside world will increasingly expect, and even in time demand, that the European Union should play a commensurate role on the world stage.

Just how these interactions will play out is obviously a matter of speculation, not least because any international role, or potential role, that the European Union might play will be partly a function of the policy choices of other countries. But it may be possible to enumerate a basic check-list of those foreign powers or regions which will probably be central to Europe's international relationships, as well as of those international organisations where Europe could play a bigger role.

## Countries and regions

### The United States

The US will be the most important key to Europe's future role, partly because the US is now the world's only super-power, partly because Europe has lived for so long in the shadow of the US protectorate.

Until now, US attitudes to European integration have been deeply ambivalent. At the level of principle and idealism, all US administrations have supported the objective of a united Europe. At the level of realpolitik, all US administrations have been leery of any real European independence in world affairs. In Nato, all US administrations have called for more burden-sharing and more defence effort by the Europeans; but throughout the Cold War, at least, all US administrations have resisted any independent European defence.

The question, in the post-Cold-War world, is whether the US relationship towards Europe may be changing. The logic of the collapse of the Soviet empire is that there is no longer a global threat to hold Nato together; and the political mood music from across the Atlantic suggests that American attitudes towards the US role in the world are more uncertain and fluctuating than at any time for the past 50 years. If these fluctuations were to come to rest in a posture that was more disengaged from America's previous world commitments, and in particular more disengaged from military commitments in Nato, the US might come to accept, urge or even demand a more independent European foreign and security policy.

Two advance indicators of the way the wind may be blowing are, first, the prolonged underlying conflict between European and the US over the war in Bosnia; and, second, the long-gestating plan for Combined Joint Task Forces,

intended to allow European members of Nato to use alliance assets even without US participation. The Bosnia argument will come to a head at the end of this year, when US forces are withdrawn from IFOR, and the Europeans have to decide whether to follow suit. The CJTF negotiation was due to have been finessed by the time this conference meets; but everybody knows it is an attempt to square the circle.

### Russia and Eastern Europe

The key variable in future relations between Russia and the European Union will be the future development of domestic political conditions inside Russia. If Russia should succeed in stabilising, it would naturally have an interest in welcoming the emergence of a stronger and richer European Union, both as a source of development finance, and even more as a partner for buttressing its own democratic reform. But if the politico-economic situation in Russia were to deteriorate, the emergence of a stronger and richer European Union might be portrayed as a threat and a scapegoat.

From the perspective of the countries of Eastern Europe, the emergence of a more dynamic European Union would raise ambivalent hopes and fears. On the upside, it would confirm all their previous reasons for wanting to join the West, and to escape from the menace of the former Soviet Union; and their need to seek security in Western Europe would be all the greater if the political situation in Russia seemed to be going dangerously downhill.

On the downside, the establishment of a monetary union may look like the formation of an inner club from which they might be excluded; and the drive for a more politically independent European Union, especially in the fields of security and defence, might seem to jeopardise the integrity of Nato and the dependability of the US guarantee.

On balance, however, it will be better for the Eastern Europeans to join a strong than a weak European Union; so from this point of view, the worst possible outcome would be a monetary union in Western Europe which went seriously wrong. Conversely, it is arguable that the European Union will only be strong enough to admit new members from Eastern Europe, and to cope with future developments in Russia, if it does establish a new dynamic of political integration.

### The Middle East

Since the collapse of the Soviet Union, the US has been the sole outside power playing an effective diplomatic role in the Middle East; whereas Europe has largely been confined to making declarations. The weakness of America's position in the region is its unconditional commitment to Israel (and Saudi Arabia). But it is also America's strength, and may not leave more than a supporting role for Europe.

### United Nations

A more united and dynamic European Union should be able to play a larger role in the United Nations, especially in the peace-keeping field. This seems all the

more plausible, in the light of moves by some formally neutral members of the European Union (Austria, Finland, Sweden) to strengthen their peace-keeping roles in the European context.

The problematic institutional question is whether a step change in the integration of the European Union would intensify demands for a reform of the permanent membership of the Security Council. Germany's candidacy for such a seat is already tacitly on the table. The issue which has not yet been posed is whether the European Union should itself be represented on the Security Council.

#### **E. INDIRECT POLITICAL CONSEQUENCES**

If monetary union is established as laid down in the Maastricht Treaty, it will be a dramatic move forward in the process of European integration. But it will not be an isolated move, because it is likely to be accompanied by a number of other integrationist moves, some in the economic field and some in more political domains.

First, it is now clear that the Maastricht scheme will be complemented by a number of other measures intended to strengthen the credibility of the single currency arrangement. There will be new exchange rate arrangements intended to involve those Member States which do not join the single currency; and there will be some kind of "Stability Pact", which will constrain the budgetary and macro-economic policies of all Member States inside the single currency. EU Finance Ministers are reported to be fairly close to outline agreement on a successor exchange rate régime to the European Monetary System (EMS); and they are examining German proposals to toughen the excessive deficit procedure of the Maastricht Treaty.

Second, it is possible that the move to the final stage of Economic and Monetary Union may still not take place, unless the Germans are satisfied that it is being buttressed, as a result of the parallel negotiations in the Inter-Governmental Conference, by additional measures of political solidarity.

There are three fields in which Germany (supported by some other member states) is demanding more political integration:

- i. A reinforcing of decision-making in the institutions of the European Union, to ensure that it is strong enough at the centre to be able to accommodate a large number of new member states, mainly from Central and Eastern Europe. This must include more and probably easier majority voting in the Council of Ministers, as well as a substantial shift in voting weights in favour of the large Member States, such as Germany, France, Italy and Britain;
- ii. More integration in the field of Justice and Home Affairs, notably covering immigration, asylum, and trans-frontier police cooperation.
- iii. More integration in the field of foreign policy and defence, and a strengthening of the Western European Union defence grouping.

The Germans have not defined in public, and probably will not define in public, what exactly are their priorities in the IGC, let alone what would be their minimum definition of political solidarity. But there is a serious shadow of doubt in Germany, that conformity with the Maastricht economic conversion criteria may not be enough by itself to ensure a satisfactory transition to the single currency, and that perhaps monetary union should not happen unless, in some palpable sense, the European Union becomes more politically integrated.

More generally, it is now clear that the IGC may mark a fundamental break with received orthodoxy, by inaugurating a variable-geometry or two-speed Europe. Germany and France have called for the insertion of a new single clause in the European Treaty which would permit an advance guard of Member States to form a more closely integrated inner core if they want to, without being prevented by more reluctant partners, like the British. The three Benelux countries have all publicly supported this principle of "flexibility"; and so, more remarkably, has the Commission.

The British government has yet to advance a fully-worked out response to these new "flexibility" proposals. On the one hand, John Major has himself advocated a more flexible Union, on the assumption that this would mean a looser Union; yet the UK must be unhappy about the idea of a "Hard Core" Europe from which it was excluded, even if the exclusion were self-inflicted.

None of these extra ingredients has yet come together. Proposals for a "Stability Pact" or for a new exchange rate regime between the "Ins" and the "Outs" have not yet been finalised. And the Inter-Governmental Conference is still only at its exploratory beginnings, while the "advance guard" Member States ruminate whether to have a showdown with the government of John Major, or to spin out the argument in the hope that the next British general election will produce a more co-operative UK government.

But it already looks plausible to suppose that, if the single currency is created, it will be as just one of the central elements in a much larger panoply of measures, which would in time move the integration of the European Union forward across a broad front. A broader integrationist advance of this kind can only reinforce the arguments put forward here, that monetary union is likely to have significant political implications for the European Union's relationships with the outside world. Indeed, it could well strengthen those repercussions, even if it is exceptionally difficult to foresee how they would develop in any detail.

## EUROPE'S GLOBAL CURRENCY

### PART II ECONOMIC IMPLICATIONS

by Rainer Hellmann

#### **A. THE EURO AS AN INTERNATIONAL TRANSACTION, INVESTMENT AND RESERVE CURRENCY**

European Union member states have become so bedevilled by the internal problems of European Monetary Union (EMU) that the debate on the economic implications of the Euro is being overshadowed, and the wider question of the Euro's potential influence on international monetary affairs is being ignored.

Despite the undoubted international impact of the Euro, the global aspects of European Monetary Union have hardly been discussed.

Conditions for the gradual national introductions of the Euro from 1999 to 2002 were fixed in Madrid, but since then the problems of a new European Monetary System (EMS II) and issues of long-term stability have dominated the meetings of Ecofin<sup>1</sup> in Verona (April 13, 1996) and Florence (June 21 & 22, 1996) and of national leaders at the European Council summit in December 1995:

Europe's partners in the world, particularly the US, Canada and Japan in the G-7, but also the other 170 IMF member states, will want advance warning about EMU's external plans. The Maastricht Treaty stipulations on EMU's international position are vague, and uncertainties about EMU's international position could create needless instability in the international foreign exchange markets.

#### **EMU's international objectives**

On March 19 in Prague, the managing director of the International Monetary Fund saw a number of advantages stemming from EMU's arrival on the European and international scene. According to Michel Camdessus<sup>2</sup>, EMU could lead to a broader and deeper European financial market, one strong currency to anchor macroeconomic policy, development of a unified market for government securities issued by EMU members, and a large and increasingly dynamic internal market. He thought it could also bring about an expansion of trade with the rest of the world, a growth in European savings available for investments in Europe and abroad, lower interest rates, and lower risk premiums. It all added up to opportunities for Europe to return to the solid growth and higher employment of earlier years.

#### **Disappearance of EMS handicaps**

A Euro which establishes itself as Europe's internal trading and investment currency would create a European internal market comparable to that of the US. According to the European Commissioner for Economic and Financial Affairs and Monetary Matters; Yves-Thibault de Silguy, blue Euro notes could symbolise the power of the European market just as the greenback symbolises America's economic strength. As an international transaction and investment currency, the Euro would give European

<sup>1</sup> The Council of Economic and Finance Ministers

<sup>2</sup> The European Banking and Financial Forum, Prague, Mar 19, 1996, IMF-Survey 1996, p. 89

enterprises the additional advantage of eliminating exchange risk within the Euro zone. Members could make more international investments in their own Euro currency and expect a larger inflow of foreign investment denominated in Euro. The Euro could establish itself as a major reserve currency alongside the dollar and ahead of the yen.

Though the dollar's share as a reserve currency has fallen continuously from 1971, the US currency still holds a 63% share, while the European currencies combined amount to only 23%<sup>3</sup>. In 1995, nominal EU-15 GNP exceeded the North American GNP and Europe was the most important trading partner, while the US share in world trade was limited to 14%. The introduction of the Euro would correct this unfavourable imbalance. European complaints about US "benign neglect" and such statements as "the dollar is our currency and your problem" stem from this imbalance, which no single European currency can challenge.

Today, as soon as the D-Mark, Europe's leading currency, challenges the dollar on the markets, it becomes over-valued and leads to strains in the EMS. The weaker currencies cannot follow the D-Mark in the system. The EMS crises of 1992 and 1993 showed that monetary instability raises risks of protectionism even in the EU internal market.

In 1995, according to European Commission estimates, Europe suffered a decline in growth of about 22 billion Ecu, or 0.5 GNP percentage points, due to monetary instability. Not all of this could be blamed on the instability of the dollar. Instability in member countries was also an important factor<sup>4</sup>

## B. THE INTERNATIONAL POSITION OF THE EURO

The future international position of the Euro alongside the dollar cannot be set simply by fixing an irrevocable exchange rate and introducing scriptural Euro between currencies participating from 1999 in the EMU, and the subsequent exchange in 2002 of national currencies into Euro notes and coins. The Euro's international position and strength will be determined by several factors. These include the relation between what we can term the "Euro-ins" and the "Opt-outs"; the relation between the "Ins and the "Pre-ins"; the internal stability of the Euro; and the capacity of the Euro zone to defend a common position in international economic and monetary affairs -particularly in foreign exchange relations.

### **The "Opt-out" problem**

There is first the problem of Britain. Its decision to invoke its opting-out clause over the EMU is perhaps more important for the Euro's international position than for the internal shape of EMU. The British decision, expected by early 1998 at the latest, may influence Denmark, Sweden and Finland in determining whether to participate in EMU or opt out.

Only Denmark has negotiated a formal opt-out clause, but the Swedish government, too, argues that in its membership negotiations with the EU it made its EMU participation dependent on the assent of the Swedish parliament. Thus, almost a quarter of EU member states might eventually decide to opt out.

---

<sup>3</sup> IMF, annual report 1995, table 12, p. 161

<sup>4</sup> European Commission, annual economic report, 1996, March 6, 1996, p. 6

If Britain and the Nordic member states join the Euro, the Swiss franc will be the only European reserve currency outside it. The Swiss National Bank hopes the Euro will be at least as strong as the D-Mark, so as to prevent the Swiss franc being used as the only European substitute and a refuge currency to the Euro.

The British decision will be paramount to the international position of the Euro. If the Pound sterling stays outside, the EU will not be a uniform monetary zone and will be unable to claim to represent the Community as such on the international monetary and economic stage. Though member states are required to regard their economic policies as a matter of common concern (Art. 103) and "Opt-out" member states must treat their exchange rate policies as matters of common interest (Art. 109, par. 2), Britain may be tempted to take an individual line.

In those circumstances, the EU would be left with two reserve currencies, though of different weight. Instead of competition between the different financial centres of the EMU based on comparative advantages, competition will be based on different currencies. Though the Special Drawing Right (SDR) of the IMF plays only a limited role, Euro's future share in the SDR illustrates the difference in EMU's international position with and without Britain. If Britain takes part, Euro would become the main SDR component with 43 % (DM 21, FRF 11 and GBP 11), ahead of the dollar's 39% and the yen's 18%. If Britain stays out, the dollar at 39 % will remain the strongest component, leaving the Euro on 32 %, the yen on 18 % and sterling on 11 %.

### **EMS II for the "Pre-ins"**

If the EU manages to keep the "Euro-ins" and the "Pre-ins" co-operating with each other, their relative numbers will be less important for the international position of the Euro than the British decision. If there are divisions between the two groups, if EMS II fails to function well, and if the second group feels it is being left behind, the front-runners will not necessarily reap all the rewards of sticking together.

It would not be an ideal start for the Euro if the internal EU market started to fall apart under pressure of competing devaluations. If, on the other hand, the EU maintained its unity after 1999 and if member states who did not immediately meet the convergence criteria had a chance to catch up before 2002, the "Pre-in" problem should not inflict too much damage on the Euro's launch, provided the group of "Ins" is not too small.

Those aboard the first train to EMU will have more influence on the evolution of the Euro's foreign exchange policy than their partners left in the waiting room, because important positions will have to be fixed from the outset. Though the "Pre-ins" and even the "Opt-outs" can exercise their influence on exchange rate policy inside the EU-Commission and the Council, they will not be equal with the "Ins". Their voting rights in the Council are suspended in EMU matters, and in the European Central Bank system they are excluded from decision-making on Euro's management.

### The stability of the Euro, and the new Euro-Dollar relationship

The Euro will not become a firm transaction, investment and reserve currency unless it proves to be as stable as the anchor currency of the EMS, the D-Mark. The international advantages of the Euro for the EU that Michael Camdessus described can be reaped only if the Euro can replace and even extend the international position now held by the D-Mark, the Pound sterling and the French franc. As a new currency, the Euro will have to fight suspicion and mistrust on the markets, just like all newcomers.

The Euro cannot count on the indulgence the markets showed the dollar in the period after it was dislodged from its fixed gold parity in 1971. The dollar's share as a reserve currency fell only from 78 % in 1975 to 63 % by the end of 1994. The D-Mark's share over the same period increased only from 9 % to 15 %, and the yen's share rose from 2 % to 8.5 %. The international positions of the Pound sterling and the French franc have eroded to 3.8 % and 2.1 % in correlation to the erosion of their relative values.

The dollar share as a reserve currency did not follow the different relative devaluations from 1971 onward, because of the limited alternatives for the dollar as reserve assets. Neither was its position as a transaction currency seriously endangered. The main commodity markets, above all the oil market, are dollar based. All attempts to change this, even during periods of sharp decline in the dollar, proved to be difficult and ineffective. Finally, the dollar remained the leading investment currency, though this position was often undermined by fund managers trying to diversify during periods when the dollar was weak or dollar interest rates were low.

The Euro zone, even if it embraces the entire EU, will not be a uniform nation state. It will remain a confederal unit *sui generis* with no central government, no unified military power and only limited common attitudes to foreign and security policy, even if the Intergovernmental Conference (IGC) is a success.

Therefore, the Euro has to prove itself a valuable alternative to the dollar, the yen, and eventually other south-east Asian currencies. The only way it can do this is through stability. All the arguments advanced to justify the importance and pre-eminence of monetary stability inside the EU apply equally to the world position of the Euro.

The Maastricht Treaty's insistence on independence of national central banks, on the clause prohibiting the temptation to bail out the public sector, and on sticking strictly to the criteria for convergence, are as vital to the internal stability of the Euro as to its external stability. It is important that only EU member states who are able to maintain the convergence standards join the Euro. Though in 1999 the group of Euro participants should not be too small, it would be detrimental to Euro's international standing if the participants failed to coalesce into a monetary union.

In the medium and long term, relations between the dollar and Euro will be determined by the policies and the fundamentals in the US and the Euro zone, not by the initial fulfilment of the convergence criteria which determine participation in the Euro. But immediately before and after the Euro is introduced in 1999, special factors will influence the relations between currencies ready to join EMU and the dollar, and later between the Euro and the dollar. The Euro has to establish itself as a currency of its own and at the outset the Euro system will be highly vulnerable. The internal selection system of the currencies able to join EMU by an exam based on rather

arbitrary and ambiguous convergence criteria increases the risk. In the initial EMU phase, the dollar (and with it gold) may be reduced by technical factors. Monetary authorities of EU member states who join the Euro will no longer need foreign exchange reserves for eventual interventions between EMU members. After 1999 the Euro bloc will need foreign exchange reserves only for interventions outside the Euro zone and EMS II. This may persuade Euro participants to gradually reduce their dollar and gold reserves. In March 1996 the Belgian National Bank reduced its relatively high share of gold reserves. Other Euro-related shifts cannot be excluded. In order to be prepared for their intervention obligations in EMS II, "Pre ins" might increase their currency reserves in Euro by reducing their dollar holdings. "Opt outs" could follow them to demonstrate their solidarity with the Euro and their willingness to maintain exchange rate stability even outside EMS II.

The complexity of the situation makes it highly speculative to try to predict exchange rate moves by private fund managers as they try to cope with EMU. On the one hand the Euro is a new currency with all the imminent risks: On the other hand, the newly-created markets for Euro will be deeper and more liquid than the existing markets for its components:

#### **The capacity of the Euro zone to defend a common position in foreign exchange relations**

Germany and France, the two member states considered to be indispensable for the start of EMU in 1999, pursued different monetary and economic policy objectives up to 1983. It was only in March of that year, after a franc devaluation, that Finance Minister Jacques Delors convinced President François Mitterrand that France's international position depended on a strong currency.

Since 1983 the fundamental differences in internal economic policy between Germany, scarred by its experience of the 1922-23 inflation, and France, scarred by Colbert's mercantilism, have gradually narrowed. The stability of the franc has become a paramount objective for France, which has also freed the Banque de France from direct government influence. Nevertheless, the differences between the two have not disappeared completely.

Germany's main aim is price stability. France gives at least as much emphasis to growth and employment. Therefore, France wants to counterbalance the ECB influence on monetary affairs by establishing a strong Ecofin as a "gouvernement économique." Germany intends to maintain decentralised economic policies. Price stability should be guaranteed by a stability pact, limiting national budget deficits permanently to 3 % of GDP, and in normal periods even to 1 %.

While the Franco-German differences in internal economic and monetary policies have narrowed, this has not been the case in external monetary and exchange rate policies. Germany's aim is for monetary stability unhampered by exchange rate objectives. The Bundesbank has to guarantee monetary stability and will not allow it to be put at risk by currency interventions due to exchange rate objectives.

The whole structure of German monetary instruments (monetary targeting, reserve requirements and discount windows) is tailored to these ends. The Bundesbank is striving to convince ECB of its approach to monetary targeting.

By contrast, one of France's main objectives in monetary policy, apart from internal stability, is to use foreign exchange rate policy as an instrument of commercial policy. Distorted exchange relations between the dollar and the DM, as the anchor currency also for the franc, are considered by France to be as damaging as tariffs. France will fight to have its approach applied to the dollar-Euro relation. Jean-Pierre Gérard, member of the Conseil de Politique monétaire de la Banque de France<sup>5</sup>, emphasised France's commitment with a firm declaration :

"Disposer d'une monnaie de réserve est à l'économie ce qu'est la possession de l'arme nucléaire pour la défense. Sans Euro nous devons choisir entre le dollar, le yen, la roupie et le yuan. Qui autorisera la banque centrale européenne à consacrer des moyens à éviter l'effondrement du dollar et à quel niveau? La raison primordiale du succès résidera dans l'organisation d'une véritable union vis-à-vis de l'extérieur. Il faut que, parallèlement à l'union monétaire, soient créées les conditions d'une nationalisme économique européen fort." - which translates as : "The availability of a reserve currency is to the economy what nuclear arms are for defence. In the absence of the Euro, we are obliged to choose between the dollar, the yen, the roupie and the yuan. Who will authorise the European Central Bank to effect the means by which to avoid the fall of the dollar, and at what level? Real success will be dependent upon the organisation of a true union with respect to the rest of the world. It is essential that we create, in parallel with Monetary Union, the conditions for a strong sense of European economic nationalism."

On the other side of the Rhine, Hans Tietmeyer, President of the Bundesbank<sup>6</sup>, will not entertain anything other than flexible exchange rates between the Euro, the dollar and the yen unless there is convergence between the three areas. Johann Wilhelm Gaddum, Vice-President of the Bundesbank<sup>7</sup>, argues that a monetary union is overburdened by a foreign exchange rate objective. The aim of monetary policy is price stability - not taking a position on an exchange objective. Former Bundesbank President, Helmut Schlesinger<sup>8</sup>, adds:

"Die deutsche Erfahrung ist, dass ein Festkurssystem mit dem Dollar zur völligen Lahmlegung der Geldpolitik führen kann, ein Erfahrung, die Defizitländer jener Zeit -- etwa Frankreich und Grossbritannien -- nicht gemacht haben und auch nicht in ihren Vorstellungen aufgenommen haben. Möge Europa ein Glaubenskrieg auf diesem Gebiet wie von 1960 bis 1973 in Deutschland hinsichtlich Aufwertung oder Nicht-Aufwertung, Floaten oder Nicht-Floaten, erspart bleiben, indem man sich nicht auf international verpflichtende Wechselkursregeln einlässt." This translates as : "The German experience is that a system of fixed exchange rates with the dollar can lead to a complete paralysis of monetary policy. Countries with deficits, such as France and Britain, have not suffered this and it has not therefore seared itself into their experience. I hope Europe will not embrace an obligatory exchange rate system and will save itself the agonising in Germany between 1960 and 1973 on the question of whether to revalue or not, and whether to float or not."

<sup>5</sup> Tribune Desfossés, Paris, February 12, 1996

<sup>6</sup> Address in Frankfurt, April 12, 1996

<sup>7</sup> Address in Bonn-Petersberg, March 4, Deutsche Bundesbank, Auszuge aus Pressartikeln, No 14\1996, p. 8

<sup>8</sup> Address in Tübingen, March 13, 1996, Deutsche Bundesbank, Auszuge aus Presseartikeln, No 21\1996, p. 12

### C. LIMITS TO EMU FOREIGN EXCHANGE RATE POLICY

The conceptual differences between France and Germany are deep-rooted and will probably never be completely overcome. The northern EU partners incline to the German view, the southern to the French. The Maastricht Treaty abstained from taking a firm position on the matter which was among the most hotly-contested points in the negotiations. Nevertheless, the Treaty has set two clear rules for decision-making in the future foreign exchange rate policy of EMU:

#### **Formal agreements on exchange rate systems**

Formal agreements on an exchange rate system for the Euro in relations with non-Community currencies can be decided only by unanimous vote of the Council on a recommendation from the ECB or from the Commission after consulting the ECB (Art. 109.1).

As the EMU chapter of the Maastricht Treaty is not under review in the IGC, the unanimity rule for formal exchange rate agreements will be maintained in EMU after 1999. This means that a new international monetary system with fixed or more stringent exchange rate regulations, or with a formal provision for target zones, will have to be approved unanimously.

Germany or other members states can easily block new formal agreements on exchange rates which they feel are not compatible with their stability policy. This would also help allay US fears of being drawn into some kind of Bretton Woods system by EMU.

#### **General orientations for an exchange rate policy**

Though unanimity is required for formal agreements, in the absence of an exchange rate system the Council may decide by qualified majority on matters of general exchange rate policy as it relates to one or more non-Community currencies (Art. 109.2). The same applies to decisions to adopt, adjust or abandon the central rates of the Euro (Art. 109.1.2).

Majority voting will be adopted for most practical decisions taken by the Council on exchange rate matters. The Council has to act either on a recommendation from the Commission after consulting the ECB, or on a recommendation from the ECB. Because the public will probably view the ECB as an independent monetary authority, the Council cannot treat an ECB recommendation on foreign exchange rate policy lightly.

According to its statute, the ESCB itself has to conduct foreign exchange operations consistent with the Maastricht Treaty. Within the existing formal agreements and the general guidance of the Council, it is the ESCB's role to conduct the daily exchange operations and steer the Euro through the perils of the exchange markets. The governing Council adopts the guidelines and the Executive Board implements monetary policy in accordance with these guidelines. The ESCB also holds and manages the official foreign exchange reserves of the member states.

In all the three possible cases the Treaty explicitly seeks respect for the principle of maintaining price stability, a point repeatedly stressed by Maastricht.

Hardly any government or national central bank, not even the Bundesbank, is so tightly bound by constitutionally-enshrined legislation to respect the aim of price stability in its foreign exchange policy. So the path of EMU's foreign exchange policy is pre-defined by the Treaty, while the operational freedom of the Council and the ECB is limited.

In April 1996, the Verona Informal meeting of the Council of Economic and Financial Ministers resolved the Franco-German differences on the intervention limits of ECB in EMS II between Euro and the "Pre In" currencies by adopting the formula that the ECB should intervene only so long as it does not endanger the ECB capacity to maintain monetary stability. The same formula applies to ECB interventions against third country currencies.

The President of the European Monetary Institute (EMI), Alexandre Lamfalussy<sup>9</sup>, does not exclude, a priori, the possibility of a conflict arising between the Council and the ECB. But he thinks the danger of this is only slight, as the probability of a global organisation of the Bretton Woods type being established in the foreseeable future is virtually nil. Interventions in a floating foreign exchange regime will be carried out, according to Lamfalussy, either to accompany a change in the stance of domestic policies, or to accelerate a movement in exchange rates that is already underway<sup>10</sup>. But these circumstances will be the exception rather than the rule, and they will not necessarily lead to conflict between the Council and the ECB on maintaining price stability.

The European Parliament is kept away from the operational side of EMU's foreign exchange rate policy, which is dealt with solely by the ECB. It has to be consulted by the Council before formal agreements on an exchange rate system are reached, but it has no right of veto. The President of the Council is obliged only to inform it about the adoption, adjustment or abandonment of the Euro central rates. Article 109.2 on the formulation of general orientations for EMU's exchange rate policy does not even mention the Parliament.

---

<sup>9</sup> Address in Paris to the Comité Français pour l'Union Paneuropéenne, September 28, 1995, Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, No 66\1995, p. 2

<sup>10</sup> Plaza and Louvre accords of 1985 and 1987

#### D. THE ACTORS IN EMU'S GLOBAL POLICY

The influence of the European Single Currency on international monetary affairs, on the reform of the IMF, and on an eventual reform or the extension of G-7 will be largely determined by its capacity to find an internal consensus and to speak with one voice.

For EMU's partners in G-7 and in the IMF it is equally important to know who to look to in Europe when crises arise. The Treaty has deliberately left open the questions of the representation of EMU on the international stage: Member states are unlikely to abandon their right of participation in international monetary institutions. With Article 109.5 they have introduced a salvation clause to maintain their national representation in international monetary affairs : "Without prejudice to Community competence and Community agreements as regards economic and monetary union, member states may negotiate in international bodies and conclude international agreements."

Article 109.4 permits Council decisions on the Community's representation in these organisations only by unanimity, while decisions on Community positions at the international level can be taken by qualified majority voting.

The four G-7 EU member states have always kept the European Commission away from the international monetary scene. While the Commission takes part in G-7 meetings of heads of state and government, it is not a regular player in the monetary side of G-7 meetings of Ministers of Finance.

In order to prevent the Commission becoming the sole EU negotiator in external monetary affairs, as in common commercial policy, a special escape clause from Article 228 is stipulated in Article 109.3 to cover agreements concerning matters of monetary and foreign exchange regime. These agreements will be decided by qualified majority voting of the Council on a recommendation from the Commission after consulting the ECB. Contrary to the common commercial policy, the Commission is not designated as a negotiator. It is limited to being "fully associated with the negotiations". Nevertheless, Article 109.3 lays down that "these arrangements shall ensure that the Community expresses a single position".

Hardly any article in the Maastricht Treaty is as ambiguous as Article 109 on international monetary relations. While the EU and EMU representation at governmental level in the IMF and the G-7 is left open, the ESCB has to be represented in the IMF and the Basle Bank for International Settlements. The fact that the ESCB will be composed of the ECB and the central banks of member states may allow a certain degree of national representation even there. (Art. 1.1.2. of the ECB statute).

In the IMF, Germany, France and Britain, who have their own executive directors, will obviously try to keep this privilege, which they share with the United States and Japan. The same is to be expected from member states who lead or co-lead an IMF constituency. Belgium, Italy and the Netherlands as leaders, and Spain, Greece, Ireland and Sweden as co-leaders of a constituency, have an executive director or alternate elected to the IMF board. The influence exercised by these EU member states in their IMF group is a valuable asset for the EU as a whole. It is also appreciated by most of the Eastern European and developing countries who take part in the groups led by EU member states.

## EUROPE'S GLOBAL CURRENCY

### Part III : IMPLICATIONS FOR BUSINESS

by Alessandro Merli

#### **THE SINGLE CURRENCY AND THE SINGLE MARKET**

Although European integration has not brought the early advantages many business leaders envisaged, the Single Market has already led to big changes in the way companies go about their business.

Businesses are also enormously affected by European currency movements because all members of the EU do more trade with each other than they do with the rest of the world.

The departure of the Italian lira and the British pound from the Exchange Rate Mechanism of the European Monetary System, combined with subsequent developments in the European economy, have had a big impact on the perception of the relationship between the Single Market and the single currency.

Business communities have put pressure on their governments, concerned about the increased competitiveness this move has meant for Italian and British industry. Consequently, these governments have concluded that if some EU members are allowed to float their exchange rate it can only put the Single Market at risk. They will not meekly accept that Britain and Italy were forced into this situation by international financial markets in 1992.

Most European governments now believe that the best way to reconcile free trade and the free movement of capital, the main pillars of the Single Market, with irrevocable fixed exchange rates (and later a single currency) is to end the independence of national monetary authorities.

The view that the fate of the Single Market is inextricably linked with the creation of the single currency is gaining ground in the European business community. Even countries such as the UK, which has benefited from the devaluation of the 1990s and whose government is most fiercely opposed to a single currency, are coming around to the idea.

This paper will briefly examine:

- A. Benefits and costs of the single currency for European business;
- B. The role of the Euro in relations among regional trading blocs and its possible impact on European industry's external competitiveness;
- C. Practical problems of a single currency for European companies.

## A. BENEFITS AND COST OF THE SINGLE CURRENCY

The benefits of the single currency will be felt most directly by European firms because their impact will be mainly at the microeconomic level. The costs, on the other hand, have more to do with the way the economy is managed at the macroeconomic level and their influence on business is indirect.

### Benefits

The creation of the single currency promises gains in economic efficiency for businesses through two distinct channels :

- Firstly, it will do away with transaction costs of conversion from one currency to another;
- Secondly, it will eliminate the risk inherent in the uncertainty of exchange rate fluctuations.

The second advantage has an important corollary for businesses in non-core countries because they pay additional interest which incorporates a premium partly related to exchange rate risk. In the absence of this risk, businesses in these countries will have access to finance at lower interest rates.

The elimination of transaction costs ushered in by a single currency is the most obvious direct advantage of EMU. The European Commission has estimated that the savings could amount to 13-20 billion Ecu's per year - 0.25 % to 0.5 % of the EU's gross domestic product. Of course, the banks will lose out, since they will no longer be able to profit from their role as intermediaries in exchange rate transactions.

The full benefits will be reaped only when national currencies have been eliminated. Even with irrevocable fixed exchange rates, residents of each country will presumably prefer to hold their home currency. Therefore the need for conversion will remain, although on a reduced scale.

Firms expect the creation of the single currency to cut their administrative and financial costs. According to a survey by consultants Ernst & Young, this could amount to 0.5 % of their international business. Savings will probably be higher for small and medium-sized enterprises where the costs of exchange rate management are higher and resources devoted to risk management are scarcer. There is also an indirect gain from the elimination of transaction costs as price discrimination between national markets reduces market segmentation. The car market presents one much-publicised example.

Although the consumer is likely to be the main beneficiary of this, the producer could also gain if the lower scope for price discrimination is accompanied by measures that eliminate other barriers to the Single Market, and lead to the disappearance of the so-called parallel market.

Business will also benefit from the elimination of the exchange rate uncertainty which makes it so difficult for firms to forecast their future revenues. However, there is another side to this problem : exchange rate fluctuations also create an opportunity for firms to make profits, as demonstrated by the extraordinary success of Italian exporters during 1993-95.

There is one further gain from the elimination of exchange rate uncertainty - one that is more difficult to quantify : it will introduce more transparency into the Single Market through a more efficient functioning of the price mechanism. Exchange rate uncertainty makes it difficult to predict prices of goods and services. Economic agents base production, investment and consumption decisions on the information that the price system provides. If there is an element of uncertainty, these decisions become less sound and the likelihood of costly errors in the allocation of resources increases.

The argument that the elimination of exchange rate uncertainty will bring about faster economic growth was espoused by the European Commission in its "One Market, One Money Report", but there is little empirical support available. It is true, however, that growth may receive an indirect boost in those non-core countries where interest rates will decline thanks to the elimination of exchange rate risk.

Finally, it must be pointed out that the gains from EMU are likely to increase as the economy becomes more open. The elimination of transaction costs will bring larger benefits in countries where firms and consumers buy and sell a large proportion of goods and services abroad.

### Costs

The advantages have to be weighed against the most serious drawback of monetary union - the loss of power to change the nominal exchange rate in order to regain competitiveness. This belongs mainly in the sphere of macroeconomic policy and has been dealt with in other sections of this paper. However, it should be borne in mind that the cost of renouncing the power to adjust the exchange rate will vary depending on whether other channels of economic adjustment work more or less efficiently after EMU. That is why it is crucial to promote flexibility in all factor markets. Now that capital markets have been liberalised, attention has switched to the labour markets. This is where the EU is most rigid, making it more difficult for member countries to adjust wages and prices to maintain short-term competitiveness.

There are those who compare the possibilities offered by EMU with the US experience. US regions are more specialised in production than European countries. Specialised regions are more vulnerable to shocks, especially those caused by shifts in taste away from exports. Moreover, capital movements in an integrated area can intensify shocks rather than soften them. In the US, regional fortunes in growth and employment tend to fluctuate over long periods.

It has been argued that EMU and the Single Market may make US-style regional crises more common within Europe. In addition, as labour mobility increases, regions in recession will shed labour more rapidly. On the other hand, if labour does not become more mobile, regions hit by recession will suffer a fall in income.

Finally, capital taxation will also be crucial. Integration will make it increasingly difficult for governments to collect personal taxes. As Europe's capital market is unified, investors will flee to the lowest tax jurisdiction. Capital taxes will therefore need to be co-ordinated.

## B. THE EXTERNAL ROLE OF THE EURO

The external role of the Euro is another important factor for European businesses. The single currency will mean that development of a regional trade bloc will now be accompanied by a regional currency, much as it is in the Western hemisphere and East Asia. The main difference will be that in Europe the establishment of the single currency will have a strong institutional and legal base, whereas the dollar and the yen have asserted themselves de facto without the need for institutional underpinning.

Many still accept it as a matter of faith that the creation of the Euro will stabilise exchange rates with the dollar and yen. Except for the most extreme circumstances, it has been the instability between the dollar and the Deutsche mark that has affected exchange rates within the EU, rather than the other way around. However, if three trading blocs were created, each with its own single currency, then even if exchange rates were to fluctuate substantially across the blocs, much of world trade would be insulated from exchange rate uncertainty, since most of the trade is conducted within these blocs rather than between them.

Once the credibility of the Euro and the European Central Bank are established, the Euro will probably become more attractive than the Deutsche mark as a reserve currency. This will entail some currency substitution between the dollar and the Euro and therefore a loss of competitiveness of European firms against US-based competitors.

Firms outside the EU may welcome the Euro because it will streamline their transactions with Europe. On the other hand, they may worry that Europe, as a trading bloc armed with a common currency, will increase its pressure on trading partners, therefore creating more trade frictions.

## C. BUSINESS AND THE EURO: PRACTICAL PROBLEMS

It is remarkable how little work has so far been done on the implications the Single Market will have for business. Most studies have focused on the monetary and macroeconomic aspects.

This is all the more surprising because the single currency will have huge practical consequences for the business community, and unless companies and the public get involved early on it cannot go ahead effectively. If preparation is completed early, the costs of adapting will be minimised, but, with a few notable exceptions, little seems to have been done so far.

The Bank of England has identified three "overarching" issues in the introduction of the single currency :

- the law, - the most important legal question will be to ensure the continuity of contracts with maturities that overlap the date of transition;
- consistent accounting procedures, - the same accounting rules, methods and procedures should be applied in similar cases; and
- rounding the conversion rate of national currencies into Euros.

The preparation period will be longer for banks, who will find the exercise much more costly than will businesses. The adaptation by other companies may well depend on how efficiently the banks themselves have prepared. Costs will probably be higher in relative terms for small and medium companies which have few resources and expertise to cope with the change and may have to rely on outside advice.

The core functions of European companies will be affected by the single currency. The elimination of the exchange rate risk will have implications for :

- the sourcing of inputs, where willingness to source in other countries is expected to grow;
- the siting of manufacturing facilities, which may lead multinationals with plants in their major European markets to rationalise their distribution in order to obtain economies of scale;
- a possible revision of price differentiation as sales and marketing plans are revised.

The issuance of debt in the single currency raises intriguing considerations. Once government securities start being issued in Euro, private firms too will probably start issuing debt in the single currency. This is important for firms, not only as issuers, but also as buyers of debt securities for their portfolio investments and treasury operations.

There will also be changes in treasury management and the relationships between companies and banks. It is likely that companies will reduce the number of banks they deal with. Treasury managers will need to focus less on exchange rate fluctuations (and to a certain extent interest rate fluctuations) and focus more on economic risk.

Companies in the retail sector will face a more difficult challenge, as cash handling will be a big problem. This will be particularly difficult in the likely event of a period of dual currency, during which prices will have to be given in Euros and the domestic currency.

#### D. CONCLUSIONS

The single European currency will be important to business mainly because it is seen as indispensable to the future of the single market.

There are two possible developments in the single market that ought to be mentioned, which would have an impact on monetary union, and in turn would have an affect on European companies :

- enlargement of the European Union. As the single market embraces countries from Central and Eastern Europe, monetary implications will arise from the differing strengths of the economies of these new member states compared to those of core members of the EU. The potential for trade frictions is already emerging.
- the issue of harmonising taxation. A growing number of observers already believe it is necessary for the single market, and this will become clearer once a single currency area is created. It will almost certainly be high on the agenda of future discussions on monetary union, and is obviously extremely important to European companies.

In outlining the benefits European firms will derive from the single currency, Part III has dwelt mainly on the advantages of the elimination of transaction costs and exchange rate uncertainty. Most studies on European monetary union have concentrated on macroeconomics and overlooked the practical problems a single currency will pose, such as legal and accounting issues, which are so vital to a company's operations. This is why it is so important to analyse these practical matters well in advance of monetary union if the single currency is to be introduced successfully.

The European Commission and European governments will have to be constantly aware that monetary union will not be feasible unless business is fully involved. Uncertainty about the starting date must be ended to enable companies to start work on the nitty-gritty of implementation as soon as possible. Otherwise, the creation of the single currency will be delayed, or it will prove to be much more costly than was originally envisaged.

## BIBLIOGRAPHY

- Agnelli, G. (1991). "Will EMU Strengthen European Industry's Competitiveness?" in "European Monetary Union in a Turbulent World Economy", De Pecunia, June, Special issue.
- Association for the Monetary Union in Europe (1994). Preparing the Transition to the Single Currency, Paris: AMUE, May.
- Bank of England (1996). Identifying the need for, and extent of, co-ordination in planning for the introduction of the single currency, London: mimeo, 10\5\1996.
- Collignon, S. (1996). "The International Dimension of EMU". AMUE Working Paper No. 14, March.
- Commission of the European Community (1990). One Market, One Money: an Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union, European Economy, 44, October.
- Commission of the European Union (1995). Green Paper on the Practical Arrangements for the Introduction of the Single Currency, COM(95)333.
- Currie, D. and J. D. Whitley (eds) (1995). EMU after Maastricht: Transition or Revolution? Contributions from the Seventh Lothian Conference, London: Lothian Foundation Press.
- De Grauwe, P. (1994). The Economics of Monetary Integration, Second revised edition, Oxford: Oxford University Press.
- Federation Bancaire de l'Union Europeene (1995). Introduction of the Single Currency: the View of the Banking Federation of the EU, Brussels: mimeo, 3\11\1995.
- Il Sole-24 Ore (1995). "Il fascino discreto dell'euro", 18\12\1995, No. 339,26.
- Kingsdown Inquiry (1995). Report by the ACE Working Group on the Implications of Monetary Union for Britain, London: Action Centre for Europe Ltd.
- Maigret, B. de (1995). "La monnaie europeene et les entreprises", AUME Working Paper No. 12, November.
- Torres, F. and Giavazzi F. (eds) (1993). Adjustment and Growth in the European Monetary Union, Cambridge: Cambridge University Press.

## Authors' Curricula Vitae

### **Ian Davidson**

Ian Davidson is Foreign Affairs columnist for the *Financial Times*.

He has worked for the *Financial Times* since 1960 as Common Market Correspondent, 1962-64 and 1966-68, Paris Correspondent, 1964-66, European Editor, London, 1968-75, Foreign Editor, 1976-79, Foreign Affairs Columnist, 1979-87, and Paris Correspondent & Foreign Affairs Columnist, 1987-92.

His publications include 'The Gold War' (with Gordon L Weil, 1970), 'Britain and the Making of Europe' (1971), 'North Sea Oil and Gas and British Foreign Policy' (with Ray Dafter, Chatham House Paper No 10, 1980). He is also the author of 'The Search for a New Order in Europe' in 'International Affairs' (RIIA, 1990) and 'Europe Between Nostalgia and Utopia' in 'The New Europe' (ed Jonathan Story, 1993).

### **Rainer Hellmann**

Dr Rainer Hellmann has been Chief Correspondent of the Brussels office of the Financial News Agency *VWD - Vereinigte Wirtschaftsdienste* since 1960.

He is the author of numerous publications on international direct investments and international and European monetary affairs.

He is a member of the study group on European Monetary integration of the Institut für Europäische Politik, Bonn, which has recently published several studies on EMS and EMU.

### **Alessandro Merli**

Alessandro Merli has been Financial Editor with *Il Sole-24 Ore* since December 1993.

From 1974 until 1977 he was a sports reporter with *Il Resto del Carlino*, Bologna. In 1977 he joined *Il Giornale*, Milan, where he was News and then Business reporter, leaving in 1984.

He then joined *Il Sole-24 Ore* and has been International Economics Correspondent, London Correspondent and Economics Editor, before taking on his present responsibilities. Since January 1995 he has contributed daily to BBC World Service Television. He has participated in numerous radio and television broadcasts, both within Italy and internationally.

I.D.	ISTITUTO AFFARI INTERNAZIONALI - ROMA
n° Inv.	16778
	18 Nov. 1996
BIBLIOTECA	

# THE LIRA-MARK PARITY PLAN

Robert Mundell<sup>1</sup> and Arrigo Sadun<sup>2</sup>

1. Alternative Economic Scenarios
2. The Cost of Italy's Exclusion from EMU
3. A New Approach
4. Interest Expenditure and Debt Turnover
5. Thinking About the Unthinkable
6. The Lira-Mark Parity Plan
7. Possible Objections and Conclusion

---

<sup>1</sup>Robert Mundell is Professor of Economics, Columbia University, New York.

<sup>2</sup>Arrigo Sadun, Ph.D., is Director of WEFA Italia..

Since the financial crisis of 1992 forced the Lira out of the exchange rate mechanism (ERM) of the European Monetary System (EMS), Italy has made strong efforts to bring its public finances under control and reach at least some of the fiscal criteria set by the Maastricht Treaty for admission to the next phase of the European monetary union (EMU). The two ideas have become indissolubly linked and the financial markets have adopted the country's ability to meet the Maastricht criteria as the benchmark for gauging its credit-worthiness. Italian governments have done nothing to dispel this notion; on the contrary, they have often used the "European argument" as the main rationale for imposing a series of highly unpopular austerity measures.

The restrictive fiscal policies that have been followed since 1992 were aimed at stabilizing the public debt and at reducing the budgetary deficit within the Maastricht criterion, i.e., at 3% of GDP. This was an ambitious goal considering that the ratio was almost 11% in 1991.

Facing financial disaster, every government, starting with the Amato cabinet in 1992, has put fiscal consolidation at the top of its priorities. The result has been the stabilization of public debt at below 125% of GDP and the reduction of the deficit-GDP ratio to 7.4% by 1995. Despite these achievements, the fiscal criteria of the Maastricht Treaty remain as elusive as ever. Furthermore, progress in stabilizing public finances has been hampered, first by the prolonged period of political instability following the collapse of the Berlusconi government in 1994, and then by the stalling of economic recovery. Nervous financial markets required substantially higher interest rates than those justified by the differentials between Italian inflation and that prevailing in other European countries, thus making more difficult the reduction of the budget deficit.

During his tenure as Prime Minister of a "technical government," Lamberto Dini was forced to seek parliamentary support from Left-wing parties by toning down the austerity policy, including the reform of the pension system, a major cause of the chronic budgetary deficits. The relaxation of fiscal policy during that period was particularly unfortunate, as Italy enjoyed relative robust growth in 1994 and 1995. By contrast, economic activity has been basically flat since the closing months of last year. Thus, in order to meet the Maastricht criteria, the new government must impose very stringent fiscal measures to an enfeebled economy and risk pushing it into another recession.

### 1. Alternative Economic Scenarios

The inter-governmental committee of the European Union will, early in 1998, determine which countries are qualified to go forward on the basis of countries' performances in 1997. After 1998 the European Union will be split into two groups: those in and those out of the monetary union.

The entry requirements concern inflation, exchange rate stability, interest rates, budget deficits and the public debt. If the Maastricht conditions were applied strictly today, the outlook for EMU would be bleak. Eleven countries--Belgium, Italy, Greece, Ireland, Sweden, the Netherlands, Austria, Denmark, Finland, Portugal and Spain--would fail to meet the

requirements because their Debt-GDP ratios were above 60 percent. In addition, three other countries--the U.K., Germany and France--would be shut out because, in 1995, they failed to meet the 3% public deficit minimum. Only one country--Luxembourg--would go forward if the Maastricht conditions were applied strictly today on the basis of 1995 performance.

Achievement of monetary union therefore depends on the formulae not being applied strictly.

A necessary political condition for EMU to go forward is that it include two of the four large countries--Germany and France. The other large countries are in a quite different position. The U.K. is within striking distance of qualifying for EMU but is not sure it wants to join, whereas Italy is sure it wants to join but has no possibility of meeting all the requirements.

Italy's major problem is its public debt, which imposes on Italian finances an interest rate burden that has thus far kept its budget deficit above 7% of GDP. There is no chance of bringing the 125% Debt-GDP ratio down to the Maastricht standard, but, because this ratio has been stabilized and is even starting to decrease, it is likely that Italy, like Belgium, will have sufficiently demonstrated its good faith to convince its partners to let it go forward, if a convincing improved in the deficit is achieved.

According to the current 3-year economic plan (DPEF), Italy will bring the Deficit-GDP ratio down to 3% by 1998, one year later than necessary to participate in the EMU from the beginning. Recent forecasts for 1996 growth, however, have been substantially scaled down and the government has acknowledged that the macroeconomic scenario described in the 1995 DPEF is no longer realistic. To deal with this problem, the Prodi government, on June 27, 1996, announced plans for additional retrenchment on expenditure and further tax increases sufficient to bring Italy's deficit back down to the 3% ratio in 1998 based on revised forecasts of economic performance.

## 2. The Cost of Italy's Exclusion From EMU

The real and psychological costs of being out of the monetary union will be high. Should Italy be excluded, the consequences could be quite serious both politically and economically. From a political standpoint the country will suffer the humiliation of being officially downgraded to a second-class member of the European club. Public opinion, now largely supportive of the European unification process, could turn against it, swelling the ranks of the "Euroskeptics." However, in contrast to the British, who seem quite comfortable remaining on the periphery of EMU, and have enshrined a national philosophy based on "muddling through" crises, Italy may develop an acute paranoia about its exclusion and an open hostility toward what will be perceived as a Franco-German hegemony.

The repercussions in domestic politics could be equally disastrous. The separatist-minded party in the North will seize the opportunity to blame the central government and the less developed regions in the South for the failure to keep up with the rest of Europe. The Center-right opposition will also blast the government for failing to obtain from its European partners a more

flexible interpretation of the Maastricht criteria or its postponement. More fundamentally, it will remind voters that the sorrowful status of Italian public finances is the result of extravagant fiscal policies followed during the long period of the so-called "consociativism," i.e., the tacit agreement between the former Christian Democrats (still largely represented in the ruling coalition), the ex-Communist Party (now PD's) and the Trade Unions.

The exclusion of Italy from the initial phase of EMU could also have very serious economic repercussions. In this connection, it is necessary first to dispel the notion that the failure to meet the conditions by 1997 could simply delay Italian membership by a few months. The argument assumes that most of the criteria will be met by 1998 and that it will take only a few months in early 1999 to certify the accomplishment. In reality, the period of uncertainty about the status of Italy will be much longer. Some or much of the momentum built up in the struggle for fiscal reform will be lost. Once the deadline has been past the sense of urgency will disappear. Most likely the period will stretch for more than 12 months, and perhaps even several years. In any case it will be too long for the market's comfort, which will be starting to worry also about the political repercussions discussed above and the possibility of a much longer delay in reaching the targets. Speculative pressures on the Lira and high interest rates rising because of increases in both currency and default risk will make it much harder to bring the deficit under control. The country could become caught in a vicious circle of high interest rates and higher deficits possibly even provoking a new round of exchange rate depreciation and inflation, all of which will delay further Italy's joining EMU.

Nor should it be thought that Italy's exclusion would not have a fundamental demoralizing impact on the very outcome of EMU. Italy is an important partner in the EMU equation. Britain is on the fence and its Euroskeptics wish EMU would fail. If Britain stays outside EMU, she would be better off if EMU did not exist. Britain's exercise of her option would be more likely to be negative if Italy fails the conditions of entry, but more likely to be positive if Italy is one of the first group to go forward. EMU without Britain and Italy would be dominated by Germany, making France uncomfortable. With Britain and Italy in the next phase, EMU would be a roaring success.

### 3. A New Approach

With a fundamental change in policy, Italy could bring about the reform that would bring the budget deficit below the required 3% in 1997. Table 1 presents some of the relevant fiscal data for 1992-1995 with forecasts for 1996-1999. In order to reduce the deficit to 3% by 1997, the new government would have to introduce a £70 trillion adjustment in the 1997 budget; this is in addition to the supplementary budget planned for this year. Alternatively, the adjustment could be spaced-out in 1997 and 1998 with adjustment of about £40 trillion for each of the next two years.

Table 1. Government Revenues and Expenditures  
1992-1995 data; 1996-1998 forecasts

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Revenue	657.0	726.0	731.7	792.6	843.9	892.0	945.3
Expend.	774.5	820.9	830.2	870.8	909.5	950.5	997.7
Deficit	143.5	148.1	147.1	121.6	112.9	107.7	103.8
Def/GDP	9.5	9.6	9.0	6.9	6.0	5.4	4.9

Source: WEFA

The first of these measures would be difficult to achieve politically and it cannot be assumed that higher taxes or reduced government spending would leave GDP unchanged.

It is our view that another approach can accomplish the desired results and set the Italian economy on the course to equilibrium and balanced growth. A key element in our proposal is the reduction of Italian government expenditure on interest on the public debt, which now accounts for over 22 percent of all government expenditures. Interest payments, which are equal to the product of the interest rate at the time of issue and the debt level itself, as a share of

Table 2. Government Interest Payments on Public Debt and Long-Term Interest Rate

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Int.(£it tr)	171.7	187.8	175.6	193.2	197.9	199.9	210.8
Int/Exp	22.2	22.9	21.2	22.2	21.8	21.0	21.1
Int.Rate	13.7	11.3	10.6	10.3	9.8	9.1	8.8
Int/GDP%	11.4	12.1	10.7	10.9	10.5	10.0	10.0
Def/GDP	9.5	9.6	9.0	6.9	6.0	5.4	4.9

GDP have been around 10.5 percent, about 4 percentage points higher than the Deficit-GDP ratio. The debt level itself can be changed only slowly over time but if it were possible to change interest rates substantially, as we argue, it would be possible to lower the budget deficit percentage of GDP to the required 3 percent.

Interest rates are a-tell-tale barometer of a country's economic health and performance. Table I shows short- and long-term interest rates on two particular pre-election dates, October 2, 1995 and April 11, 1996. The first point to notice is that Italy's short and long term interest rates are several percentage points above that of the other countries. The key factor causing the interest

TABLE 3. INTEREST RATES, G-7 COUNTRIES

Country	October 2, 1995		April 11, 1996	
	Short-Term	Long-Term	Short-Term	Long-Term
Canada	6.31	7.71	5.12	7.82
France	6.19	7.46	4.03	6.55
Germany	4.06	6.57	3.28	6.43
<b>Italy</b>	<b>10.56</b>	<b>11.66</b>	<b>9.47</b>	<b>10.26</b>
Japan	0.53	2.62	0.50	3.20
U. K.	5.94	8.04	5.53	8.10
U. S.	5.81	6.15	5.38	6.65

Source: WEFA Economic Outlook, May 1996

differentials before the recent elections was lack of confidence in government's monetary, fiscal, and exchange rate policy. Why should Italy have the highest interest rates among the G-7 major economies?

Leaving aside tiny differences between interest rates that arise because of technical reasons (differential tax rates and different average maturities) the main factors creating interest differentials are currency risk and default risk. Although both factors may be involved in Italy, the main factor has been the expectation that the Lira may depreciate.<sup>3</sup> In all countries with very high government debt denominated in local currency, the market wants a premium to offset the risk that some future administration will decide to inflate the debt away.

There has been a 3-4 percent differential between long term rates in Italy and Germany. Apart from default risk, this is a depreciation premium, allowing for the expectation that the lira will depreciate against the mark. If this expectation were eliminated completely—and again abstracting for the moment from the possibility of default—the rate on Italian government bonds would converge to the rate on German bonds of the same maturity.

If a mechanism could be created to ensure the international markets that the exchange rate between the lira and the dollar will be fixed forever German and Italian interest rates (again except for default risk) would converge completely. The interest rate at which the convergence would take place would be somewhere between the current German and Italian rates, but because Germany has a far larger capital market, the common interest rate would be only slightly higher than the current German rate and substantially lower than the Italian rate.

It is the spread between German and Italian interest rates that matters most for Italy's current policy with respect to the goal of entry into EMU. The interest rate on mark-denominated 10-year German government bonds was 6.5 percent on June 26, 1996. On the same day long-term Italian bonds were 9.4 percent. The relationships are presented in Table 4.

Table 4. Interest Rates: Germany and Italy

	A Oct. 2, 1995	B April 11, 1996	C June 26, 1996					
	Short-Term	Long-Term	Short-Term	Long-Term	Short-Term	Long-Term	Change Short C-B	Change Long C-B
Germany	4.1	6.6	3.3	6.4	3.4	6.5	-0.7	-0.0
Italy	10.6	11.7	9.5	10.3	8.6	9.4	-2.3	-4.7
Dif- ferential.	6.6	5.1	6.3	3.9	5.2	2.9	-1.6	-4.7

It is important to notice that there has been a substantial improvement in the Italian situation with respect to the differential between German and Italian rates that applies to both short and long term bonds. The long term differential, for example, was 5.1 percentage points on 2/10/95; it fell to 3.9 percentage points on 11/4/96; and to 2.9 percentage points on 26/6/96. This represents a reduction in the long-term differential of 4.7 percent, a remarkable improvement that suggests that the Italian situation is far from hopeless.

#### 4. Interest Expenditure and Debt Turnover

The gap could be closed completely, however, if exchange rate uncertainty were eliminated and confidence were restored that the government would renounce the possibility of default. If the rate at which the government borrows were reduced by, say, 3 percentage points, the interest bill would decline on all new issues.

The first impact would be on interest payments and therefore government expenditure. Suppose long term interest rates were 9.5% and they then, because of a change in confidence, fell to 6.5%. With a Debt-GDP percentage of 125%, interest payments, in a steady-state situation, would be reduced from  $9.5 \times 1.25 = 11.8\%$  of GDP to  $6.5 \times 1.25 = 8.6\%$  of GDP, a decline in interest expenditures as a percentage of GDP, of 3.2 percentage points.

If this result came about immediately, Italy could make the 3% budget deficit minimum almost instantly, given further progress toward fiscal improvement.

Alas, the result would not come about immediately. A 3 percentage fall in interest rates would not immediately lower interest payments on the whole of the outstanding debt. This is because

interest payments depend on *past* interest rates already negotiated. A current reduction in interest rates will reduce interest payments only on new issues, which depends on the existing maturity of the debt as well as the budget deficit.

The average maturity of the Italian government debt is six years. Assuming that the average maturity is kept unchanged, one sixth of the debt must rolled over every year. Interest savings can be made on this portion of the debt. At the end of the second year, interest savings will have been achieved on one-third of the debt; at the end of the fourth year, on two-thirds of the debt; and at the end of the sixth year, on the whole debt. In addition, interest savings can be achieved on all *increases* in the debt and on any part of it that can be refinanced.

With the current deficit at, say, 6 percent of GDP, or  $6/1.25\% = 4.8\%$  of the public debt, interest savings would be obtained on  $16.7 + 4.8 = 21.5\%$  of the public debt in the first year. In the second year, the reduction would be smaller because the remaining high-interest component of the debt is shrinking and because the budget deficit ratio is falling.

Let us assume that it takes five years to reach the steady state. If interest rates fall by one-third on one-fifth of the debt, interest payments would be lowered by one-fifteenth. With interest payments of about 200 trillion lira, the reduction in interest expenditures would be about 13 trillion lira in the first year, 25 trillion lire in the second year, increasing until in the fifth year the steady-state savings of 67 trillion lire is saved.

If the new plan were introduced immediately, the saving on interest payments would be about £6.5 trillion for the remaining six months of 1996, £18.5 trillion for 1997, £30 trillion for 1998, £40 trillion for 1999 with further savings in subsequent years until the £67 trillion reduction in interest expenditures is achieved in the middle of the year 2001. Let us see the impact of these changes on the budget position over the next few years.

The Italian Treasury has presented new projections<sup>4</sup> for the deficit, taking int account assumed reductions in government expenditures and increases in revenues. The Treasury assumes growth of 2% for 1997, followed by 2.8% in 1998, and 2.9% in 1999, with inflation of 2.5% in 1997 and 2% in both 1998 and 1999. With further spending reductions and tax increases in its 1997 budget, it expects to cut £32.2 trillion lire from the deficit in 1997. Targets for Italy's deficit are 88 trillion lire in 1997, 61 trillion lire in 1998 and 60 trillion lire in 1999, as shown in Table 5. We have placed these new Treasury projections alongside WEFA's earlier projections (not taking into account the new spending changes). Table 5 also shows how the assumed interest savings would affect the budget deficit according to each of the two projections.

Table 5. Government Revenues and Expenditures: Data and Projections  
Trillion lire

<sup>4</sup>See *International Herald Tribune*, Friday, June 28, 1996, p. 15.

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Deficit (WEFA)	143.5	148.1	147.1	121.6	112.9	107.7	103.8	98.4
Def/GDP (WEFA)	9.5	9.6	9.0	6.9	6.0	5.4	4.9	4.4
Deficit (Treasury)	143.5	148.1	147.1	121.6	109.0	88.0	61.0	60.0
Def/GDP (Treasury)	9.5	9.6	9.0	6.9	5.8	4.4	3.0	2.8

The difference between the two projections are due, not just to the new measures scheduled for introduction by the government, but also to the Treasury's more optimistic assumptions about growth in 1998 and 1999. Table 6 presents WEFA's earlier forecasts and the Treasury's more recent forecasts for the years 1997 through 1999. The difference between the forecasts serves

Table 6. Growth and Inflation Rates: Alternative Forecasts  
Percent

	1997	1998	1999
Real GDP (WEFA)	2.2	2.2	2.1
Inflation (WEFA)	3.5	3.3	3.0
Real GDP (Treasury)	2.0	2.8	2.8
Inflation (Treasury)	2.5	2.0	2.0

to emphasize the uncertainty of the outcomes which may be based on differences in assumptions about economic policy. It is clear that the WEFA forecasts represent the "grey scenario"--more inflation, less growth--whereas the Treasury forecast is the "rosy scenario."

Note at once that even under the Treasury's rosy scenario, Italy would fail to meet the 3% condition for entry based on 1997 data. Under the Treasury's assumptions, the deficit would be 4.4% of GDP in 1997, much too high to be given the go-ahead for EMU. Only in 1998 does the deficit ratio come down to 3%, and because those estimates depend critically upon optimistic

assumptions, it is clear that the Treasury plan is not sufficient. This has been as much admitted by the government.

On the other hand, consider the scenario if the plan—to be proposed—for getting interest rates down to the German level is adopted. Under this plan, using the Treasury's new estimates, the deficit in 1997 falls to 3.5% instead of 4.4%, within sight of the Maastricht requirement. Moreover, in 1998 it falls to 1.5%, leaving substantial room for refinancing possibilities. Even

Table 7. Government Revenues and Expenditures: Data and Projections  
Trillion lire

	1996	1997	1998	1999
Interest Adjustm't	-£6.5	-£18.5	-£30.0	-£40.0
Deficit (WEFA)	£112.9	£107.7	£103.8	£98.4
Interest-Adjusted	£106.4	£99.2	£73.8	£48.4
RevD/GDP P(WEFA)	5.7%	4.5%	3.5%	2.6%
Deficit (Treasury)	£109.0	£88.0	£61.0	£60.0
Interest-Adjusted	£102.5	£69.5	£30.1	£20.0
Def/GDP (Treasury)	5.5%	3.5%	1.5%	0.9%

under the WEFA "grey scenario," where no fiscal adjustment is contemplated, the deficit ratio would fall to 2.6% in 1999.

It is true that even with the rosy Treasury scenario proposed, the 3% criterion is not strictly met. But with just a little more fiscal adjustment the difficult 1997 hurdle could be surmounted in time for qualification for EMU.

Possible fiscal adjustments include the following: (1) extra revenue or reduced spending to the tune of 0.5% of GDP. Taking forecast nominal GDP at £1,998.4 trillion, this would require an additional fiscal improvement of £10 trillion. (2) Debt conversion at low long-term interest rates. (3) Redefinition of the GDP to take into account its undervaluation due to the underground economy; a 17% increase in the definition of GDP would be well within the estimates of the

underground economy in Italy and be sufficient to lower the 3.5% deficit estimate to the required 3%. The solution (1), however, represents the most straightforward solution.

### 5. Thinking About the Unthinkable

Default risk represents the possibility that a desperate government would simply declare a general default on government bonds, at a single blow reducing the Debt-GDP ratio to zero. Such a general default has never occurred in any advanced country in peacetime. On the other hand, Debt-GDP levels have rarely in modern times exceeded 100% of GDP. It is true that the U.S. Debt-GDP ratio was 125% at the end of World War II, but at that time U.S. interest rates were less than 2.5% and, in any case, the U.S. inflated half the debt away in the post-war inflations.

How can one distinguish between currency risk and default risk? In both cases the interest rate will be higher than that of its trading partners where both risks are absent. Yet there is a rough test that helps to distinguish between the two. This is the differential between yields on government and corporate bonds. In the absence of any default risk there will be a natural relationship between government and corporate bond yields. By virtue of the size of the U.S. bond market, U. S. Bonds will normally—other things equal—command a premium, not only over corporate bonds but also over other government bonds. In some smaller countries, however, corporate bonds on good companies may be just as good as government bonds. There may also be small tax differentials.

Nevertheless, whereas currency risk affects both corporate and government bonds equally, government default risk affects only (or mainly) government bond yields. Table 8 therefore presents bond yields on both government and corporate paper and also the difference between the former and the latter. Countries are ranked according to the lowest differential which is assumed

Table 8. Default Risk Measured by Government and Corporate Bond Yield Differentials.  
June 26, 1996

COUNTRY	Government	Corporate	Differential
Denmark	7.31	8.47	-1.16
Canada	7.68	8.75	-1.07
US	6.90	7.87	-0.97
Britain	8.00	8.86	-0.86
Spain	8.67	9.21	-0.54

Sweden	8.19	8.63	-0.44
France	6.46	6.74	-0.28
Netherlands	6.40	6.67	-0.27
Germany	6.45	6.45	0.00
Belgium	6.68	6.58	0.10
Italy	9.43	7.94	1.49

Source: Data from the *Economist*, June 29th-July 5th, 1996

to be a measure of default risk.

Italy's position at the bottom of Table 8, along with Belgium, two of the countries with the largest Debt-GDP ratio, indicates the presence of default risk. It is also necessary to take steps to remove the possibility that Italy will never default on its government obligations. We have included this section only for the sake of completeness. A default by Italy would probably eliminate all possibility of entering EMU in the next two decades. It would moreover undermine Italy's banking system and credit mechanism. If default were mistakenly looked upon as a step toward EMU, it would be better to scrap the idea of entering EMU forever.

#### 6. The Lira-Mark Parity Plan

It is time now to present the multi-point plan to get interest rates down to the level of German rates, and to meet the 3% deficit condition for EMU. The program is as follows:

1. Direct the Banca d'Italia to fix the lira to the DEM at a rate of £1000 = 1DEM. When the DEM threatens to appreciate against the lira, the Banca d'Italia must sell foreign exchange and thereby reduce the outstanding stock of lire reserve money; and when the lira threatens to appreciate against the DEM, the Banca d'Italia must buy DEMs and increase the outstanding stock of lire reserve money. Fixing the lire/DEM rate will guarantee, after a possible adjustment, that Italy will get the same rate of inflation--corrected for common price indexes--as Germany.
2. Direct the Banca d'Italia to stop adding to its holdings of domestic assets, whether government bonds, commercial paper or credit to the deposit money banks. In this way the sole way for the money supply to expand will be through the net purchase of foreign assets. The growth in the supply of money will be restricted to the growth of the demand for money and there will be monetary equilibrium at the fixed exchange parity.
3. Announce that the fix to the DEM is in preparation of the movement into EMU and is therefore unchangeable. Interest rate differentials depend upon the relation between current and future exchange rates and will come down to zero only if the fixed parity is credible and permanent. In order to achieve credibility, it would be helpful to follow up the announcement

with two supplementary measures.

4. Drop one, two or three zeros from the lire notes in an accounting currency reform along the lines followed by France in 1958, when it exchanged 100 old francs for one New Franc. Whether one, two or three zeros are dropped depends on consumer monetary preferences rather than economic fundamentals. If three zeros are dropped, it would be necessary to introduce a sub-unit lower than the lire.<sup>5</sup>
5. Enact a law that prohibits the Banca d'Italia or Cabinet from changing the exchange rate parity except upon a vote, requiring 3/4 majority, in both houses of the legislature.
6. Proceed with fiscal reform along the lines already proposed by the Cabinet and find additional sources of expenditure savings or revenue to achieve an additional deficit reduction equal to 0.5% of GDP or approximately £10 trillion.

#### 7. Possible Objections and Conclusion

Q-1. If the central bank is forbidden to buy domestic assets, the money supply will be constant and the economy will be starved for money for economic growth, bringing on a credit squeeze that will topple the economy into a recession.

A-1. This is a mistake. The money supply will grow at the desired rate as net savings increase to produce a balance of payments surplus, leading to purchases of foreign exchange by the Banca d'Italia which provide the banking system with the reserves needed to supply the amount of domestic credit desired. The monetary situation will be exactly as it will be when Italy joins EMU.

Q-2. If the exchange rate is fixed irrevocably, an increase in money wage rates in excess of productivity, demanded by the trade unions, will result in unemployment. To prevent this increase in unemployment, it would be desirable to devalue the currency and allow prices to rise again until real wages have been kept to the rate of growth of productivity.

A-2. This cynical argument assumes that the trade unions are ignorant of economics and are so naive that they will allow their wage increases to be deflated away by devaluation and price increases. Italy went through this vicious circle at great cost to itself in the 1970s and 1980s and a repetition of it in the 1990s would only lead Italy further and further from equilibrium, excluding it forever from EMU. When Italy joins EMU its union leaders and workers will have to realize, as well as other sectors of the economy, that pricing labor out of the market will only lead to unemployment. If Italy is not prepared to keep wage rates from growing within the scope of productivity (most exactly, marginal productivity), it is not prepared to join EMU.

---

<sup>5</sup>Alternatively, the lire could be maintained as the sub-unit and a new name could be given to the 1000-lire note.

Q-3. Would it not be better for Italy to phase itself into the preconditions for EMU gradually, until wage growth has slowed to productivity rates of change and until inflation expectations have been brought down to the level of the other EMU countries? In other words, would not a gradualist approach be preferable to a shock approach?

A-3. No to both questions. The longer Italy postpones adjustment the harder it will be. Earlier, we have itemized the political, psychological and economic costs of delay and the recidivism that will set in after the crucial 1997 year has passed. Italy cannot afford to wait even six months to take the necessary steps for convergence outlined above. Its program should be announced early in July 1996.

Q-4. Would it not be better for Italy to try to delay the movement to EMU on the part of its partners in EU, not only for its sake but for the sake of the other countries who are likely to be left out?

A-4. Italy should not shoot itself in the foot. Italy is one of the four largest countries and should not put itself in a position of delaying what for Italy herself is a vital interest. The Union would wait forever if they waited until all the fifteen (now and perhaps twenty or more later) nations to be lined up with all the Maastricht criteria at the same time. Ever since the Treaty of Rome was agreed upon in 1956, Italy and Italians have been among the foremost proponents of European collaboration. Rather than being a drag on the route to EMU, Italy should be one of its foremost sponsors.

Q-5. It has been assumed that interest rates would come down as soon as the program was announced. But past experience suggests that it would take several years for Italy's fixed exchange rate to bring about a reduction in interest rates. If interest rates do not come down, the budgetary gains will not be made and Italy will not make EMU anyway.

A-5. This misunderstands the role of expected future exchange rates in interest differentials. As long as there is confidence that the exchange rate will be fixed not only today but in the future, interest differentials on default-free bonds will disappear and Italy will experience the gains promised.

Q-6. But Italy's bonds are not free of default-risk. Because Italy has such a large public debt, the market is bound to require a default-risk premium in its interest return. Even though the currency risk is removed by the fixed-parity plan, there will remain a default risk.

A-6. Default risk is only a problem if default is considered to be an option for the Prodi government. Default would involve vast constitutional as well as economic and political problems. Before EMU there is both currency risk and default risk. With the parity plan, currency risk is all but completely eliminated. Default risk, however, remains. But it will remain even after Italy enters EMU. Default risk will not be higher under the parity plan than it is under EMU itself. National bonds after EMU will be rated according to default risk by the markets and rating companies just as state bonds are rated in the United States. Monetary discipline that is imposed by the parity plan, and which is automatic under EMU, leaves fiscal discipline to be enforced by the markets.

Q-7. Why is the parity plan better than the Friedman plan for targeting the rate of

increase in the money supply?

A-7. In an abstract theoretical model, targeting the rate of monetary expansion, the rate of inflation or the exchange rate in an open economy may, in the long run, come to the same result. But there is a world of difference between the plans in the real world. Targeting the money supply has never worked in any country in which it has been tried because what constitutes the relevant money supply is always changing and the act of targeting it results in a different outcome. For countries suffering from severe inflation it is a good idea to pay attention to the money supply, and its growth rate always produces relevant information for analysis, but it is a completely inappropriate variable for monetary control. To take only the latest episode of this failure, notice that the German "money supply, which the Bundesbank uses as a gauge of future inflation potential, grew at a 10.5% annualized rate through May, well above the central bank's full-year target of 4%-7%. Mr. Tietmayer said he couldn't yet predict whether it will fall back into the target range by year end."<sup>6</sup> For most central banks, money-supply targets represent a kind of hand-waving to monetarists who like that sort of thing.

Q-8. Why is the parity plan better than the Modigliani-Baldassarri (M-B) plan for targeting the rate of increase in the price level at zero inflation?

A-8. The M-B plan would not work in time for EMU. In equilibrium, zero inflation in Italy would mean that Italian interest rates would have to be two percentage points below German rates, and Italian wage rates would have to grow, relative to productivity, two percentage points slower than German wage rates. But in order to get to zero inflation, interest rates would have to be raised far above current levels, and only in the long run would interest rates come down. Thus the budgetary situation would worsen rather than improve in the short run. In addition, to the extent that the M-B plan targets money wages as its definition of inflation, it requires wage controls and presupposes an instrument of wage adjustment that the government lacks.

The only sure path to low inflation—meaning the German level of inflation—is to fix the Lira to the mark flat at 1000 lire = 1 DEM.

Q-9. Wouldn't Italy lose seigniorage by going from its present discretionary monetary policy to a parity system?

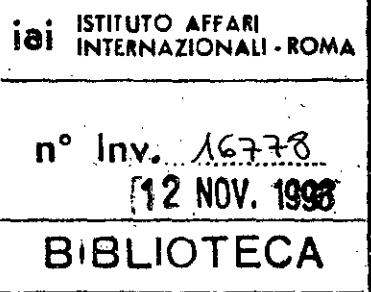
A-9. No. Italy would in fact gain because it would pay less for the financing of its budget deficit. Moreover, it can invest any excess foreign exchange reserves in DM- or dollar-denominated earning assets and reduce the social cost to Italy of its foreign exchange holdings. With EMU, however, Italy will lose seigniorage because the gains from monetary expansion will accrue to the fiscal authorities of the European Union rather than the Italian government. Thus, Italy will lose less seigniorage by its parity plan than by its movement into EMU.

Q-10. Do you think that EMU is worth all the trouble that is involved in seeking to achieve the budgetary criterion for the Maastricht Treaty?

---

<sup>6</sup>*Wall Street Journal*, Friday-Saturday, June 28-29, 1996, p. 13.

A-10. Even if there were no EMU in sight, moving to a parity system with the mark would reduce the cost of finance and the budget deficit and be the best policy for Italy to pursue in the next few years. The EMU requirements are in Italy's interest even if there is no prospect of entry into the EMU in the next few years.



The Philip Morris Institute  
for Public Policy Research

"Europe's Global Currency"

From the eurodollar to the dollar and the euro:  
a quick trip beyond the Pillars of Hercules

Mario Sarcinelli  
Chairman of Banca Nazionale del Lavoro

Rome, July 1, 1996

## 1. Introduction

First of all, let me thank the Philip Morris Institute and IAI for having invited me to join the opening session of this prestigious conference.

In the short time that is available, I am going to discuss briefly some implications of the euro for economic policy makers. For a while, I will try to neglect the popular, typically Italian perspective of the "ins versus outs" debate which feeds an already vast literature including the collection of essays recently published in a special issue of BNL Quarterly Review.

As the general guidelines of this roundtable clearly suggest, my short remarks tackle the topic of the relationships between the dollar and the euro, i.e. the connections among the US and the EU. Looking at EMU from a transatlantic perspective may result very helpful to address the problem of how the building of the European Union should be erected on a firmer foundation.

For many centuries Europeans had been cultivating the wrong presumption that the world ended with the Straits of Gibraltar. Being actors on the scene of the global market, we cannot make the same mistake. So, it may be worth taking a trip beyond the Pillars of Hercules of the conventional debate where "ins" and "outs" are "in-Europe" countries. Being brave enough to compare our views with the American ones, we should navigate through the waves, not just the ripples, of the truly outside ocean: the ocean which laps the shores of Manhattan.

## 2. The euro and the dollar: questions from Europe.

Will the EMU-US issue matter? According to the prevailing European presumption, the answer to this question is yes. The European monetary union will have consequences for economic and political relations not just among the participating countries but also between those states and the rest of the world, namely the US. Expectations and views expressed on both sides of the Atlantic will play an important role in shaping what final results will be.

Are Americans looking at EMU as a potential threat to US political leadership in the world-wide theatre? Is the European Union still a matter of concern for trade-related issues such as protectionistic pressures against American exports? These are the questions that we may ask our transatlantic counterparts.

Furthermore, the appearance on the global scene of a strong and credible EU monetary block may contribute to rebalancing gradually the one-way pattern according to which European interest rates adjust to US ones, but the reverse does not hold. Higher interdependence on the front of monetary policy may, in the long run, switch the US-EU macroeconomic game from the current leader-follower model to a more cooperative, global, and welfare-improving configuration.

All over the world the conducts of central banks are currently aiming at controlling inflation, directly or through the intermediate midriff of monetary targets. However, the timing chosen by the Fed to move American money rates up and down is not always optimal for the

entire world. This is the lesson that Europeans learned in 1994 and which we hope not to live through again in the incoming future.

In this framework, the availability of two major world monetary players instead of just the US can prove helpful for gaining some flexibility in the manoeuvre of European interest rates and, therefore, smoothing the cyclical swings across the Atlantic. Trading off some loss of Fed's monetary leadership for a steadier worldwide growth could be mutually advantageous, for both Europeans and Americans.

### 3. The euro and the dollar: answers from Wall Street.

European presumptions tend to support the idea that EMU may be a profitable deal for both the Old and the New Continent. Is this view shared from the Wall Street perspective?

A few weeks ago - chairing the annual meeting of the BNL International Advisory Board held in Taormina - I had the chance to check the likelihood of the European presumptions directly with an influential member of the US financial community, the former Chairman of The Chase Manhattan Bank, Willard Butcher.

From the remarks he made, I gathered the impression that the American view on EMU and euro is, at the same time, encouraging and challenging.

Why encouraging? Basically, because the American concern towards a "fortress Europe" has been abated and

there is no paranoia in Wall Street today about protectionism in our continent. The advent of the European single currency should not influence the political role of the US in the global arena, while an assertive stance of European foreign policy will certainly help the euro to gain ground as an international currency.

On the other hand, the relative strength of the American currency vis-à-vis the European one will hinge upon the comparative soundness of the domestic economic policies pursued on the two sides of the Atlantic.

Any possible appreciation of the euro against the dollar will be accepted by the US market as the consequence of a stronger credibility on the part of the European policy-makers. Sharing Prof. Thurow's view that inflation has become an extinct volcano, markets will reduce their attention to central banks watching and will primarily focus on fiscal policies. The likelihood of lessening the dependence of European interest rates on American pivots will primarily hang on the results obtained by the Union's policy makers on the front of fiscal retrenchment.

Summing up, the Wall Street view of euro and EMU looks extremely pragmatic - pragmatic to such an extent as to verge on scepticism - and this makes it a real challenge for us.

The pragmatic attitude of our American counterparts is twofold. First, they remind us that the ultimate assessment about euro and EMU will be given by the market. Global markets will focus on the final results of the convergence game, paying less attention to early

announcements and intermediate scores. This means that countries like Italy have still room to improve their odds for passing the Maastricht exam. On the other hand, as the time before January 1999 runs out, markets will become more nervous and the price charged for failing EMU participation will inevitably increase, unless the commitment to join at a later date is made credible by deeds, not just debates.

The second profile of the American pragmatic view about EMU rests on historical grounds. The history of the US tells us that a successful and durable unification among different countries cannot be accomplished without a substantial devolution of political, as well as economic and monetary power from the individual states to the supranational authority.

Focusing on the single currency can be a useful tactical device to make additional progress on the way towards the European Union. Nevertheless, monetary convergence could not suffice to build up that quasi-federal configuration which is needed to give a sound and lasting value to the euro and the EMU.

#### 4. Conclusion

"It isn't worth a Continental": with this vivid expression Americans used to name and still dub something worthless. The reference is to the lack of value of the bonds issued before the US switched from a loose aggregation of States to a proper federation.

That's the lesson we should learn taking a trip beyond the Pillars of Hercules. The process of economic

and monetary convergence in Europe should go on pari passu with the enhancement of the political union, following the guidelines laid down by the Inter-Governmental Conference which started in Turin at the end of March. At the same time, only a co-ordinated effort to dismantle the rigidities and the regulatory obstructions - mostly located within European markets for labour and financial services - will allow the euro to progress as a worldwide reserve currency massively transacted from the Union's financial centres.

Besides economics, the reasons for the euro and EMU are deeply rooted in the history of this Continent. On the eve of the XXI century, European unification is still needed to defend us from ourselves, keeping away the ghosts of nationalism. Filling in the EU's democratic deficit and making our economies more flexible will then preserve the new-born European Union from the risk of incurring secession crises in the early stages of her life.

## What Global Role for the Euro?

Benjamin J. Cohen

(Remarks prepared for the Conference on Europe's Global Currency, Rome, July 1-2, 1996)

The working assumption of this conference is that a single European currency is on its way. The seeds were sown in the Maastricht Treaty, the European Union is now pregnant with expectations, and no miscarriage is anticipated. While the birth of the new currency -- now to be called the Euro -- may be difficult, its arrival is presumed to be assured. On this panel, we are asked to consider some implications of EMU (Economic and Monetary Union) for economic policymakers. Specifically, what global role can be anticipated for the Euro?

My answer to this question will emphasize three points:

(1) The Euro will not become a global currency -- at least not immediately. Only the U.S. dollar will remain a truly global currency. For the foreseeable future, the Euro's reach will not extend far beyond the region of Europe itself.

(2) The Euro will not be unchallenged even in Europe. Even within the European region, the dollar will remain attractive for many international purposes.

(3) The risk of policy conflict is considerable. The EU may be tempted to promote wider acceptance of the Euro at the dollar's expense, which in turn could provoke defensive countermeasures by the United States, raising tensions all-round. The real challenge for policymakers is to effectively manage future competition between the Euro and dollar in the private marketplace.

### I.

According to the conventional wisdom, currency unification in Europe, if successful, will quickly challenge the historically dominant role of the dollar. As two leading European economists have written: "The most visible effect of EMU at the global level will be the emergence of a second global currency once the [Euro] becomes the common currency" (Daniel Gros and Niels Thygesen, European Monetary Integration, 1992, p. 295). Can we be so sure?

In fact, it may not be all that easy for the new Euro to dislodge the dollar from its place of honor. Across the globe, the dollar is still the most widely employed of all moneys for the full range of international purposes -- the world's favorite vehicle for foreign trade, its premier investment currency, and the principal intervention and reserve medium for governments. Such popularity is no accident but rather the result of a long and quite enduring competitive struggle that, by today, has taken on much the character of a self-reinforcing process.

Once, the dollar's pre-eminence was based on the overwhelming

importance of the United States as a market and source of capital. But even as America's relative economic position has declined, the dollar has continued to thrive owing to the potent power of economies of scale in currency use. Economic theory teaches that great savings in transactions costs can be gained by concentrating cross-border trade and investment activities in just one or at most a few currencies with wide circulation networks. International currency competition has been described as a kind of Gresham's Law in reverse, where more attractive ("good") money drives out less attractive ("bad") money. And nothing makes a currency more attractive than the prospect of acceptability by others -- what analysts refer to as money's "network externalities." The dollar's persistent dominance as an international currency is rooted in the still unrivaled network externalities that accrue from its widespread use.

Theory also teaches that, once widely adopted, inertial forces set in to perpetuate a currency's attractiveness. Particularly influential is the self-reinforcing impact of "mimesis": the rational impulse of market actors, in conditions of uncertainty, to minimize risk by imitative behavior based on past experience. Once a currency gains a degree of acceptance, its use is apt to be sustained -- even after the appearance of powerful new competitors -- by regular repetition of previous practice. In effect, a conservative bias is inherent in the dynamics of the marketplace. Such a bias has been evident for centuries, in the prolonged use of such international currencies as the Byzantine solidus, Spanish silver peso, and most recently the pound sterling long after the decline of the imperial powers that first coined them.

In the face of such entrenched advantages, could the new Euro really be expected soon to challenge the dollar successfully? Outside the immediate European region, the answer is almost certainly No. In Latin America or East Asia, where economic ties to the United States are at least as strong as to the EU, the dollar will remain an overwhelming favorite. Barring an unforeseen collapse of the U.S. economy or a new retreat to protectionist isolationism, America's currency seems destined to retain its global predominance for years to come.

## II.

The interesting question is: What is likely to happen within the European region itself: the EU together with its prospective future members and other economic satellites? Presently, even in Europe, the dollar competes effectively with local currencies -- even the fabled Deutsche mark -- because of superior network externalities that are available for most cross-border purposes. Put differently, the dollar is already well established as the most efficient medium for a range of local market uses. In an uncertain world, such "in-place" network externalities are bound to make the dollar highly attractive as compared with a newly created and largely untested alternative. Europeans might quite naturally prefer simply to continue using the dollar whenever possible.

The advantage of America's currency for Europeans would presumably be least for purely domestic transactions or for mutual trade within the EU -- especially if, as is likely, the new Euro is supported by restrictive legal-tender legislation. But as a vehicle for exports to the United States or others, as well as for import trade, or as a store of value in banking and securities markets, the dollar will undoubtedly enjoy an initial competitive edge, particularly if the Euro seems less credible than the local moneys it is meant to supplant. Reputations take time to develop, after all. Can widespread confidence in the new Euro's future value be instantly generated? Can a high degree of liquidity and predictability of asset value be immediately assured? In practice, it would not be at all irrational for market agents, at least at the outset, to prefer the tried-and-true to the experimental. Inertias similar to those that prolonged the life of other key currencies in the past, therefore, are quite likely to manifest themselves again.

### III.

In time, of course, things may change. With accumulating experience could come increased credibility and confidence in the usefulness of the new Euro. Eventually, its network value to Europeans or others might even come to exceed that of the dollar, particularly if growing use within the EU is reinforced by parallel adoptions elsewhere. A successful challenge is not impossible.

Getting there, however, might take a long time, given the conservative bias introduced by mimesis, and will certainly be resisted initially unless promoted vigorously by participating governments. The problem is one of collective action: a coordination dilemma. Individual market actors have little incentive to switch from one currency to another, except where compelled to do so by legal-tender requirements, unless they have reason to expect many others to do the same. The EU can increase the probability of widespread acceptance by facilitating expansion of networks for cross-border use -- for example, by sponsoring development of debt markets denominated in the Euro or by subsidizing its use as a vehicle currency for third-country trade. This is one circumstance where public policy can make a real difference.

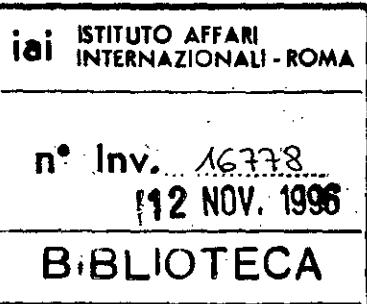
In doing so, however, the EU would also pose a direct threat to the global role of the dollar -- and thus put itself on course for an open confrontation with the United States, which still values the privileges and benefits derived from the dollar's international use. Policy initiatives from Brussels could provoke defensive countermeasures from Washington, as each side strives to defend or promote the competitiveness of its own money. In effect, therefore, EU members would be forced to make a choice: either tolerate considerable inertia in market practice, which might severely limit the gains of a formal currency union; or else risk increased tensions in relations with the United States. The real

challenge for policymakers on both sides is to find some way to manage the introduction of the Euro that will not lead to transatlantic monetary conflict.

How serious is the risk? Not surprisingly, estimates of the Euro's likely competitive threat to the dollar vary considerably, depending on the source. But even if in quantitative terms the impact turns out to be small, consequences for political relations could be large -- at a minimum, one more issue to erode good will on both sides of the Atlantic; at a maximum, the final straw to break the camel's back. Prudence suggests that the dangers should not be ignored.

#### IV.

In short, monetary integration in Europe, in the presence of widespread international use of the dollar, is bound to complicate the future of U.S.-European relations. Though easy to exaggerate, the issue is not inconsequential and should be formally addressed. Europeans must acknowledge that U.S. interests are directly affected by the creation of a potentially potent rival to the dollar; Americans, in turn, must accept the limits of what can be done to preserve all the gains presently accrued from their money's privileged international status. Both sides must explicitly plan for the currency competition that is likely to follow the birth of the Euro.



## EUROPE'S GLOBAL CURRENCY

### THE IMPACT ON GLOBAL FINANCIAL MARKETS

1. Visitando i maggiori operatori dei due principali centri finanziari mondiali, si resta sorpresi a scoprire una situazione per molti versi contraddittoria.

Da una parte è febbre l'attività dei principali operatori per allargare le proprie dimensioni. Si allargano le dealing rooms, si creano diecine e diecine di nuove postazioni operative. Si aprono nuovi desks per trattare servizi finanziari sempre più sofisticati: è l'apoteosi della ingegneria finanziaria. La mobilità del personale fra le diverse aziende è sempre molto elevata, ma con una differenza: fino a qualche anno fa i teams di quelli che cambiano scuderia erano fatti di 3-5 persone; oggi si trattano teams all'ingrosso, fatti di 30-40 persone. Le tecniche di remunerazione sono sempre più a doppia faccia: relativamente basse per la parte fissa, assai generose nella parte commisurata ai risultati ottenuti.

Sembra di vivere l'età dell'oro dei servizi finanziari.

Ma c'è anche una faccia diversa di questa medaglia, più difficile da scoprire e da interpretare.

Lo stato d'animo di questi operatori è più inquieto del solito. Ti dicono che sono costretti ad operare entro condizioni di budget ogni anno più severe. Ti confessano che puntano a due o tre anni di buona congiuntura per ritirarsi in buon ordine. Poco importa se, in molti casi, fanno fatica a mettere insieme 35 primavere.

L'inquietudine che si respira nasce anche dal fatto che è ormai difficile chiudere in una visione d'insieme un mercato che tende sempre più ad articolarsi, a segmentarsi, a divenire un mosaico di cui si apprezza soltanto il valore dei singoli tasselli, ma non il disegno globale. Il timore che si stia operando su mercati nei quali è annidato un systemic risk che potrebbe andare fuori controllo è crescente.

Ma c'è anche qualcosa di più e di nuovo: esso nasce da questa domanda: e se, per caso, col 1° gennaio 1999 la moneta unica europea dovesse divenire realmente

operante? Cosa accadrebbe di tanti mercati, di tanti servizi finanziari, di tanti posti di lavoro.

Coloro che si occupano degli strumenti di hedging di vario tipo incrociando qualche valuta che non sia il dollaro, il marco, lo yen sono presi da una crisi di identità. Si occupano di eliminare (o ridurre) un rischio di una valuta che potrebbe sparire.

Non meglio si sentono coloro che, Fund managers di professione, utilizzano i mercati di copertura dei vari rischi per ottimizzare il rendimento delle proprie gestioni.

Né si sentono meglio i risparmiatori, abituati da anni ad ottenere rendimenti assai elevati senza correre rischi particolari.

2. L'entusiasmo per andare a scoprire terre nuove va di pari passo con l'attesa tipica del cacciatore incallito cui viene annunziato che, di lì a un paio di anni, la selvaggina della riserva di caccia sarà radicalmente ridotta come numero di capi e come specie.

Per fortuna, il 1° gennaio 1999, è considerato dai più una data molto lontana. E qualcuno continua a pensare che potrebbe essere spostata in avanti, anche di due o tre anni. E qualcuno, fortunatamente ormai in pochi, pensa che l'EURO potrebbe non nascere mai.

Ma ammettiamo che nasca: ed ammettiamo che fra le monete dure che cederanno il passo all'Euro, vi sia per quella data anche la lira italiana, e magari la peseta spagnola. E supponiamo che l'avvento di questa moneta unica sia accompagnato da un patto di stabilità fra i paesi che la adottano tale da escludere in futuro possibili politiche fiscali divergenti.

Possiamo fare due considerazioni di base sicuramente vere. Gli operatori finanziari, per poter conseguire profitti, hanno bisogno di:

- a) mercati nei quali siano attive molte specie di rischio;
- b) mercati con comportamenti diversi l'uno dall'altro e volatili.

Non è difficile capire - come la teoria economica ha dimostrato da parecchio tempo - che un mercato immobile, non ha rischi e non crea spazi per produrre profitti.

Nei mercati finanziari ad oggi esistenti, fra i tanti possibili ad immaginare, si hanno:

- a) credit risk or default risk;

- b) purchasing power risk, or inflation risk;
- c) foreign - exchange rate risk;
- d) regulatory risk;
- e) funding or interest rate risk;
- f) liquidity risk.

Quando qualcuno, od alcuni, fra questi rischi si è fatto molto pronunciato, si sono aperte enormi possibilità di profitto. Basterà ricordare ciò che avvenne nell'estate del 1992, dopo l'esito del referendum danese sul Trattato di Maastricht, con riguardo alla lira italiana, la sterlina inglese, la peseta spagnola, e poi l'escudo portoghese, la corona svedese e così via.

Allora le tipologie di rischio sub a), b), c), d), e) si accavallarono in varia misura, spesso sommandosi. Ne uscirono conseguenze tipiche di una vera e propria crisi finanziaria, con:

- lira italiana e sterlina inglese espulse dallo SME;
- il dollaro ai valori più bassi del dopoguerra rispetto al marco;
- i tassi di interesse in Germania ai livelli più alti da decenni;
- i tassi di interesse negli USA ai livelli più bassi da decenni;
- le banche centrali costrette a portare i tassi a breve a livelli senza precedente.

Non fu la grande occasione per la speculazione; fu soltanto una fortunata - anzi fortunatissima - circostanza per gli operatori. Il cui compito è quello di interpretare correttamente il movimento di mercato e trarne tutti i possibili vantaggi in fatto di profitto.

A ripensare quanto accadde in quelle poche settimane, un vero e proprio olocausto delle valute europee, per convincerci che si deve arrivare ad una moneta unica. Ma viene anche da dire che quella circostanza ci appare ormai materia di storia, anzi di una storia che non potrà ripetersi.

3. Introdurre la moneta unica fra un certo numero di paesi, vuol dire:

- eliminare (o quasi) il default risk e il foreign-exchange rate risk;
- ridurre drasticamente l'inflation risk ed il differenziale del funding risk fra questi

paesi;

- creare le condizioni perché sia ridotto anche il regulatory risk.

Significa poi rendere i mercati molto più stabili, anche se non necessariamente più prevedibili. Significa ridurre sensibilmente il livello dei tassi di interesse, e quindi del costo del denaro ma anche dei rendimenti, nei paesi dove l'uno e l'altro erano più alti.

Significa creare le condizioni per cui - sic stantibus rebus - le opportunità di guadagno (e di creare posti di lavoro) si ridurranno.

In un mondo finanziario tutto espresso in dollari, yen, EURO, con la sterlina inglese ed il franco svizzero magari "legati" ad una delle valute leaders, i mercati dovrebbero divenire più calmi, meno imprevedibili, meno capaci di creare crisi valutarie o finanziarie. Qualcuno osserva che negli ultimi lustri, quando gli sforzi di mettere ordine nella politica monetarie e nei mercati monetari e finanziari internazionali, è accaduto proprio l'opposto di quanto ora si spera e qualcuno teme.

C'è del vero in questa notazione. Ma si potrebbe osservare che in fondo nell'ultimo quarto di secolo si è cercato di organizzare le regole di mercati gravemente colpiti prima dallo sganciamento del dollaro dall'oro, poi da due shocks petroliferi, poi dalla crisi debitoria di un continente, poi dall'avvento di un mercato finanziario globale, infine dal tentativo, ardito ma carico di rischi, di creare una unione europea con una solamente senza arrivare alla unificazione politica fra i vari paesi che l'hanno voluta.

Potremmo cioè essere alla vigilia di quella ricomposizione dei mercati finanziari internazionali e da una specie di "nuovo ordine monetario mondiale", non diverso da quello che caratterizzò gli anni successivi a Bretton Woods.

#### 4. E' impossibile immaginare quale di questi possibili scenari si verificherà.

Venendo a questioni molto più semplici si può dire che il futuro dell'Euro è anche legato ai risultati elettorali che si avranno in Francia, Gran Bretagna e Germania comunque prima della data del 1° gennaio 1999. Specialmente l'esito delle elezioni generali in Gran Bretagna può essere decisivo. La scelta di chi le vincerà non sarà nel senso di voler essere parte fin dall'inizio dell'Euro, ma sicuramente potrà chiarire in

senso generale l'atteggiamento della Gran Bretagna verso l'Euro.

Se un giorno la sterlina inglese entrerà nell'Euro, si fermerà un mercato finanziario e della negoziazione dell'Euro che potrà essere di importanza simile a quello del dollaro. In questo caso, ma anche probabilmente senza la presenza della sterlina inglese, Londra diverrà l'European financial marketplace. La scelta di alcune importanti banche internazionali di fare delle loro presenze londinesi il principale centro operativo nel capital market fa prevedere che questa soluzione è ormai inevitabile. Se la nascita di tre grandi word financial marketplaces renderà quest'ultimi più stabili, è questione che è da considerare aperta.

Ci saranno senza dubbio, di fatto, tre soli centri propulsori di politica monetaria, ma il decoupling sulle politiche monetarie delle diverse aree dipenderà dal comportamento della congiuntura nelle stesse aree.

Nulla permette di dire che, coll'avvento di un nuova major new currency, le differenze negli andamenti congiunturali delle diverse aree del mondo andranno a ridursi. E siccome le tre grandi aree hanno "posizioni esterne" molto diverse, le oscillazioni del cambio persisteranno, e le politiche monetarie potranno essere diverse.

5. In conclusione, penso che chi teme che ad un mondo finanziario fantasioso e pieno di stabilità come quello attuale, possa sostituirsi, con l'avvento dell'Euro, un mondo più statico, noioso, dai comportamenti prevedibili, vorrei rispondere dicendo che probabilmente la foresta per i cacciatori sarà popolata da un numero inferiore di animali, ma molto più grandi.

Né penso che ci sarà il pericolo di annoiarsi. Intanto perché non sarà domani che tutti i paesi dell'unione europea aderiranno all'Euro. In secondo luogo perché potrebbe darsi che la stabilità che l'Euro potrà portare nei mercati finanziari internazionali sarà controbilanciata dalla instabilità che ci porterà l'avvento prepotente nell'economia mondiale dei paesi dell'America Latina, e dei giganti del Far-East.

L'idea che "monetary order reigns around the word" è parte delle speranze e dei timori degli uomini, ma non sarà parte dell'umanità.

Sicuramente qualche specialista di un particolare servizio finanziario sarà posto di fronte alla sgradevole alternativa di cambiare specializzazione od andare in pensione;

probabilmente l'industria finanziaria avrà a Londra, o New York qualche occupato in meno; probabilmente il mestiere dei money managers e dei fund managers potrà divenire meno interessante; certamente qualche mercato finanziario "minore" perderà ancor più di importanza.

Né temo che nell'insieme i mercati cesseranno di essere diversificati, instabili, imprevedibili. In fondo tre competitori sono di norma in grado di garantire un buon tasso di competitività. Può darsi che un quarto possa presto arrivare.

**isi** ISTITUTO AFFARI  
INTERNAZIONALI - ROMA

n° Inv. 16778  
12 NOV. 1996

BIBLIOTECA

## EUROPE'S GLOBAL CURRENCY

Short comments from Susan Strange.  
University of Warwick

Speaking as a political economist and an international monetary historian, I have just two rather simple points to make. Both, I think, are quite important.

First, the relation between a European currency and the world's financial markets is not a one-way street. The Euro may have an impact on the markets. But that may be less important than the impact of financial markets on the Euro. There are wild tigers in those markets, as well as bulls and bears, and history is full of cases where the tigers mauled the monetary plans of governments. Remember Britain and Italy in 1992, France in 1983/4, Japan in 1995, Mexico in 1994, not to mention earlier experiences, of sterling in 1931. Don't forget the Latin Monetary Union in the 1860s whose members actually agreed on a common monetary standard and even the precise amount of coin to be issued.

To withstand the onslaught of those international market forces, politicians and their central bankers have to be very determined, and entirely united. My friend Niels Thygesen wrote a book on European Monetary Union. It came out in 1992 and concluded that now there was general agreement that the prime objective of policy was to beat inflation. This had finally solved the problems of monetary union. Even then that assumption was questionable. It is even more so now as unemployment and job losses have taken centre stage in political debates from Spain to Germany. Even if the introduction of the Euro is eased by fudging the criteria for entry into the monetary union, governments will have to be firmly agreed - and remain so - on how far they can be fudged. Otherwise the markets will sense the weakness and try to exploit it.

The degree of political will and unity of purpose in face of the markets is going to be crucial in the dangerous transition period after 1999. Then, even if all goes as planned, there will be three years when the single currency circulates alongside national banknotes. More important, since the foreign exchange market is only one of several financial markets, there will still be outstanding German, Italian and French government bonds denominated in national currencies, stocks and shares, commodity futures contracts and derivatives denominated in national currencies as well as some, no doubt, denominated in Euros. All represent chinks in the defensive armour of a global currency confronted by market forces. That defensive armour, moreover, cannot for a long while be as strong as that of a national central bank using open market operations to alter market conditions. National debts, issued by national central banks, still vastly outnumber the issues of European Union securities under the control of the European central bank.

Recall too from monetary history both recent and prewar, that markets tend to be unimpressed with economic indicators and

the sort of rational economic arguments beloved by professional economists. They react strongly to the deaths of leaders, rumours of war, the smell of scandal, rumours of big bankruptcies. All these upsets are unpredictable but can have a big impact on the behaviour of markets.

Second point, don't forget the dollar ! Again history is worth recalling. European exchange rate alignments always came under pressure from the markets when the markets perceived, and brought about, an outflow of funds from dollars into Yen or D-marks. This happened regardless of what European governments did or had planned.

Nor, to be realistic, is this likely to change. The United States currency is influential because the USA really is a single market, it functions under a clear written constitution and a single federal government and federal courts whose authority is unquestioned, and it is the largest open rich market in the world. ( That is why every multinational, whatever its nationality, tries to sell on the US market.) American imports are 80 per cent denominated in US dollars. When the US government borrows in the markets, it does so in its own currency.

No wonder the economists who fondly argued a few years ago that the ECU would be the optimal choice for European-Russian trade, were proved so wrong. No wonder The Economist was wrong when it said in April last year, after the dollar fell to nearly 80 Yen, that 'investors will remain wary of the greenback and rightly so'. They haven't. On the contrary, 72 per cent of the increase in world reserves last year was in dollars. The dollar's share of total reserves rose from 61 to 65 per cent, far outdistancing the D-mark and the Yen. The Euro has a long way to catch up - and the political uncertainties listed by Ian Davidson in his background paper will make it hard to do so.

History also teaches that US monetary policy is largely uninfluenced by the ideas and wishes of other governments. Domestic pressures and needs rule - and have done since the days of Norman Strong in the 1920s. And these pressures are apt to change with great speed and unpredictability. Remember the early 1980s. American governments can and do act to support the international financial system - but only when crises and catastrophes threaten its stability and thus the welfare of the US economy. Moreover, there has not been a time since about 1933 when the Americans cared less for Europe or thought as little about what was going on here. Asia is the hot topic in Washington today.

So, another lesson of history is not to expect any favours from Washington, nor any steadiness of policy. Squalls and storms may come from across the Atlantic, and Europe's currency will have to be strong to stay afloat.

June 1996  
Niels Thygesen

7

## THE IMPACT ON GLOBAL FINANCIAL MARKETS OF THE EURO

The European currencies are to-day somewhat underrepresented in global financial markets relative to the US dollar if one compares market shares to the share of the EU countries in global GDP or wealth, see Tables 1 and 2. Provided the third stage of the Economic and Monetary Union starts with a broadly-based participation of initially 8-10 Member States there is some scope for wider international use of the single European currency, the euro, in global financial markets, though the process is likely to be a gradual one.

The process will be aided by the achievement of continuing low inflation in the euro-area though the performance may be only marginally better than in the United States. Competition among currencies, also in their store of value function, will depend more on financial market characteristics, such as depth and liquidity and the availability of advanced financial instruments, than on small differences in inflation rates. Expansion of the financial role of the euro will lead expansion of its role as a transactions currency rather than the other way round, as argued more fully in a report from the ECU Institute (1995).

The attitude of large US institutional investors who have not so far diversified into foreign currencies will be of particular importance for the evolution of euro-denominated assets. If instability in the USD/euro exchange rate is successfully constrained there is considerable scope for diversification into the euro.

TABLE II

*BREAKDOWN OF GLOBAL FINANCIAL WEALTH BY CURRENCY RELATIVE  
SHARE TAKING ACCOUNT OF THE COUNTRY'S WEIGHT IN OECD GDP<sup>1</sup>*

	United States	European Union	of which (Germany)	Japan
1981	1.8	0.5	N/A.	0.2
1985	1.4	0.6	(1.3)	0.3
1988	1.6	0.7	(1.4)	0.3
1989	1.5	0.8	(1.5)	0.3
1990	1.5	0.8	(1.4)	0.4
1991	1.4	0.9	(1.5)	0.4
1992	1.4	0.9	(1.5)	0.4
1993 Sept	1.3	1.1	(1.6)	0.4

Source: BIS, Banking activity and international finance; OECD, Main economic indicators.

(1) For the US: (share of world portfolio invested in dollars) / (share of EU GDP in OECD GDP).

TABLE I

*BREAKDOWN OF GLOBAL FINANCIAL WEALTH BY CURRENCY (%)*

	US \$	EU currencies			Swiss franc	Yen	Other
		Total	DM	Ecu			
1981	67.3	13.2	N/A.	N/A.	N/A.	2.2	N/A.
1985	65.4	18.0	9.4	2.2	8.7	4.7	3.2
1988	55.2	24.3	12.3	3.2	8.2	6.7	5.6
1989	53.9	26.7	12.0	3.2	7.2	5.9	6.3
1990	49.2	30.6	13.1	3.7	7.7	6.3	6.2
1991	45.9	34.1	13.6	5.1	7.0	6.8	6.2
1992	46.1	34.9	14.7	4.8	6.4	7.0	5.6
1993 - Sept.	44.3	35.6	15.0	4.2	6.1	8.0	6.0

Source: BIS, Banking activity and international finance.

12/9  
200

<b>iai</b>	ISTITUTO AFFARI INTERNAZIONALI - ROMA
n° Inv.	16778 12 NOV. 1996
BIBLIOTECA	

## Monetary Regionalism and World Trade: Some Speculative Thoughts

Jean Pisani-Ferry<sup>(#)</sup>

*Paper prepared for the conference 'Europe's Global Currency', Rome, 1-2 July 1996*

### *Monetary regionalism and trade integration*

The breakdown of the dollar-based Bretton Woods regime has paradoxically led to a rise of what could be termed « monetary regionalism ». This trend is especially apparent in Europe, where the desire to limit exchange rate flexibility led early on to establish successive formal cooperation schemes on a regional basis. But monetary regionalism can also be observed in the absence of formal multilateral arrangements. In the 1970s and the 1980s, many countries aiming at exchange rate stability vis-à-vis their main trading partners decided to peg their currency on a unilateral basis, thereby creating currency zones. These country frequently declare themselves in a managed floating regime, but careful examination of their actual exchange rate behaviour leads to exhibit *de facto* pegging policies<sup>1</sup>. Almost all Latin American countries, the major part of the Middle East and most of the emerging Asian countries belong to a dollar zone. Most of Western Europe, as well as part of Eastern Europe, and a large part of Africa belong to what can alternatively be termed a DM or a European zone.

It could be objected that exchange rate stability *per se* is no demonstration of the prevalence of pegging behaviour. There can indeed be three reasons why exchange rate stability and trade integration are correlated: (i) exchange rate instability is detrimental to trade integration; (ii) trade integration reduces the degree of asymmetry between trading partners, thereby reducing the occurrence of asymmetric shocks that impact on the exchange rate; and (iii) governments (rightly or wrongly) aim at limiting exchange rate instability vis-à-vis the country's major trading partners.

All three explanations contain an element of truth, but the third one is probably the most relevant one from an empirical point of view. An interesting case in point is that of Asian countries. A typical Asian country sells less than one-third of total exports on the US market and buys less than one-fifth of its imports from the US<sup>2</sup>. Japan is roughly as important than the US as a trading partner, although it represents a higher share of imports than of exports. However, the volatility of the dollar nominal exchange rate is always lower than that of the yen exchange rate. For some countries (Korea, Thailand, Indonesia) it is even five times smaller. This can only be explained by the behaviour of the authorities. More rigorous tests confirm

<sup>(#)</sup> Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII)  
9 rue Georges Pitard, 75740 Paris Cedex 15

Tel (33-1)53.68.55.41, Fax (33-1)53.68.55.02, E-mail: pisani@cepii.fr.

This paper partially draws on research undertaken at CEPII, especially by Agnès Bénassy-Quéré.

<sup>1</sup> This is a consistent conclusion of several independent researchers. See especially Frankel and Wei (1993), Bénassy and Deusy-Fournier (1995), Bénassy-Quéré (1996a, 1996b).

<sup>2</sup> With the exception of the Philippines.

that the dollar is *de facto* used as anchor currency by a majority of East Asian countries, and that no country pegs its currency on the yen.

On this basis, it can be calculated that exports from countries without an exchange rate link to one of the three major world currencies represented some 25-30% of world trade in the late 1970s, but that this share has dropped to 5-10% in the early 1990s (Bénassy-Quéré, 1995). It may have increased again with the crisis of the ERM and the collapse of some fixed exchange rate regimes (as the peso-dollar link), but most probably temporarily. Roughly speaking, some 50 % of world trade is taking place within broadly defined currency zones (Table 1) : about 22% within the dollar zone and 29% within the European zone. Trade between the dollar zone and of the two other zones represent 12-15% of world trade each. Trade between the yen and the European zones represents less than 3% of world trade.

*Table: Breakdown of World Bilateral Trade Flows by Currency Zones, 1993*

	dollar	DM	yen	no anchor
dollar	21.9	14.8	12.2	6.8
DM		29.3	2.7	9.2
yen			0.0	1.2
no anchor				2.0

source : CEPHI-CHELEM Databank, author's calculations

#### *EMU and exchange rate stability*

The creation of European monetary union will probably exacerbate the trend towards monetary regionalism, as a consequence of the likely increase of the role of the euro as an anchor for third countries. This change will however remain of second-order magnitude with respect to the present situation: an increase in the role of the euro as an external anchor for Eastern Europe, the Meds or the Middle East would not have a major impact on the world economy and would only marginally affect the above figures. In contrast, a delinking of the East Asian countries from their dollar peg (either in favour of a yen peg or in the direction of more autonomy) would have a major significance for the world economy, however there are still numerous obstacles along the way.

Assuming that the geography of currency regions will not change dramatically, a key issue is whether EMU will increase the instability of the dollar and yen exchange rates of the European currencies. If this were the case, exchange rate uncertainty would simultaneously decrease within Europe and increase between Europe and the rest of the world.

The existence of large currency zones already contributes to exchange rate volatility to a significant extent. As 50-55% of US foreign trade takes place within the dollar zone and some 70% of EU trade (including intra-EU trade) takes place within the DM zone, shocks to the current account disproportionately impact on the dollar-DM and dollar-yen exchange rates. Furthermore, policymakers tend to attach less weight to fluctuations of the exchange rate vis-à-vis the other major currencies if 'block floating'<sup>3</sup> insulates the economy from most of their consequences. Monetary regionalism thereby increases exchange rate volatility between the major currencies. This can be illustrated by the behaviour of the effective exchange rate of the major currencies: as Fred Bergsten and Randall Henning (1996) recently pointed out, the real effective exchange rate of the US dollar has been fluctuating since the late 1980s within a much

<sup>3</sup> This expression was coined by Stefan Collignon (1996).

narrower band than the dollar-DM real exchange rate. The same applies to the DM or the FF (Table 2).

*Table 2: Alternative measures of exchange rate volatility, 1990-95*

Coefficient of variation of monthly exchange rates

	dollar	DM	yen
bilateral vis-à-vis US\$	-	0.07	0.17
bilateral vis-à-vis DM	0.07	-	0.14
effective vis-à-vis 18 countries	0.04	0.04	0.16

Source: author's calculations with Bundesbank data

There are three main channels through which the nominal and real exchange rates vis-à-vis non-EU currencies could be affected by EMU:

- a *stochastic stability channel*; EMU would remove the buffer effect of what remains of exchange rate flexibility within the euro zone and might therefore increase the joint volatility of the European currencies vis-à-vis the dollar;
- an *asset substitutability channel*; the creation of a large financial market in Europe will increase the substitutability between euro-denominated assets and dollar assets ; this might reduce the volatility of the dollar-euro exchange rate;
- a *policy preference channel*; as the euro zone will be less open than individual country members, the relative weight of the exchange rate as a policy target is bound to diminish; dollar volatility will not represent a threat to internal exchange rate stability anymore; this might give rise to some form of 'reciprocal benign neglect' between the US and Europe, which would become more indifferent to their exchange rate<sup>4</sup>.

Stochastic stability effects should not be overestimated, since exchange rates among the future member countries of the euro core are already to a large extent fixed. Asset substitutability and policy preference effects are likely to be significant. As they will have opposite impacts on exchange rate volatility, increased instability in transatlantic monetary relations is by no means certain. But it cannot be ruled out either.

#### *Consequences for trade and investment relations*

In spite of the above uncertainties, let us assume that EMU will reduce exchange rate instability within Europe and increase it between Europe and the other major trading blocks. What would be the likely consequences ?

Research has not reached clear conclusions as regards the impact of exchange rate instability on trade flows and more generally on economic integration. Theory does not unambiguously predict that exchange rate variability should reduce trade: it could even increase it if firms

<sup>4</sup> Furthermore, the institutional setting of the future monetary and exchange rate policy of the euro zone might make exchange rate stabilisation difficult.

exhibit low risk-aversion. Times-series estimates generally exhibit very small effects of exchange rate volatility or uncertainty on trade volumes. Cross-section estimates lead to similar conclusions, and also suggest that part of the correlation between exchange rate stability and trade intensity results from the pegging behaviour of monetary authorities.

Let us however try to simplify the issue. Assuming that most EU members will eventually participate in the single currency (whether this is a reasonable assumption is an issue I will refrain from addressing), the US market and the EU's internal market will be roughly of the same size and be both characterised by a high degree of integration and a high degree of internal real exchange rate stability. Firms will have to choose how they should best organise to sell on both markets, taking into account a significant degree of euro-dollar exchange rate instability.

We know from the US and the European experience how firms will tend to organise within both markets: they will basically aim at choosing investment location in order to take advantage from internal and external economies of scale, without having to hedge against exchange rate risk through a dissemination of their production facilities. At the limit, there will be only one production location for each good sold on the market. Whether this process will mainly lead to developing intra-industry trade, or rather lead European regions to specialise in the same way as the US regions, thereby leading to a rise in inter-industry trade, is a disputed issue. For the time being, evidence does not seem to confirm Paul Krugman's (1993) prediction that Europe will eventually resemble the US as regards the geographic concentration of activities. In any event, the logic of an integrated market is that both cross-border investment and international trade should develop within Europe, but that trade will mainly be complementary to investment. Comparisons between integration within countries and integration across countries indicate that there is still a large potential for both FDI and trade within Europe.

On the contrary, exchange rate instability, and more specifically the risk of currency misalignments, should in the long run represent a barrier to trade across the Atlantic (and with Japan). As illustrated by reactions from several industrialists to the recent period of dollar weakness, the response of globalising firms to exchange rate instability should be to increase cross-border investment in order to hedge against risks to their profits. FDI, rather than trade, should thus be a primary channel of integration between currency zones. Obviously, there will be investment-driven trade, as firms will tend to exploit economies of scale, and therefore to specialise production facilities. But the potential for trade should remain lower than it would be in the absence of exchange rate instability.

### *Conclusions*

In this paper, I have emphasised the uncertainty surrounding both the effects of EMU on exchange rate instability and the impact of exchange rate instability on trade. I should therefore also emphasise the uncertainty surrounding any conclusion from this paper.

If the above speculations contain an element of truth, however, introducing the European currency might well have significant implications for investment and trade relations in the world economy. To picture such an evolution as a move towards regionalism in trade relations might however be mistaken. Rather, monetary regionalism could affect the channels of integration between the currency zones.

## References

- Bergsten, C.F., and R. Henning (1996)
- Bénassy A., Italianer A., Pisani-Ferry J. (1994): « The External Implications of the Single Currency », *Économie et Statistique*, special issue.
- Bénassy-Quéré A. (1996): « potentialities and Opportunities of the Euro as an International Currencies », Report for the DGII, March.
- Collignon, S. (1996)
- Frankel J.A., Wei S-J (1993): « Trade Blocs and Currency Blocs », NBER working paper n° 4335, April.
- Kenen P.B. (1995): *Economic and Monetary Union in Europe: Moving Beyond Maastricht*, Cambridge University Press.
- Krugman, Paul R. (1993), « Lessons of Massachusetts for EMU », in F. Giavazzi and F. Torres (eds.), *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, CEPR/Cambridge University Press.



## DARIO VELO

### Moneta Unica, competitività dell'industria europea e competitività dei sistemi nazionali europei.

L'analisi economica ha affrontato, con crescente attenzione a partire dagli anni '70, l'impatto del processo di unificazione monetaria sulla competitività dell'industria europea.

Questo interesse si colloca nel quadro del dibattito politico-economico sulle strategie ottimali da sviluppare per sostenere il processo di integrazione; tale dibattito si è rinnovato ogni qualvolta il processo di integrazione si è trovato nelle condizioni di realizzare un avanzamento.

Oggi si pone l'esigenza di meglio comprendere non solo l'impatto diretto del processo di unificazione monetaria sulla competitività dell'industria europea, ma soprattutto l'impatto sulla competitività dei sistemi nazionali nel loro insieme e quindi, al loro interno, sull'industria europea. Non si tratta semplicemente di ampliare il campo d'indagine; si tratta piuttosto di prendere atto che nuovi settori, diversi da quello industriale, rivestono oggi una importanza centrale nel processo di cambiamento in corso.

L'Unione monetaria esporrà alla concorrenza segmenti dei sistemi nazionali che si sono trovati fino ad oggi posti al riparo dagli effetti del processo di integrazione.

L'Unione monetaria completerà la costruzione del mercato unico, coinvolgendo anche i settori dei servizi pubblici e, più in generale, la pubblica amministrazione.

Il caso italiano riveste in questa prospettiva particolare interesse, in quanto l'Italia costituisce il paese europeo in cui è maggiore la protezione di alcuni settori, tipicamente pubblici, nei confronti della concorrenza. L'Italia costituisce il paese in cui potranno essere massime le conseguenze dell'Unione monetaria, in termini di incremento della concorrenzialità del sistema nel suo complesso e in termini di mutamento non solo socio-economico, ma anche politico-istituzionale.

Una ricostruzione dello sviluppo dell'Italia, nel quadro del processo di integrazione, può contribuire a cogliere la portata della modificazioni in via di maturazione.

### Le radici storiche dello statalismo in Italia.

L'Italia ha avviato il processo di industrializzazione all'inizio di questo secolo facendo proprio il modello di sviluppo del Centro Europa, fondato sul ruolo centrale della banca mista. Questa scelta è stata abbandonata, in coincidenza con la crisi bancaria ed industriale, nei primi anni '30, a favore di un modello di sviluppo fondamentalmente statalista.

Le scelte nodali compiute in quegli anni sono riconducibili a tre aspetti fondamentali.

Le consistenti partecipazioni detenute dalle principali banche miste italiane vengono fatte confluire nell'IRI. In tale modo, una rilevante quota del settore industriale entra a far parte della sfera pubblica.

Il controllo statale sull'economia viene rafforzato dal protezionismo economico, che sfocia infine nella realizzazione di politiche autarchiche.

La legge di riforma bancaria del 1936 si inserisce in un processo di progressiva stabilizzazione dell'economia, che coinvolge il sistema finanziario. Questo viene posto sotto il controllo pubblico, affermando il principio che l'attività bancaria è funzione di interesse pubblico.

In questo modo lo Stato non solo viene a detenere la proprietà di un'ampia quota del settore industriale italiano, ma può mantenere il controllo sul sistema finanziario vincolando i processi di allocazione del risparmio.

Va sottolineato che la svolta statalista compiuta dall'Italia negli anni '30, di fatto è sopravvissuta fino ai giorni nostri, in crescente contraddizione con la scelta europea, realizzata nel dopoguerra.

A partire dagli anni '50, l'adesione al Mercato Comune consente subito ad una parte del paese di avvicinarsi all'Europa, ma una parte del paese permane al di fuori del processo di integrazione, arretrata e sempre più bisognosa di aiuti statali.

In questa realtà affondano le proprie radici le distorsioni e i dualismi del paese, settoriali e territoriali.

A partire dall'avvio del Mercato Comune, una parte del sistema industriale è stata sottoposta alla pressione concorrenziale proveniente dalle imprese degli altri paesi europei e, conseguentemente, ha dovuto perseguire livelli di efficienza e di competitività adeguati agli standard internazionali. D'altro lato, tutti quei settori che non sono stati, fino ad anni più recenti, coinvolti nel processo di integrazione (mercato dei capitali, settore dei servizi pubblici, edilizia, settori rivolti al mercato delle commesse pubbliche, etc.) sono rimasti arretrati dal punto di vista della produttività e dell'innovazione tecnologica.

Questi settori sono stati utilizzati come ammortizzatori sociali; essendo protetti e quindi non sottoposti alla concorrenza internazionale, hanno potuto assorbire la mano d'opera che non poteva essere occupata nei settori aperti alla concorrenza internazionale stessa.

La conseguenza di questa situazione è stata la progressiva affermazione di un'economia mista, in parte assistenziale e in parte di mercato; questo dualismo caratterizza tutta l'esperienza italiana, se pure il grado di assistenzialismo risulta certamente più elevato nelle regioni meridionali.

In questo quadro, il sistema finanziario non ha subito profonde modificazioni rispetto alla struttura delineata con i provvedimenti degli anni '30. Le autorità pubbliche hanno mantenuto, ed anzi rafforzato, il proprio ruolo centrale nel processo di finanziamento dell'economia. Il sistema finanziario è stato sottratto alla concorrenza internazionale, mantenendo un elevato livello di protezionismo.

Va detto che il meccanismo di sviluppo sopra-descritto ha potuto operare nonostante le proprie contraddizioni interne, anche grazie ad un quadro internazionale particolarmente favorevole, prolungatosi per tutti gli anni '50 e '60.

### La crisi degli anni '70

La crisi che ha colpito il sistema economico internazionale nel corso degli anni '70, ha aggravato la debolezza e le contraddizioni del sistema economico italiano. Nel corso degli anni '70 si assiste ad un ampliarsi del fabbisogno pubblico, determinato soprattutto dalla crescita dei trasferimenti. Le autorità

pubbliche si sono preoccupate di attenuare, in via prioritaria, gli effetti sociali della recessione. Questa politica ha sottratto risorse al finanziamento di nuove attività produttive; in questo contesto, le stesse misure di politica industriale sono state indirizzate a privilegiare la difesa di settori ormai maturi e con limitate prospettive di sviluppo a scapito dei settori emergenti a più alto contenuto tecnologico. Le contraddizioni più gravi dello sviluppo economico italiano si sono approfondite, in quanto le misure di solidarietà sociale hanno prevalso su quelle volte ad affrontare i problemi dello sviluppo.

In questa situazione, avviata ad un punto di rottura, il tema del risanamento della finanza pubblica si è posto come una premessa necessaria per permettere l'adozione di misure volte alla realizzazione di un più equilibrato sviluppo del settore industriale e del mercato finanziario.

La scelta a favore dello SME è stata la chiave di volta per rilanciare la competitività dell'industria italiana, in misura ancor maggiore di quanto non sia avvenuto per l'industria europea nel suo complesso.

### La nascita dello SME e la competitività dell'industria.

La crisi degli anni '70 aveva creato condizioni favorevoli all'uscita dell'Italia dal sentiero virtuoso dell'integrazione europea. In questo quadro, l'avvio dello SME e l'adesione dell'Italia al sistema hanno costituito un punto di svolta. L'impatto dell'integrazione monetaria sulla competitività dell'industria emerge in tutta la sua importanza e si colloca al centro della politica economica, in questa fase storica.

In Italia, la contraddizione esistente fra la scelta europea, il mantenimento di vaste aree di assistenzialismo statalista e la chiusura relativa di importanti settori economici con forme di protezionismo più o meno accentuato, è stata sul punto di essere risolta a favore di un crescente statalismo. Questo esito è stato scongiurato grazie al rilancio dell'integrazione europea e alla capacità nel paese di mantenere il proprio radicamento al processo di integrazione stesso.

L'avvio del processo di unificazione monetaria ha imposto e sostenuto nei sistemi nazionali un processo di modernizzazione; in particolare, ha posto il sistema italiano di fronte alla necessità di un profondo rinnovamento.

Riavviando il processo di integrazione, lo SME favorisce il decollo del progetto del Mercato Unico. Si attiva in tal modo un "circolo virtuoso", che tende ad auto-alimentarsi. Per sostenere la realizzazione del Mercato Unico, l'Europa fa propri i principi del mutuo riconoscimento e dell'armonizzazione minima; in questo modo l'ambito competitivo si sposta a livello di sistema, rendendo la competitività delle imprese dipendente non solo dalle strategie implementate, ma anche dalla competitività del sistema nazionale di appartenenza.

L'impatto del sistema monetario europeo, congiuntamente all'impatto della logica della competizione fra sistemi, impongono all'Italia di rivedere il modello di sviluppo le cui scelte fondamentali erano state compiute negli anni '30. Emerge in tal modo la possibilità di privilegiare le esigenze dello sviluppo e della modernizzazione, riducendo l'area dell'assistenzialismo, avviando il recupero dei ritardi storici accumulati dal sistema.

Il processo di integrazione ha messo in competizione tra loro, introducendo elementi di mercato in passato assenti, anche settori quali i servizi bancari, finanziari e assicurativi, la sanità, la pubblica amministrazione. Il processo si è sviluppato gradualmente, influenzando in una prima fase soprattutto i settori finanziari, nel senso ampio del termine.

Le conseguenze di questo processo sono particolarmente rilevanti in Italia, proprio perché questi settori in passato hanno svolto un ruolo di ammortizzatori sociali.

Nel nuovo quadro caratterizzato da una crescente competizione fra sistemi, il ruolo assistenziale svolto dallo Stato è entrato in crisi. Il fenomeno, ancora una volta, ha dimensioni europee, ma si manifesta in Italia in forma particolarmente acuta.

Il completamento del processo e la sua estensione a tutto il comparto pubblico imponeva peraltro misure istituzionali più avanzate rispetto allo SME e al Mercato Unico. Questa esigenza ha trovato una risposta nel trattato di Maastricht, che ha fissato rigorosi criteri di convergenza a livello di spesa pubblica e di debito pubblico, come prerequisiti per la realizzazione dell'Unione Monetaria.

Come lo SME e il Mercato unico hanno costituito il quadro per consolidare lo sviluppo della competitività dell'industria europea ed hanno avviato la modernizzazione dei sistemi nazionali, così il trattato di Maastricht e l'Unione monetaria costituiscono oggi il quadro per consolidare lo sviluppo della competitività dei sistemi nazionali europei, in tutte le loro componenti, ed

avviare un crescente ruolo internazionale del sistema economico europeo nel suo insieme.

### L'Unione monetaria e l'Italia.

Il tentativo sopra-delineato, di inquadrare l'Unione Monetaria nello sviluppo storico del processo di integrazione, può orientare il pensiero per meglio cogliere la natura e la portata delle decisioni in scadenza.

Questo approccio, per la sua stessa caratteristica di riflessione sugli orientamenti di fondo dei processi, non mira a descrivere in modo analitico le relazioni fra i fenomeni monetari e i fenomeni reali, quali la competitività. Questo stesso approccio non è orientato a delineare i provvedimenti prioritari da assumere per sostenere la realizzazione dell'Unione Monetaria, facendo sì che questa sviluppi tutto il proprio impatto positivo potenziale sulla competitività delle imprese e dei sistemi.

In questa sede, riteniamo sufficiente una riflessione per individuare le aree in cui matureranno le scelte più importanti, le misure nodali in grado - se verranno assunte - di mettere in moto una serie di meccanismi, a valle, con tutta una serie di effetti positivi sullo sviluppo e sulla modernizzazione.

A questo fine, tre sono i punti che sembrano rivestire maggiore importanza: il federalismo fiscale, le privatizzazioni, lo sviluppo della concorrenza regolamentata.

L'Unione monetaria implica l'affermazione di un nuovo ordine costituzionale, fondato sul federalismo fiscale. Il federalismo fiscale realizza, in campo economico-costituzionale, il principio di sussidiarietà, su cui si fonda il Trattato di Maastricht.

Le soluzioni istituzionali verso cui l'Europa si è ormai chiaramente orientata implicano opzioni precise per quanto riguarda il governo dell'economia europea, il ruolo delle autonomie locali, l'articolazione interna della Comunità.

A livello europeo ci si è orientati contro l'utilizzazione della politica monetaria come strumento per influenzare l'economia, perché questa soluzione equivarrebbe ad una scelta centralizzatrice; si è di contro compiuta una scelta a

favore dell'uso della politica fiscale, per sostenere una evoluzione di tipo federale nei rapporti tra ordinamento europeo, stati membri e autonomie locali.

Nel quadro dell'Unione Monetaria, in effetti, l'autonomia delle autorità nazionali può essere sorretta solamente da un potere autonomo di imposizione fiscale, ma tale autonomia è destinata ad essere vanificata ove l'autorità europea abbia la facoltà di drenare discrezionalmente risorse (di distribuirle) senza ricorrere a provvedimenti legislativi, ma ricorrendo all'emissione di moneta fiduciaria; altrettanto vale oggi per i rapporti fra autorità nazionali e autonomie locali, nella fase di transizione verso l'Unione Monetaria.

Ciò implica non solo una redistribuzione di poteri fra i vari livelli statali, ma anche - ciò che ha più rilevanza dal punto di vista dell'analisi qui svolta- un diverso comportamento delle autorità pubbliche a tutti i livelli statali.

Riprendendo l'analisi di Einaudi, il federalismo fiscale costituisce una condizione favorevole al buon governo, a tutti i livelli in cui si articola lo stato.

In questa prospettiva debbono essere visti anche i "criteri di convergenza" imposti dal Trattato di Maastricht, nella loro valenza costituzionale e nella loro capacità di orientare le scelte pubbliche verso livelli superiori di buon governo, nel senso einaudiano del termine.

L'Unione Monetaria di per sé non può garantire questi esiti. Il fatto è che l'Unione Monetaria costituisce un obiettivo realistico, perché la società europea ha maturato scelte complessive che rendono oggi necessaria e possibile l'opzione a favore dell'Unione Monetaria, del federalismo fiscale e del buon governo - l'implementazione del principio di sussidiarietà, in estrema sintesi.

Il dibattito in corso sulla riforma del welfare state altro non è che il dibattito - se pure ancora in parte confuso - su questi problemi.

In discussione è un nuovo modello di sviluppo, in grado di coinvolgere tutte le componenti della società e dell'economia, che consenta l'apertura del sistema.

L'apertura del sistema ha valenze internazionali ed interne. A livello internazionale, apertura significa ricercare uno sviluppo compatibile con la cooperazione con le aree più sviluppate e con i paesi in via di sviluppo. A livello interno, apertura significa ricercare l'allocazione ottimale delle risorse, nel rispetto delle priorità decise democraticamente dalla società, riducendo l'area della tutela degli interessi corporativi e dei privilegi.

Il federalismo fiscale e l'Unione Monetaria sono scelte necessarie, anche se non ancora sufficienti, per sostenere uno sviluppo in questa direzione.

Va sottolineato che in questo modo perde rilevanza, soprattutto in prospettiva, la contrapposizione pubblico/privato. Il disegno sopra tratteggiato implica, ad esempio, il rafforzamento della legislazione antitrust e la privatizzazione delle imprese pubbliche. Entrambe le misure hanno il significato di ridistribuire il potere economico, pubblico e privato, in modo coerente alle scelte di portata costituzionale a favore della sussidiarietà.

E' arduo ipotizzare fin da ora quali nuove forme assumeranno i rapporti pubblico/privato nel nuovo modello europeo in via di costruzione; per orientare il pensiero, può essere utile fare riferimento al concetto di concorrenza regolamentata, che già sta affermandosi nei sistemi europei per sostenere la modernizzazione dei servizi pubblici (nel settore sanitario, ad esempio). Il principio della concorrenza regolamentata richiede che le autorità pubbliche svolgano un ruolo diverso, di orientamento piuttosto che di gestione. Spetta alle autorità pubbliche compiere le scelte fondamentali che orientino la società, nelle sue componenti, a tutti i livelli, interpretando la volontà dei cittadini; la necessità del consenso democratico è lo strumento per controllare il processo. In questo quadro è meno importante se la realizzazione degli interventi venga lasciata al mercato o a strutture pubbliche, purché sollecitate dalla concorrenza con altre strutture pubbliche o private.

Ciò significa concepire la pubblica amministrazione al servizio dei cittadini, superando le distorsioni accumulate nei decenni scorsi che hanno portato la pubblica amministrazione ad essere sempre più il difensore degli interessi corporativi dei propri dipendenti e dei propri quadri direttivi (amministrativi e partitici). Questa distorsione è diventata sempre meno tollerabile, quanto più la pubblica amministrazione si è fatta carico della esecuzione degli interventi, aumentando l'area della sfera pubblica anche in termini di occupati diretti. Ciò non significa privatizzare responsabilità della pubblica amministrazione, ma al contrario riqualificare le capacità di quest'ultima di utilizzare meccanismi di mercato per raggiungere i propri obiettivi e realizzare la propria missione.

Federalismo fiscale e ridefinizione del ruolo pubblico nell'economia risultano fenomeni strettamente connessi.

Il federalismo fiscale implica le privatizzazioni, come condizione per riaffermare le responsabilità dei poteri pubblici di governare il mercato, non essendone direttamente coinvolti come attore.

L'Unione Monetaria costituisce una scadenza nell'ambito di un processo di lungo periodo di ridefinizione della governance della società europea.

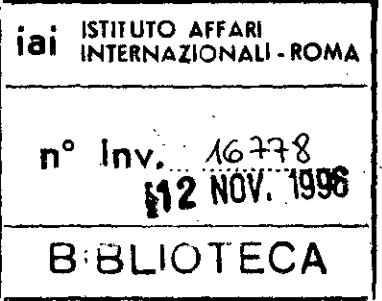
La sua rilevanza sta nel costituire una scadenza, cioè nella sua capacità di stimolare, in un tempo definito per tutti gli Stati membri, una serie di cambiamenti. La contemporaneità nei vari sistemi del mutamento è essenziale per il suo successo.

In questo quadro, l'Unione Monetaria è destinata ad avere un impatto maggiore nei paesi più devianti rispetto al modello europeo andato progressivamente delineandosi, in campo politico, sociale, economico ed istituzionale.

Qui risiede l'interesse e la difficoltà del caso italiano, in quanto paese, fra tutti i partners europei, più centralista, con la maggior area di economia pubblica, più dualistico a livello socio-economico e territoriale.

L'Unione Monetaria richiede un difficile processo di adeguamento da parte dell'Italia, con il recupero di un ritardo storico, in vero aggravatosi da alcuni punti di vista negli ultimi anni. Al tempo stesso, essa offre l'opportunità di un balzo in avanti, nella direzione della modernizzazione, in grado di sostenere un lungo ciclo di sviluppo, sociale ed economico.

L'Unione Monetaria costituisce una sfida per tutti i sistemi europei, chiamati ad incrementare la propria competitività complessiva. L'obiettivo è raggiungibile, a condizione di mobilitare le energie necessarie, cioè a condizione di rendere esplicita la portata delle opzioni, rinnovando le grandi scelte di valore che hanno avviato e sorretto il processo di integrazione.



THE PHILIP MORRIS INSTITUTE  
FOR PUBLIC POLICY RESEARCH

**"EUROPE'S GLOBAL CURRENCY. IMPLICATIONS  
FOR BUSINESS LEADERS AND ECONOMIC  
POLICYMAKERS"**

Avv. Giovanni Agnelli

Roma, 2 luglio 1996

Signore e Signori,

in questi due giorni di dibattito sono stati toccati pressoché tutti gli aspetti più importanti connessi con l'introduzione della moneta unica in Europa.

Non è certo possibile trarre delle conclusioni di un così ampio dibattito.

Per parte mia, mi limiterò ad alcuni spunti di riflessione anche alla luce di quanto è stato detto durante i lavori di questa conferenza.

In particolare, vi sono quattro punti che a mio avviso occorre considerare: il contesto internazionale nel quale si sviluppa il processo di unificazione monetaria europea; i caratteri specifici dell'unione che stiamo costruendo; lo sforzo di convergenza che questa richiede; e, infine, vorrei ricordare un precedente storico che può costituire un significativo punto di riferimento.

Il processo di unificazione monetaria nell'Unione Europea è decollato da pochi anni; tutti gli sviluppi sono ancora aperti.

Tuttavia, pur in una fase preparatoria qual è quella attuale, possiamo già intravedere le conseguenze della nascita della moneta europea in un'economia internazionale sempre più globalizzata e caratterizzata da sviluppi impensabili fino allo scorso decennio.

Mi riferisco all'implosione del sistema sovietico e al rapido sviluppo dell'estremo oriente e del sud est asiatico che hanno dato una proiezione mondiale all'economia di mercato.

I rapporti economici e politici est-ovest e nord-sud ne sono usciti completamente rivoluzionati, sovvertendo i tradizionali equilibri di potere e allargando grandemente la partecipazione alla creazione di ricchezza mondiale.

In questo contesto, la nascita della moneta europea costituisce un ulteriore fattore di cambiamento, prefigurando la comparsa sulla scena internazionale di un nuovo attore la cui forza potenziale è ben superiore a quella dei Paesi membri e a quella degli altri protagonisti mondiali.

Una grande sfida e una grande opportunità si pongono di fronte a noi: organizzare in modo ordinato i rapporti monetari e finanziari tra grandi aree regionali di sviluppo.

In ciò l'esperienza di Bretton Woods e del sistema monocentrico che ne derivò appare molto lontana nel tempo.

Voglio dire che i rapporti tra l'euro e le altre monete guida del sistema internazionale non si potranno regolare in termini di egemonia di questa o quella valuta come è storicamente avvenuto prima con la sterlina inglese e poi con il dollaro statunitense.

Le relazioni dell'euro con dollaro e yen - monete che rappresentano aree economiche di peso paragonabile - dovranno essere necessariamente cooperative, e nel lungo termine dovranno coinvolgere anche i nuovi segni monetari che potranno emergere a seguito dello sviluppo impetuoso delle nuove economie asiatiche, ad iniziare dallo yuan cinese.

Molto probabilmente nel concepire l'insieme dei nuovi rapporti valutari mondiali sarà utile riferimento l'esperienza del sistema monetario europeo, fondato su una griglia di parità e su bande di oscillazione più o meno ampie tra le monete partecipanti.

Per regolare queste relazioni multipolari, ci sarà da pensare ad un efficace organismo monetario internazionale, sulla falsariga di quanto è avvenuto nel campo del commercio con la creazione della World Trade Organization.

Ci sarà inoltre bisogno di una istituzione che, facendo tesoro dell'esperienza acquisita con la Banca dei Regolamenti Internazionali, permetta di intervenire sempre meglio nel governo del sistema finanziario globale.

Quella che abbiamo di fronte è, dunque, la prospettiva di una pluralità di centri decisionali - organizzazioni internazionali, governi e banche centrali - che necessariamente dovrà trovare forme di coordinamento molto strette.

L'obiettivo che il sistema internazionale dovrà porsi sarà la gestione ordinata dei rapporti di cambio, quella gestione la cui assenza in questi anni ha prodotto acute crisi valutarie e ha alimentato spesso forme di finanza speculativa e destabilizzante.

Naturalmente, nel perseguitamento di questo obiettivo un ruolo essenziale dovrà essere svolto dalle diverse banche centrali di cui andrà salvaguardata l'autonomia dai centri di decisione politica.

In questo senso, mi sembra che il modello europeo della banca centrale autonoma, qual è quello espresso principalmente dalla Bundesbank, possa costituire la necessaria base istituzionale per la conduzione di una politica monetaria orientata alla stabilità.

Da questo punto di vista, mi pare di poter dire che l'Europa, nel suo processo di unificazione, può diventare un caso esemplare di buon governo della moneta tale da influenzare le esperienze di integrazione in corso in altre aree del mondo.

\* \* \* \* \*

Se queste sono le possibili ed auspicabili direttive dei nuovi rapporti monetari e finanziari tra l'euro e le altre valute internazionali, ciò che ci chiediamo è quanto sia credibile l'effettiva realizzazione della moneta europea, se davvero possiamo considerarla una realtà nel breve termine.

La prima considerazione da fare è che siamo giunti ad un momento estremamente delicato del cammino.

E' un momento delicato non solo perché le scadenze fissate dal Trattato di Maastricht si avvicinano rapidamente, rendendo sem-

pre più pressante l'impegno richiesto per il rispetto dei parametri di convergenza.

Vi è anche da considerare che a tale impegno occorre corrispondere in una fase certamente non favorevole della congiuntura economica europea.

Forti sono quindi le tentazioni, in certe parti della classe dirigente e dell'opinione pubblica europee, di chiedere più tempo o di allentare i severi criteri stabiliti a Maastricht.

Va detto che entrambe queste scelte avrebbero conseguenze molto gravi non solo sul progetto in sé, che probabilmente si allontanerebbe in modo definitivo, ma anche sulle stesse economie europee che risentirebbero di forti e dirompenti contraccolpi in termini di instabilità valutaria e finanziaria, come e probabilmente peggio di quanto è avvenuto negli ultimi anni.

Non solo, ma le tensioni che si determinerebbero sul piano valutario e finanziario metterebbero a rischio l'unità del mercato sulla quale l'Europa ha costruito in questi decenni il proprio sviluppo.

In realtà, abbandonare gli sforzi quando si è giunti così vicino al traguardo sarebbe assurdo.

Non deve neanche essere presa in considerazione l'ipotesi di un fallimento.

La moneta unica deve partire il 1° gennaio 1999.

Non si può ignorare il fatto che i costi dell'insuccesso sarebbero enormemente superiori a quelli necessari per raggiungere gli obiettivi di convergenza.

Anzi, bisogna dire che ormai buona parte dei costi dell'aggiustamento sono già stati sostenuti.

Quelli che ancora non sono stati colti sono i benefici.

Benefici in termini di maggiore efficienza, di minor costo del denaro, di maggior trasparenza nei prezzi europei.

Ma soprattutto benefici in termini di certezze e quindi di garanzie per le scelte di investimento e di localizzazione produttiva delle imprese e per le decisioni di spesa delle famiglie.

Un secondo aspetto che ritengo essenziale mettere in luce è rappresentato dai meriti del Trattato di Maastricht.

Questi meriti sono largamente misconosciuti.

Anzi, a Maastricht si tende ad attribuire soprattutto demeriti, primo fra tutti quello del rallentamento dello sviluppo e della conseguente crescita della disoccupazione europea.

Ci si dimentica che Maastricht, invece, è stata la medicina - amara, certamente - che l'Europa ha saputo darsi per contrastare quella patologia che la stava portando verso il declino.

La patologia di un sistema che fondava la sua crescita sull'espansione costante dei deficit pubblici, su una abnorme presenza dello Stato nell'economia, sulla degenerazione del Welfare State in una macchina assistenziale burocratica ed inefficiente, sull'imposizione di ogni sorta di vincolo sulle prestazioni lavorative.

L'adozione del Trattato ha segnato per l'Europa il principio di un'inversione di tendenza, lo stimolo forte all'adozione di comportamenti più responsabili nella gestione della cosa pubblica che ben difficilmente si sarebbero potuti manifestare in sua assenza.

Prendiamo l'inflazione.

Oggi, con l'esclusione della Grecia, il tasso d'inflazione in Europa è compreso tra meno dell'1% in Finlandia e il 3.8%

dell'Italia e della Spagna; dieci anni fa i valori andavano dalla stabilità della Germania all'11.7% del Portogallo.

Progressi analoghi sono stati compiuti nella riduzione dei deficit pubblici, che avevano raggiunto livelli insostenibili in gran parte dei Paesi europei.

Certo, questi sforzi sarebbero stati comunque necessari, indipendentemente da Maastricht; ma rimane il fatto che il processo di aggiustamento è iniziato solo in seguito all'azione di stimolo e di pungolo derivante dai vincoli scritti nel Trattato.

E' questo un punto che va messo in rilievo, come più volte ha fatto, d'altronde, il commissario Monti il quale ha definito il Trattato "il migliore alleato delle generazioni future".

\* \* \* \* \*

Dobbiamo però ricordare, che non basta arrivare a costituire il primo nucleo di paesi che passino alla moneta unica il 1° gennaio 1999.

Occorre anche predisporre le condizioni affinché questo nucleo resti sempre aperto a nuovi entranti, a quei paesi, cioè, che non sono ancora pronti a confluire nell'Unione, ma che potranno esserlo in futuro proseguendo verso la strada del risanamento.

A tale riguardo è essenziale proseguire e finalizzare quanto è già stato prefigurato nel vertice europeo di Verona su una nuova edizione dello SME, il cui scopo è quello di evitare la spaccatura tra i Paesi che verranno ammessi nel nucleo iniziale della moneta unica e quelli che potranno aderirvi in un secondo tempo.

Il mantenimento di rapporti di cambio ordinati è interesse di tutti i Paesi europei.

Ciò è necessario per salvaguardare le possibilità di successo dell'Unione monetaria, un successo indispensabile per il nostro futuro.

L'ulteriore elemento sostanziale per garantire tale risultato è l'adozione di una forma di patto di stabilità che garantisca che le condizioni di stabilità finanziarie incluse nel trattato di Maastricht non vengano meno nel futuro.

Non bisogna infatti dimenticare che, una volta realizzata l'Unione, potrebbe riaffacciarsi la tentazione nei diversi Paesi di porre mano a politiche di bilancio espansive, i cui costi ricadrebbero su tutti i paesi membri.

Da qui nasce la preoccupazione, soprattutto da parte tedesca, di eliminare il rischio di comportamenti di "free riding".

Questa preoccupazione va condivisa e il problema va risolto concretamente.

Mi sembra anche che il dibattito preparatorio della terza fase dell'UEM stia tenendo ben conto di tale questione.

Dal recente Vertice europeo di Firenze sono venute conferme per la presentazione entro l'anno delle proposte definitive per un "patto di stabilità" e per l'organizzazione dei rapporti valutari tra paesi partecipanti, paesi in ritardo e paesi "out".

Nell'ambito della preparazione della terza fase dell'UEM, appare opportuno stabilire procedure comunitarie di sorveglianza e valutazione delle politiche di bilancio degli Stati membri ispirate ad un criterio di disciplina comune nel governo del ciclo economico e delle politiche strutturali di sviluppo.

Dobbiamo anche auspicare che il nuovo sistema monetario europeo articolato sull'euro costituisca soltanto un momento transitorio in vista del rapido completamento dei processi di convergenza dei Paesi in ritardo.

Resta aperto il problema della partecipazione del Regno Unito alla moneta unica.

La posta in gioco è il ruolo che può giocare la piazza di Londra per l'affermazione di un moderno e innovativo sistema finanziario al servizio dello sviluppo non solo dell'Europa, ma anche delle altre aree mondiali.

Di fronte a questa grande opportunità di business, ci sembra difficile che il Regno Unito possa mantenere il suo "opting out".

\* \* \* \* \*

Signore e signori,

non si può negare che il tentativo in atto di dar vita ad un'integrazione monetaria sovranazionale sia una scelta lungimirante e coraggiosa, anche se presenta caratteri nuovi e mai sperimentati nel mondo.

Non tutte le tappe di questo cammino sono ancora ben definite, ma sappiamo che la strada comunque sarà lunga e che il 1999 non costituisce un traguardo finale, bensì l'inizio di una nuova esperienza.

Non possiamo dimenticare che la Federal Reserve degli Stati Uniti nacque solo nel 1913 e che nei decenni successivi fu sempre sul punto di sciogliersi, come peraltro era già avvenuto all'inizio del secolo precedente con la Banca Nazionale.

Ancora negli anni '40, le banche emittenti della Fed stentavano a coordinare i loro tassi di sconto.

Il ruolo della Federal Reserve si affermò solo quando, con il New Deal, Washington accrebbe sensibilmente il suo peso nel governo dell'economia e quando gli Stati Uniti assunsero rilevanti responsabilità internazionali durante e dopo il secondo conflitto mondiale.

Teniamo presente questa lezione.

Ci dice che il processo di unificazione monetaria - verso la realizzazione di una moneta che sia in grado di svolgere un rilevante ruolo nel contesto globale - non è un processo di breve periodo.

Ed è un processo che pone con urgenza la necessità di istituzioni che consentano un efficace governo della politica economica e di una forte coesione in politica estera.

Su entrambi questi aspetti, che costituiscono l'oggetto della Conferenza Intergovernativa, non esiste ancora in Europa sufficiente chiarezza.

Ciò che tutti ci auguriamo è che entro la primavera del prossimo anno la Conferenza sappia rispondere positivamente alla sfida che l'Europa si pone: quella di tornare ad essere uno dei grandi protagonisti dello sviluppo mondiale.

