

European economic and monetary union: Background and implications

- *The European Union (EU), which currently consists of 15 states, occupies an important place among the advanced economies. The final stage of the European economic and monetary union (EMU) is scheduled to begin in January 1999 with the adoption of a common currency called the “euro.” A decision on which countries will participate in the euro area in 1999 will be made next spring based in part on the achievement of the economic criteria laid out in the Maastricht Treaty.*
- *EMU is regarded as another step along the path of the economic, political, and social integration that has been pursued in Europe over the past several decades.*
- *With the creation of the euro area, the formulation and implementation of economic policy in the EU will be modified substantially. The single monetary policy of the euro area will be defined and implemented by a new independent supranational authority. Its objective will be to maintain price stability. Fiscal policy will continue to be determined on a national basis, although EU countries are committed to a medium-term budgetary position of close to balance.*
- *At this point, the internal and external effects of EMU completion are difficult to assess. Current opinion and theory indicate that the countries now heading towards EMU do not seem to form an “optimum currency area.” This should provide incentives for structural reforms, particularly in labour markets. The realization of the EMU should also bring about a restructuring of international financial markets. The functioning of international financial institutions and other organizations (such as the IMF, OECD, G-7, etc.) will likely have to be re-examined. For Canada, the direct implications of the shift to the euro would appear to be relatively modest, at least in the short run.*

L'union économique et monétaire européenne : Généralités et implications

- *L'Union européenne (UE), qui se compose actuellement de 15 États, occupe une place importante parmi les économies avancées. La phase finale de l'union économique et monétaire (UEM) européenne devrait s'amorcer en janvier 1999 avec l'adoption d'une monnaie unique, l'euro. Une décision relative aux pays qui se joindront à la zone euro en 1999 sera prise au printemps, en fonction en partie de la réalisation des critères économiques exposés dans le Traité de Maastricht.*
- *L'UEM est considérée comme un nouveau jalon sur la voie de l'intégration économique, politique et sociale qui a été mise en chantier en Europe depuis plusieurs décennies.*
- *La création de la zone euro aura pour effet de modifier en profondeur la formulation et la mise en œuvre de la politique économique au sein de l'UE. La politique monétaire commune de la zone euro sera définie et mise en œuvre par un nouvel organe supranational autonome dont l'objectif sera de maintenir la stabilité des prix. La politique budgétaire continuera d'être arrêtée par les États, mais les pays membres de l'UE se sont engagés à viser un quasi-équilibre budgétaire à moyen terme.*
- *Il est difficile d'évaluer à l'heure actuelle les effets que le parachèvement de l'UEM aura en Europe et à l'étranger. Selon les points de vue et la théorie actuels, les pays qui se préparent à former l'UEM ne semblent pas constituer une « zone monétaire optimale ». Cela devrait favoriser des réformes d'ordre structurel, en particulier sur les marchés du travail. La réalisation de l'UEM devrait également entraîner une restructuration des marchés financiers internationaux. Il faudra probablement réexaminer le fonctionnement des organisations financières internationales et d'autres institutions (telles que le FMI, l'OCDE, le G-7, etc.). Pour le Canada, les implications directes du passage à l'euro semblent relativement modestes, du moins à court terme.*

Introduction

The final stage of the European economic and monetary union (EMU), which is scheduled to begin January 1999, is regarded as another step along the path of the economic, political, and social integration that has been pursued in Europe over the postwar period.¹ Indeed, it is generally viewed as a complement to the common market that currently exists. Above all, it is hoped that greater integration will foster peace and stability among European nations. For the participating countries, monetary union will involve the adoption of a common currency called the *euro*. At the same time, a sole central bank will begin conducting monetary policy for all EMU members. Its primary objective will be to maintain price stability. In addition, fiscal policies of EMU countries will be subject to new constraints that will help ensure sound budgetary positions.

Although the initial size of the euro zone will not be determined until spring 1998, the completion of the economic and monetary union is an exceptional event that deserves close scrutiny. The adoption of a single currency will not only transform the face of Europe, it will also have an international impact. The coming changes are already sparking debate among economists, market operators, and the public in general, and are giving rise to many questions: How will the implementation of economic policy in Europe be affected? Will international financial markets have to be overhauled? What will happen to contracts denominated in old currencies? Will a new major international currency gradually emerge? What kinds of changes might be necessary in the operations of major international organizations such as the IMF, the OECD, the Bank for International Settlements, and institutions like the G-7 or the G-10? How will countries be represented in these organizations?

At this point, it is difficult to make any accurate assessment of the breadth and scope of the changes or to offer any clear answers to these questions. Thus, the object of this article is not to speculate about possible changes and their repercussions, but rather to cast some light on various aspects of the EMU. It begins with a historical overview of the EMU, reviews the ground covered since the Maastricht Treaty was signed, and looks at the steps that remain before the EMU is a reality. The consequences that adoption of the euro may have for the conduct of economic policy are then examined together with the possible

1. The article draws in part from the *Treaty on European Union* and from various other documents from the European Commission and the European Monetary Institute.

Introduction

La phase finale de l'union économique et monétaire (UEM) européenne, qui est censée s'amorcer en janvier 1999, est considérée comme un nouveau jalon sur la voie de l'intégration économique, politique et sociale en chantier en Europe depuis la fin de la guerre¹. De fait, cette intégration vient compléter le marché commun qui existe actuellement, et on attend surtout d'elle qu'elle favorise la paix et la stabilité parmi les pays européens. Pour les pays membres, l'union monétaire consistera dans l'adoption d'une monnaie unique, l'*euro*. Dans le même temps, une banque centrale unique, investie au premier chef de la responsabilité de maintenir la stabilité des prix, formulera une politique monétaire commune à tous les pays membres de l'UEM. Par ailleurs, les politiques budgétaires des pays membres seront assujetties à de nouvelles contraintes qui contribueront au maintien de finances publiques saines.

Même si la taille initiale de la zone euro ne sera connue qu'au printemps de 1998, le parachèvement de l'Union économique et monétaire constitue un événement exceptionnel sur lequel il est naturel et important de se pencher. Il ne fait aucun doute que l'adoption d'une monnaie unique transformera non seulement le visage de l'Europe, mais aura également des répercussions sur la scène internationale. Les changements à venir suscitent déjà, parmi les économistes, les opérateurs du marché et le public en général, des débats animés et de nombreuses questions. De quelle façon la mise en œuvre des politiques économiques en Europe va-t-elle être affectée? La structure des marchés financiers internationaux va-t-elle s'en ressentir? Qu'arrivera-t-il aux contrats libellés dans les anciennes monnaies? Assistera-t-on à l'émergence graduelle d'une nouvelle grande monnaie internationale? Le fonctionnement et la représentation des pays au sein des grandes organisations internationales, par exemple le FMI, l'OCDE, la Banque des Règlements Internationaux, ou encore des institutions telles que le G-7 ou le G-10, vont-ils être modifiés et comment?

À l'heure actuelle, il est difficile d'évaluer avec précision l'ampleur et la portée des changements et d'avancer des réponses claires à toutes ces questions. L'objectif du présent article n'est donc pas de spéculer sur les changements et répercussions possibles, mais de jeter un peu de lumière sur divers aspects de l'UEM. La première partie de l'article est consacrée à un historique de l'UEM, alors que la deuxième donne un aperçu du chemin parcouru depuis la signature du Traité de Maastricht ainsi que des étapes qui restent à franchir avant le parachèvement de l'UEM. Le reste de l'article s'attache à l'examen des conséquences de l'adoption de l'euro pour la mise en œuvre des politiques économiques ainsi qu'aux implications qu'elle pourra avoir pour les pays directement concernés, les marchés financiers, les institutions internationales et le Canada.

1. Le présent article s'inspire en partie du *Traité sur l'Union européenne* et de divers autres documents produits par la Commission européenne et l'Institut monétaire européen.

implications for the countries directly involved in the union, for financial markets, for international institutions, and for Canada.

European integration: Historical background

Modern European integration² began in earnest in the 1950s with the signing of several treaties among Belgium, France, Germany, Italy, Luxembourg, and the Netherlands. These countries pooled their coal and steel resources in 1951, establishing the European Coal and Steel Community. Later, the Treaties of Rome (1957) created the European Economic Community (EEC) and the European Atomic Energy Community, giving the EEC's institutions sole responsibility for negotiating customs duties, implementing safeguard and anti-dumping measures, and drawing up rules on public procurement. By 1968, customs duties and quantitative limits on trade were abolished in intra-Community trade, while a common external tariff was introduced to replace national customs duties in trade with the rest of the world.

Although the European Community Council endorsed as early as 1971 a three-stage plan for the achievement of economic and monetary union by 1980, this course of action was abandoned after a few years. Nevertheless, further integration took place in Europe in the 1970s with the enlargement of the EEC to include Denmark, Ireland, and the United Kingdom. Moreover, with the implementation of the European Monetary System (EMS) in 1979, the EEC pursued the objective of creating a zone of currency stability. Indeed, member states agreed to an exchange rate mechanism designed to maintain their exchange rates within certain fluctuation margins.³ In that context, the European Currency Unit (ECU), which can be viewed as a precursor to the euro, was created.

In the 1980s, renewed initiatives for European integration were launched, while additional members joined the European Economic Community (Greece, Spain, and Portugal). In particular, the Single European Act signed in 1986 led to a reinforced common market (i.e., free movement of citizens, goods, services, and capital) by the end of 1992. Subsequently, the Delors Report (1989) set out in detail the conditions to be met in order to establish economic and monetary union, proposing a three-stage plan for its achievement. The report was the

L'intégration européenne au fil du temps

L'intégration européenne moderne² a commencé sérieusement dans les années 50 avec la signature de plusieurs traités entre l'Allemagne, la Belgique, la France, l'Italie, le Luxembourg et les Pays-Bas. Ces pays avaient mis en commun leurs ressources en charbon et en acier en 1951, créant ainsi la Communauté européenne du charbon et de l'acier. Par la suite, les traités de Rome (1957) donnaient naissance à la Communauté économique européenne (CEE) et à la Communauté de l'énergie atomique européenne, les institutions de la CEE se voyant confier la responsabilité unique de la négociation des droits de douane, de l'instauration de mesures de protection et antidumping ainsi que celle de l'établissement de règles relatives aux marchés publics. Vers 1968, les droits de douane et les limites quantitatives relatives aux échanges commerciaux étaient abolis à l'intérieur de la Communauté, et un tarif unique pour les échanges avec l'extérieur était introduit en remplacement des droits de douane nationaux applicables aux échanges avec le reste du monde.

Même si le Conseil de la Communauté européenne avait ratifié dès 1971 un plan à trois phases pour la réalisation, en 1980, de l'union économique et monétaire, ce programme avait été abandonné quelques années après. Néanmoins, l'intégration a continué de progresser en Europe dans les années 70 avec l'élargissement de la CEE au Danemark, à l'Irlande et au Royaume-Uni. De plus, avec la mise en œuvre du Système monétaire européen (SME) en 1979, la CEE s'était attelée à la réalisation d'une zone de stabilité des changes. De fait, les États membres s'étaient entendus sur un mécanisme de change conçu pour maintenir les variations de leurs monnaies à l'intérieur de certaines marges de fluctuation³. C'est dans ce contexte qu'avait été créée l'unité de compte européenne (ECU), qui peut être considérée comme le précurseur de l'euro.

Dans les années 80, de nouvelles initiatives relatives à l'intégration européenne ont été mises en chantier, et de nouveaux pays ont adhéré à la Communauté économique européenne (Grèce, Espagne et Portugal). En particulier, l'Acte unique européen signé en 1986 a donné lieu au renforcement du marché commun (c'est-à-dire à la libre circulation des personnes, des biens, des services et du capital) vers la fin de 1992. Par la suite, le Rapport Delors (1989) a énoncé en détail les conditions à respecter pour l'établissement d'une union économique et monétaire et proposé un plan en trois étapes pour réaliser cette union. Ce rapport avait servi de base au Traité de Maastricht sur l'union européenne signé en 1991 par les dirigeants des pays membres de la Communauté européenne. Ce traité visait à mettre en branle, au plus tard en 1999, la phase finale de la marche vers l'UEM. L'Autriche, la Finlande et la Suède ayant adhéré à l'union depuis 1995, l'Union européenne (son nouveau nom en

2. See glossary on page 27 for definitions of some of the institutions governing the European Union.

3. Prior to the implementation of the EMS, Belgium, Denmark, Germany, Luxembourg, the Netherlands, and Norway established among themselves a maximum margin of 2.25 per cent for exchange rate fluctuations.

2. Voir le Glossaire à la page 27 pour un complément d'information sur certaines des institutions de l'Union européenne.

3. Avant l'implantation du SME, l'Allemagne, la Belgique, le Danemark, le Luxembourg, la Norvège et les Pays-Bas avaient convenu de limiter à 2,25 % la marge de fluctuation de leurs monnaies.

basis for the “Maastricht Treaty on European Union” that was signed in 1991 by the European Community’s leaders. Its objective was to start the final stage of the transition to EMU by 1999 at the latest. Meanwhile, with the addition of Austria, Finland, and Sweden since 1995, the European Union (EU) (renamed from the European Economic Community when the Maastricht Treaty came into force in November 1993) now includes 15 states.⁴

The European Union occupies an important place among the advanced economies. As can be seen from Table 1, the population of the European Union area is almost as large as that of the United States and Japan combined. Moreover, the value of economic activity in the European Union exceeds that in the United States.

The degree of openness in trade in the European Union (as measured by the share of foreign trade in GDP, and excluding intra-Community trade) is roughly similar to that of the United States and Japan. Also, the European Union accounts for almost 15 per cent of world exports and a similar share of world imports, which is broadly comparable to the importance of the United States.

4. The countries that form the European Union are: Belgium, Denmark, Germany, Greece, Spain, France, Ireland, Italy, Luxembourg, the Netherlands, Austria, Portugal, Finland, Sweden, and the United Kingdom.

remplacement de la Communauté économique européenne à la suite de l’entrée en vigueur en novembre 1993 du Traité de Maastricht) comprend maintenant 15 États⁴.

L’Union européenne occupe une place importante parmi les économies avancées. Comme le montre le Tableau 1, la population des pays membres de l’Union européenne est presque aussi importante que celle des États-Unis et du Japon réunis. Qui plus est, le volume de l’activité économique au sein de l’Union est supérieur à celui qui est observé aux États-Unis.

Le degré d’ouverture des échanges des pays de l’Union européenne (selon la part du commerce extérieur dans le PIB, et à l’exclusion des échanges à l’intérieur de l’Union) est grosso modo similaire à celui des États-Unis et du Japon. De plus, l’Union européenne représente près de 15 % des exportations mondiales et un pourcentage similaire des importations mondiales, ce qui se compare en gros à l’importance des États-Unis.

L’Union européenne est le partenaire commercial le plus important du Canada après les États-Unis (voir les Graphiques 1 et 2). Sa part est, toutefois, beaucoup plus faible, représentant environ 7 % des exportations et 10 % des importations de biens et services en 1996. L’UE est également la plus grande source d’investissements étrangers directs au Canada après les États-Unis (voir les Graphiques 3 et 4). La

4. Il s’agit de l’Allemagne, de l’Autriche, de la Belgique, du Danemark, de l’Espagne, de la Finlande, de la France, de la Grèce, de l’Irlande, de l’Italie, du Luxembourg, des Pays-Bas, du Portugal, du Royaume-Uni et de la Suède.

Table 1
Tableau 1 The European Union in 1996
L’Union européenne en 1996

	Population (millions) Population (en millions)	GDP (billions of U.S. dollars) PIB (en milliards de dollars É.-U.)	Foreign trade to GDP ratio ^a (per cent) Ratio du commerce extérieur au PIB^a (%)	Share of world merchandise exports (per cent) Part des exportations de marchandises dans le monde (%)	Share of world merchandise imports (per cent) Part des importations de marchandises dans le monde (%)	
European Union	373	8,574	18.2 ^b	15.0 ^b	14.3 ^b	Union européenne
United States	266	7,342	19.6	11.8	15.1	États-Unis
Japan	126	4,600	16.5	7.8	6.5	Japon
Canada	30	579	66.9	3.8	3.5	Canada

a. Foreign trade is defined as exports plus imports.

b. Excluding intra-European Union trade

Sources: OECD, *Main Economic Indicators* and IMF, *Direction of Trade Statistics Yearbook*

a. Le commerce extérieur est équivalent à la somme des exportations et des importations.

b. Non compris les échanges à l’intérieur de l’Union européenne

Sources : OCDE, *Principaux indicateurs économiques*, et FMI, *Yearbook, Direction des statistiques commerciales*

From a Canadian perspective, the European Union is our largest trading partner after the United States (see Charts 1 and 2). Its share is, however, substantially smaller, representing about 7 per cent of exports and 10 per cent of imports of goods and services in 1996. It is also our largest source of foreign direct investment after the United States (see Charts 3 and 4). In terms of cumulative value, direct investment in Canada from the European Union is about \$38 billion, while Canadian direct investment in the European Union is about \$35 billion.

From the Maastricht Treaty to the achievement of EMU

The Maastricht Treaty

The Maastricht Treaty laid out a three-stage process for achieving EMU.⁵ The first stage involved the elimination of controls on capital movements and was completed at the end of 1993. In the current stage, the main objective of EU members is to achieve a broad convergence of economic policies and outcomes. In addition, each national central bank is to be made independent by the end of 1997. As part of the second stage, the European Monetary Institute (EMI) was created in 1994 as a forerunner of the European Central Bank (ECB). At the beginning of the final stage leading to EMU, planned for January 1999, the conduct of monetary policy will be transferred to the European System of Central Banks (ESCB), which will be composed of the ECB and the national central banks. At the same time, the common currency, the *euro*, will go into circulation. The maintenance of sound budgetary positions will be within the framework of the Stability and Growth Pact, which is a protocol to the Maastricht Treaty. This pact stipulates that a country with a larger-than-agreed-upon deficit can be fined if it does not take adequate steps to reduce it.

Along with requirements pertaining to the independence of national central banks,⁶ members of the European Union must satisfy five economic criteria aimed at eliminating domestic imbalances and macroeconomic tensions with each other. The criteria are intended to ensure that economies are aligned at the start of the monetary union, thereby contributing to a successful launch. These “Maastricht convergence criteria” are:

5. Table 2 provides a timetable for the major steps leading to the full implementation of EMU.

6. The Treaty prohibits the ECB and associated national central banks from taking instructions from governments, EU institutions, or from any other body.

valeur cumulative des investissements directs au Canada provenant de l'Union européenne se chiffre à environ 38 milliards de dollars, alors que celle des investissements directs canadiens dans les pays de l'Union européenne s'élève à près de 35 milliards.

Du Traité de Maastricht à la réalisation de l'UEM

Le Traité de Maastricht

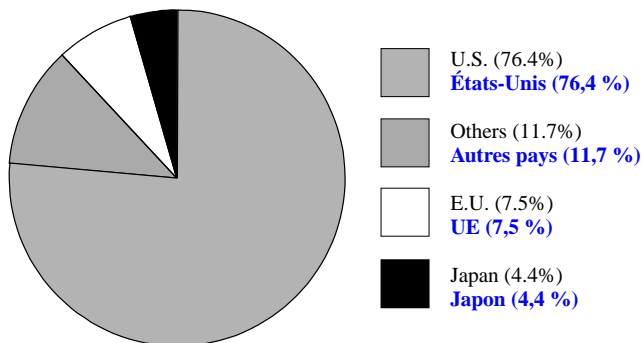
Le Traité de Maastricht a défini une trajectoire à trois phases pour la réalisation de l'UEM⁵. La première phase consistait dans l'abolition des contrôles relatifs à la circulation du capital et s'est achevée à la fin de 1993. Dans la phase actuelle, le principal objectif des pays membres de l'UE est de réaliser une convergence élargie des politiques et des résultats économiques. De plus, chaque banque centrale nationale doit devenir autonome à la fin de 1997. L'Institut monétaire européen, précurseur de la Banque centrale européenne (BCE), a été créé en 1994 au cours de la deuxième phase. Au commencement de la dernière phase menant à la réalisation de l'UEM, prévue pour janvier 1999, la conduite de la politique monétaire sera confiée au Système européen de banques centrales (SEBC), qui englobera la BCE et les banques centrales des pays membres. Parallèlement, la monnaie unique, l'euro, sera mise en circulation. Le Pacte de la stabilité et de la croissance, un protocole du Traité de Maastricht, régira l'exigence relative au maintien de situations financières saines. Ce pacte stipule qu'un pays dont le déficit est plus élevé que le niveau convenu sera passible d'une amende s'il ne prend pas de mesures adéquates pour l'abaisser.

Outre les exigences relatives à l'autonomie des banques centrales nationales⁶, les membres de l'Union européenne doivent respecter cinq critères de nature économique visant l'élimination des déséquilibres nationaux et des tensions macroéconomiques entre eux. Ces critères visent à faire en sorte que les économies se trouvent sur le même pied à l'avènement de l'Union monétaire, ce qui contribuerait ainsi au succès du lancement de l'Union. Les « critères de convergence de Maastricht » sont les suivants :

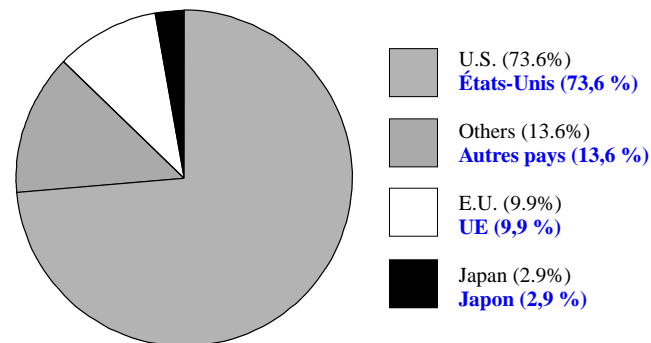
- La monnaie de chaque pays doit avoir été maintenue dans les marges de fluctuation normales du Mécanisme de change européen (MCE) pendant deux ans, sans réaligement des parités à l'initiative du pays membre.
- La hausse des prix à la consommation ne doit pas dépasser de plus d'un point et demi de pourcentage celle des trois pays affichant les meilleurs résultats au chapitre de l'inflation.

5. Le Tableau 2 fournit un calendrier des principales étapes menant à la mise en œuvre complète de l'UEM.

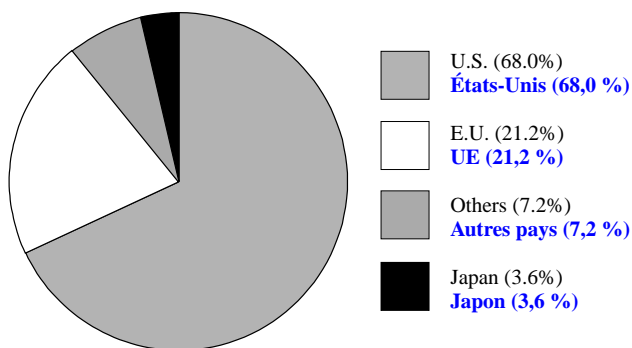
6. Le Traité défend à la BCE et aux banques centrales des pays membres de recevoir des directives des pouvoirs publics, des institutions de l'UE ou de tout autre organisme.



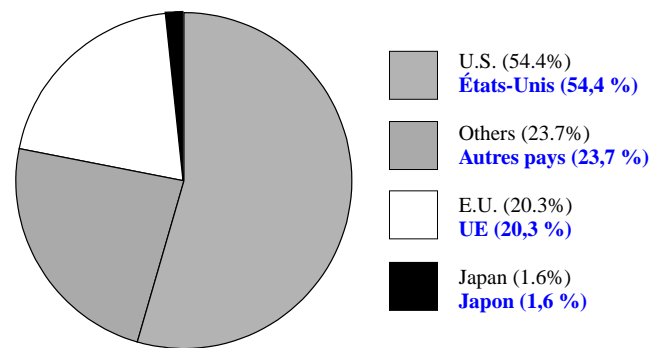
Source: Statistics Canada, *Canada's Balance of International Payments*
 Source : Statistique Canada, *Balance des paiements internationaux du Canada*



Source: Statistics Canada, *Canada's Balance of International Payments*
 Source : Statistique Canada, *Balance des paiements internationaux du Canada*



Source: Statistics Canada, *1996 Canada's International Investment Position*
 Source : Statistique Canada, *Bilan canadien des investissements internationaux en 1996*



Source: Statistics Canada, *1996 Canada's International Investment Position*
 Source : Statistique Canada, *Bilan canadien des investissements internationaux en 1996*

	Action plan	Mesures prévues	
<p>Early 1998</p> <p>Decision by the heads of state or government on the member states participating in the euro area^a</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Establish the ECB and the ESCB and make them operational • Adopt secondary legislation with respect to the establishment of the ESCB • Decide on, and undertake final testing of, the framework for the ESCB to operate entirely in euros from day one of Stage 3 • Start the production of euro bank notes and coins and announce their date of introduction • Launch a wide-ranging public information campaign 	<ul style="list-style-type: none"> • Création et entrée en service de la BCE et du SEBC • Adoption d'une deuxième loi relative à la création du SEBC • Détermination et mise à l'essai du cadre de fonctionnement du SEBC en euro dès le premier jour de la troisième phase • Début de la production de pièces et billets de banque européens et annonce de la date de mise en circulation • Lancement d'une campagne d'information de grande envergure 	<p>Début de 1998</p> <p>Les chefs d'État ou de gouvernement décident des pays membres qui se joindront à la zone euro^a.</p>
<p>1 January 1999</p> <p>Start of Stage 3 of EMU:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Irrevocable fixing of conversion rates among the currencies of participating member states and the euro • Entry into force of a council regulation on the introduction of the euro (based on Article 109J(4) of the Treaty) • Euro introduced in a non-cash form 	<ul style="list-style-type: none"> • Conduct of the single monetary policy and foreign exchange interventions in euros by the ESCB from day one • Start of operation of the TARGET system^b • Provide conversion facilities to counterparties that have not been able to equip themselves to translate amounts from euros into national currency units and vice versa • Exchange bank notes at par value (Article 52 of the ESCB/ECB Statute) • Monitor progress in the changeover of the private sector and give guidance where appropriate • New tradable public debt issued in euros (redenomination of part of the outstanding public debt stock possible) • Prepare changeover of the public administration 	<ul style="list-style-type: none"> • Conduite de la politique monétaire commune et des interventions en euro sur le marché des changes par le SEBC dès le premier jour • Début du fonctionnement du système TARGET^b • Fourniture de systèmes de conversion aux contreparties qui n'ont pas été en mesure de s'équiper de façon à pouvoir assurer la conversion entre les unités monétaires nationales et l'euro • Échange de billets de banque au pair (article 52 du Règlement SEBC/BCE) • Suivi des progrès de la transition dans le secteur privé et fourniture de l'aide nécessaire • Émission de nouveaux emprunts négociables en euro (reformulation possible du libellé monétaire d'une partie de l'encours des emprunts publics) • Préparatifs pour le passage à l'euro dans l'administration publique. 	<p>1^{er} janvier 1999</p> <p>Démarrage de la troisième phase de l'UEM :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Fixation irrévocable des taux de conversion des monnaies des pays membres et de l'euro • Entrée en vigueur d'un règlement du Conseil concernant le lancement de l'euro (article 109J(4) du Traité) • Lancement de l'euro sous forme scripturale.
<p>1 January 2002</p> <p>Latest date for introduction of euro bank notes and coins</p> <p>All references to national currency unit in legal instruments become references to the euro</p>			<p>1^{er} janvier 2002</p> <p>Date butoir pour le lancement de pièces et billets de banque en euro. Toutes les mentions de l'unité monétaire nationale dans des pièces juridiques deviennent des mentions de l'euro.</p>
<p>1 July 2002 at the latest</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Withdraw national bank notes and coins from circulation • National bank notes and coins lose legal tender status 	<ul style="list-style-type: none"> • Retrait de la circulation des pièces et billets de banque nationaux • Les pièces et billets de banque nationaux n'ont plus cours légal 	<p>1^{er} juillet 2002 au plus tard</p>

Source: European Monetary Institute, *Annual Report*, April 1997

a. This decision is expected to be taken at the beginning of May 1998.

b. The Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer (TARGET) is the payment system designed for the European Union.

Source : Institut monétaire européen, *Rapport annuel*, avril 1997

a. Cette décision devrait être prise début mai 1998.

b. Le système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en réel est le système de paiements conçu pour l'Union européenne.

- Each country's currency must have been held within the normal fluctuation margins of the Exchange Rate Mechanism (ERM) for two years without a realignment at the initiative of the member state.
- Consumer price inflation must not exceed that of the three best-performing countries by more than 1.5 percentage points.
- Interest rates on long-term government securities must not be more than 2 percentage points higher than those of the three countries with the best inflation performance.
- The general government deficit should be at or below the reference value of 3 per cent of GDP. If not, it should have declined substantially and continuously and have reached a level close to the reference value, or the excess over the reference value should be temporary and exceptional.
- The gross debt of general government should be at or below 60 per cent of GDP or, if not, it should be sufficiently diminishing and approaching the 60 per cent value at a satisfactory pace.

The European Council, which is composed of the heads of state or governments of the European Union, will determine the list of member states satisfying these conditions.⁷ This decision will be made when a complete set of data on the economic situations of EU members for 1997 is available in the spring of 1998. A vote under conditions of qualified majority,⁸ based in part on reports prepared by the European Commission and the European Monetary Institute, will determine the participants in the third stage.

Based on the economic data for 1996, only four countries would have met the convergence criteria (Luxembourg and the three countries that have been exempted from the debt criteria, Denmark, Ireland, and the Netherlands. See Table 3.) For most EU members, the criteria

7. The United Kingdom and Denmark have the right to opt out of the third stage of EMU.

8. A qualified majority requires at least 62 votes out of a total of 87. The votes are distributed as follows: France, Germany, Italy, and the United Kingdom have ten votes each; Spain has eight; Belgium, Greece, the Netherlands, and Portugal have five; Austria and Sweden, four; Denmark, Finland, and Ireland, three; and Luxembourg two.

- Les taux d'intérêt servis sur les titres d'État à long terme ne doivent pas dépasser de plus de deux points de pourcentage ceux qui sont pratiqués par les trois pays enregistrant le plus faible taux d'inflation.
- Le déficit général des finances publiques ne doit pas dépasser la valeur de référence de 3% du PIB. Faute de quoi, il doit avoir baissé de façon substantielle et constante et atteint un niveau proche de la valeur de référence, ou le dépassement doit être temporaire et exceptionnel.
- La dette brute de l'ensemble des administrations publiques doit plafonner à 60 % du PIB; sinon, elle doit baisser suffisamment et approcher le niveau prescrit à un rythme satisfaisant.

Le Conseil européen, qui est composé des chefs d'État ou de gouvernement des pays de l'Union européenne, déterminera la liste des membres qui satisfont à ces conditions⁷. Cette décision sera prise lorsque les résultats économiques complets des pays membres de l'UE pour 1997 seront publiés au printemps de 1998. Un vote à la majorité qualifiée⁸, fondé en partie sur des rapports préparés par la Commission européenne et l'Institut monétaire européen, déterminera les pays qui participeront à la troisième phase.

Sur la foi des données économiques pour 1996, seulement quatre pays auraient satisfait aux critères de convergence (le Luxembourg et les trois pays ayant fait l'objet d'une dérogation quant à l'exigence de l'endettement public brut, soit le Danemark, l'Irlande et les Pays-Bas; voir le Tableau 2). Pour la plupart des membres de l'UE, les critères liés aux déficits publics exigent un niveau de convergence plus élevé pour 1997.

L'euro, nouvelle monnaie européenne unique

Le Conseil européen a approuvé un cadre juridique et un calendrier relatifs au lancement de l'euro, la monnaie des pays membres participants. C'est seulement lorsqu'on connaîtra exactement les participants à la troisième phase de l'UEM que ce cadre sera entièrement mis en œuvre. L'euro, qui devrait être mis en circulation le 1^{er} janvier 1999, remplacera au pair l'écu officiel. Dans le même temps, les valeurs des monnaies des pays participant à la troisième phase de l'UEM seront fixées irrévocablement par rapport à l'euro. Les ministres des Finances des pays de l'UE ont convenu de rendre publics les taux de change bilatéraux fixes de leurs monnaies qui seront en vigueur au moment de la mise en circulation de l'euro, soit en même temps

7. Le Royaume-Uni et le Danemark peuvent faire l'objet d'une dérogation pour la troisième phase de l'UEM.

8. Une telle décision exige au moins 62 votes sur un total de 87. Les votes sont répartis comme suit : France, Allemagne, Italie et Royaume-Uni, dix votes chacun; Espagne, huit; Belgique, Grèce, Pays-Bas et Portugal, cinq; Autriche et Suède, quatre; Danemark, Finlande et Irlande, trois; et Luxembourg, deux.

Do they meet the Maastricht criteria? (Based on estimates for 1996)
Les pays respectent-ils les critères de convergence (selon des estimations pour 1996) ?

Country	Exchange rate (ERM status) Taux de change (statut relatif au MCE)	Inflation ^b Inflation ^b	Interest rates ^c Taux d'intérêt ^c	Deficit-to-GDP ratio Ratio du déficit au PIB	Debt-to-GDP ratio ^c Ratio de la dette au PIB	Pays
Belgium	member / membre	2.0	6.3	3.4	130.0	Belgique
Denmark	member / membre	2.1	7.1	1.6	70.2 ^d	Danemark
Germany	member / membre	1.9	5.6	3.8	60.7	Allemagne
Greece	not a member / non-membre	8.3	n.a.	7.4	111.8	Grèce
Spain	devalued in March 1995 / a dévalué en mars 1995	3.6	8.2	4.4	69.6	Espagne
France	member / membre	1.8	6.5	4.1	56.2	France
Ireland	member / membre	1.7 ^e	7.5 ^e	0.9	72.8 ^d	Irlande
Italy	member since November 1996 / membre depuis novembre 1996	4.4	9.4	6.7	123.7	Italie
Luxembourg	member / membre	1.9	5.2	-1.8	6.4	Luxembourg
Netherlands	member / membre	2.0	5.7	2.4	78.5 ^d	Pays-Bas
Austria	member / membre	2.0	5.3	3.9	70.0	Autriche
Portugal	devalued in March 1995 / a dévalué en mars 1995	3.1	7.4	4.1	65.6	Portugal
Finland	member since October 1996 / membre depuis octobre 1996	1.2 ^e	7.1 ^e	2.6	58.7	Finlande
Sweden	not a member / non-membre	1.2 ^e	8.0 ^e	3.6	77.7	Suède
United Kingdom	not a member / non-membre	2.8	8.1	4.4	54.5	Royaume-Uni
Criteria ^a target		2.9	9.5	3.0	60.0	Cible^a

a. The detailed criteria are listed in the text. Shaded areas refer to criteria that are deemed to have been met, based on a "strict" interpretation.

b. Private consumption deflator

c. Yield on fixed-interest government bonds (Source: Eurostat Eurostatistics, Data for short-term economic analysis)

d. Denmark, Ireland, and the Netherlands have been exempted from the debt criteria under Treaty Article 104C(2)B.

e. The three countries with the best inflation performance in 1996

Source: European Commission, Supplement A, Economic Trends, No. 5, May 1997

a. Les critères sont exposés dans le texte. Les zones ombrées indiquent les critères qui devraient déjà avoir été satisfaits, selon une interprétation stricte.

b. Indice implicite des prix à la consommation dans le secteur privé

c. Rendement des obligations d'État à taux fixe (Sources : Eurostat; Eurostatistique; chiffres pour l'analyse économique à court terme)

d. Le Danemark, l'Irlande et les Pays-Bas font l'objet d'une dérogation à l'égard des critères relatifs à la dette, en vertu de l'article 104C(2)B du Traité.

e. Les trois pays ayant enregistré les meilleurs résultats sur le front de l'inflation en 1996

Source : Commission européenne, Supplément A, Tendances économiques, n° 5, mai 1997

relating to government fiscal positions require a greater level of convergence for 1997.

The euro: The new common European currency

The European Council has approved a legal framework and a calendar for the introduction of the euro as the currency of participating member states. Only when the exact participants in the third stage of the EMU are known will the framework be fully enacted. When the euro is introduced (scheduled for 1 January 1999), it will replace the official ECU on a one-to-one basis. At the same time, the values of the currencies of the countries participating in the third stage of EMU will be irrevocably fixed relative to the euro. EU finance ministers have agreed to announce the fixed *bilateral* exchange rates between participating currencies that will prevail when the euro is introduced at the same time as EMU's initial participants are chosen.⁹ However, the method for fixing parity values remains to be determined.

There will also be a transition period, during which the euro and national currencies will be legally equivalent. Euro bank notes and coins will be introduced by January 2002, at the latest, and no later than six months afterwards, other currencies will be removed from circulation and will also lose legal tender status. This transition period is deemed necessary partly to produce euro bank notes and coins and to allow private markets to adapt to the euro.¹⁰

In January 1999, when the European System of Central Banks becomes fully operational, monetary policy will be conducted in euros. Indeed, the ESCB will carry out its money market operations in euros. In national financial markets, book entry payments will also be accepted in euros while a new payment system is being implemented. Moreover, member states will then denominate their new government debt issues in euros. The governments of Austria, Belgium, France, Germany, Italy, and Spain have indicated that they will convert their existing stock of debt into euros at the beginning of 1999 to help financial markets adapt to euros.

9. Owing to the euro-ECU equivalency conditions, parities vis-à-vis the euro will not be established prior to 1 January 1999.

10. There are more than 12 billion bank notes and 70 billion coins, weighing about 300,000 tonnes, currently in circulation in the EU.

que seront annoncés les premiers pays participant à l'UEM⁹. Il reste cependant à arrêter la méthode qui sera utilisée à cet égard.

Pendant une période de transition, l'euro et les monnaies nationales seront légalement équivalentes. Les pièces et billets de banque en monnaie européenne seront mis en circulation au plus tard en janvier 2002. Six mois plus tard au plus, les monnaies nationales seront retirées de la circulation et n'auront plus cours légal. Cette période de transition est jugée nécessaire afin de permettre la production de pièces et billets de banque européens et de donner aux marchés privés le temps de s'adapter à l'euro¹⁰.

En janvier 1999, lorsque le Système européen de banques centrales entrera pleinement en fonction, la politique monétaire sera conduite en monnaie européenne. De fait, le SEBC mènera ses opérations sur le marché monétaire en euro. Sur les marchés financiers nationaux, les paiements par inscription en compte seront acceptés en monnaie européenne pendant la mise en place d'un nouveau système de paiements, et les pays membres émettront par la suite leurs emprunts en cette monnaie. Les gouvernements de l'Autriche, de la Belgique, de la France, de l'Allemagne, de l'Italie et de l'Espagne ont également indiqué qu'ils convertiront l'encours de leur dette actuelle en euro au début de 1999 pour aider les marchés financiers à s'adapter à la nouvelle monnaie.

Le cadre juridique adopté par l'Union européenne prévoit également le maintien des contrats ou autres pièces juridiques après la mise en circulation de l'euro, ce qui est important pour les entreprises et les particuliers canadiens qui ont des relations d'affaires avec les pays de l'UEM. De plus, ce cadre fixe les règles d'arrondissement relatives à la conversion entre l'euro et les monnaies nationales.

La formulation et la mise œuvre de la politique économique au cours de la troisième phase de l'UEM

La création de la zone euro aura pour effet de modifier en profondeur la formulation et la mise en œuvre de la politique économique au sein de l'Union européenne. La présente section passe en revue les principaux éléments relatifs à la conduite de la politique monétaire, de la politique des changes et de la politique budgétaire dans la zone euro une fois la troisième phase de l'UEM en branle.

9. Compte tenu des conditions d'équivalence entre la monnaie européenne et l'écu, les parités des monnaies des pays de l'UE par rapport à l'euro ne seront toutefois pas fixées avant le 1^{er} janvier 1999.

10. Plus de 12 milliards de billets de banque et 70 milliards de pièces, pesant environ 300 000 tonnes, circulent actuellement au sein de l'UE.

Converting to euros

Rules for currency conversion are necessary because rounding inaccuracies might cause difficulties for the equivalence between national currencies and the euro. In that context, regulations have been adopted to determine how conversions among denominations will be made and the rounding procedures that should be applied. The conversion rates will be used for conversions either way between the euro unit and the national currency units. Inverse rates derived from the conversion rates will not be used. Moreover, monetary amounts to be converted from one national currency unit into another will first be converted into a monetary amount expressed in euros, which may be rounded to not less than three decimals, and will then be converted into the other national currency unit. No other method of calculation may be used unless it produces the same results.

La conversion des monnaies nationales en euro

Il faut fixer des règles relatives à la conversion des monnaies étant donné que les erreurs d'arrondi peuvent peser sur l'équivalence entre les monnaies nationales et l'euro. À cet égard, des règles de conversion ont été adoptées et la procédure d'arrondissement à appliquer a été arrêtée. Les taux de conversion seront utilisés dans les deux sens. Des taux inversés tirés des taux de conversion ne seront pas utilisés. De plus, les sommes d'argent à convertir d'une unité monétaire nationale à une autre seront en premier lieu converties à la monnaie européenne, arrondies à trois décimales près au moins, puis converties dans l'autre unité monétaire nationale. Aucune autre méthode de calcul ne sera utilisée à moins qu'elle ne produise les mêmes résultats.

The legal framework adopted by the European Union also provides for the continuity of contracts or other legal instruments after the introduction of the euro. This will be important to Canadian firms and individuals who have financial dealings with EMU countries. In addition, it establishes rounding rules for conversion between the euro and national currency units.

Formulation and implementation of economic policy in the third stage of EMU

With the creation of the euro area, the formulation and implementation of economic policy in the European Union will be modified substantially. This section reviews the major elements pertaining to the conduct of monetary, exchange rate, and fiscal policy in the euro area once the third stage of EMU has begun.

The European system of central banks

As defined by the Maastricht Treaty, the primary objective of the European System of Central Banks will be to maintain price stability.

Le Système européen des banques centrales (SEBC)

Le Traité de Maastricht investit le Système européen des banques centrales de la mission de maintenir la stabilité des prix. Fondamentalement, le SEBC devra :

- définir et mettre en œuvre la politique monétaire commune de la zone euro;
- mener des opérations de change selon les instructions du Conseil des ministres. C'est le Conseil des ministres qui sera de fait responsable de la politique des changes;
- tenir et gérer les réserves officielles de change des pays membres¹¹;
- favoriser le fonctionnement harmonieux du système de paiements.

Le Système européen de banques centrales sera composé de la Banque centrale européenne (BCE) et des banques centrales nationales des pays membres de la zone

11. À cette fin, les banques centrales nationales fourniront au SEBC un montant total pouvant aller jusqu'à 50 milliards de réserves officielles en euro (soit approximativement 55 milliards de dollars É.-U. au taux de change moyen d'août 1997 du dollar par rapport à l'écu).

The basic tasks of the ESCB will be

- to define and implement the single monetary policy of the euro area.
- to conduct foreign exchange operations in accordance with instructions given by the Council of Ministers. Indeed, the Council of the European Union will be responsible for exchange rate policy.
- to hold and manage the official foreign reserves of the member states.¹¹
- to promote the smooth operation of the payment system.

The European System of Central Banks will be composed of the European Central Bank (ECB) and the national central banks of the participating countries in the euro area. The Governing Council of the ECB will be composed of the Executive Board and the governors of the participating national central banks. The Executive Board will consist of the president, the vice-president and four other members, all appointed by the heads of state or government (by common accord) for a period of eight years. Decisions by the Governing Council will require a simple majority vote.

The Governing Council of the ECB will formulate monetary policy for the euro area, including decisions related to intermediate monetary policy objectives, key interest rates, and the supply of reserves as well as the establishment of the associated guidelines.

As part of its mandate, the European Monetary Institute (EMI) has specified the regulatory, organizational, and logistical framework for the European Central Bank and the European System of Central Banks. (See EMI 1997b, c). With price stability as the ultimate objective, two possible strategies were recommended for the implementation of monetary policy: targeting a monetary aggregate or targeting inflation directly. In the latter case, a range of 0 to 2 per cent inflation per annum was deemed to be appropriate. The EMI also made recommendations with respect to monetary policy instruments. It is envisaged that monetary policy will be implemented mainly using open

euro. Le directoire de la BCE comprendra le conseil des gouverneurs et les gouverneurs des banques centrales nationales participantes. Le conseil des gouverneurs sera composé d'un président, d'un vice-président et de quatre autres membres, tous nommés par les chefs d'État ou de gouvernement (d'un commun accord) pour un mandat de huit ans. Les décisions du directoire seront prises par vote à la pluralité des voix.

Le directoire du SEBC formulera la politique monétaire pour la zone euro et prendra notamment les décisions concernant les objectifs intermédiaires de la politique monétaire, les taux d'intérêt clés, l'offre de réserves et la mise en œuvre de directives connexes.

Dans le cadre de son mandat, l'Institut monétaire européen (IME) a arrêté le cadre réglementaire, organisationnel et logistique de la Banque centrale européenne et du Système européen de banques centrales (voir IME, 1997b et c). L'objectif ultime étant la stabilité des prix, deux stratégies possibles de mise en œuvre de la politique monétaire ont été recommandées : le ciblage d'un agrégat monétaire ou le ciblage direct de l'inflation. En matière d'inflation, on a jugé acceptable un taux oscillant entre 0 et 2 % par an. L'IME a également fait des recommandations concernant les outils de la mise en œuvre de la politique monétaire. On envisage la possibilité d'utiliser principalement les opérations d'open market (opérations de refinancement régulières et à plus long terme), mais aussi deux facilités permanentes conçues pour fournir ou absorber des liquidités au jour le jour (octroi de prêts à la marge et facilités de dépôt). De plus, l'IME a évalué l'infrastructure nécessaire pour permettre au SEBC d'imposer des réserves minimales obligatoires s'il le désire. Les décisions finales concernant ces divers choix seront prises par le directoire de la BCE. Mais un directoire ne sera instauré que lorsqu'on connaîtra les pays qui participeront à la troisième phase de l'UEM.

Un autre aspect de la conduite de la politique monétaire qui reste à déterminer par le directoire de la BCE est le rôle précis que joueront les banques centrales nationales dans le cadre des opérations du SEBC. À cet égard, tout ce que le Traité de Maastricht exige des banques centrales nationales, c'est qu'elles agissent conformément aux directives et instructions du SEBC. L'IME examine actuellement des modèles à la fois centralisés et décentralisés qui pourraient être utilisés à divers degrés par la BCE pour les opérations de change.

Le Traité de Maastricht stipule également que les pays qui ne participeront pas à la troisième phase de l'UEM en 1999 peuvent demander leur admission tous les deux ans. Une entente est intervenue en ce qui concerne un nouveau mécanisme de change (le MCE II) entre les pays non participants et la zone euro. En vertu de cette entente, les monnaies des pays non participants auront un taux central exprimé en euro et pourront fluctuer dans une fourchette de plus ou moins 15 % par rapport à ce taux, qui serait fixé par accord mutuel entre la BCE, les gouverneurs des banques centrales et les ministres des Finances des pays de l'UE. Les interventions sur le marché des

11. To that end, national central banks will provide the ECB with the equivalent of a total of up to 50 billion euros (approximately 55 billion dollars (U.S.) at August 1997 average foreign rate for the ECU) in foreign reserves.

market operations (regular and longer-term refinancing operations) but that it will also have two standing facilities aimed at providing or absorbing overnight liquidity (marginal lending and deposit facilities). In addition, the EMI evaluated the infrastructure necessary to allow the ECB to impose minimum reserve requirements if it wishes to do so. Final decisions concerning these various choices will be made by the Governing Council of the ECB. But only after a decision has been made on the countries that will embark on the third stage of EMU can a Governing Council be established.

Another aspect of the conduct of monetary policy that remains to be determined by the Governing Council of the ECB is the precise role that will be played by national central banks in carrying out operations of the ESCB. Indeed, the Maastricht Treaty indicates only that national central banks shall act in accordance with the guidelines and instructions of the ECB. In that context, the EMI is currently examining foreign exchange operations, looking at both centralized and decentralized models that could be used by the ECB to varying degrees.

The Maastricht Treaty also stipulates that countries that do not join the third stage of EMU in 1999 may reapply every two years. In that context, an agreement was reached regarding a new exchange rate mechanism (labelled the "ERM II") between the euro area and the EU members not participating in the common currency. Under this arrangement, currencies of the latter countries will have a central rate expressed in euros and a fluctuation band of ± 15 per cent around that rate. The central rate would be set by mutual agreement between the ECB, governors of the central banks, and the finance ministers of the EU. In support of this "ERM II," foreign exchange intervention will, in principle, be automatic and unlimited. However, such intervention could be suspended if it compromised the objective of price stability in the euro area. The "ERM II" is viewed as a way of helping non-members of the euro area to maintain their convergence program and eventually fulfil all of the requirements of the Maastricht Treaty. Nevertheless, participation is voluntary.

With respect to the supporting framework for the single monetary policy, the EMI is currently testing the TARGET payments system (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer) which will link the national RTGS (Real-Time Gross Settlement) systems. This interbank funds transfer system will support the integration of the money market and the implementation of the single monetary policy by processing cross-border payments denominated in euros.

changes effectuées à l'appui du MCE II seront en principe automatiques et illimitées. Toutefois, elles pourraient être suspendues si elles mettaient en danger l'objectif de stabilité des prix dans la zone euro. Le MCE II est considéré comme une façon d'aider les pays non membres à maintenir leur programme de convergence et à satisfaire en fin de compte aux exigences du Traité de Maastricht. La participation au mécanisme de change est toutefois volontaire.

En ce qui concerne le cadre de soutien à la politique monétaire commune, l'IME teste actuellement le système de paiements TARGET (système automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel) qui reliera les RBTR (systèmes à règlement brut en temps réel) nationaux. Ce système de transfert interbancaire de fonds prendra en charge l'intégration du marché monétaire et la mise en œuvre de la politique monétaire commune en traitant les paiements transfrontières libellés en euro.

La politique budgétaire

La politique budgétaire continuera d'être déterminée par les États. Toutefois, les pays membres de l'UE se sont engagés à respecter le Pacte de la stabilité et de la croissance, qui prévoit une surveillance budgétaire serrée après l'entrée en vigueur de l'UEM. En vertu de ce pacte, les pays de la zone euro s'engagent à viser un quasi-équilibre budgétaire à moyen terme. Ils doivent également déposer des plans de stabilité budgétaire au plus tard le 1^{er} janvier 1999 et les mettre à jour chaque année par la suite. Par ailleurs, la mise en œuvre de ces programmes sera suivie dans le cadre des exercices de surveillance multilatéraux menés par le Conseil de l'Union européenne. Chaque année, les États membres déposeront au plus tard le 1^{er} mars les données concernant leur situation budgétaire pour l'exercice précédent. Si le déficit général des finances publiques d'un pays membre dépasse les 3 %, son cas sera examiné par la Commission européenne et le Conseil. À la fin de l'année, un pays serait passible de sanctions si son déficit était considéré comme excessif et s'il ne se conformait pas aux recommandations du Conseil visant à corriger cette situation. Au début, les sanctions prendraient la forme de dépôts non rémunérés, à hauteur de 0,2 à 0,5 % du PIB, selon la taille du déficit¹². Le dépôt est retourné si le déficit excessif est réglé en deux ans; autrement, il sera converti en amende. Un déficit excessif devrait normalement être réglé dans les douze mois suivant la fin de l'année à laquelle il se rapporte. Le Conseil peut cependant permettre une période d'ajustement plus longue s'il juge que des circonstances spéciales le commandent, mais on ne sait pas avec exactitude en quoi consistent des circonstances « spéciales ».

Le fait de ne pas respecter le niveau prescrit de 3 % pour le ratio du déficit au PIB ne peut être justifié que par des circonstances « exceptionnelles », lesquelles sont

12. Ce serait un montant équivalent à 0,2 % du PIB, plus 0,1 point de pourcentage supplémentaire pour chaque point de pourcentage du déficit supérieur à 3 %, jusqu'à un plafond de 0,5 % du PIB.

Fiscal policy

Fiscal policy will continue to be determined on a national basis. However, EU member states have committed themselves to the “Stability and Growth Pact,” which provides for intensified fiscal surveillance after EMU is implemented. Under this agreement, countries in the euro area are committed to a medium-term budgetary position of close to balance. They are also required to submit fiscal stability programs by 1 January 1999 and to update them annually thereafter. Moreover, the implementation of these programs will be monitored as part of the regular multilateral surveillance exercises carried out by the Council of the European Union.

Every year, member states will submit fiscal data for the previous calendar year by 1 March. If the general government deficit of a member country exceeds 3 per cent, its situation will be reviewed by the European Commission and the Council. By the end of the year, sanctions would be imposed on a country if its deficit was considered excessive and if it did not comply with the Council’s recommendations to rectify the situation. Sanctions would initially take the form of non-remunerated deposits, amounting to between 0.2 per cent and 0.5 per cent of GDP, depending on the size of the deficit.¹² The deposit would be returned if the excessive deficit is corrected within two years. Otherwise, it would be converted into a fine. An excessive deficit should normally be corrected within 12 months of the end of the year to which it pertains. The Council can allow a longer adjustment period if it deems that “special” circumstances prevail, but there is no guidance as to what constitutes “special” circumstances.

Breaching the 3 per cent value for the deficit-to-GDP ratio can be justified only on the grounds of “exceptional” circumstances, which are deemed to occur if output declines by 2 per cent or more over one year. If output has declined by between 0.75 per cent and 2 per cent, the Council could also waive the penalty based on a qualified majority vote.

Implications of European monetary union

In this section, we review some of the possible internal and external implications of the completion of EMU.¹³ However, because there are many uncertainties concerning the introduction of the single currency,

12. The amount would represent 0.2 per cent of GDP plus an additional 0.1 percentage point for every per cent the deficit ratio is above 3 per cent, with a maximum of 0.5 per cent of GDP.

13. The IMF held a conference, in March 1997, on the implications of EMU for Europe and the world economy. See IMF (1997) for a summary.

censées survenir lorsque la production recule de 2 % ou plus au cours d’une année. Si celle-ci a baissé entre 0,75 et 2 %, le Conseil peut également ne pas appliquer la sanction prescrite par vote à la majorité qualifiée.

Les implications de l’Union économique et monétaire

Dans la présente section, nous passons en revue certaines des implications que le parachèvement de l’UEM peut avoir au sein de l’Union et à l’étranger¹³. Toutefois, compte tenu du nombre élevé d’incertitudes entachant le lancement de la monnaie unique en Europe, notamment en ce qui concerne la taille initiale de la zone euro et son évolution au fil du temps, toute évaluation des répercussions de l’UEM ne peut être que de nature provisoire.

Les implications pour l’Union européenne

En 1961, au moment où les pourparlers concernant le projet d’intégration économique et monétaire prenaient forme en Europe, Robert A. Mundell jetait, dans un brillant article, les bases théoriques du contexte dans lequel s’inscrit encore aujourd’hui le débat sur les zones monétaires optimales¹⁴. Le concept de zone monétaire optimale fait référence à un espace géographique et économique à l’intérieur duquel une monnaie unique et une politique monétaire commune fonctionnent de manière efficace. En dépit des raffinements apportés à ce concept depuis le début des années 60, les éléments essentiels du débat qu’il a suscité demeurent largement inchangés et ils fournissent un cadre théorique fort attrayant pour l’analyse des avantages et des inconvénients de la monnaie commune en Europe.

Parmi les avantages liés à l’adoption d’une monnaie unique, on compte la réduction des coûts de transaction, à savoir les économies directes découlant de la disparition des opérations de conversion des monnaies et de certaines activités connexes, devenues inutiles¹⁵. D’autre part, on s’attend également à une amélioration du fonctionnement des marchés financiers et des mécanismes monétaires. En effet, plus la région dans laquelle une monnaie est utilisée est vaste, plus la convertibilité et la liquidité de cette monnaie sont appelées à augmenter. Une monnaie unique permet également de réduire l’incertitude de nature économique. On dit souvent qu’un taux de change flottant peut varier pour des raisons étrangères à l’évolution des facteurs fondamentaux de l’économie, ce qui accroît le risque et, par le fait même,

13. En mars 1997, le FMI a tenu un colloque sur les conséquences de l’UEM pour l’économie de l’Europe et du reste du monde. Voir le sommaire de ce colloque dans FMI (1997).

14. Dans le sillage de l’étude de Mundell, d’autres chercheurs ont examiné les questions liées aux zones monétaires optimales. Voir McKinnon (1963), Kenen (1969) et Ingram (1969).

15. On peut citer, à titre d’exemple, une simplification de la comptabilisation des opérations commerciales, l’élimination de la nécessité d’opérations de couverture pour les opérations faisant intervenir les pays membres et la fin de la spéculation.

notably with regard to the initial size of the euro area and its evolution through time, any assessment of its impact can be only tentative.

Implications for the European Union

In 1961, when debate over the idea of economic and monetary integration was just beginning in Europe, Robert Mundell published a seminal article setting out the theoretical foundations that, even today, provide the framework for debate about optimum currency areas.¹⁴ An optimum currency area is a geographic and economic space in which a single currency and a common monetary policy operate effectively. Despite a number of refinements adopted since the early 1960s, the basic elements of the debate remain largely the same and offer a useful theoretical framework for analysing the advantages and disadvantages of adopting a common currency for Europe.

Among the advantages of a single currency is the reduction in transaction costs—i.e., the direct savings that come from eliminating currency conversion and related activities that are no longer necessary.¹⁵ Improvements can also be expected in the way financial markets and monetary mechanisms operate. Essentially, the broader a currency's area of use, the greater will be its convertibility and liquidity. A single currency also helps to reduce economic uncertainty. A floating exchange rate can fluctuate for reasons extraneous to fundamental elements of the economy, and this increases risk and, hence, uncertainty. This problem disappears within a monetary union. Given the high degree of trade integration among European countries, there are reasons to believe that adoption of the single currency will generate substantial savings. Figures produced by the European Commission suggest benefits amounting to between 0.6 per cent and 1.1 per cent of GDP for member countries; the reduction in transaction costs contributes almost half of these savings. These estimates, however, leave out a number of factors such as resources devoted to speculation, exchange rate hedging, costs associated with financial instruments and option contracts, and legal services. Thus, they may be somewhat conservative, as some economists have pointed out; but others have suggested that, however the estimates are defined, it may well be difficult to place a figure on the savings.

14. In the wake of Mundell's study, other researchers have explored the questions of optimum monetary areas. See McKinnon (1963), Kenen (1969), and Ingram (1969).

15. Examples would include: simpler business accounting; no need for risk hedging among member countries; and the end of speculation.

l'incertitude. Ce problème disparaît complètement au sein d'une union monétaire. Compte tenu du degré d'intégration élevé des échanges commerciaux entre les États européens, il y a lieu de croire que l'adoption d'une monnaie unique permettra de dégager des économies substantielles. À cet égard, la Commission européenne fait état de bénéfices de l'ordre de 0,6 à 1,1 % du produit intérieur brut des pays membres. De ces chiffres, un peu moins de la moitié est directement imputable à la réduction des coûts de transaction. Ces estimations font abstraction d'un certain nombre de facteurs, notamment les ressources affectées à la spéculation, les activités reliées aux prévisions du taux de change, les opérations sur contrats à terme d'instruments financiers et sur options, ainsi que les services juridiques. Comme l'ont fait valoir certains économistes, ces chiffres semblent assez modérés. Toutefois, d'autres chercheurs soutiennent que ces économies peuvent être difficiles à évaluer, quelle que soit la définition utilisée.

Un autre avantage de l'adoption d'une monnaie unique est le renforcement potentiel de la discipline et de la crédibilité en matière de politique monétaire. En Europe, les autorités allemandes se sont bâties une excellente réputation à la faveur des succès remportés dans leur lutte contre l'inflation. En revanche, les efforts faits par certains autres pays qui ont toléré l'inflation avant de s'engager à la maîtriser suscitent plutôt du scepticisme auprès des marchés financiers. Ces pays auraient sans doute intérêt à s'associer, dans le domaine de la politique monétaire, à un pays qui jouit d'une plus grande crédibilité. Bien qu'il soit largement reconnu, cet avantage est difficile à mesurer. Dans le cas de l'Europe, une monnaie commune permet d'élaborer des structures institutionnelles qui mettront la banque centrale à l'abri des pressions économiques et en préciseront le mandat. Dans un tel contexte, la mise en œuvre de politiques appropriées par la BCE pourrait entraîner une réduction des primes de risque pour certains pays.

Parmi les principaux inconvénients de la monnaie commune, on trouve la perte d'autonomie en matière de politique et le risque d'une instabilité accrue sur le plan macroéconomique. En adhérant à une zone monétaire, chaque pays renonce à la possibilité d'exercer seul une influence sur ses taux d'intérêt à court terme. En outre, en renonçant au régime de taux flottant, il perd un mécanisme de protection contre les perturbations économiques. Les inconvénients d'une politique économique commune sont toutefois moins prononcés si les perturbations mentionnées ont des incidences similaires sur tous les participants. Dans la mesure où une perturbation touche tous les États membres au même moment et a, sur eux, des répercussions comparables — on pense ici, par exemple, à une forte poussée du prix du pétrole ou d'une autre matière première —, une réaction commune de la politique économique sera sans nul doute jugée appropriée. Cependant, s'il s'agit d'une perturbation asymétrique, c'est-à-dire qui ne serait pas ressentie par tous les pays ou dont les effets ne seraient pas de la même ampleur pour chacun, une réaction commune ne serait pas nécessairement adéquate pour tous les participants. En pareil cas, si le taux de change ne peut fluctuer

A further advantage of a common currency is the potential it offers for reinforcing the discipline and credibility of monetary policy. Within Europe, the German monetary authorities have established a reputation for their success in fighting inflation. Certain other countries have, in the past, been more tolerant, and their new-found commitment to keeping inflation low is viewed sceptically by financial markets. For these countries, it could be helpful to link their monetary policies to a country that enjoys greater credibility in this regard. This advantage, although widely recognized, is difficult to quantify. In the case of Europe, a common currency offers the opportunity to set up institutional structures that insulate the central bank from political pressure and clarify its mandate. If, as a result, the ECB adopts appropriate policies, this could translate into lower risk premiums for certain countries.

The main disadvantages of a common currency are the loss of monetary policy independence and the potential for greater instability on the macroeconomic front. Once it is a member of a currency area, a country is no longer able to exert the same influence on short-term interest rates. In renouncing its floating exchange rate regime, it loses a mechanism that might protect it from economic shocks. The drawbacks of a common monetary policy are less severe, however, if such shocks tend to affect all participants similarly. To the extent that a shock is felt by all member countries at roughly the same time and with comparable impact—such as might happen with a sharp jump in the price of oil or some other commodity—a common economic policy response would indeed be seen as appropriate. If, however, the shock is asymmetric—i.e., it does not affect all member countries, or not to the same degree—then a common policy might not be appropriate for all participants. In that case, if the exchange rate is not allowed to fluctuate to permit the necessary adjustments, the result could be greater volatility in output and employment.

Fears about the disadvantages of a common monetary policy diminish, however, if there are other effective internal adjustment mechanisms that can substitute for the role played by the exchange rate. For example, in an economy where prices and wages are flexible, labour markets and goods and services markets will adjust more promptly to a shock. Worker mobility and free movement of capital are also factors that can take the place of adjustments to the nominal exchange rate. Finally, to the extent that a country has a sound fiscal policy, an open economy, and diversified production processes, macroeconomic adjustment will be easier, even under a common monetary policy.

Among the best-known studies on the costs of monetary union are

pour faciliter les ajustements nécessaires, cela pourrait conduire à des fluctuations encore plus prononcées de la production et de l'emploi.

Les préoccupations qu'inspirent les inconvénients d'une politique monétaire commune se dissipent toutefois si d'autres mécanismes internes d'ajustement très efficaces peuvent se substituer au taux de change. Par exemple, dans une économie où les prix et les salaires sont très souples, les marchés du travail et ceux des biens et services s'ajustent plus rapidement aux chocs. La mobilité de la main-d'œuvre et la libre circulation des capitaux constituent également des facteurs qui peuvent remplacer l'ajustement par le taux de change nominal. D'autre part, dans la mesure où la politique budgétaire s'avère très efficace, où le degré d'ouverture de l'économie est élevé et où les opérations de production sont très diversifiées, l'ajustement macroéconomique se trouve facilité, même dans le contexte d'une politique monétaire commune.

Parmi les travaux les plus connus sur les coûts d'une union monétaire, ceux de Bayoumi et Eichengreen (1993a et b et 1994) nous viennent naturellement à l'esprit. Ces auteurs étudient la question des zones monétaires optimales à l'aide de modèles économétriques très complexes et établissent des parallèles entre les pays d'Europe et d'Amérique du Nord. Ces deux auteurs montrent que les pays d'Europe ne formeraient pas une zone monétaire optimale, alors que le même type d'analyse effectué pour les régions des États-Unis indique que les États de cette fédération sont plus à même de fonctionner dans une zone monétaire commune.

En s'inspirant des travaux de Bayoumi et Eichengreen et en raffinant leur méthode, des chercheurs de la Banque du Canada ont rédigé un certain nombre d'études sur le concept de symétrie des perturbations et des cycles économiques appliqué à l'Europe et à l'Amérique du Nord (voir Chamie, DeSerres et Lalonde (1994), DeSerres et Lalonde (1995) et Dupasquier, Lalonde et St-Amant (1996)). Les auteurs de ces études tirent généralement des conclusions analogues à celles de Bayoumi et Eichengreen. Pris dans leur ensemble, les pays européens ne formeraient pas, a priori, une zone monétaire optimale.

En dépit du fait que ces économies, du moins pour la période récente, semblent subir des chocs de nature différente, il y a lieu de se demander si d'autres facteurs pourraient se substituer au taux de change pour assurer un ajustement adéquat des marchés du travail et des biens et services dans la future Europe unie¹⁶. À cet égard, il paraît intéressant de jeter un coup d'œil sur le degré de mobilité des facteurs de production. Dans son article, Mundell avançait la thèse qu'une mobilité prononcée des facteurs de production pourrait remplacer la flexibilité du taux de change comme mécanisme d'ajustement. Il est difficile d'établir de manière absolue le seuil à partir duquel on estime que la mobilité peut jouer ce rôle. L'approche retenue par les

16. Il existe d'autres éléments qui pourraient remplacer le taux de change, mais ils n'en sont pas des substituts parfaits. Voir Fenton et Murray (1993).

those by Bayoumi and Eichengreen (1993a, b, 1994). With the aid of sophisticated econometric models, they have examined the question of optimum currency areas, tracing the parallels between the national economies of Europe and North America. Their studies show that European countries would not form an optimum currency area, while a similar analysis of the various regions of the United States suggests that U.S. states are better suited to operating within a common currency area.

Drawing on the work of Bayoumi and Eichengreen, researchers at the Bank of Canada have further refined their methodology to focus on the concept of symmetry in shocks and business cycles, and have published a number of studies on this question, dealing with Europe and with the North American economies. See Chamie, DeSerres, and Lalonde (1994), DeSerres and Lalonde (1995), and Dupasquier, Lalonde, and St-Amant (1996). Their conclusions are generally consistent with those of Bayoumi and Eichengreen: taken as a whole, the countries of Europe are not, a priori, an optimum currency area.

Despite the fact that these economies appear to have suffered shocks of different kinds, at least in recent history, we may ask whether there are other factors that could replace the exchange rate in promoting appropriate adjustments in labour markets and in goods and services markets within a united Europe.¹⁶ In this respect, it is interesting to look briefly at the degree of mobility of the factors of production. In his article, Mundell advanced the idea that a pronounced mobility in the factors of production could replace exchange rate flexibility as an adjustment mechanism. It is hard to determine precisely what degree of mobility would be needed in order for it to play this role. The approach taken by economists is to estimate mobility and compare it with measurements for the United States and Canada, two currency unions that are functioning well. The results are not very encouraging: they show that mobility, particularly that of workers, has been significantly less in most of the European countries contemplating monetary union than it has been in the United States or Canada. See Eichengreen (1990), Masson and Taylor (1993), OECD (1991). It should be noted, however, that Europe is introducing new policies to encourage and facilitate capital and labour mobility; to the extent that these policies are effective, the outlook could become more propitious over time.

This last comment leads us to raise a final point regarding the theoretical and empirical aspects of monetary union. Researchers have

chercheurs consiste à estimer la mobilité et à la comparer avec celle mesurée pour les États-Unis et le Canada, deux unions monétaires qui fonctionnent bien. Les résultats obtenus ne sont pas très encourageants. Ils montrent que la mobilité, en particulier celle des travailleurs, a été sensiblement moins élevée dans la plupart des pays européens concernés par l'union monétaire qu'aux États-Unis ou au Canada (voir Eichengreen, 1990, Masson et Taylor, 1993, et OCDE, 1991). Il y a lieu de mentionner toutefois que de nouvelles politiques visent maintenant à encourager et à faciliter la mobilité des capitaux et de la main-d'œuvre en Europe. Si elles sont efficaces, ces politiques devraient contribuer fortement, au fil des ans, à améliorer les perspectives économiques.

Cette dernière remarque nous amène à soulever un dernier point lié aux aspects théoriques et empiriques d'une union monétaire. Récemment, des chercheurs ont avancé la notion d'endogénéité des zones monétaires optimales (voir Frankel et Rose, 1996b, ou Eichengreen et Bayoumi, 1996). L'adoption de politiques concertées pourrait stimuler les échanges commerciaux et l'intégration économique, de sorte que des pays qui ne satisferaient pas au départ aux critères d'adhésion seraient à même de le faire par la suite. Cette thèse a toutefois été contestée par Krugman (1993), qui soutient que l'adhésion à une zone monétaire commune conduit inévitablement à une spécialisation accrue des divers partenaires. Ainsi, les mêmes critères utilisés dans l'étude de Bayoumi et Eichengreen et dans celles réalisées à la Banque du Canada pourraient montrer a posteriori qu'une monnaie commune n'est pas nécessairement bénéfique. En tout état de cause, l'expérience européenne pourrait nous fournir des données intéressantes permettant de tester explicitement ces deux théories.

Il n'est pas possible de déterminer strictement, selon les critères des zones monétaires optimales, si le parachèvement de l'UEM donnera lieu à des avantages économiques nets. Même dans le scénario le plus favorable, ces avantages ne se manifesteront qu'après un certain temps. Par exemple, des données non officielles donnent à penser que le coût de la conversion à la monnaie commune (par exemple, la conversion des logiciels, des systèmes de comptabilité et des distributrices automatiques, ainsi que la production de nouveaux billets de banque et de pièces de monnaie) pourrait être très élevé à court terme. Par ailleurs, si des mesures d'assainissement des finances publiques sont mises en place plus rapidement que ce ne serait le cas sans les contraintes imposées par les critères de convergence de Maastricht, cela représentera, dans la phase actuelle du cycle économique en Europe, un coût de transition supplémentaire, ces mesures ayant tendance à affaiblir la demande et à aggraver le chômage à court terme. Toutefois, il importe de ne pas perdre de vue le fait que les dirigeants politiques de l'Union européenne évaluent les avantages de l'UEM dans un sens beaucoup plus large.

Comme la souplesse de la politique monétaire nationale sera éliminée et que la marge de manœuvre pour des mesures de politique budgétaire sera réduite, il faudrait de fortes mesures incitatives concourant à la mise en œuvre de réformes structurelles, en particulier sur les marchés du travail.

16. While there are other factors that might replace the exchange rate, they are not perfect substitutes. See Fenton and Murray (1993).

recently been focussing on the question of whether optimum currency areas are endogenous. See Frankel and Rose (1996b), or Eichengreen and Bayoumi (1996). In effect, the adoption of harmonized policies could stimulate the pace of trade and economic integration to the point where countries that might not meet membership criteria a priori could nevertheless be found to qualify a posteriori. Krugman (1993) has challenged this idea. He maintains that membership in a common currency area leads inevitably to greater specialization among economies, and that, a posteriori, the criteria used by Bayoumi and Eichengreen and in the various Bank of Canada studies could make a common currency area look even less suitable. In any case, Europe's experience should provide some interesting data for explicitly testing these two theories.

It is not possible to determine, strictly on the basis of the optimal currency criteria, whether or not the completion of EMU will result in net economic benefits. Even in the most favourable case, these benefits would presumably take some time to emerge. For instance, anecdotal evidence suggests that the cost of conversion to the common currency (e.g., to convert computer software, accounting systems, and vending machines and to produce new bank notes and coins) could be substantial over the short term. Moreover, to the extent that fiscal consolidation measures are implemented more rapidly than would be the case without the constraints imposed by the Maastricht criteria, it represents, in the actual phase of the business cycle in Europe, an additional transition cost because these measures tend to depress demand and exacerbate the unemployment situation over the short run. Nevertheless, it is important to keep in mind that political leaders of the European Union assess the benefits of EMU in a much broader sense.

Since national monetary policy flexibility will be eliminated and the scope for fiscal policy actions will be reduced, there should be strong incentives to implement structural reforms, particularly in labour markets.

Implications for international financial markets

The elimination of exchange rate risks among members of the euro area will make it easier to compare national financial markets and should result in increased integration and harmonization. Many believe that completion of EMU will also reinforce the ongoing restructuring process in the financial services industry. Increased competition among markets should lead to greater efficiency. Overall, higher substitutability among assets of the euro area would create deeper and more liquid

Les implications de l'UEM pour les marchés financiers internationaux

L'élimination du risque de change au sein de la zone euro facilitera la comparaison de la tenue des marchés financiers nationaux et devrait donner lieu à une intégration et à une harmonisation accrues. Il y en a qui pensent que le parachèvement de l'UEM aura également pour effet de raffermir le processus de restructuration en cours sur le marché des services financiers. Le regain de la concurrence entre les marchés devrait mener à une hausse de l'efficacité. Dans l'ensemble, une substituabilité plus grande parmi les actifs de la zone euro devrait donner lieu à l'émergence de marchés plus profonds et plus liquides. De fait, la troisième étape de l'UEM donnera lieu à la création de l'un des plus grands marchés de titres d'État au monde. Comme il a déjà été mentionné, non seulement toutes les nouvelles émissions obligataires seront-elles libellées en monnaie européenne, mais les gouvernements de d'Allemagne, d'Autriche, de Belgique, de France, d'Espagne, et d'Italie ont-ils indiqué qu'ils convertiraient aussi l'encours de leur stock de dette en euro dès le début. Plus généralement, l'importance potentielle de l'euro peut être mesurée par l'utilisation actuelle des monnaies de l'UE dans les opérations financières internationales. De fait, sur les marchés obligataires internationaux, environ un tiers de l'encours des titres de dette internationaux est libellé en monnaie des pays de l'Union européenne (Tableau 4).

Comme le laissent croire des études récentes effectuées par le FMI et l'OCDE (voir Prati et Schinasi, 1997, et Funke et Kennedy, 1997), l'émergence d'un marché de grande envergure d'euro-actifs améliorera l'attrait de l'euro à titre d'actif d'investissement et de réserve de valeur pour les banques centrales. Néanmoins, on croit que l'euro ne s'imposera probablement sur la scène internationale que graduellement¹⁷.

Les implications pour les institutions internationales

Il est probable qu'une intégration plus poussée de l'Union européenne ait une incidence sur le fonctionnement des institutions financières internationales et d'autres organismes (tels que le FMI, l'OCDE, la BRI, le G-7, etc.). De fait, avec l'instauration d'une autorité monétaire unique pour la zone euro, il faudra presque certainement réexaminer la représentation des pays européens membres aux instances internationales. À cet égard, l'importance relative du Canada au sein de certains

17. Avec l'adoption de la monnaie unique, les stocks de réserves officielles des banques centrales de la zone euro seront automatiquement réduits, un certain nombre de monnaies européennes étant converties en euro. Il s'ensuivrait que les portefeuilles de ces banques centrales ne comprendraient surtout que des dollars É.-U. Le besoin de réserves officielles dans la zone euro serait toutefois plus faible, toutes choses étant égales par ailleurs, que ce n'est actuellement le cas en situation de circulation de monnaies différentes dans l'Union européenne. Beaucoup d'observateurs, comme l'OCDE, sont d'avis qu'il est peu probable qu'un ajustement de la taille ou de la composition des réserves officielles par le SEBC perturbe les marchés de change.

Table 4 Outstanding international debt securities by currency
Tableau 4 Encours des titres internationaux de dette par devise

		Amount outstanding ^a (at the end of March 1997) Encours^a (fin mars 1997)		
		Billions of U.S. dollars Milliards de dollars É.-U.	Percentage of the total Pourcentage de l'ensemble	
	U.S. dollar	1,301	40.2	Dollar É.-U.
	Currencies of European Union countries (plus ECU)	1,108	34.2	Monnaies des pays de l'Union européenne (y compris l'écu)
	Japanese yen	500	15.4	Yen
	Other	332	10.2	Autres monnaies
	Total	3,241	100.0	Ensemble des monnaies

a. Includes international bonds and euro notes

a. Y compris les obligations internationales et les euro-effets

Source: Bank for International Settlements, *International Banking and Financial Market Developments* (May 1997)

Source : Banque des Règlements Internationaux, *Activité bancaire et financière internationale* (mai 1997).

markets. Indeed, the third stage of EMU will create one of the largest government bond markets in the world. As mentioned earlier, not only will all new government bond issues be in euros, but the governments of Austria, Belgium, France, Germany, Italy, and Spain have indicated that they would also convert their existing stock of debt into euros right from the start. More generally, the potential importance of the euro can be assessed by the current use of EU currencies in international financial transactions. Indeed, in international bond markets, about one-third of the outstanding stock of international debt securities is denominated in currencies of the European Union (Table 4).

As suggested in recent studies by the IMF and the OECD, see Prati and Schinasi (1997) and Funke and Kennedy (1997), the emergence of a large market for euro-denominated assets will enhance the euro's attractiveness as an investment asset and as a reserve currency for central banks. Nevertheless, it is believed that the emergence of the euro as a major international currency is likely to be gradual.¹⁷

Implications for international institutions

It is likely that further integration in the European Union will have an impact on the functioning of international financial institutions and other organizations (such as the IMF, OECD, BIS, G-7, etc.). Indeed, with the switch to a single monetary authority for the euro area, the

organismes pourrait être réduite. Par exemple, au sein des structures courantes telles que le G-7 et le G-10, la taille de l'économie canadienne serait relativement petite par rapport à celle du bloc européen unifié, des États-Unis et du Japon.

Les implications pour le Canada

Crowley (1997)¹⁸ a étudié récemment l'incidence de l'UEM sur les échanges canadiens et les investissements directs étrangers. Selon une analyse des tendances récentes, ce travail de recherche a laissé croire que l'UEM peut mener à une hausse des échanges à l'intérieur de l'Union européenne et à une réduction des échanges avec les autres pays. À notre avis, toutefois, de tels changements ne se produiraient que graduellement et seraient relativement de petite envergure, étant donné que le mécanisme de change liant actuellement la plupart des monnaies de l'UE (le MCE) s'apparente déjà à un régime de monnaie unique. Nous devons aussi souligner que, dans la mesure où la mise en œuvre de la monnaie unique est porteuse de croissance, elle pourrait donner lieu à certains nouveaux débouchés pour les entreprises exportatrices canadiennes.

Crowley est également d'avis que les pratiques commerciales changeront avec le temps, mais que l'importance de l'euro restera modeste par rapport au dollar É.-U.¹⁹ En ce qui concerne les flux de l'investissement direct étranger, il conclut qu'il n'est pas possible de déterminer son incidence nette pour le Canada. Parmi les diverses incidences possibles, il se pourrait que certaines encouragent la concentration de

17. With the adoption of the single currency, holdings of official reserves by national central banks of the euro area will be automatically reduced, as a number of European currencies will be converted into euros. As a result, their portfolios would consist mainly of U.S. dollars. The need for official reserves in the euro area would, however, be smaller, ceteris paribus, than is currently the case with separate currencies in the European Union. Many observers, such as the OECD, believe that any adjustment to the size or composition of official reserves by the ESCB is unlikely to disrupt exchange markets.

18. Le Comité sénatorial permanent des affaires étrangères a examiné ces questions dans son rapport intitulé *L'intégration européenne : son importance pour le Canada*, achevé en 1996. Par la suite, Hannah (1997) a étudié ces questions plus en profondeur. D'autres travaux, tels que ceux de Crowley (1997), ont été diligentés par le ministère des Affaires étrangères et du Commerce international.

19. À court terme, Crowley estime qu'avec une large zone euro, les exportations et les importations canadiennes libellées en euro se situeraient entre 2 et 5 % environ et entre 5 et 7 % respectivement. À plus long terme, il croit que ces pourcentages pourraient augmenter graduellement.

representation of these European countries in the international arena will almost certainly have to be re-examined. In that context, the relative importance of Canada in some organizations could be reduced. For instance, in current structures such as the G-7 and the G-10, the size of Canada's economy would be relatively small vis-à-vis a unified European bloc, the United States, and Japan.

Implications for Canada

A recent study by Crowley (1997)¹⁸ examined the impact of EMU on Canadian trade and foreign direct investment. Based on an analysis of recent trends, it suggested that EMU may lead to an increase in intra-European Union trade and to a reduction in trade with countries outside the Union. We would argue, however, that such changes would take place only gradually and would likely be relatively modest, because the current exchange rate arrangement linking most EU currencies (the ERM) is already close to a common currency. We would also stress that if the implementation of the single currency is growth-enhancing, this could result in some new export opportunities for Canadian firms.

Crowley also believes that trade-invoicing practices will change through time, but that the importance of the euro will remain modest in comparison with the U.S. dollar.¹⁹ With respect to flows of foreign direct investment, he concludes that it is not possible to determine the net impact for Canada. Among various possible effects, it is argued that there might be an incentive for Canadian direct investment abroad to be concentrated on participants in the third stage of EMU rather than on the other EU countries. Indeed, it is argued that the United Kingdom, which has been the largest recipient of Canadian foreign investment in the EU, could be disadvantaged if it did not participate in the final stage of EMU. As mentioned earlier, the United Kingdom can opt out of the third stage, and the current government has committed itself to a referendum on this issue. At the same time, Canada could receive larger flows of direct investment from countries of the euro area if EMU is growth-enhancing.

Conclusion

As noted earlier, Europe's adoption of a single currency will mark the culmination of a lengthy process that began in the 1950s, and that has been sustained by the determination and perseverance of Europe's

l'investissement direct canadien à l'étranger dans les pays participant à la troisième phase de l'UEM plutôt que dans d'autres pays de l'UE. De fait, on prétend que le Royaume-Uni, qui est le destinataire le plus important de l'investissement canadien à l'étranger au sein de l'UE, pourrait être désavantagé s'il ne participait pas à la phase finale de l'UEM. Comme il a déjà été mentionné, le Royaume-Uni peut faire l'objet d'une dérogation pour cette phase, et le gouvernement actuel s'est engagé à tenir un référendum sur cette question. Dans le même temps, le Canada pourrait recevoir plus de flux d'investissements directs provenant de pays de la zone euro si l'UEM est porteuse de croissance.

Conclusion

Comme nous l'avons déjà souligné, l'adoption de la monnaie unique en Europe sera le fruit d'un long processus amorcé dans les années 50 et caractérisé par la détermination et la persévérance des décideurs politiques européens. Les pays engagés dans la marche vers l'UEM ne forment pas, a priori du moins, une zone monétaire optimale, ce qui fait de cette décision un enjeu beaucoup plus politique qu'économique. Toutefois, l'adoption de politiques concertées pourrait conduire à une meilleure intégration économique, permettant ainsi aux pays membres de surmonter certaines contraintes associées à cette union. Cependant, avant d'assister à la naissance de l'euro, il reste encore certaines étapes cruciales à franchir et certains obstacles à surmonter.

En raison de la reprise économique très lente et des efforts de restructuration dont les effets bénéfiques tardent à se faire sentir, l'opinion de la population ne penche guère, à l'heure actuelle, en faveur de ce projet. En effet, la persistance de taux de chômage élevés dans plusieurs pays, attribués bien souvent à la rigueur des politiques monétaires et budgétaires exigée par les critères de convergence jugés parfois trop sévères, a contribué à exacerber les sentiments à l'égard de ce projet. De surcroît, la conjoncture peu favorable a fait en sorte que peu de pays sont en mesure de respecter rigoureusement tous les critères. À ce titre, le déficit de la plupart des pays dépasse encore le seuil prescrit de 3%. Par conséquent, le Conseil européen pourrait interpréter les critères avec la souplesse dont il dispose lorsque viendra le temps de décider quels pays composeront la zone euro en janvier 1999. Ce point constitue, à l'heure actuelle, une source d'incertitude susceptible d'engendrer de la volatilité sur des marchés financiers peu enclins à avaliser un assouplissement des politiques budgétaires. En effet, les marchés apprécient la discipline imposée aux autorités politiques par ces critères puisqu'ils sont, lorsqu'ils sont rigoureusement respectés, l'assurance de politiques économiques saines à long terme.

Par ailleurs, le parachèvement de l'UEM devrait également entraîner une restructuration des marchés financiers conduisant à une efficacité plus poussée. Toutefois, avant que les avantages ne se concrétisent entièrement, la période de transition nécessaire à la mise en place des changements pourrait être ponctuée de certains soubresauts coûteux.

Pour terminer, mentionnons que pour le Canada les conséquences de l'entrée en vigueur de l'euro semblent, du moins à court terme, relativement mineures. Toutefois,

18. The Standing Senate Committee on Foreign Affairs reviewed these issues in its report, *European Integration: The Implications for Canada*, completed in 1996. Subsequently, Hannah (1997) explored those issues in more detail. Additional research, such as the study by Crowley (1997), was commissioned by the Department of Foreign Affairs and International Trade.

19. Over the short term, Crowley estimates that with a large euro area, Canadian exports and imports denominated in euros would be about 2 to 5 per cent and 5 to 7 per cent, respectively. Over the longer term, he believes that these shares could gradually increase.

political leaders. Current opinion and theory indicate that the countries now heading towards EMU do not seem to form an optimum currency area, which means that their venture is essentially political rather than economic. Yet, policy harmonization could lead to a greater degree of economic integration which, in turn, could help member countries overcome some of the restrictions surrounding their union. But there are still a number of crucial steps to be taken, and several obstacles to clear, before the euro makes its appearance.

With economic recovery so sluggish and the benefits of restructuring so slow to make themselves felt, public opinion in Europe right now is not very favourably inclined towards the plan. Persistently high unemployment in many countries, often blamed on tight monetary and fiscal policies adopted to meet severe convergence criteria, has tended to exacerbate feelings on the subject. Moreover, the current uncomfortable economic situation means that few countries are in a position, strictly speaking, to satisfy all the criteria. For example, most countries are still running deficits in excess of the 3 per cent of GDP. Consequently, the European Council may use the available flexibility when interpreting the rules to decide which countries will qualify for membership in the EMU in January 1999. At this time, that prospect represents a source of uncertainty that could create volatility in financial markets less inclined to endorse any relaxation of fiscal policy. Those markets welcome the political discipline that the union criteria impose, believing that if the criteria are rigorously respected they will provide the best assurance for sound, long-term economic policies.

Furthermore, the realization of the EMU should also bring about a restructuring of financial markets to make them more efficient. But before the full benefits can be realized, the transition period leading up to these changes could be marked by some costly convulsions.

In concluding, we should mention that, for Canada, the consequences of the shift to the euro would appear to be relatively modest, at least in the short run. Of course, to the extent that the union alters the dynamics of international relations and the functioning of financial markets, Canada will no doubt feel an impact. But, at this stage, it is difficult to assess the extent and scope of any such changes.

dans la mesure où cette union va amener un changement sur le plan de la dynamique des relations internationales et du fonctionnement des marchés financiers, le Canada s'en ressentira sans doute. Il est cependant, à l'heure actuelle, relativement difficile d'évaluer adéquatement la teneur exacte et la portée de ces changements.

References

- Bayoumi, T. and B. Eichengreen. 1993a. "Is There a Conflict Between EC Enlargement and European Monetary Unification?" *Greek Economic Review* 15: 131-154.
- . 1993b. "Shocking Aspects of European Monetary Integration." In *Adjustment and growth in the European Monetary Union*, edited by F. Giavazzi and F. Torres. New York: Cambridge University Press, 193-229.
- . 1994. *One Money or Many? Analyzing the Prospects for Monetary Unification in Various Parts of the World*. Princeton Studies in International Finance 76. Princeton (N. J.): Princeton University, Dept. of Economics, International Finance Section.
- Chamie, N., A. DeSerres, and R. Lalonde. 1994. "Optimum Currency Areas and Shock Asymmetry: A Comparison of Europe and the United States." Working Paper No. 94-1. Ottawa: Bank of Canada.
- Council of the European Communities. 1992. *Treaty on European Union*. Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities.
- Crowley, P. 1997. *European Monetary Union and Canada: Implications for Trade and Foreign Direct Investment*. Halifax: Economics Department, Saint Mary's University.
- DeSerres, A. and R. Lalonde. 1995. "Les sources des fluctuations des taux de change en Europe et leurs implications pour l'union monétaire." *Recherches économiques de Louvain*, 61: 3-42.
- Dupasquier, C., R. Lalonde, and P. St-Amant. 1996. "Optimal Currency Areas as Applied to Canada and the United States." In *Exchange Rates and Monetary Policy*. Proceedings of a conference held at the Bank of Canada, October 1996. Ottawa: Bank of Canada, 131-170.
- Eichengreen, B. 1990. "Costs and Benefits of European Monetary Unification." Working Paper No. 45. London: Centre for Economic Policy Research.

Bibliographie

- Bayoumi, T. et B. Eichengreen (1993a). « Is There a Conflict Between EC Enlargement and European Monetary Unification? », *Greek Economic Review*, vol. 15, p. 131-154.
- (1993b). « Shocking Aspects of European Monetary Integration ». In : *Adjustment and growth in the European Monetary Union*, sous la direction de F. Giavazzi et F. Torres, New York, Cambridge University Press, p. 193-229.
- (1994). *One Money or Many? Analyzing the Prospects for Monetary Unification in Various Parts of the World*, Princeton Studies in International Finance, vol. 76, Princeton (N.J.), Université de Princeton, Department of Economics, International Finance Section.
- Chamie, N., A. DeSerres et R. Lalonde (1994). « Optimum Currency Areas and Shock Asymmetry: A Comparison of Europe and the United States », document de travail n° 94-1, Ottawa, Banque du Canada.
- Commission européenne (1994). *Questions et réponses sur l'Union européenne*, Luxembourg, Office des Publications Officielles des Communautés Européennes.
- (1995). *European Integration. The Origins and Growth of the European Community*, Luxembourg, Office des Publications Officielles des Communautés Européennes.
- Conseil des communautés européennes (1992). *Traité sur l'Union européenne*, Luxembourg, Office des Publications Officielles des Communautés Européennes.
- Crowley, P. (1997). *European Monetary Union and Canada: Implications for Trade and Foreign Direct Investment*, Halifax, Département d'économie, Université Saint Mary's.
- DeSerres, A. et R. Lalonde (1995). « Les sources des fluctuations des taux de change en Europe et leurs implications pour l'union monétaire », *Recherches économiques de Louvain*, vol. 61, p. 3-42.
- Dupasquier, C., R. Lalonde et P. St-Amant (1996). « Les zones monétaires optimales : une application au Canada et aux États-Unis ». In : *Les taux de change et la politique monétaire*, Actes d'un colloque tenu à la Banque du Canada en octobre 1996, Ottawa, Banque du Canada, p. 131-170.

- Eichengreen, B. and T. Bayoumi. 1996. "Ever Closer to Heaven? An Optimum-Currency-Area Index for European Countries." Working Paper No. C96-078. Center for International and Development Economics Research, University of California at Berkeley.
- European Commission. 1994. *Questions et réponses sur l'Union européenne*. Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities.
- . 1995. *European Integration. The Origins and Growth of the European Community*. Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities.
- European Monetary Institute. 1996. *Progress Towards Convergence 1996*.
- . 1997a. *Annual Report 1996*.
- . 1997b. *The Single Monetary Policy in Stage Three—Specification of the Operational Framework*.
- . 1997c. *The Single Monetary Policy in Stage Three—Elements of the Monetary Policy Strategy of the ESCB*.
- Fenton, P. and J. Murray. 1993. "Optimum Currency Areas: A Cautionary Tale." In *The Exchange Rate and the Economy*. Proceedings of a conference held at the Bank of Canada, June 1992. Ottawa: Bank of Canada, 485-531.
- Frankel, J. and A. Rose. 1996a. "Economic Structure and the Decision to Adopt a Common Currency." Working Paper No. C96-073. Center for International and Development Economics Research, University of California at Berkeley.
- . 1996b. "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria." Working Paper No. 5700. Cambridge, Mass.: NBER.
- Funke, N. and M. Kennedy. 1997. "International Implications of European Economic and Monetary Union." Working Paper No. 174. Paris: OECD.
- Eichengreen, B. (1990). « Costs and Benefits of European Monetary Unification ». document de travail n° 45, Londres, Centre for Economic Policy Research.
- Eichengreen, B. et T. Bayoumi (1996). « Ever Closer to Heaven? An Optimum-Currency-Area Index for European Countries », document de travail n° C96-078, Center for International and Development Economics Research, Université de la Californie à Berkeley.
- Institut monétaire européen (1996). *Les progrès de la convergence en 1996*.
- (1997a). *Rapport annuel 1996*.
- (1997b). *La politique monétaire unique en phase III —Définition du cadre opérationnel*.
- (1997c). *La politique monétaire unique en phase III —Éléments de la stratégie monétaire du SEBC*.
- Fenton, P. et J. Murray (1993). « Zones monétaires optimales : Une invitation à la prudence ». In : *Taux de change et économie*, Actes d'un colloque tenu à la Banque du Canada en juin 1992, Ottawa, Banque du Canada, p. 525-577.
- Fonds monétaire international (1997). « Les conséquences de l'UEM pour l'Europe et l'économie mondiale », *Bulletin du FMI*, avril.
- Frankel, J. et A. Rose (1996a). « Economic Structure and the Decision to Adopt a Common Currency », document de travail n° C96-073, Center for International and Development Economics Research, Université de la Californie à Berkeley.
- (1996b). « The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria », document de travail n° 5700, Cambridge (Massachusetts), NBER.
- Funke, N. et M. Kennedy (1997). « International Implications of European Economic and Monetary Union », document de travail n° 174, Paris, OCDE.
- Hannah, R. (1997). « L'Union monétaire européenne et ses implications pour le Canada », Document d'analyse commerciale et économique n° 97/01, ministère des Affaires étrangères et du Commerce international.
- Ingram, J. C. (1969). « Comment: The Currency Area Problem ». In : *Monetary Problems of the International Economy*, sous la direction de R. Mundell et A. Swoboda, Chicago, University of Chicago Press, p. 95-100.

- Hannah, R. 1997. "European Monetary Union and its Implications for Canada." Working Paper No. 97/ 1. Ottawa: Department of Foreign Affairs and International Trade.
- International Monetary Fund. 1997. "Conference Focuses on Implications of EMU for Europe and the World Economy." *IMF Survey*, April.
- Ingram, J. 1969. "Comment: The Currency Area Problem." In *Monetary Problems of the International Economy*, edited by R. Mundell and A. Swoboda. Chicago: University of Chicago Press, 95-100.
- Kenen, P. 1969. "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View." In *Monetary Problems of the International Economy*, edited by R. Mundell and A. Swoboda. Chicago: University of Chicago Press, 41-60.
- Krugman, P. 1993. "Lessons of Massachusetts for EMU." In *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, edited by F. Giavazzi and F. Torres. New York: Cambridge University Press, 241-261.
- Masson, P. and M. Taylor. 1993. "Currency Unions: A Survey of the Issues." In *Policy Issues in the Operation of Currency Unions*, edited by P. Masson and M. Taylor. Cambridge: Cambridge University Press, 3-54.
- McKinnon, R. 1963. "Optimum Currency Areas." *The American Economic Review* 53, 717-725.
- Mundell, R. 1961. "A Theory of Optimum Currency Areas." *The American Economic Review* 51, 657-665.
- Organisation for Economic Co-operation and Development. 1991. *Perspectives de l'emploi*. Paris.
- Prati, A. and G. Schinasi. 1997. "European Monetary Union and International Capital Markets: Structural Implications and Risks." Working Paper No. 62. Washington: IMF.
- The Senate of Canada. 1996. *European Integration: The Implications for Canada*. Report of the Standing Senate Committee on Foreign Affairs.
- Kenen, P. B. (1969). « The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View ». In : *Monetary Problems of the International Economy*, sous la direction de R. Mundell et A. Swoboda, Chicago, University of Chicago Press, p. 41-60.
- Krugman, P. (1993). « Lessons of Massachusetts for EMU ». In : *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, sous la direction de F. Giavazzi et F. Torres, New York, Cambridge University Press, p. 241-261.
- Masson, P. et M. Taylor (1993). « Currency Unions: A Survey of the Issues ». In : *Policy Issues in the Operation of Currency Unions*, sous la direction de P. Masson et M. Taylor, Cambridge, Cambridge University Press, p. 3-54.
- McKinnon, R. (1963). « Optimum Currency Areas », *The American Economic Review*, vol. 53, p. 717-725.
- Mundell, R. (1961). « A Theory of Optimum Currency Areas », *The American Economic Review*, vol. 51, p. 657-665.
- Organisation de Coopération et de Développement Économiques (1991). *Perspectives de l'emploi*, Paris.
- Prati, A. et G. Schinasi (1997). « European Monetary Union and International Capital Markets: Structural Implications and Risks », document de travail n° 62, Washington, Fonds monétaire international.
- Sénat du Canada (1996). *L'intégration européenne : son importance pour le Canada*, Rapport du Comité sénatorial permanent des Affaires étrangères.

Glossary

Governing institutions of the European Union

The **Council of the European Union** is the main decision-making institution. It is composed of representatives of the governments from the 15 member states and is responsible for co-ordinating the general economic policies of the member states.

The **European Commission** ensures the application of the Treaties. It consists of 20 commissioners representing each of the member states. The European Commission is independent and has the sole right to initiate and propose Community legislation. In the economic policy area, the Commission recommends broad guidelines for the economic policies in the Community and reports to the Council on economic developments and policies. It monitors public finances and initiates the procedure on excessive deficits.

The **European Parliament** is composed of 626 deputies elected every five years by direct universal suffrage in each of the 15 member states. It provides democratic control notably by its power to dismiss the European Commission with a vote of censure. In the context of EMU, the Parliament has mainly consultative powers. However, the Maastricht Treaty establishes certain procedures for democratic accountability of the European Central Bank to the Parliament.

The **Governing Council of the European Central Bank** (ECB) will formulate monetary policy for the euro area. It will be composed of an Executive Board (made up of a president, a vice-president, and four other members) and the governors of the participating national central banks.

The **European System of Central Banks** (ESCB) will be composed of the European Central Bank (ECB) and the national central banks of the countries participating in the euro area. The primary objective of the ESCB will be to maintain price stability.

The **European Monetary System** (EMS) was created in March 1979 with the objective of creating closer monetary policy co-operation and monetary stability in the European Community. The main components of the EMS are

- the **European Currency Unit** (ECU), which is a basket made of the sum of fixed amounts of 12 of the 15 currencies of the EU. Its value is calculated as a weighted average of the value of its component currencies. In its official form, it serves as

Glossaire

Les institutions de l'Union européenne

Le **Conseil de l'Union européenne** est l'organe législatif suprême de la Communauté. Il est composé de représentants des gouvernements des quinze États membres et est responsable de la coordination des politiques économiques générales de ces derniers.

La **Commission européenne** assure l'application des dispositions des traités. Elle est composée de vingt commissaires représentant chacun des États membres. Elle est indépendante et a le privilège exclusif d'initier et de proposer les lois de la communauté. Dans le domaine économique, la Commission recommande des directives générales concernant les politiques économiques au sein de la Communauté et relève du Conseil quant à l'évolution et aux politiques économiques. Elle surveille les finances publiques et déclenche la procédure relative au déficit excessif.

Le **Parlement européen** se compose de 626 représentants élus au suffrage universel tous les cinq ans dans chacun des quinze États membres. Il assure le contrôle démocratique, principalement par le pouvoir qu'il a de dissoudre la Commission européenne par un vote de censure. Dans le cadre de l'UEM, le Parlement a surtout des compétences consultatives. Toutefois, le Traité de Maastricht prévoit certaines procédures réglementant la responsabilité démocratique de la Banque centrale européenne devant le Parlement.

Le **Système monétaire européen** (SME) a été créé en mars 1979 avec pour objectif de resserrer la coopération en matière de politique monétaire entre les pays de la communauté afin d'aboutir à une zone de stabilité monétaire. Les principaux éléments qui composent le SME sont :

- l'**unité de compte européenne** (ECU), qui est un panier composé de la somme de montants fixes de 12 des 15 monnaies des États membres. Sa valeur est une moyenne pondérée de la valeur des monnaies qui le composent. Les écus officiels servent de numéraire pour le MCE et d'actif de réserve pour les banques centrales; et
- le **Mécanisme de change européen** (MCE), qui définit le taux de change des devises participantes par un taux central vis-à-vis de l'écu. Ces taux servent à l'établissement de taux de change bilatéraux entre les monnaies des pays participants. Les taux de change peuvent fluctuer autour de ces taux centraux bilatéraux à l'intérieur de marges de fluctuation, qui sont actuellement de plus ou moins 15 %.

the numeraire of the ERM and as a reserve asset for central banks.

- the **Exchange Rate and intervention Mechanism** (ERM), which defines the exchange rate of participating currencies in terms of a central rate vis-à-vis the ECU. These rates are used to establish bilateral exchange rates between participating currencies. Exchange rates are allowed to fluctuate around these bilateral central rates within fluctuation margins, which are currently set at ± 15 per cent.

The **European Monetary Institute** (EMI) was created in 1994 in preparation for monetary union. As established by the Maastricht Treaty, the EMI is required to

- prepare the instruments and the procedures necessary for carrying out a single policy in the third stage of EMU.
- promote the harmonization, where necessary, of the rules and practices governing the collection, compilation, and distribution of statistics in the areas within its field of competence.
- prepare the rules for operations to be undertaken by the national central banks in the framework of the ESCB.
- promote the efficiency of cross-border payments.
- and supervise the technical preparation of euro bank notes.

The **Court of Justice** ensures that Community law is observed. In the area of Community law, its decisions take precedence over those of national courts.

The **Court of Auditors** monitors the financial management of the European Union.

Le **Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne** (BCE) formulera la politique monétaire de la zone euro. Il sera composé d'un directoire (formé d'un président, d'un vice-président et de quatre autres membres) et des gouverneurs des banques centrales nationales participantes.

Le **Système européen de banques centrales** (SEBC) sera composé de la Banque centrale européenne (BCE) et des banques centrales nationales des pays de la zone euro. Sa mission principale sera le maintien de la stabilité des prix.

L'**Institut monétaire européen** (IME) a été créé en 1994 en prévision de l'Union monétaire. Conformément au Traité de Maastricht, l'IME a pour rôle de :

- préparer les instruments et la procédure nécessaires pour la formulation et la mise en œuvre d'une politique commune pendant la troisième phase de l'UEM;
- favoriser l'harmonisation, là où cela est nécessaire, des règles et des pratiques régissant la collecte, la compilation et la diffusion de statistiques dans ses sphères de compétences;
- préparer les règles relatives aux opérations devant être entreprises par les banques centrales nationales dans le cadre du SEBC;
- favoriser l'efficacité des systèmes de paiement transfrontières; et
- superviser la préparation technique des billets de banque en monnaie européenne.

La **Cour de justice** veille au respect des lois de la Communauté. À cet égard, ses décisions ont préséance sur celles des tribunaux nationaux.

La **Cour des comptes** surveille la gestion financière de l'Union européenne.