



**INFORMATION · INFORMATORISCHE AUFZEICHNUNG · INFORMATION MEMO · NOTE D'INFORMATION  
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΟ ΣΗΜΕΙΩΜΑ · NOTA D'INFORMAZIONE · TER DOCUMENTATIE**

Brussels, March 1984

THE FIRST FIVE YEARS OF THE EUROPEAN MONETARY SYSTEM (1)

On 6 February 1984 the Council (Economic and Financial Affairs) decided to hold a discussion on 12 March on the success so far achieved by monetary cooperation in Europe, on the basis of a document prepared by the Commission in consultation with the Monetary Committee.

The Commission sent the Council a communication on the results of the first five years of operation of the EMS. The main points were as follows :

- the EMS has proved an effective instrument for the convergence of economic policies,
- the EMS has proved a useful instrument for the orderly management of exchange-rate policies.

I. The EMS as an instrument for the convergence of economic policies

- A. The EMS has strengthened policy coordination procedures to a significant but still limited extent.

A monetary system whose purpose is to establish a zone of stability in Europe necessarily implies the close coordination of policies which, operating upstream, can influence the parities of the participating currencies.

1. The EMS has given substance to Community procedures

The Community coordination and monitoring system was defined in its essentials by the Council's 1974 decisions on convergence. Until the EMS was set up, these procedures remained largely a matter of form. Since 1979 they have taken on a new meaning :

- national policies have come closer together in their broad agreement on the need to stabilize prices;
- the concerting of policies within Community bodies - the Monetary Committee, the Committee of Governors and the Council - has become systematic practice made necessary by the discipline imposed by the EMS;
- the realignment operations, especially since February 1982, have become the prime occasion, for the close examination and adaptation of national economic policies along paths of convergence.

./..

(1) COM(84) 125

2. The scope of obligations in the direction of convergence remains limited

- (i) The ultimate responsibility for the conduct of economic policy quite clearly remains in the hands of the Member States.
- (ii) The EMS has brought about the concerting of monetary policies but has not yet resulted in any such close coordination of other policies which nevertheless have a direct influence on monetary developments, such as public deficit management or income and cost trends in nominal terms.
- (iii) the convergence of monetary policies themselves has been limited by two specific factors : continuing restrictions in several Member States to the free movement of capital; and the availability of credits without strings on international financial markets, which has made it possible to avoid using the conditional credit facilities of the EMS (with the exception of the Community borrowings facility, which was used in June 1983).

B. The results

1. The EMS has made a positive contribution to the stability of exchange rates

Despite the unstable international monetary environment (with the second oil shock and the rise of the dollar since 1979), the EMS has succeeded in dampening the volatility of exchange rates between the participating currencies :

- between 1979 and 1983, the average month-to-month fluctuations against the German mark of the other seven EMS currencies ranged from 0.5% to 0.8%, whereas the US dollar, the yen and sterling fluctuated against the German mark by between 2.4% and 2.7%;
- the average month-to-month movement in the effective exchange rate of the EMS currencies ranged from 1.2% to 1.5% over the period 1979-83, whereas the dollar, the yen and sterling moved by between 2.3% and 2.8%;
- since March 1979 there have been seven realignment operations. In all of them, the parity changes were in the direction suggested by basic economic trends. From 1979 to 1983, the maximum spread of the deviations from the medium-term trend of the real exchange rates of the German mark, the French franc, the Italian lira and the Irish pound against the other four participating currencies was half the spread observed from 1974 to 1978. Similarly, the deviations from the trend of real exchange rates for each of the EMS currencies against all the principal currencies was limited (to between 8.2% and 13.1%), whereas the deviations were 16.6% for the dollar, 29% for the yen and 41% for sterling.

2. More limited success in achieving price convergence

Over the last five years, success in reducing inflation has been limited. Since 1983, however, the trend has been more favourable : for the eight countries participating in the EMS exchange rate mechanism, the average inflation will have dropped from 8% in 1979 to 6.1% in 1983 and will settle at 5% in 1984. The maximum spread was 11 points in 1979 (Italy, 15%; Netherlands, 4%) and 12 points in 1983 (Italy, 14.7%; Netherlands, 2.7%), but is expected to fall to 7.5 points in 1984 (Italy, 10.6%; Netherlands, 3.1%).

## II. The EMS as an instrument for the orderly management of exchange rate policies

The EMS mechanisms must be examined from the aspects of their degree of response to the requirements of the system and the extent of their scope.

### A. The degree of response of the mechanisms

#### 1. Use of the ECU

The ECUs received by the central banks as a counterpart to their gold and dollar contributions are little used. Their method of creation (revolving swap arrangements) and the fluctuations in the amount of ECU issued (which depends on the price of gold and the rate of the dollar) make them precarious assets. Their limited acceptability (50% of the claim arising from very short-term financing), the non-convertibility of creditor positions, and their low yield (the average of the official discount rates) make them unattractive as an asset.

About 80% of very short-term financing operations from 1979 to 1983 were unwound without using the ECU; the aggregate sum of settlements in ECU over the whole period was 2 000 million ECU as against a total stock of 53 000 million ECU at the end of 1983.

To sum up, the ECU as used officially is less highly regarded as a reserve asset than as a credit which must be settled through other assets.

#### 2. Exchange and intervention mechanism

Four-fifths of all interventions by the central banks have been carried out within the margins, before the limits for compulsory intervention were reached.

Interventions within the margins were for the most part carried out in dollars, the German mark being the Community currency used to the greatest extent.

This presents two major problems :

- such interventions, often quite legitimate, may not always serve the coherence of the system;
- the overwhelming use of the dollar may be useful in some circumstances, but it may also strain the internal equilibrium of the EMS.

#### 3. Divergence indicator

The divergence indicator now only imperfectly performs the function assigned to it, for three main reasons :

- technical shortcomings, which make it impossible to reflect perfectly the weightings in the ECU or to eliminate the influence exerted by the variability of the currencies included in the ECU but not linked by the 2.25% margin;
- the importance given in practice to certain bilateral exchange rate relationships;
- the fact that breaking through the threshold is a much weaker constraint than complying with bilateral parities.

4. The credit mechanisms (short-term currency support and medium-term financial assistance) have not been used

5. Changes to central rates

Parity changes are a part of the machinery of the system. Seven realignments is quite a large number, and the agreed spreads between the bilateral central rates have been as great as 8-10%.

B. The scope of the mechanisms

The EMS still has gaps.

1. It does not include, or at least not completely, all the Community currencies.

(a) Since 1979 the fluctuation margin for the Italian lira has been fixed at 6%. Since that year the Italian authorities have been pursuing a policy for stabilizing and even for slightly raising the real exchange rate of the lira; but Italy's limited success in stabilizing its currency is probably partly due to the lesser pressure towards adjustment exerted by the widespread of the lira's fluctuation margin.

(b) Sterling has never been part of the exchange and intervention mechanism. Although there are certain risks (but these could be overcome), the participation of sterling would present three advantages :

- it would set the seal on one of the most necessary and most compelling mechanisms making for common discipline, convergence and consolidation of the common market;
- it would add to the size and credibility of the EMS and increase its powers of negotiation vis-à-vis the outside world;
- it would give the United Kingdom the great asset of a currency forming part and parcel of a stabilizing mechanism which continuously reflects economic fundamentals.

(c) The Greek drachma is also not a participant in the EMS.

2. The system's external relations

There has been considerable improvement in the coordination of the policies of the EMS members vis-à-vis the other major currencies and in particular the dollar : the central banks keep each other regularly informed; individual concerted measures for the management of foreign exchange markets have been carried out; and coherent action in the face of disquieting international developments is now being discussed.

Nevertheless, contrary to the hopes expressed in the Bremen and Brussels resolutions, the EMS has not yet managed to develop a common attitude vis-à-vis the dollar. There are two main reasons for this :

- the American authorities' lack of concern about the dollar exchange rate;
- the EMS members' differing situations regarding the dollar : dollar movements have different economic effects on different countries and one EMS currency is a reserve currency.

### 3. The growing private use of the ECU

The ECU's popularity with private transactors is growing. The short-term ECU market is now reported to stand at 10 000 million ECU; the volume of long-term issues amounts to 3 300 million ECU; outstanding medium-term syndicated bank loans amount to 2 000 million ECU.

The Commission, in a communication of May 1983 (1), set out the advantages it would expect from wider private use of the ECU. In any event, its growing private use requires a more coordinated response to market requirements on the part of the Member States.

### CONCLUSION :

On balance, the first five years of the EMS have been largely positive :

- there has been progress towards the convergence of economic policies, even though further consolidation is needed;
- generally speaking, the mechanisms have functioned satisfactorily, though there are still problems as regards the official use of the ECU and intervention practice;
- the system still has gaps : not all the European currencies are participants, exchange rate policies as regards non-Community currencies are not yet sufficiently coordinated, and spontaneous expansion of the private use of the ECU is still subject to hindrance.

---

(1) COM(83) 274 of 24 May 1983 and P-45, "Promotion of the international role of the ECU".

NB : The Commission's main recent proposals in the monetary and financial fields :

The development of the European Monetary System, COM(82) 133 final of 18 March 1982

Financial integration, COM(83) 207 final of 18 April 1983 and P-32.



**INFORMATION · INFORMATISCHE AUFZEICHNUNG · INFORMATION MEMO · NOTE D'INFORMATION  
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΟ ΣΗΜΕΙΩΜΑ · NOTA D'INFORMAZIONE · TER DOCUMENTATIE**

Bruxelles, mars 1984

BILAN DE CINQ ANNEES DE FONCTIONNEMENT DU SYSTEME MONETAIRE EUROPEEN (1)

Le Conseil ECO/FIN du 6 février 1984 a décidé d'avoir, lors de sa session du 12 mars, une discussion sur le "bilan de la coopération monétaire en Europe", sur la base d'un document préparé par la Commission, en consultation avec le Comité monétaire.

La Commission a transmis au Conseil une communication établissant le bilan de 5 années de fonctionnement du S.M.E. Ce bilan comporte deux développements principaux :

- Le S.M.E. a été un instrument efficace de convergence des politiques économiques,
- Le S.M.E. a été un instrument utile d'une gestion ordonnée des changes.

I. Le S.M.E., instrument de convergence des politiques économiques

A. Le S.M.E. a imposé un renforcement significatif, mais encore limité des procédures de coordination des politiques.

La logique d'un système monétaire ayant pour objectif l'établissement d'une zone de stabilité en Europe est d'imposer une coordination étroite des politiques qui, en amont, peuvent exercer une influence sur la parité des monnaies participantes.

1. Le S.M.E. a donné de la substance aux procédures communautaires :

Le système communautaire de coordination et de surveillance a, pour l'essentiel, été défini par les décisions du Conseil de 1974 relatives à la convergence. Jusqu'à l'instauration du S.M.E., ces procédures étaient demeurées largement formelles. Elles ont, depuis 1979, acquis une signification nouvelle :

- les grandes orientations des politiques nationales se sont rapprochées sur la nécessité de poursuivre un objectif de stabilisation des prix ;
- la concertation des politiques au sein des enceintes communautaires et notamment au comité monétaire, au comité des gouverneurs et au Conseil, est devenue une pratique systématique, rendue nécessaire par la discipline qu'impose le S.M.E.

(1) Com(84) 125

./.

- Les opérations de réaligement sont devenues, notamment depuis février 1982, une occasion privilégiée d'un examen de fond et d'une adaptation des politiques économiques nationales dans le sens de la convergence.

2. La portée des obligations de convergence reste néanmoins limitée

- il est d'abord évident que la responsabilité ultime dans la conduite des politiques économiques est demeurée celle des Etats
- le S. M. E. a ensuite imposé une concertation étroite des politiques monétaires, mais n'a pas encore entraîné une coordination aussi étroite d'autres politiques, qui ont pourtant une influence directe sur l'évolution monétaire, qu'il s'agisse des déficits des budgets publics ou de l'évolution nominale des revenus et des coûts ;
- enfin, la convergence des politiques monétaires elles-mêmes a été limitée par deux facteurs spécifiques : le maintien, dans plusieurs Etats membres, de restrictions à la libre circulation des capitaux ; la possibilité d'un endettement inconditionnel sur les marchés financiers internationaux, qui a permis d'éviter le recours aux mécanismes de crédit conditionnels du S. M. E. (exception faite du mécanisme des emprunts communautaires, utilisé en juin 1983).

B. Les résultats obtenus

1. Le S. M. E. a contribué positivement à la stabilité des taux de change.

Malgré l'instabilité de l'environnement monétaire international (second choc pétrolier - évolution du \$ depuis 1979 ...), le S. M. E. est parvenu à réduire la volatilité des taux de change entre les monnaies participantes :

- entre 1979 et 1983, en prenant le D. M. comme référence, les variations moyennes d'un mois à l'autre des taux de change des 7 autres monnaies du S. M. E. ont été comprises entre 0,5 et 0,8 %, alors que les variations du \$, du Yen et de la £ par

rapport au D. M. se situaient entre 2,4 et 2,7 % ;

- la variation moyenne d'un mois sur l'autre du taux de change effectif des monnaies du S. M. E. s'échelonne de 1,2 à 1,5 % sur la période 1979 - 1983, alors qu'elle est comprise entre 2,3 et 2,8 % pour le \$, le Yen et la £ ;
- depuis mars 1979, sept opérations de réaligement sont intervenues. Dans tous les cas, les changements de parité sont allés dans le sens indiqué par l'évolution des facteurs économiques fondamentaux. De 1979 à 1983, l'amplitude maximale des écarts par rapport à la tendance d'évolution à moyen terme des taux de change réels du D. M., du FF, de la Lit et du Punt vis-à-vis des 4 autres monnaies participantes, a été inférieure de moitié à l'amplitude observée de 1974 à 1978. De la même manière, les écarts par rapport à la tendance des taux de change réels de chacune des monnaies du S. M. E. vis-à-vis de l'ensemble des principales monnaies ont été limités (entre 8,2 et 13,1 %), alors qu'ils étaient de 16,6 % pour le \$, 29 % pour le Yen et 41 % pour la £.

2. Les résultats en matière de convergence des prix ont été plus limités

Sur l'ensemble des cinq dernières années, le résultat en matière de réduction de l'inflation demeure limité. Depuis 1983, la tendance est cependant plus favorable : pour les 8 pays participant au mécanisme de change du S. M. E., le taux moyen d'inflation aura baissé de 8 % en 1979 à 6,1 % en 1983, et s'établira à 5 % en 1984. L'écart maximum était de 11 points en 1979 (Italie : 15 % ; PB 4 %), de 12 points en 1983 (It. : 14,7 % ; PB : 2,7 %) ; il devrait être réduit à 7,5 points en 1984 (It. : 10,6 % ; PB : 3,1 %).

II. Le S. M. E., instrument d'une gestion ordonnée des changes

Les mécanismes du S. M. E. doivent être examinés en fonction de leur bonne adaptation aux besoins du système, d'une part, et de l'étendue de leur champ d'application, d'autre part.

A. L'adaptation des mécanismes



### 1. L'utilisation de l'écu

Les écus que reçoivent les banques centrales en contre partie de leurs apports d'or et de \$ sont peu utilisés. Leur mode de création (crédits croisés renouvelables), et l'instabilité de leur encours (liés au prix de l'or et au cours du \$ en font des actifs précaires. Leur acceptabilité limitée (50 % de la créance née d'un financement à très court terme), l'inconvertibilité des positions créditrices, leur faible rendement (une moyenne des taux d'escompte officiels), en font un actif peu attrayant.

80 % environ des opérations de financement à très court terme effectuées de 1979 à 1983 ont donc été dénouées sans recours à l'écu ; la somme cumulée des règlements en écus pour l'ensemble de la période est de 2 milliards d'écus pour un stock total de 53 milliards d'écus à la fin de 1983.

L'écu officiel est en conclusion moins considéré comme un actif de réserve que comme un crédit dont le règlement devra être effectué au moyen d'autres actifs.

### 2. Mécanisme de change et d'intervention

Les 4/5e du total des interventions des banques centrales ont été effectués à l'intérieur des marges, avant que les limites d'intervention obligatoire ne soient atteintes.

Pour l'essentiel, les interventions intra-marginales ont été effectuées en \$, la monnaie communautaire la plus utilisée étant le D. M.

Cette évolution pose deux problèmes principaux :

- de telles interventions, souvent légitimes, peuvent ne pas toujours servir la cohérence du système ;
- le recours prépondérant au \$ peut se révéler utile dans certaines circonstances ; il peut aussi nuire à l'équilibre interne du S. M. E.

### 3. Indicateur de divergence

L'indicateur de divergence ne remplit plus qu'imparfaitement la fonction qui lui avait été assignée. Ceci est dû à trois raisons principales :

- des carences techniques, qui empêchent de rendre parfaitement compte des pondérations dans l'écu ou d'éliminer l'influence exercée par les variations de monnaies incluses dans l'écu mais non liées entre elles par la marge de 2,25 % ;
- l'importance accordée dans la pratique à certaines relations de change bilatérales ;
- le fait que le franchissement du seuil constitue une contrainte beaucoup plus faible que celle qui découle du respect des parités bilatérales.

4. Les mécanismes de crédit (soutien monétaire à court terme et concours financier à moyen terme) n'ont pas été utilisés.

5. Modifications des cours pivots

Les changements de parité sont un des instruments du système. Ils ont été relativement nombreux (7) et les écarts convenus entre les cours pivots bilatéraux ont parfois été de 8 à 10 % .

II. Le champ d'application des mécanismes

Le S. M. E. reste incomplet.

A. Il n'inclut pas, ou pas complètement, toutes les monnaies communautaires .

a) Depuis 1979, la marge de fluctuation de la Lit est fixée à 6 % . Les autorités italiennes poursuivent depuis 1979 une politique de stabilisation et même de légère augmentation du taux de change réel de leur monnaie. Il n'en reste pas moins probable que la moins bonne performance italienne en matière de stabilisation s'explique aussi sans doute par la moindre contrainte à l'ajustement que constitue l'amplitude de la marge de fluctuation.

b) La £ est, depuis l'origine absente du mécanisme de change et d'intervention. Bien qu'elle présente des risques - maîtrisables - la participation de la £ aurait essentiellement trois avantages :

- elle compléterait de manière décisive un des mécanismes les plus nécessaires et les plus contraignants de discipline commune, de convergence et de consolidation du marché commun ;
- elle renforcerait la dimension et la crédibilité du S. M. E. ainsi que son pouvoir de négociation vis-à-vis de l'extérieur ;
- elle donnerait au Royaume-Uni l'atout d'une monnaie insérée dans un mécanisme de stabilité rendant compte continûment des données économiques fondamentales.

c) La drachme est elle aussi absente du S. M. E.

#### B. Les relations extérieures du système

La coordination des politiques des membres du S. M. E. vis-à-vis des autres grandes monnaies, et notamment du \$, s'est améliorée : les banques centrales échangent en permanence des informations ; des actions concertées ponctuelles de gestion des marchés des changes ont été effectuées ; des réflexions sont en cours sur la manière de réagir de façon cohérente à des évolutions internationales préoccupantes.

Mais, contrairement à ce qui était prévu dans les résolutions de Brême et de Bruxelles, le S. M. E. n'est pas encore parvenu à définir une attitude commune vis-à-vis du \$. Ceci tient à deux causes principales :

- le désintérêt des autorités américaines à l'égard du taux de change du \$ ;
- la différence des situations des membres du S. M. E. vis-à-vis du \$, l'évolution de cette monnaie ayant des effets économiques variés selon les pays, et une monnaie du système ayant le rôle particulier de monnaie de réserve.

### C. Le développement de l'écu sur les marchés privés

L'écu connaît un succès grandissant auprès des opérateurs privés. L'ampleur du marché de l'écu à court terme atteindrait 10 milliards d'écus; le volume des émissions à long terme s'élève à 3,3 milliards d'écus; l'encours des crédits bancaires syndiqué à moyen terme serait de 2 milliards d'écus.

La Commission, dans une communication du mois de mai 1983 (1), a exposé les avantages qu'elle verrait à un développement de l'usage privé de l'écu. En tout état de cause, le développement de cet usage appelle une réponse plus homogène des Etats membres aux besoins du marché.

#### CONCLUSION :

Le bilan de 5 années d'existence du S.M.E. est largement positif :

- des progrès ont été accomplis dans la voie de la convergence des politiques économiques, même si ces progrès doivent être consolidés;
- dans l'ensemble, le fonctionnement des mécanismes a été satisfaisant, des problèmes continuant à se poser en ce qui concerne notamment l'usage officiel de l'écu et la pratique des interventions;
- le système demeure incomplet : toutes les monnaies européennes n'y participent pas; la coordination des politiques en matière de taux de change à l'égard des pays tiers demeure insuffisante, le développement spontané de l'écu privé est encore entravé.

---

(1) COM(83) 274 du 24 mai 1983 et P - 45 "Promotion du rôle international de l'écu".

Rappel : principales propositions faites récemment par la Commission dans les domaines monétaires et financier :

Approfondissement du Système Monétaire Européen COM(82) 133 final du 18.3.1982

Intégration financière COM(83) 207 final du 18.4.83 et P - 32