

Verso lo SME2: un meccanismo di cooperazione tra l'euro e le altre monete dell'Unione Europea *

FABRIZIO SACCOMANNI

1. Introduzione

Il Trattato di Maastricht (d'ora in poi, il Trattato) prevede la possibilità che alcuni degli stati membri dell'Unione Europea (UE) non partecipino alla fase finale dell'Unione Economica e Monetaria (UEM), perché possono avvalersi di specifiche opzioni di non partecipazione (come nel caso del Regno Unito e della Danimarca), o perché non riescono a conformarsi ai criteri di convergenza previsti dal Trattato stesso per partecipare alla formazione della moneta unica europea, l'euro. Inoltre, è possibile che, quando l'UE ammetterà nuovi membri, alcuni di questi possano non essere in grado di partecipare all'UEM sin dall'inizio. In tutti questi casi si pone il problema di come organizzare la cooperazione in tema di politica monetaria e del cambio tra i paesi dell'area dell'euro e gli altri paesi dell'UE.

Poca attenzione è stata rivolta, sia dalle autorità monetarie che da osservatori indipendenti, alle implicazioni di questo problema al momento del negoziato sul Trattato o subito dopo, forse perché si ipotizzava, implicitamente, che tutti i paesi membri dell'UE sarebbe-

□ Banca d'Italia, Servizio Rapporti con l'Estero, Roma, e Sotto-Comitato per la Politica del Cambio dell'Istituto Monetario Europeo, Francoforte.

* Le opinioni espresse sono mie personali e non riflettono necessariamente le posizioni delle istituzioni nelle quali lavoro. Vorrei ringraziare Tommaso Padoa-Schioppa e Francesco Papadia per i loro preziosi consigli nella preparazione di questo articolo, senza tuttavia implicare in nessun modo una responsabilità da parte loro per la qualità del prodotto finito.

ro stati in grado di partecipare alla terza fase dell'UEM. La grave crisi che ha colpito il meccanismo di cambio del Sistema Monetario Europeo (SME) nel 1992-93 ha tuttavia messo in luce l'inadeguatezza del processo di convergenza nell'UE e la persistenza di squilibri interni ed esterni in un certo numero di paesi, rendendo pertanto più realistica la prospettiva di un'UEM a partecipazione ristretta. L'attenzione degli osservatori si è quindi concentrata sul fatto che il Trattato non contiene una trattazione sistematica ed esauriente dei rapporti tra l'euro e le monete degli altri paesi membri dell'UE.

Questa materia è stata oggetto di approfondimenti nell'ambito dell'Istituto Monetario Europeo (IME) e del Comitato Monetario dell'UE e la questione è stata portata all'attenzione del Consiglio Europeo (i cui membri sono i capi di stato e di governo dell'UE) a Madrid nel dicembre 1995. Il Consiglio Europeo ha riconosciuto l'esigenza di chiarire i principi e le procedure della cooperazione in tema di politica monetaria e del cambio tra l'euro e le monete non partecipanti e ha dato mandato al Consiglio dei Ministri delle finanze (Ecofin) e all'IME di formulare proposte concrete al riguardo. Il Consiglio Europeo alla sua riunione di Dublino nel dicembre 1996 ha raggiunto un accordo sulle principali caratteristiche di un nuovo meccanismo di cambio (d'ora in poi chiamato SME2), cui parteciperanno l'euro e le altre monete dell'UE. Come è avvenuto nel 1978 con la creazione del primo SME (d'ora in poi SME1), verrà predisposta una risoluzione del Consiglio in cui saranno delineate le caratteristiche fondamentali del nuovo meccanismo, mentre i dettagli legali e operativi saranno definiti in un accordo tra la Banca Centrale Europea (BCE) e le banche centrali dei paesi che non parteciperanno all'UEM. Lo SME2 entrerà in vigore il 1° gennaio 1999 al momento stesso dell'inizio dell'UEM.

Questo articolo è organizzato come segue: nella sezione 2 si esamineranno le basi giuridiche ed economiche dello SME2 quali sono specificate nel Trattato e nei provvedimenti degli altri organi decisionali dell'UE; nella sezione 3 verranno analizzate le caratteristiche fondamentali dello SME2, sottolineando le innovazioni introdotte rispetto allo SME1;¹ nella sezione 4 verrà effettuata una prima valutazione dell'adeguatezza del nuovo accordo di cambio.

¹ L'analisi si baserà sul *Rapporto* dell'IME (1996) che descrive le principali caratteristiche operative del nuovo accordo di cambio. Il *Rapporto* è stato sottoposto al Consiglio Europeo di Dublino il 13-14 dicembre 1996 e reso pubblico in quell'occasione. Si veda inoltre Lamfalussy (1996a e 1996b).

2. Le basi legali ed economiche dello SME2

Si deve dare atto agli economisti accademici di essere stati i primi ad attirare l'attenzione dell'opinione pubblica sulla questione dei rapporti tra i cosiddetti *ins* e *outs*² (si vedano tra gli altri Kenen 1995, Gros 1996a, Spaventa 1996a, Thygesen 1996a, Wyplosz 1996, Persson e Tabellini 1996). Tuttavia fin troppo rumore è stato fatto nella letteratura circa i possibili ostacoli che il Trattato avrebbe posto sulla strada di una soluzione accettabile per questo problema.

È ben vero che in nessuna parte del Trattato³ è scritto che dopo l'inizio dell'UEM sarebbe stato messo a punto un nuovo SME cui i paesi non ammessi potrebbero aderire. È inoltre vero che il Trattato contiene norme secondo cui, con l'inizio dell'UEM, il meccanismo dello SME per la creazione di ecu «sarà liquidato» e che tutte le attività e le passività provenienti dai meccanismi di finanziamento dello SME «saranno regolate» (articolo 23 dello statuto dell'IME). Queste espressioni hanno indotto alcuni osservatori a concludere che all'inizio dell'UEM «lo stesso SME cesserà di esistere» (Spaventa 1996a), implicando il venir meno del meccanismo di cambio, che è la struttura operativa dello SME. Ma poiché il Trattato al tempo stesso richiede «l'osservanza dei normali margini di fluttuazione» dello SME per due anni da parte di coloro che intendono partecipare all'UEM (articolo 109 J (1)), i paesi interessati a partecipare all'UEM sarebbero sottoposti a un dilemma irresolubile: per partecipare all'UEM devono essere membri dello SME, ma dopo l'inizio dell'UEM lo SME cesserebbe di esistere.

Tuttavia, un'analisi obiettiva rivela che il Trattato contiene norme sufficientemente chiare per concludere che la continuazione o

² È questa la terminologia che è stata adottata nella letteratura e nella pubblicistica economica sia di lingua inglese sia di lingua italiana. Il riferimento ai "dentro" e ai "fuori" è inutilmente sgradevole e anche istituzionalmente impreciso, dato che questi ultimi, pur non partecipando alla moneta unica, siedono nel Consiglio Generale del Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC) e rimangono ovviamente membri a pieno titolo dell'UE. Nei documenti della Commissione si è introdotta la dizione *ins* e *pre-ins* che non è molto elegante (e che in italiano potrebbe tradursi in "entrati" ed "entranti"), ma che almeno mette l'accento sulla finalità ultima dello SME2, che è quella di facilitare l'ingresso degli "entranti" nell'UEM. Nel testo si userà alternativamente la traduzione italiana suddetta o la dizione, più formale, di "paesi con deroga" prevista dal Trattato.

³ Nel testo, con la dizione "Trattato" si intendono, oltre che il Trattato vero e proprio, anche gli statuti dell'IME, della BCE e del SEBC annessi al Trattato in protocolli che ne costituiscono parte integrante.

la modifica dell'accordo di cambio tra i paesi partecipanti all'euro e i paesi "entranti": *a)* non sono legalmente proibite; *b)* sono esplicitamente incoraggiate; *c)* sono legalmente possibili.

Il primo punto si dimostra facilmente. Il solo possibile impedimento legale è l'articolo 23 dello statuto dell'IME, già citato in precedenza, il quale si riferisce alla liquidazione dei meccanismi per la creazione di ecu e per il finanziamento degli interventi. Tuttavia, benché questi strumenti svolgano un ruolo importante nel funzionamento dello SME, essi non sono in alcun modo elementi essenziali del Sistema. Il meccanismo di cambio dello SME, con il suo complesso di griglia delle parità, di margini di oscillazione, di obblighi di intervento, e così via, potrebbe funzionare tranquillamente senza alcun meccanismo per il finanziamento degli interventi o per la creazione di ecu ufficiali da utilizzare nel regolamento di obblighi di intervento. Pertanto, non vi è alcuna ragione tecnica per concludere che il venir meno dei meccanismi di finanziamento citati nell'articolo 23 implichi necessariamente la fine dello SME e del meccanismo di cambio. Né può essere argomentato che un impedimento legale si trovi nell'articolo 109 semplicemente perché quell'articolo non fa alcun cenno a relazioni di cambio tra l'euro e le monete dei paesi "entranti": e ciò per la semplice ragione che questo articolo si occupa di un argomento diverso e precisamente quello delle relazioni di cambio tra l'euro e le monete che non fanno parte dell'UE. Pertanto, l'omissione non può essere interpretata come una proibizione a instaurare un accordo di cambio tra i paesi partecipanti e i paesi con deroga.

Il Trattato, inoltre, contiene alcuni riferimenti espliciti alla continuazione di un meccanismo di cambio tra l'euro e le monete di paesi con deroga quasi ciò fosse un fatto che non richieda particolari spiegazioni. Il primo esempio si riferisce alla norma, già citata in precedenza, che riguarda il soddisfacimento del criterio di convergenza in materia di cambio da parte dei paesi membri con deroga: l'articolo 109 J (1) insieme con l'articolo 109 K (2) indica che la partecipazione al meccanismo di cambio dello SME continuerà a essere uno dei criteri per l'ammissione all'UEM anche per paesi membri con deroga. L'implicazione è che, se la partecipazione al meccanismo di cambio dello SME è una condizione per la partecipazione all'UEM, vi dovrà essere un meccanismo di cambio dello SME in funzione per consentire il soddisfacimento di questa condizione. Un'implicazione analoga si può trarre dall'articolo 44 dello statuto

della BCE, il quale stipula che «la BCE assume quei compiti propri dell'IME che, a causa delle deroghe di uno o più stati membri, devono essere ancora adempiuti nella terza fase»; e tra i compiti che saranno assunti dalla BCE vi è anche (all'articolo 4.1 dello statuto dell'IME) quello di «seguire il funzionamento dello SME». Inoltre, l'articolo 47 dello statuto della BCE stabilisce che, all'interno della BCE, «il Consiglio Generale svolge i compiti previsti all'articolo 44». Pertanto, lo SME continuerà a esistere nella terza fase e sarà il Consiglio Generale della BCE, dove le banche centrali dei paesi della BCE sono rappresentati, compresi i paesi con deroga, la sede cui sono attribuite le funzioni di coordinare le politiche tra l'UEM e i paesi con deroga, sorvegliare il funzionamento del sistema e prendere le decisioni relative all'amministrazione dei suoi meccanismi.⁴

Su un piano più generale, va notata la norma dell'articolo 109 M che impone a ciascuno stato membro fino all'inizio dell'UEM di trattare «la propria politica del cambio come un problema di interesse comune. A tal fine e nel rispetto delle competenze esistenti, gli stati membri tengono conto delle esperienze acquisite grazie alla cooperazione nell'ambito dello SME». Lo stesso articolo specifica che, dopo l'inizio dell'UEM e per tutto il tempo in cui un paese membro ha una deroga, il principio suddetto «si applica per analogia alla politica del cambio di detto stato membro». Diversi osservatori (Kenen 1995, Spaventa 1996a, Thygesen 1996a) considerano questo articolo troppo vago per implicare un obbligo di realizzare una cooperazione di cambio nell'ambito di un meccanismo specifico. Ma questa interpretazione da parte di *outsiders* non è la sola possibile: in effetti un *insider* della Banca d'Italia (Schioppa 1995) ha argomentato che l'articolo 109 M «instaura una continuità tra l'esperienza dello SME [...] e gli impegni dei paesi con deroga per quanto riguarda la loro politica di cambio nella fase tre»; inoltre – continua Schioppa – il riferimento nell'articolo alla cooperazione nell'ambito dello SME indica chiaramente l'esigenza di prevedere un meccanismo cooperativo multilaterale, implicando che «una somma di impegni unilaterali di cambio non sarebbe in linea con le prescrizioni dell'articolo 109 M (1)».

Sembra pertanto possibile concludere che il Trattato, nonostante alcune ambiguità, si esprima in maniera sufficientemente chiara a

⁴ Kenen (1995) riconosce che questa è una possibile interpretazione del Trattato ma non è sicuro che «assumere le funzioni» implichi l'esercizio di poteri effettivi da parte del Consiglio Generale.

favore o della continuazione del presente meccanismo di cambio dello SME nella terza fase o della sua modifica per adeguarlo alle nuove condizioni ambientali.⁵ Questa seconda opzione non sembra porre alcun particolare problema. Il precedente della creazione nel 1979 dello SME, che non era previsto dal Trattato di Roma, sembra facilmente applicabile a un'eventuale modifica dell'attuale meccanismo di cambio anche se il Trattato di Maastricht fosse stato completamente muto su questa faccenda. Tuttavia, anche se per qualche impensabile ragione il precedente dello SME fosse stato considerato inapplicabile, si sarebbe potuto ricorrere all'articolo 235 del Trattato di Roma che consente al Consiglio Europeo, a certe condizioni, di prendere le misure appropriate per realizzare uno degli obiettivi dell'UE per i quali il Trattato non abbia previsto i necessari poteri.

La conclusione che dar vita allo SME2 sia legalmente possibile lascia tuttavia non risolta la questione se ciò sia anche desiderabile da un punto di vista economico. La principale argomentazione economica a favore di uno SME2 è che, in assenza di una struttura per mantenere la stabilità dei tassi di cambio, la coesistenza di un mercato unico senza barriere interne ai flussi commerciali e finanziari che comprenda tutti i quindici paesi dell'UE e di un'UEM con una partecipazione più ristretta sarebbe per sua natura instabile. Le monete dei paesi "entranti" potrebbero essere sottoposte a forti pressioni al ribasso, indipendentemente dal grado di divergenza delle loro economie rispetto ai criteri del Trattato, proprio per effetto della decisione stessa di non essere state incluse nell'euro. Ne potrebbero derivare svalutazioni competitive con effetti distorsivi sul commercio internazionale che potrebbero a loro volta stimolare tensioni protezionistiche nei paesi partecipanti all'euro, mettendo così in forse il mercato unico. Questo non è uno scenario puramente ipotetico: si è quasi realizzato dopo il periodo di acute tensioni che colpirono i mercati valutari europei nel primo trimestre del 1995 e che dettero luogo a forti deprezzamenti delle monete fluttuanti dello SME.⁶ Il rischio di esporsi a pressioni destabilizzanti potrebbe essere particolarmente acuto per una moneta che non fosse riuscita a entrare nell'UEM, ma che avesse partecipato al meccanismo di cambio dello SME1, dato che, in questo caso, quella moneta sarebbe soggetta a una discontinui-

⁵ Questa è anche l'opinione di Gros (1996b).

⁶ Il problema è stato esaminato dalla Commissione Europea nella sua nota per il Comitato Monetario intitolata "The impact of exchange rate movements within the Single Market" (II/476/95 del 15 settembre 1995).

tà nella natura del suo rapporto di cambio con le altre monete dell'UEM.

L'utilità di un meccanismo di cambio nel facilitare gli sforzi per partecipare all'euro da parte dei paesi con deroga potrebbe essere tuttavia limitata se i mercati dei cambi ritenessero che la nuova parità nello SME2 sia un facile bersaglio per la speculazione, essendo stato il paese in questione ufficialmente dichiarato "non convergente". In altre parole, la partecipazione a un accordo di cambio potrebbe risultare controproducente se in effetti finisse per essere, essa stessa, causa di instabilità dei cambi. L'implicazione di questa posizione – che è stata assunta per esempio dal Regno Unito (si veda Lamfalussy 1996a) – è che sarebbe più razionale passare all'unione monetaria di colpo, da un regime di tassi di cambio fluttuanti, piuttosto che attraverso un accordo di cambio. Quali che siano i meriti economici di questa proposizione, la sua rilevanza pratica è comunque molto limitata: accettare la validità di questo argomento per i paesi con deroga implicherebbe necessariamente che la partecipazione nel meccanismo di cambio dello SME non sia più un criterio per l'ammissione alla terza fase dell'UEM, il che è certamente in contrasto con il Trattato. La questione a questo punto diventa di decidere se sia possibile interpretare il Trattato nel senso che il criterio della stabilità dei cambi possa essere soddisfatto da monete che abbiano conseguito una stabilità di fatto del cambio (da misurarsi *ex post* sulla base di qualche indicatore concordato), indipendentemente dal fatto che esse abbiano partecipato o no al meccanismo di cambio dello SME.⁷ La questione è altamente controversa e non ha ancora trovato soluzione nei dibattiti svolti nelle numerose istanze competenti. Per il momento il Consiglio Europeo, pur riconoscendo che la partecipazione al nuovo meccanismo di cambio sarebbe volontaria, ha convenuto che era opportuno proseguire i lavori preparatori per lo SME2, in modo da consentire che le sue caratteristiche principali potessero essere rese note a tutte le parti interessate, compresi gli operatori del mercato, ben in anticipo rispetto all'inizio dell'UEM.

In sostanza, considerazioni legali, economiche e pratiche hanno contribuito a rendere possibile, in un periodo di tempo relativamente breve, un accordo che riconosce la necessità di una continuità nella cooperazione in materia di cambi prima e dopo l'UEM, adattando alle nuove circostanze gli strumenti e le procedure della cooperazione.

⁷ Su questo tema si veda Arrowsmith (1996), Goodhart (1996) e Thygesen (1996b).

3. Cosa vi è di nuovo nello SME2

3.1. *Aspetti generali*

Le principali differenze tra lo SME1 e lo SME2 sono rinvenibili: *i)* nella natura delle relazioni tra le monete partecipanti e *ii)* nel legame tra le caratteristiche operative del sistema e il processo di convergenza economica.

i) Nello SME1 ciascuna moneta partecipante gode di un uguale status nei confronti delle altre e i diritti e gli obblighi delle monete "forti" sono simmetrici rispetto a quelli delle monete "deboli". Questa può sembrare più una formalità che una questione di sostanza, ma ha svolto un ruolo non insignificante nel funzionamento dello SME, particolarmente negli interminabili dibattiti sulla necessità di una ripartizione simmetrica degli oneri dell'aggiustamento degli squilibri dei pagamenti fra paesi in avanzo e paesi in disavanzo (ad esempio, attraverso una variazione simmetrica dei tassi d'interesse ufficiali), sul modo di presentare al pubblico i riallineamenti delle parità centrali (frequentemente definiti come la somma della rivalutazione della moneta forte e della svalutazione della moneta debole nei confronti dell'ecu) e sulle modalità di ripartizione degli interventi intramarginali in cambi. Nello SME2, invece, l'euro godrà esplicitamente di uno stato di moneta chiave del sistema e ciò sarà riflesso in un certo numero di caratteristiche operative che saranno illustrate più oltre (sezione 3.2); in altre parole, lo SME2 sarà "euro-centrico" e asimmetrico, rendendo chiaro a tutti che dovranno essere le monete dei paesi "entranti" a convergere verso l'euro e non viceversa.

ii) Nello SME2 il processo di convergenza sarà un fattore importante nel determinare il funzionamento effettivo del meccanismo. Si tratta di un'importante novità: in effetti, i documenti concernenti lo SME1, ossia la risoluzione del Consiglio Europeo del dicembre 1978 e l'accordo tra le banche centrali del 1979, non fanno alcuna menzione della necessità di promuovere la convergenza delle politiche economiche, dato che l'accento veniva posto interamente sull'obiettivo di stabilità dei cambi.⁸ Nello SME2 l'obiettivo di «una

⁸ Anche il passaggio di una moneta dalla banda di oscillazione allargata a quella ristretta non richiedeva alcun particolare progresso nella convergenza, dato che l'accordo dello SME in effetti indicava che esso sarebbe dovuto avvenire «non appena le condizioni economiche lo avessero consentito».

«durevole convergenza dei fondamentali economici, in particolare la stabilità dei prezzi» è chiaramente indicata nel *Rapporto* dell'IME ed è anche considerata come «una condizione preliminare per una durevole stabilità dei cambi». La preminenza dell'obiettivo di convergenza nello SME2 si riflette non solo nel ruolo centrale attribuito all'euro (come spiegato nel punto *i*) sopra), ma anche nell'esplicito riconoscimento che la cooperazione nello SME2 può assumere forme più forti «in relazione ai progressi nella convergenza economica» (questo punto verrà ripreso nella sezione 3.2).

Gli aspetti fin qui discussi indicano chiaramente un'altra importante differenza tra lo SME1 e lo SME2. Quest'ultimo è chiaramente congegnato come un accordo di natura temporanea destinato a facilitare la transizione verso l'UEM da parte di quei paesi che sono inizialmente in ritardo nel processo di convergenza economica. Lo SME1 era invece concepito come un sistema permanente le cui procedure e i cui strumenti avrebbero dovuto essere consolidati e rafforzati «in un sistema finale».

3.2. *Aspetti tecnici*

In questa sezione le caratteristiche operative dello SME2 saranno esaminate mettendo in luce le innovazioni introdotte rispetto allo SME1.

3.2.1. *Parità e margini*

La principale innovazione nello SME2 concerne la struttura del meccanismo di cambio. Nello SME1 ciascuna moneta dichiara una parità centrale nei confronti dell'ecu da cui viene derivata una "griglia" delle parità per definire i tassi centrali e i margini bilaterali di intervento per ogni coppia di monete partecipanti. In pratica l'ecu funziona semplicemente come denominatore dei tassi centrali, mentre gli obblighi di intervento ai margini sono espressi con riferimento alle singole monete partecipanti.

Sebbene nello SME1 i margini di oscillazione siano gli stessi per ciascuna valuta nei confronti di ogni altra moneta partecipante, lo spazio effettivo di manovra per ciascuna moneta dipenderà dalla sua posizione relativa all'interno della banda di oscillazione che, per

definizione, indica la massima divergenza che può essere raggiunta da due monete in opposizione. Così, se l'ampiezza della banda è, come al momento attuale, il 15 per cento e le due monete in opposizione con la divergenza massima fossero, per esempio, la sterlina irlandese e il franco francese, ma il marco tedesco fosse al centro della banda, le monete in opposizione non potrebbero utilizzare appieno lo spazio di manovra nei confronti del marco potenzialmente disponibile nei limiti bilaterali (al rialzo per la sterlina irlandese e al ribasso per il franco francese).

Nello SME2 la griglia delle parità verrà rimpiazzata da un insieme di tassi centrali e i punti di intervento saranno definiti soltanto tra l'euro e ciascuna delle altre monete partecipanti. Questo è il cosiddetto sistema "a raggiera", in cui l'euro rappresenterebbe il "mozzo" cui le monete dei paesi "entranti" sono legate attraverso i "raggi".

Questo meccanismo ha un certo numero di importanti implicazioni. Prima di tutto, l'euro sarà al centro del meccanismo, in una posizione che formalmente ricorda quella dell'ecu nello SME1, ma che è in effetti assai più importante, dato che l'ecu non è mai stato considerato come una vera moneta ma piuttosto come un'unità di conto. Secondo, non vi saranno margini bilaterali (e quindi neppure obblighi di intervento) tra ciascuna coppia di monete "entranti". Supponendo, per esempio, che la corona danese e la sterlina non facciano parte dell'UEM ma che abbiano aderito al nuovo meccanismo di cambio e che l'ampiezza della banda nei confronti dell'euro sia del 15 per cento, la massima oscillazione possibile tra la sterlina e la corona sarebbe del 30 per cento. Questo aspetto del meccanismo "a raggiera" non è di per sé desiderabile, ma è molto probabile che esso non si verifichi frequentemente in pratica, dato che l'euro sarà verosimilmente la moneta più forte dello SME2. Tuttavia, vi è sempre la possibilità che i paesi "entranti" possano concordare tra loro limiti bilaterali più ristretti per i movimenti tra le rispettive monete. La terza implicazione del sistema "a raggiera" è che l'euro sarà coinvolto in ogni situazione di interventi obbligatori al margine. In un sistema "a griglia" questo non sarebbe necessariamente il caso, dato che non vi sarebbe certezza che l'euro sia una delle monete in opposizione.

Per quanto riguarda l'ampiezza della banda di oscillazione il *Rapporto* dell'IME non fornisce una definizione precisa, ma indica semplicemente che «è prevista essere relativamente ampia». Questa intesa riflette il giudizio positivo che si è raggiunto nell'IME circa il

funzionamento del meccanismo di cambio dopo l'ampliamento della banda decisa nell'agosto del 1993. In effetti, da allora, la percezione di un significativo rischio "a due vie" da parte degli operatori in cambi ha agito come un potente deterrente contro la speculazione valutaria. La novità è che il *Rapporto* dell'IME esplicitamente prevede la possibilità di introdurre forme di «più stretta cooperazione in cambi». Questi più stretti legami «possono prevedere margini di fluttuazione più ristretti che verrebbero resi pubblici» o «alternativamente possono essere basati su obiettivi di cambio più ristretti e informali che possono essere mantenuti confidenziali». Questa innovazione è, in effetti, una generalizzazione di quanto già sperimentato da alcuni paesi del cosiddetto "nocciolo duro" dello SME. Questi paesi (Austria, Belgio, Danimarca e Paesi Bassi) hanno mantenuto legami più stretti con il marco di quelli massimi consentiti dalle norme dello SME. In particolare, i Paesi Bassi hanno formalmente annunciato, all'epoca dell'ampliamento della banda dello SME al ± 15 per cento, che avrebbero mantenuto una banda ristretta bilaterale del $\pm 2,25$ per cento nei confronti del marco a tutti gli effetti, compresi i tradizionali obblighi di intervento e di finanziamento. La posizione assunta nel *Rapporto* dell'IME è che la proliferazione di accordi *ad hoc* debba essere evitata e che «un meccanismo standard debba essere usato come schema di riferimento per i più stretti legami che possano essere introdotti con le monete dei paesi non partecipanti all'euro e che hanno raggiunto un grado di convergenza sufficientemente elevato». Così, come anticipato nella sezione 3.1, l'accordo prevede la possibilità che il progresso dei paesi con deroga verso l'UEM possa essere rafforzato e assistito da forme sempre più incisive di cooperazione in materia di cambi.

3.2.2. *Meccanismi di intervento e di finanziamento*

Le innovazioni tecniche in materia di interventi e di finanziamento sono di poco conto. Tuttavia modifiche significative sono state introdotte nelle condizioni di politica economica richieste per l'attivazione degli strumenti e delle procedure.

Come nello SME1, gli interventi e i finanziamenti previsti per la banda allargata standard rimangono di norma automatici e illimitati. Continua a essere possibile il ricorso agli interventi intramarginali coordinati, previa l'intesa tra la BCE e la singola banca centrale del

paese con deroga. L'attuale facilitazione di credito a brevissimo termine – attraverso la quale le banche centrali dello SME si concedono reciprocamente linee di credito illimitate per finanziare gli interventi obbligatori al margine – verrà mantenuta in vita con alcune modifiche tecniche.⁹ L'accesso alla facilitazione a brevissimo termine per gli interventi intramarginali continuerà a essere possibile secondo le attuali regole. La facilitazione di sostegno monetario a breve – originariamente introdotta prima della creazione dello SME per fornire finanziamenti a breve termine in caso di temporanee difficoltà di bilancia di pagamenti – sarà invece abolita, dato che si è dimostrata troppo complessa e di dimensioni limitate rispetto alla facilitazione a brevissimo termine ed è stata, in effetti, attivata soltanto una volta nel 1974. Lo SME2 farà venir meno anche il meccanismo per la creazione di ecu ufficiali a fronte del conferimento all'IME da parte di ogni banca centrale del 20 per cento delle proprie riserve in oro e dollari. Ciò implica che non sarà più possibile per i paesi debitori regolare in ecu ufficiali le obbligazioni derivanti dall'attivazione della facilitazione a brevissimo termine.¹⁰

Al di là di queste modifiche tecniche, l'importante novità riguardante gli interventi e il finanziamento è il formale riconoscimento del diritto per la BCE e le altre banche centrali dei paesi "entranti" di sospendere gli interventi e i finanziamenti se questi risultano essere in contrasto con l'obiettivo di mantenimento della stabilità dei prezzi. L'esistenza di questa clausola di salvaguardia ovviamente riduce la significatività dell'impegno delle banche centrali dello SME di effettuare interventi "illimitati" ai margini e di fornirsi reciprocamente mezzi di finanziamento analogamente "illimitati", con effetti potenzialmente negativi per la credibilità del nuovo meccanismo di cambio agli occhi degli operatori del mercato. Tuttavia, questa proposizione

⁹ I saldi debitori e creditori sulla facilitazione a brevissimo termine non saranno più denominati in ecu ma nella moneta del paese creditore (ossia, molto probabilmente, in euro dato che il finanziamento sarà fornito dalla BCE). Questa innovazione è stata introdotta su richiesta di alcune banche centrali creditrici che, dopo la crisi del 1992, subirono perdite in cambi sulle proprie posizioni creditorie denominate in ecu a causa del deprezzamento dell'ecu stesso causato dall'uscita della lira e della sterlina dal meccanismo di cambio.

¹⁰ Il vantaggio di usare questo mezzo di regolamento è che il debitore può di fatto mobilitare parte delle proprie riserve auree (senza effettuare alcuna transazione in oro) nella misura in cui l'ammontare degli ecu utilizzati per il regolamento è superiore a quello creato contro conferimento delle riserve in dollari. Questo metodo di regolamento è stato utilizzato da paesi dello SME in varie occasioni, più di recente dopo la crisi del 1992-93 quando ecu ufficiali furono trasferiti a paesi creditori in ammontari elevati.

richiede alcune precisazioni. Prima di tutto, anche nello SME1 il concetto di intervento illimitato non è mai stato interpretato nel senso letterale che le posizioni debitorie e creditorie derivanti dagli interventi potessero raggiungere livelli al di là di ogni concepibile variabile di scala, perfino variabili di dimensioni elevate come l'offerta di moneta di un paese o il suo prodotto interno lordo. In effetti, il significato operativo di illimitato è stato non tanto "infinito", quanto piuttosto "molto grande" e in ogni caso abbastanza grande da impedire che una banca centrale potesse trovarsi senza i mezzi per continuare la sua attività di intervento durante il normale periodo di operatività del mercato. Questa interpretazione, basata sul senso comune, ha trovato un appiglio indiretto nell'intesa raggiunta all'epoca della creazione dello SME1 tra il governo tedesco e la Deutsche Bundesbank. Secondo questa intesa (che sarebbe dovuta rimanere segreta ma che è stata resa pubblica nel 1986 nelle memorie di Otmar Emminger, Presidente della Bundesbank al momento della creazione dello SME), la banca centrale tedesca avrebbe avuto il diritto di sospendere unilateralmente gli interventi a sostegno di un'altra moneta dello SME se, a suo giudizio, ciò avrebbe implicato una perdita di controllo monetario in Germania.¹¹ Dato questo precedente, il riconoscimento alla BCE del diritto di sospendere gli interventi non è in realtà un'innovazione sostanziale, ma più che altro la formalizzazione di una situazione *de facto*. Si può perfino sostenere che nel rendere esplicita questa salvaguardia per la BCE la credibilità dell'accordo di cambio sia stata rafforzata, dato che l'arbitrarietà delle procedure precedentemente esistenti è stata di fatto ridotta e la sua trasparenza accresciuta attraverso l'obbligo, per ogni partecipante all'accordo, di rendere conto delle proprie azioni. In effetti il *Rapporto* dell'IME afferma che: «Nel decidere se applicare o no questa clausola di salvaguardia, la BCE [...] dovrà tenere conto di tutti i fattori rilevanti, in particolare delle esigenze di mantenere la stabilità dei prezzi e il credibile funzionamento del nuovo meccanismo di cambio. Senza pregiudizio per la sua valutazione indipendente [...] la BCE baserà la sua decisione su evidenze fattuali e in questo contesto terrà conto di ogni conclusione che possa essere stata raggiunta in altre istanze competenti». Pertanto, il ricorso alla clausola di salvaguardia da parte della BCE, sebbene stabilito in base a più ampi e solidi fondamenti

¹¹ Sul contenuto e sulle implicazioni della famosa "lettera di Emminger" al governo tedesco si vedano Eichengreen e Wyplosz (1993).

legali che nel caso della Bundesbank, sarà con tutta probabilità esercitato solo in circostanze in cui gli interventi pongano una minaccia concreta alla stabilità dei prezzi interni nell'area dell'euro (che con tutta probabilità saranno abbastanza rari, date le differenti dimensioni dell'area dell'euro e di ciascuno dei paesi con deroga potenzialmente coinvolti). In ogni caso, nel decidere la sospensione, debito conto dovrà essere tenuto dalla BCE degli interessi del paese a sostegno della cui valuta gli interventi sono effettuati, e della necessità di mantenere la credibilità dello SME2. Nel contesto del processo decisionale la BCE dovrà senza dubbio consultare le "altre istanze competenti" che comprendono il Consiglio Ecofin, il Comitato Economico e Finanziario (che nella terza fase sarà il nuovo nome dell'attuale Comitato Monetario) e la Commissione Europea.

3.2.3. *Monitoraggio del funzionamento dello SME2*

La struttura istituzionale per la supervisione del funzionamento dello SME2 continuerà a coinvolgere un certo numero di attori. La sorveglianza sugli andamenti economici e sulle politiche economiche sarà affidata al Comitato Economico e Finanziario e alla Commissione Europea;¹² il monitoraggio del meccanismo di cambio sarà effettuato dalla BCE (che assumerà le funzioni dell'IME); il Consiglio Generale della BCE (che comprende le banche centrali di tutti i paesi membri dell'UE, compresi quelli con deroga) svolgerà le funzioni di foro per il coordinamento delle politiche monetarie e del cambio e per la gestione dei meccanismi di intervento e di finanziamento.

Se, in superficie, l'assetto sembra ampiamente simile a quello attuale, l'istituzione della BCE modificherà significativamente la distribuzione dei ruoli tra i vari attori. A causa delle sue prerogative istituzionali e dei suoi obiettivi, chiaramente specificati nel Trattato, la BCE con tutta probabilità dovrà svolgere un ruolo guida nella valutazione della sostenibilità delle relazioni di cambio dello SME2. La BCE avrà il diritto di iniziare la procedura riservata di revisione dei tassi centrali e, come indicato in precedenza nella sezione 3.2.2, anche il diritto di sospendere gli interventi. Si potrebbe sostenere che

¹² La Commissione ha inviato al Consiglio Ecofin una Comunicazione (COM 96-498 del 16 ottobre 1996) nella quale sostiene l'opportunità dell'introduzione di «procedure di convergenza rafforzate» nel contesto del nuovo rapporto di cambio dati i legami esistenti tra la stabilità dei cambi e la convergenza.

un ruolo simile era di fatto attribuito nello SME1 alla Bundesbank, ma l'analogia non è realmente convincente, dato che l'accordo dello SME non riconosceva alcun ruolo speciale alla banca centrale emittente la moneta ancora del sistema. Questo può apparire un dettaglio formale, ma è essenziale nella comprensione del funzionamento dello SME1. È ampiamente riconosciuto che uno dei fattori principali della crisi dello SME del 1992-93 (si veda Collignon 1994 per una completa analisi della crisi, anche dal lato delle autorità monetarie) fu l'incapacità del sistema di realizzare tempestivi aggiustamenti delle parità centrali in una situazione di crescenti squilibri interni ed esterni in un certo numero di paesi durante il periodo 1987-92. Non è da escludersi che fattori politici possano anche in futuro impedire le necessarie misure di aggiustamento, ma la presenza di una forte istituzione indipendente e sopranazionale, obbligata costituzionalmente a perseguire la stabilità dei prezzi, contribuirà a ridurre questo rischio, dato che la BCE senza alcun dubbio costituirà una fonte permanente di riesame critico della sostenibilità delle relazioni di cambio nello SME2.

4. Una valutazione preliminare

Una valutazione esauriente dell'adeguatezza dello SME2 nel soddisfare la domanda di cooperazione in campo monetario e valutario nell'UE dopo l'inizio dell'UEM sarà possibile solo dopo che i testi completi della risoluzione del Consiglio Europeo e dell'accordo fra le banche centrali saranno stati approvati nelle istanze competenti e resi pubblici. La risoluzione sarà approvata nel giugno 1997; una bozza dell'accordo tra le banche centrali verrà preparata dall'IME e sarà poi sottoposta all'approvazione della BCE quando questa comincerà a operare, ossia qualche tempo dopo la primavera del 1998. Anche allora, tuttavia, potrà essere troppo presto per pervenire a una valutazione definitiva. La creazione dell'UEM sarà una "modifica di regime" di tale portata sullo scenario monetario europeo che è difficile prevedere quali saranno le conseguenze sulle altre monete dell'UE. In ultima analisi, il fattore cruciale sarà la reazione dei mercati finanziari e questa a sua volta dipenderà dal grado di convergenza dei paesi con deroga verso l'UEM e dalla loro determinazione politica ad adottare

le misure necessarie per conseguirla. Un paese molto prossimo a soddisfare i criteri di convergenza del Trattato e fermamente impegnato ad aderire all'UEM potrà essere giudicato dal mercato come adatto a ricevere dalla BCE il sostegno necessario per proteggere il processo di "agganciamento" all'UEM da ogni pressione speculativa ingiustificata. In questo caso gli operatori del mercato potrebbero in effetti scontare la piena partecipazione all'UEM, e quindi astenersi dal mettere in essere attacchi speculativi nei confronti della parità centrale, e potrebbero invece porre in essere *convergence trades* con effetti positivi sul tasso di cambio e sul mercato obbligazionario del paese con deroga. Per contro, la reazione dei mercati potrebbe essere differente nei confronti di paesi che venissero ritenuti in ritardo nel processo di convergenza o insufficientemente impegnati a perseguire politiche orientate alla stabilità; ancora diversa potrebbe essere la reazione nei confronti dei paesi che non fossero desiderosi di partecipare all'UEM e/o al nuovo meccanismo di cambio. In ogni caso, la mera presenza di un polo monetario di dimensioni continentali eserciterà con tutta probabilità una tale forza di attrazione sugli operatori economici e finanziari che potrà essere difficile per ogni paese vicino all'UEM perseguire una strategia economica indipendente.

Una valutazione preliminare dell'adeguatezza dello SME2 nello svolgere i compiti assegnatigli è, tuttavia, possibile sulla base dell'esperienza dello SME1. La questione è stata esaminata da numerosi autori e le loro analisi hanno in comune la considerazione che il tipo di accordo di cambio che è, a un tempo, possibile nell'ambito del Trattato e politicamente accettabile dagli stati membri dell'UE non differirà di molto da quello che si è rivelato così carente nel 1992. Si è anche sostenuto che lo SME2 sarebbe più fragile dello SME1 a causa dell'intrinseca incompatibilità degli obiettivi di mantenere la stabilità dei prezzi e la stabilità dei cambi: cercare di realizzare quest'ultimo obiettivo attraverso interventi illimitati in cambi può rendere impossibile realizzare la stabilità dei prezzi. In pratica, si teme che questo conflitto possa essere risolto solo limitando gli interventi in cambi, il che avrebbe per effetto di minare la credibilità dello SME. Pertanto, si sostiene che l'accordo di cambio dovrebbe essere rafforzato o rimpiazzato da strumenti istituzionali più adatti ad assicurare la convergenza e la stabilità dei cambi per i paesi con deroga. Tra le proposte attualmente in discussione nella letteratura le seguenti sembrano particolarmente rilevanti:

i) i paesi con deroga dovrebbero cercare di ottenere lo status di membri associati dell'UEM (senza nessun potere di voto nella

BCE), rinunciando a ogni forma di autonomia monetaria e istituendo un *currency board* per legare la propria politica monetaria a quella della BCE (Gros 1996b, Basevi 1996 e Thygesen 1996a);

ii) un sistema di obiettivi d'inflazione obbligatori valido per l'intera UE (con l'inclusione quindi anche dei paesi che fruiscono dell'opzione di non partecipazione all'UEM) dovrebbe essere introdotto al posto di un accordo di cambio al fine di conciliare la stabilità dei cambi e la stabilità dei prezzi (Persson e Tabellini 1996);

iii) un accordo dovrebbe essere raggiunto nell'ambito dello SME2 in base al quale gli interventi da parte della BCE a sostegno delle monete dei paesi con deroga sarebbe illimitato ma sottoposto alla condizione di una stretta aderenza a un programma di convergenza (Wyplosz 1996).

Va al di là della finalità di questo articolo analizzare in dettaglio queste specifiche proposte.¹³ È possibile tuttavia fare alcuni commenti di natura generale con riferimento alla tematica fondamentale della fragilità del meccanismo di cambio e della sua connessa indifendibilità. Il punto di partenza degli studi citati in precedenza sembra essere la deludente esperienza dello SME nel 1992. Questo è innegabile, anche se sembra certamente eccessivo dedurre da quella esperienza che *ogni* accordo di cambio sia destinato a fallire in *ogni* circostanza. Una più equilibrata analisi degli avvenimenti che portarono alla crisi del 1992-93 (si vedano tra gli altri Collignon 1994, Padoa-Schioppa 1994 e Gros 1996a) induce a concludere che:

– nelle circostanze eccezionali che si sono verificate nel periodo 1990-93, quali lo *shock* della riunificazione tedesca e il rapido alternarsi sui mercati finanziari di condizioni di euforia per quanto riguarda l'UEM (firma del Trattato di Maastricht) e fasi di pessimismo (i referendum in Danimarca e in Francia), le parità dello SME furono mantenute invariate nonostante un crescente accumularsi di squilibri in alcuni paesi;

– quando la crisi è esplosa, variazioni di parità sono state consentite tardivamente e in maniera disordinata in quei paesi dove esse erano necessarie; tuttavia, le parità sono state mantenute invariate, con successo, in paesi dove le condizioni economiche di fondo erano sane, attraverso un'ampia strategia di contenimento delle pressioni di mercato comprendente, tra l'altro, interventi intramarginali in

¹³ Queste proposte sono state analizzate, tra gli altri, da Sarcinelli (1996), Spaventa (1996b) e Portes (1996).

ammontari illimitati (questo è stato il caso delle parità del franco francese e della corona danese a sostegno delle quali sono state adottate esplicite tecniche di intervento coordinato);

– dopo l'ampliamento dei margini del meccanismo di cambio dello SME nel 1993, un ruolo maggiore è stato assegnato alla flessibilità dei tassi di cambio e ciò ha accresciuto la percezione da parte degli operatori di mercato dell'esistenza di un rischio "a due vie" che ha contribuito alla difesa dei tassi di cambio centrali nei paesi con situazioni economiche sane.

La "lezione" che si può trarre dalla totalità dell'esperienza dello SME è quindi che la sua crisi è stata essenzialmente dovuta a una «mancanza di coordinamento» (Padoa-Schioppa 1994) e che un meccanismo di cambio potrebbe funzionare soddisfacentemente purché:

- a) vi sia una sorveglianza collettiva che garantisca che i tassi di cambio centrali siano modificati in maniera tempestiva nell'ambito di una strategia di politiche monetarie e fiscali orientate alla stabilità;
- b) i margini di oscillazione siano mantenuti sufficientemente ampi per assorbire pressioni di mercato temporanee;
- c) i tassi centrali delle monete che sono ritenute fundamentalmente sane nell'ambito della sorveglianza multilaterale siano protetti da attacchi speculativi con interventi coordinati illimitati.

I primi due ingredienti sembrano essere adeguatamente inseriti nella proposta dello SME2. Il terzo ingrediente per ora manca, anche se alcuni riferimenti indiretti a esso sono presenti nel *Rapporto dell'IME* e, più esplicitamente, nella comunicazione della Commissione al Consiglio Ecofin del 16 ottobre 1996.¹⁴ L'impegno di difendere le monete con condizioni economiche di fondo sane potrebbe essere esplicitato più chiaramente nella risoluzione del Consiglio e nell'accordo delle banche centrali che sono attualmente in preparazione, di fatto formalizzando e generalizzando la positiva esperienza accumulata a sostegno del franco francese e della corona danese. Questo impegno somiglierebbe molto alla proposta di Wyplosz (punto *iii*) citato in precedenza) a favore di un «intervento illimitato condizionato» e darebbe un contributo significativo ad accrescere la credibilità dello SME2 da parte dei mercati come uno strumento di promozione

¹⁴ Nel paragrafo 2.3 della Comunicazione si afferma che «il progresso realizzato dai paesi con deroga verso gli obiettivi di convergenza può essere usato come punto di riferimento nel decidere sulla sostenibilità dei tassi centrali. Un andamento favorevole [...] verrà ritenuto tale da rafforzare l'aspettativa di un sostegno a favore della moneta del paese con deroga nell'eventualità di pressioni speculative».

della convergenza e della stabilità dei cambi. Lo SME2 verrebbe quindi ad adempiere veramente la sua missione di assicurare l'entrata morbida dei paesi con deroga nell'Unione Monetaria.

In conclusione, l'accordo raggiunto a Dublino dal Consiglio Europeo è positivo in quanto fuga ogni possibile dubbio circa il timore che i paesi con deroga non verranno "lasciati fuori al freddo", ma saranno invitati a partecipare a una struttura multilaterale di cooperazione monetaria e di cambio. È anche positivo che nello SME2 l'obiettivo della stabilità del cambio sia chiaramente legato al perseguimento di politiche monetarie ed economiche non inflazionistiche. Tuttavia, il lavoro ancora da fare è notevole: riguarda le implicazioni strategiche e operative dei cosiddetti "più stretti legami di cambio" e il contenuto dell'impegno della BCE a sostenere le monete di paesi con economie sane. L'accordo contiene indicazioni sufficienti per giustificare l'aspettativa che le restanti incertezze saranno chiarite in senso positivo, rafforzando lo SME2. Ciò, tuttavia, dovrà essere fatto in termini non ambigui e in tempi sufficientemente brevi per contribuire a soffocare sul nascere elementi di tensione sui mercati dei cambi che potrebbero manifestarsi alla nascita dell'UEM.

BIBLIOGRAFIA

- ARROWSMITH, JOHN (1996), "The role of exchange-rate arrangements in preparing for EMU", in Peter B. Kenen ed., pp. 4-15.
- BASEVI, GIORGIO (1996), "Mantenersi in contatto con l'Unione Monetaria Europea: un'opzione radicale per un paese ritardatario", *Quaderno di Moneta e Credito*, marzo, pp. 87-101.
- COLLIGNON STEFAN (1994), *Europe's Monetary Future*, Pinter Publishers, London.
- EICHENGREEN, BARRY and CHARLES WYPLOSZ (1993), "The unstable EMS", *CEPR Discussion Paper Series*, no. 817, London, May.
- EUROPEAN MONETARY INSTITUTE (EMI) (1996), *Monetary and Exchange Rate Policy Cooperation between the Euro Area and Other EU Countries*, Frankfurt a.M., December.
- GOODHART, CHARLES A.E. (1996), "The approach to EMU", in Peter B. Kenen ed., pp. 30-39.
- GROS, DANIEL (1996a), "Towards Economic and Monetary Union: problems and prospects", *CEPS Paper*, no. 65, Brussels.
- GROS, DANIEL (1996b), "Linking the ins and outs", in Peter B. Kenen ed., pp. 40-9.
- KENEN, PETER B. (1995), *Economic and Monetary Union in Europe. Moving beyond Maastricht*, Cambridge University Press, Cambridge.

- KENEN, PETER B., editor (1996), "Making EMU happen. Problems and proposals: a symposium", *Princeton University Essays in International Finance*, no. 199, August.
- LAMFALUSSY, ALEXANDRE (1996a), "A new exchange rate mechanism (ERMII) to foster close policy co-ordination and exchange rate stability between the euro area and the other EU countries in stage three of EMU", relazione presentata all'Oldenburgische Landesbank, Oldenburg, 24 settembre.
- LAMFALUSSY, ALEXANDRE (1996b), "Currency arrangements between EMU and its neighbours", intervento al Frankfurt European Banking Congress, 22 novembre.
- PADOA-SCHIOPPA, TOMMASO (1994), *The Road to Monetary Union in Europe. The Emperor, the Kings, and the Genies*, Clarendon Press, Oxford.
- PERSSON, TORSTEN and GUIDO TABELLINI (1996), "Inflation targets as a coordinating mechanism for the 'ins' and the 'outs'", relazione presentata al CEPR/BNL Workshop on Monetary Co-Existence in Europe, Roma, 26 febbraio.
- PORTES, RICHARD (1996), "Implementing EMU", *American Economic Association Papers and Proceedings*, May, pp. 139-42.
- SARCINELLI, MARIO (1996), "Inclusi ed esclusi: quale convivenza?", *Quaderno di Moneta e Credito*, marzo, pp. 167-83.
- SCHIOPPA, CIRO (1995), "The relationship between the single currency and the other currencies in the Union: is there EMS after EMU?", *ECU*, no. 31, pp. 32-6.
- SPAVENTA, LUIGI (1996a), "Out in the cold? Outsiders and insiders in 1999: feasible and unfeasible options", relazione presentata al CEPR/BNL Workshop on Monetary Co-Existence in Europe, Roma, 26 febbraio.
- SPAVENTA, LUIGI (1996b), "Coexisting with the euro: prospects and risks after Verona", in Peter B. Kenen ed., pp. 50-63.
- THYGESEN, NIELS (1996a), "The prospects for EMU by 1999 - and reflections on arrangements for outsiders", relazione presentata al CEPR/BNL Workshop on Monetary Co-Existence in Europe, Roma, 26 febbraio.
- THYGESEN, NIELS (1996b), "Interpreting the exchange-rate criterion", in Peter B. Kenen ed., pp. 64-72.
- WYPLOSZ, CHARLES (1996), "An EMS for both 'ins' and 'outs': the contractual and conditional approach", relazione presentata al CEPR/BNL Workshop on Monetary Co-Existence in Europe, Roma, 26 febbraio.