

## EL SME Y LA UEM DESPUES DEL DESASTRE

---

*Richard Portes<sup>(\*)</sup>*

A partir de Septiembre de 1992 hemos presenciado la desintegración parcial del Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC) del Sistema Monetario Europeo (SME). No hubo cambios en las paridades del MTC desde Enero de 1987 a mediados de Septiembre de 1992. Se ha llamado a este período el SME nuevo o duro. Terminó cuando Gran Bretaña e Italia tuvieron que abandonar el MTC, España tuvo que devaluar dos veces y Portugal una. Francia se libró por los pelos de la devaluación en Septiembre, y desde entonces el franco ha estado sometido a fuertes presiones intermitentes. La corona danesa ha estado amenazada hace poco debido en parte a que Finlandia, Suecia y Noruega una tras otra han tenido que romper la ligazón unilateral de la cotización de sus monedas con el SME. La libra irlandesa está muy débil.

Esta turbulencia monetaria y la incapacidad de los políticos para preverla, evitarla, o hacerla frente, han contribuido grandemente al malestar político y económico de la Comunidad Europea (CE). Aunque es probable que el Tratado de Maastricht sea ratificado por los Doce no está nada claro si se podrá realizar como prevé el Tratado el proyecto de Unión Monetaria Europea (UME) que lo inspiró. La ruptura del MTC no dice gran cosa sobre si la UME es deseable o viable. Nos muestra sin embargo lo difícil que es realizarla. Nos muestra también que los economistas aciertan a menudo porque sus premisas son ciertas; y que en particular los gobernantes que toman decisiones con frecuencia prefieren no hacerles caso; y que cuando ocurre el desastre no hay límites a la busca de supuestos culpables y de racionalizaciones que expliquen lo ocurrido.

LA CE ha desperdiciado una oportunidad y la mayoría de sus miembros pronto o tarde verán que se ha hecho más difícil realizar sus políticas económicas. Motivado en parte por frustración ante esta situación y por confusión sobre qué hay que hacer ahora, voy a exponer porqué las cosas han salido mal, cómo y porqué no se ha comprendido lo que realmente pasaba, y los inconvenientes en las alternativas con que nos enfrentamos.

### 1. Qué sabíamos y desde cuándo.

"Todos esos economistas tan listos no nos contaron antes de Maastricht las dificultades que existen para mantener el MTC en el período de transición a la UME." Dijo el embajador de la CE en Washington Andreas van Agt en el William and Mary College el 25 de Septiembre de 1992.

No es cierto. Se lo dijimos con frecuencia, en lenguaje corriente y no técnico, en revistas y publicaciones profesionales y en reuniones, en Bruselas, en Londres, en Milán y en Roma. Unos pocos economistas se equivocaron pero el consenso general entre ellos estaba claro y bien

---

<sup>(\*)</sup> Título original: "EMS and EMU after the fall", publicado en *The World Economy*, vol. 16, nº 1, enero 1993. Traducción de Ricardo Cortes.

Las observaciones del autor sobre las citas que hace, y del traductor sobre el texto, van entre corchetes. Las notas del artículo van al final del texto.

fundamentado. Las investigaciones sobre política económica a menudo producen análisis de política económica acertados y útiles, y tienen en cuenta razonablemente lo que es la realidad política. Muchos economistas se dieron cuenta de la fragilidad del SME, y hemos estado escribiendo sobre ello desde hace varios años. Hace dos años resultó evidente que el impacto económico de la unificación alemana requeriría una apreciación real del Deutschmark (DM).

**a. Inestabilidad del nuevo SME sin controles a la circulación de capitales.**

"Tipos de cambio fijados de un modo permanente" es una contradicción. No merece la pena tener tipos de cambio si no es para cambiarlos algún día. Entendidos así tipos de cambio fijos están más cerca de tipos flotantes que de una unión monetaria. Ya que incluso en el SME duro los tipos de cambio no se fijan de un modo permanente, el problema consiste en modificarlos de un modo controlado y racional.

En 1987 Charles Wyplosz escribió: "La eliminación de todas las restricciones a los movimientos de capital conducirán al estallido del SME si las políticas monetarias no se hacen totalmente convergentes... hasta el punto de no poder distinguirse de una unión monetaria completa." (1988, pág. 97). Dijo después en Septiembre de 1989 ante una numerosa audiencia londinense: "La supresión de los controles de movimientos de capitales a mediados de 1990 someterá a las monedas del SME a una inestabilidad tal que no serán posibles realineaciones sistemáticas de las paridades bajo los acuerdos en vigor. El único procedimiento para conseguir estabilidad dentro del SME a partir de mediados de 1990 es eliminar los diferenciales de inflación entre los países miembros, es decir una completa armonización monetaria"(1).

Yo argüí en el otoño de 1989: "La primera fase, que consiste en progresar hacia un SME que cubra a todos los países miembros con plena libertad de movimientos de capitales, debe empezar en julio de 1990. No podrá mantenerse largo tiempo. Algunos, como la Sra. Thatcher, reconocen la fragilidad potencial de un sistema de tipos de cambio fijos pero ajustables sin controles a los movimientos de capitales, pero creen que justifica el esperar para ver cómo funciona... este período de espera resultará un lujo insostenible. O el sistema estallará (como ella quizá espera) o tendrá que pasar rápidamente a otro de tipos fijados de un modo irrevocable, con todo lo que esto supone para poder mantenerlo."(2)

No podíamos haber sido más claros. La clave era la supresión de los controles al movimiento de capitales. La opinión minoritaria según la cual eran ineficaces, innecesarios o incluso potencialmente desestabilizadores (Gros, 1987 y 92) es errónea. Al limitar la amplitud de movimientos especulativas de capitales, los controles permitían antes de 1987 que los cambios en las paridades se hicieran de un modo ordenado, tan ordenado que en los últimos años de ese período las nuevas bandas de fluctuación en parte coincidían con las antiguas, de modo que los especuladores no podían obtener beneficios fáciles apostando sin más en una dirección. De ese modo los controles no retrasaban los cambios en las paridades necesarios, o al menos el retraso no era mayor que el necesario.

Sin embargo parece que los funcionarios competentes creían que una política de no hacer cambios podría mantenerse incluso sin controles a los movimientos de capitales, simplemente con que ellos dijese a los mercados que en adelante no habría cambios en las paridades. Cuando sentían dudas recordaban los Acuerdos de Basilea-Nyborg 1987 y se sentían confortados.

Esta falsa sensación de seguridad fue aumentando con el paso del tiempo, se suprimieron los controles y parecía que todo el mundo iba a aceptar la presente estructura de paridades. Los

funcionarios competentes -y durante algún tiempo también los mercados- se comportaban no sólo como si estuviesen en una rampa deslizante que les conduciría sin más a la UME (así se llamó el nuevo SME), sino como si ya hubiesen llegado a ella. Unas expectativas que se cumplían por el mero hecho de creer en ellas eran el fundamento de esa rampa. Cualquier conmoción que quebrantase esas expectativas acabaría con ese fundamento, y sin controles a la circulación de capitales no habría tiempo para poner en vigor una estrategia de defensa o una retirada ordenada. En realidad la prueba más clara de la importancia de los controles a la circulación de capitales fue que en Septiembre de 1992 no vimos una realineación ordenada de las paridades, ni siquiera una realineación, ordenada o no: dos países no tuvieron más remedio que salirse del MTC, algo que nunca había ocurrido.

Pero la lección que hemos de sacar de ello no es necesariamente que hay que volver a los controles antedichos; muchas cosas han ocurrido desde Julio de 1990, especialmente en los últimos meses, y bien puede ser que el "statu quo" anterior ya no es viable, incluso si fuese preferible a las otras inaceptables alternativas que ahora se presentan. Tampoco debemos concluir, por el contrario, que una plena movilidad de capitales exige una convergencia de políticas (o realidades) económicas. Estados que forman parte de uniones federales pueden divergir sustancialmente en su situación económica. La realidad es que una plena libertad de movimiento de capitales requiere, bien una unión monetaria, bien tipos de cambio flotantes (3). Una unión monetaria producirá convergencia, al menos en el grado necesario para mantenerse. Las condiciones de convergencia de Maastricht son irrelevantes, ni necesarias ni suficientes para la UME, y sin duda arbitrarias. No deberían limitar las políticas fiscales ni antes ni después de la UME (Begg y otros, 1991).

Otra razón para la inestabilidad del SME era el problema planteado por Alan Waters y analizado por Francesco Giavazzi y Luigi Spaventa (1990): Si se espera que los tipos de cambio nominales van a seguir fijos, la movilidad de capitales acabará igualando los tipos de interés en los miembros. Un país de alta inflación tendrá bajos tipos de interés reales, que favorecerán la expansión y por lo tanto tenderán a aumentar los diferenciales de inflación y la divergencia entre los tipos de cambio reales. Alternativamente, si los países de alta inflación tratan de endurecer su política monetaria, los capitales internacionales se van a ese país, lo que aumentará en ellos la cantidad de dinero en circulación (manteniendo su moneda en el límite superior de la banda de fluctuación).

De este modo se produjo una situación que tenía que desembocar en un desastre. "La causa común de los problemas [de la transición] es la imposibilidad de controlar las expectativas de los agentes privados, tanto en los mercados financieros como en los de bienes y trabajo." (Giovanini, 1990). El nuevo SME sólo se mantenía gracias a las expectativas de ir avanzando hacia la UME. De aquí los peligros de un largo período de transición y de aplazar la realineación final de las paridades, que "debe ocurrir antes de que el Tratado [de Maastricht] sea firmado oficialmente... Y una vez que las paridades no pueden ser alteradas, la segunda fase no supone ningún beneficio y aparece un fuerte riesgo de que no sea creíble por completo." (Begg y otros, 1991).

La fragilidad esencial del nuevo SME y de la segunda fase fue percibida, incluso antes de la creación del Comité Delors, por Tommaso Padoa-Schioppa (1988, p.375): "Mi conclusión respecto a la segunda fase es que su objetivo es que el sistema sobreviva y que no dure demasiado". EL largo período de transición establecido en Maastricht creó nuevas causas de inestabilidad.

**b. Era necesario reevaluar el DM desde la unificación alemana.**

Los subsidios al Este de Alemania, la mayor parte para el consumo, no se financiaron con impuestos en el Oeste del país, lo que hizo necesaria una fuerte baja en las exportaciones netas, y pasar de un fuerte superávit de cuenta corriente a un déficit. Ambos implican una apreciación real del DM. Como era de prever el Bundesbank no permitió que el ajuste ocurriera mediante inflación, de modo que hemos visto en Alemania una política estilo Reagan: una política monetaria dura y una fiscal permisiva.

"Si el DM real debe empezar apreciándose y luego bajar hasta un nivel inferior al inicial, los tipos de interés reales en Alemania deben ser superiores a los de los demás países... El impacto de todos esos cambios [unificación alemana etc.] es fuerte e inmediato, y por ello defendemos que la respuesta adecuada a una conmoción tan fuerte y desusada como la causada por la unificación, debe ser una modificación de los tipos de cambio; pero la nueva posición que resulte tendrá que deshacerse dentro de una década o más. De ese modo es posible que las fuerzas del mercado... con un tipo de cambio nominal dado, puedan realizar los cambios subsecuentes en los tipos de cambio reales [una depreciación real del DN] que son necesarios... Pero los argumentos a favor de una realineación inmediata del DM son abrumadores". (Begg y otros, 1990).

Acepto que esta opinión no era unánime: "... la teoría económica aplicada como se debe no llega a la conclusión de que se necesita una revaluación real [a causa de la unificación alemana.] (Gros y Steinherr, 1991; los mismos análisis y resultado se amplían en Gros y Thygesen, 1992). Entendido como una opinión sobre el largo plazo, lo antedicho está de acuerdo con el análisis de Begg y otros, pero aplicado al corto plazo es un error garrafal.

El Bundesbank -aconsejado o no por los economistas que estaban en lo cierto- pronto se dio cuenta de que una revaluación real del DM era necesaria y pidió una realineación general en el SME (algunos dicen ya a fines de 1992). Francia se negó: el franco fuerte era ya entonces la pieza central de su política.

No haber hecho frente a su tiempo con las consecuencias de la conmoción causada por la unificación fue una condición necesaria pero no suficiente para la aparición de la turbulencia en el SME. Si el DM se hubiese revaluado se hubiesen moderado las presiones inflacionarias y los tipos de interés alemanes no hubiesen tenido que subir tanto. Una aceleración de la transición hacia la UME hubiese podido mantener en vigor el SME hasta el fin de la misma, a pesar de sus ataques de inestabilidad. En vez de ello hemos sufrido una realineación en retraso, chapucera y por partes, con costes muy altos e incluso sin efecto beneficioso sobre los tipos de interés alemanes. Y probablemente no ha acabado todavía.

Algunos como el embajador van Agt dicen que no se les previno. Otros simplemente niegan que lo dicho más arriba sea relevante y acusan a unos supuestos culpables que luego mencionaremos, o simplemente dicen que fue un caso de mala suerte: "A partir de Junio, todavía creíamos que podríamos salir del paso. Yo creo que sí, si no hubiesen ocurrido unos pocos eventos infortunados" (4).

## **2. Causas a corto plazo del hundimiento del SME.**

Las presiones en favor de una revaluación del DM se sentían desde hacía tiempo. La necesidad de esa revaluación el más fundamental de los datos fundamentales, era muy cierto que la paridad del DM no era la que debía ser, y que obligaba, mediante el SME, a los otros países del mismo a tener tipos de interés reales demasiado altos. Pero Martin Feldstein no es el único que apunta a que también hay otros datos fundamentales: "El intento de mantener sin cambiarlos los tipos de cambio en vigor desde 1987 fracasó en Septiembre de 1992 porque diferentes ritmos de inflación y otros datos domésticos de los miembros los hacían insostenibles.

Sin embargo la causa básica a corto plazo del fracaso no fueron los datos fundamentales, que apenas si se habían alterado de un modo significativo en los meses anteriores. Tampoco (salvo respecto al DM) estaban demasiado fuera de línea, tanto el marco finés (donde empezó la turbulencia cuando los especuladores le obligaron a flotar a primeros de Septiembre), como el franco francés e incluso quizá la lira o la libra esterlina.

Las exportaciones finesas estaban creciendo muy rápidamente desde la devaluación de Noviembre de 1991 y las presiones salariales se estaban moderando. La lira había sufrido una revaluación real de importancia, pero su problema básico era el déficit fiscal italiano. En esas circunstancias una devaluación no ayuda gran cosa, a menos que obligue a los políticos a tomar medidas impopulares (pero cuando los aumentos de precios de las importaciones se trasmitan a los de consumo los sindicatos protestarán.)

La proporción de las exportaciones británicas sobre el total había subido ligeramente en los años 80; pero en 1992 los costes laborales unitarios respecto a los alemanes eran los mismos que en 1965-79, mejores que en 1979-85 y sólo un 10% peores que en 1986-87, cuando fueron los mejores desde 1979. El límite inferior de la banda de fluctuación, 2,78 DM, dejaba a la libra por debajo de su paridad de nivel de compra con el DM. El problema de competitividad británico era sobre todo con el dólar. Por otra parte Francia, que soportó un ataque especulativo tan severo como el contra la libra, tenía menos inflación que Alemania, una balanza comercial y un crecimiento respetables, un firme propósito del gobierno de no cambiar la paridad y 10 años de política ortodoxa.

Quizá la mejor prueba de que la estructura de tipos de cambio depende más de las expectativas que de los datos fundamentales es el caso de la peseta, que estuvo largo tiempo en el lugar más alto de la escala del MTC, hasta que tuvo que ser devaluada. El escudo portugués siguió un camino semejante. Estos casos ilustran también el problema Walters-Giavazzi-Spaventa. No deberíamos sorprendernos ante el hecho de que las expectativas pesan más que los datos fundamentales desde que Obstfeld (1986) apuntó a que bien puede haber múltiples equilibrios de expectativas racionales en los mercados de cambio, lo explica la falta de relación entre los tipos de cambio y los datos fundamentales, muestra que puede haber ataques especulativos contra monedas "en buena salud", ya que a veces el mero hecho de que existan expectativas hace que se cumplan, y sugiere que a veces es necesario implantar controles a la libre circulación de capitales.

Los funcionarios competentes dijeron que no estaban preparados para resistir unas avalanchas de capital de un volumen tan enorme que acabaron por arrollar las defensas erigidas contra ellas. si esto es verdad, es chocante, ya que era su obligación conocer el volumen total de fondos internacionales que pasan de una moneda a otra, un volumen que asciende a un billón [un millón de millones] de dólares diarios, de los cuales sólo el 5% se emplean en financiar el comercio de

mercancías y servicios, [y el resto cambian de moneda con fines especulativos]. Al levantarse las restricciones al libre movimiento de capitales ciertos cambios institucionales han producido en un aumento progresivo del "pool" de fondos móviles. (Bishop, 1992)

El gobierno británico descubrió que había "grietas" en el SME. Desde hacía tiempo se conocía su existencia pero no se las había prestado atención. Sin duda el sistema necesita mejores parachoques para absorber posibles impactos, pero ¿por qué nadie ha pensado en ellos, salvo en forma de controles a los movimientos de capital o de obligaciones a intervenir poco realistas?

Todos conocemos el predominio alemán en el SME y el papel del DM como "moneda ancla". Nos dijeron que existían amplios mecanismos de coordinación y de intervención. Pero de hecho el Bundesbank no puede obligarse a una intervención ilimitada ya que ello supondría sacrificar su autonomía en política monetaria, lo que ni estaba ni está dispuesto a hacer, a menos que se llegue a la UME. Hace tiempo rechazó explícitamente un tal compromiso. El Bundesbank no estaba dispuesto a emprender una intervención masiva no esterilizada, incluso por un breve período. Por eso la "línea de crédito a muy corto plazo" (very short term facility) no era ilimitada después de todo, el Bundesbank la esterilizó (sus compromisos se lo permitían) e impidió que la intervención afectara a los tipos de interés alemanes (5).

El "indicador de convergencia" no jugó ningún papel en todo ello. Su evolución no obliga a tomar medidas determinadas de política económica y en todo caso Alemania (pero no Gran Bretaña) permaneció cómodamente dentro de sus límites en Agosto y Septiembre (6).

Se ha sugerido que las autoridades, al menos las británicas, no mostraron suficiente determinación, que, como el ejemplo sueco demostró en Septiembre, es siempre posible derrotar un ataque especulativo contra la moneda subiendo suficientemente los tipos de interés "overnight" [de préstamos a un día]. Esto es técnicamente correcto pero en la práctica no sirve para nada si plantea la cuestión de quién va a caer antes, la moneda o el gobierno. E incluso si los gobiernos son lo suficientemente fuertes para aguantarlo, al menos a corto plazo, los sistemas financieros puede que no lo sean: ni el italiano ( que tiene que absorber el equivalente de 80 mil millones de dólares de Deuda Pública cada mes), ni el británico (a causa de sus hipotecas a tipo de interés variable y de la enorme deuda de las familias) pueden soportar tipos del 500% en préstamos a un día, incluso durante un breve período de tiempo.

Los mercados lo sabían, con lo cual esa política no era creíble, y por lo tanto era inaplicable. El gobierno sueco acabó capitulando en Noviembre, demostrando los límites en la práctica de este instrumento de política económica. A este respecto la independencia del banco central es irrelevante -es cierto que el Rijksbank es más independiente que el Banco de Inglaterra-, pero es imposible imaginar que un Banco de Inglaterra independiente podría haber impuesto un tipo del 500% en las circunstancias de Septiembre de 1992. Por el contrario fuertes alzas de los tipos a muy corto plazo ayudaron al banco central francés, pero sólo fueron posibles porque las peculiaridades del sistema francés permiten a las autoridades "proteger a los individuos frente a daños de guerra" impidiendo que los bancos comerciales traspasen los aumentos de los tipos a los prestatarios personales y comerciales (7).

Se ha sugerido que el Bundesbank es la causa de todos estos problemas. Por ejemplo se dice que han traicionado primero a los italianos, luego a los británicos, a los primeros prometiendo (a cambio de devaluación) una baja en los tipos de interés que resultó ridículamente pequeña, y a los últimos simplemente diciendo a los mercados que la libra no podía aguantar. Respecto a los británicos el Bundesbank nunca ha ocultado su opinión de que se necesita una amplia revaluación

real del DM -que desde luego incluiría la libra. Todo lo más se puede acusar al Dr. Schlesinger de no ser oportuno al confirmar una vez más esta opinión cuando lo hizo.

La devaluación italiana debe contemplarse como parte de un panorama global. Está claro ahora que el Bundesbank estaba pidiendo, en términos generales, una "solución global" (una realineación general) a cambio de "ayuda" (tipos de interés más bajos) a principios de Septiembre, y que lo propuso explícitamente el fin de semana clave del 12-13 de Septiembre. El gobernador de la Banca de Italia Carlo Ciampi dijo después "La cuantía de la baja de los tipos alemanes dependerá de a cuántos países afectará la realineación y de la cuantía de la revaluación del DM..." Pero esa oferta no fue transmitida a los británicos por el presidente (entonces un francés) del Comité Monetario de la CE; de seguro Francia se habría opuesto a ella, y para ser imparcial hay que añadir que es evidente que Gran Bretaña nunca trató de llegar a esta solución tratando directamente con las autoridades alemanas (8).

Hay que tener en cuenta también un detalle técnico: Jürgen von Hagen (1992) ha defendido que el Bundesbank ha dado demasiada importancia a su objetivo del crecimiento del M3 [efectivo más cuentas corrientes y de ahorro], siendo así que la desregulación financiera, la unificación con su parte oriental y otros factores que afectan a la velocidad de circulación la hacen muy poco fiable. Es decir la política monetaria alemana ha sido demasiado restrictiva habida cuenta del estado de su economía. Puede que sea cierto, pero aun así el buen funcionamiento del SME no debería depender de que el Bundesbank acierte siempre en las medidas que toma y en cuando las toma.

Según una interpretación particularmente tendenciosa "para financiar la absorción de Alemania Oriental el Bundesbank se propuso atraer capital sin aumentar la inflación subiendo los tipos de interés" (9). Esto es una tontería. Se vio obligado a imponer una política monetaria demasiado restrictiva por culpa de la irresponsabilidad del Canciller Köhl, que prometió en el Otoño de 1990, justo antes de unas elecciones, que de todos modos iba a ganar, que la unificación podía realizarse sin sacrificios -en particular sin aumentar los impuestos. Sin duda estaba justificado un cierto aumento de la Deuda Pública para financiar la unificación, pero el dejar que la demanda doméstica llegara o rebasara la capacidad productiva del país y fomentara aumentos excesivos de salarios fue un error mayúsculo de política fiscal. Ya que se había cometido, una realineación general podría haber moderado la presión sobre los tipos de interés, pero los demás países no la quisieron.

Puede ser que los problemas del SME reflejen en parte debilidades mayores en la coordinación de la política macroeconómica del G3 [Alemania, EE.UU. y Japón]. Es evidente que la debilidad de la economía japonesa había, en general, afectado negativamente a la economía del mundo occidental, y que la debilidad del dólar frente al DM tiende a subir la cotización de éste respecto a las demás monedas del MTC. Todo esto era bien sabido desde hacía tiempo pero nadie había hecho una sugestión práctica para resolver el problema de la subida del DM respecto al dólar, salvo las propuestas obvias (subir los tipos de interés del dólar, bajar los del DM), que sólo se llevarán a la práctica cuando las autoridades competentes las consideren necesarias o convenientes para su país respectivo.

La explicación más simple de los eventos de Septiembre 1992 es que fueron un accidente que tenía que ocurrir. El SME nuevo era frágil y se mantenía gracias a expectativas igualmente frágiles; una revaluación del DM debía haber ocurrido hacía tiempo; la consecuencia de que no se hubiese hecho eran altos tipos de interés, insostenibles fuera de Alemania. Las causas a corto plazo, que empezaron con el referéndum danés son bien conocidas. Una realineación ordenada

hubiese sido infinitamente preferible a la ordenación chapucera que hemos presenciado, de la que son responsables tanto los políticos y como los funcionarios públicos. Pero después de haber cometido este fundamental error poco podían hacer dentro de la estructura del SME, incluso implementando de modo competente unas políticas de todos modos condenadas al fracaso.

### **3. Opiniones equivocadas y mitos.**

#### **a. Los errores del SME y la UME.**

Hay una opinión errónea muy extendida sobre el SME mismo y la relación entre el SME duro y el proyecto de UME de Maastricht. Por ejemplo oímos decir que "el problema fue el querer implantar la UME demasiado a prisa". Como hemos visto más arriba ese apresuramiento hubiese podido ser la solución a la inestabilidad del SME si hubiese sido suficientemente intenso. El estallido del SME se está utilizando para desacreditar el proyecto de UME diciendo: hemos sido demasiado ambiciosos, nos debíamos haber conformado con el SME que funcionaba bien. Hay en esto una evidente contradicción.

El primer ministro británico, del país más escéptico respecto a una unión monetaria, afirmó después de que la libra se viese obligada a salir del MTC que el problema del MTC era su asimetría: "Tenemos que asegurarnos de que la política monetaria está de acuerdo con los intereses de todos los países de Europa, y no con el interés nacional de sólo uno de ellos" (10). Pero el problema de cómo pasar del predominio alemán a la simetría era lo que la UME y el Banco Central Europeo (BCE) trataban de resolver - y no hay otro modo de hacerlo. Además era precisamente la asimetría del MTC -es decir el papel del DM como moneda ancla- su mayor atracción para países como Gran Bretaña, que necesitaba (y aún necesita) un ancla creíble para poder implantar una política monetaria orientada hacia la estabilidad.

Se dice que el Bundesbank se plegó a presiones políticas bajando los tipos de interés el 14 de Septiembre, y esta afirmación se aduce como prueba de que el BCE será igualmente débil en casos semejantes. "El pasar a un BCE será pasar a una Europa más inflacionaria." Ha dicho Martin Feldstein... "Si uno escucha a los líderes políticos europeos -argumentaba Feldstein- "lo que dicen es que los gobernadores de los bancos centrales son unos tipos duros y atravesados, pero [gracias a Maastricht] pasado algún tiempo políticos de buen corazón acabarán diciéndoles lo que tienen que hacer" (11). Bérégovoy alabó al Bundesbank por su espíritu cooperativo y Mitterand dijo que el BCE se limitaría a implementar las decisiones del Consejo Europeo. Pero eso era lo que tenían que decir justo antes del referéndum francés para que la gente votase sí -creerlos es interpretar de un modo totalmente equivocado los estatutos del Bundesbank y del BCE. La propuesta de realineación de los tipos de interés que el Bundesbank había hecho tiempo antes era sensata desde el punto de vista económico pero fue rechazada; y el Tratado de Maastricht concede poderes de política monetaria al Consejo sólo para decidir que régimen de tipo de cambio seguirá la futura moneda europea.

#### **b. Mercados malignos.**

El clásico chivo expiatorio que no pude defenderse son "los mercados". Se propusieron "cargarse a la libra esterlina (o al franco, o a la lira, o a la moneda que sea)". Pero es absurdo y conduce a errores adicionales el verlo de modo antropomórfico, el considerarlo como una persona dotada de una voluntad individual y no como una colección de miles de personas, los operadores,

que trabajan para firmas que compiten entre sí y que toman decisiones a muy corto plazo. "Los mercados" no tienen una opinión colectiva, ni por lo tanto una intención colectiva. A pesar de eso abundan las teorías conspiratorias: "Parece que los operadores se han propuesto probar que han encontrado un método para cargarse el MTC"(12), una afirmación aún más absurda. Tienen algo más importante que hacer, ganar dinero. En la misma conferencia en la que el embajador Van Agt acusaba a los economistas, lord Jenkins atacaba a "la jauría predatoria de babeantes especuladores", sin duda descendientes de los "gnomos de Zurich" a los que se acusaba de atacar la esterlina en épocas pasadas.

No lejos de la oficina del presidente de la Comisión Europea algunos han sugerido que los especuladores tienen que estar conspirando e inventando procedimientos de legalidad dudosa para mover tan deprisa tanto dinero de un país a otro, como están haciendo ahora. Por eso inmediatamente después de la crisis de Septiembre los ministros de finanzas de la CE decidieron investigar los movimientos de capital. Pero los controles a esos movimientos se suprimieron precisamente para facilitarlos y lograr así una integración completa de los mercados financieros de la CE (una parte del programa del Mercado Unico) que produciría una mayor eficiencia al fluir los capitales hacia los empleos más provechosos.

Aun suponiendo que los operadores no son unos estafadores, algunos creen que se podría conseguir estabilidad en los mercados monetarios si "recortamos el poder de un grupo de especuladores en mangas de camisa" (13). Parece fácil, especialmente desde la perspectiva histórica del ministro de finanzas francés Michel Sapin: "Durante la Revolución Francesa a esas gentes se las llamaba "agioteurs" [intermediarios explotadores de su situación privilegiada] y se los guillotinaba" (14).

#### **c. Los economistas aciertan.**

Resultó que los economistas tenían razón, pero no los del grupo específico que sostenía que la convergencia económica era una precondition para conseguir la estabilidad en los tipos de cambio. En un debate que empezó ya con el Informe Werner (Begg y Wyplosz, 1992) se oponían a los monetaristas que defendían (mucho antes de toda esta literatura sobre credibilidad) que el congelar los tipos de cambio produciría convergencia en las políticas macroeconómicas nacionales. John Williamson (1992) ahora arguye contra una transición rápida hacia la UME, y rechaza el "punto de vista monetarista" -desacreditado una vez más por los eventos de Septiembre de 1992- según la cual "el congelar los tipos de cambio obliga a la convergencia". La crisis de otoño no prueba nada de eso, sino que al contrario demuestra una vez más que tipos de cambio fijos son algo cualitativamente diferente de una moneda única en una unión monetaria. Los tipos no estaban congelados; incluso si lo hubiesen estado seguían siendo tipos de cambio, que siempre pueden ser alterados; e incidentalmente, de hecho se había producido un considerable grado de convergencia.

#### **d. Bla-bla británico.**

Justo después de que Gran Bretaña se viese obligada a salir del MTC el canciller del Echequer [ministro de finanzas británico] dijo que "a partir de ahora tendremos una política económica británica y una política monetaria británica" (15). ¿Cuándo fue la última vez que la tuvimos? De seguro que no fue en la postguerra. No la tuvimos, por ejemplo, el 5 de Octubre de 1989 (antes de entrar en el MTC y después de dejar de seguir al DM, o sea de congelar la cotización L/DM),

cuando al Banco de Inglaterra sólo esperó una hora o poco más antes de aumentar los tipos de interés, siguiendo un aumento decretado por el Bundesbank. El flotar el tipo de cambio no aisla una economía muy abierta y con un mercado de trabajo imperfecto, como es la británica. Es posible que el tipo de cambio ya no sea una limitación invencible a las posibilidades de actuación, pero no se puede dejar de tener en cuenta.

Desde el otro lado de la valla nos dicen que "el equivalente de 15 mil millones de libras de nuestras reservas de divisas extranjeras se perdieron por la incompetencia de nuestras autoridades monetarias" (16). ¡Pero las reservas se gastaron en comprar libras, y afortunadamente su valor no se perdió del todo cuando la libra fue depreciada! De hecho la pérdida fue de alrededor de mil millones de libras -desde luego una cuantía no despreciable y que quizá se hubiese podido evitar, pero mucho menos de los 15 mil millones mencionados más arriba. Y como decía un anuncio del Cooperative Bank, "un banco [británico] que especuló contra la libra ganó un buen paquete", de modo que esos mil millones de libras no fueron a parar todos al extranjero, incluso si el banco en cuestión "especuló contra la economía británica a expensas del contribuyente británico". Lo antedicho completa muy bien esta argumentación.

## **5. ¿Qué va a pasar ahora?**

Algunos sugieren que la presente situación es análoga al derrumbe del sistema de tipos de cambio acordado en Bretton Woods, que es la repetición de algo que ya ha ocurrido antes. Pero los países firmantes del acuerdo de Bretton Woods no estaban dentro de un Mercado Unico y de una CE. Por tanto las opciones posibles ahora y en qué medida son deseables son diferentes de las de después de Bretton Woods.

### **a. ¿Qué va a pasar en cada uno de los países miembros?**

Doy por sentado [este artículo se escribió en Enero 1993 o a fines de Diciembre 1992] que los tipos de interés alemanes no van a bajar sensiblemente en los próximos meses. Alemania y el Benelux seguirán como ahora, aunque en algún caso extremo la confianza de los mercados puede bajar hasta el punto en empiecen a mirar con recelo la [enorme] deuda pública belga. Es poco probable que la punt irlandesa y la corona danesa puedan mantener sus paridades actuales [Portes acertó respecto a la punt, pero, por lo menos hasta ahora, 12 de Mayo, no ha acertado respecto a la corona], porque ambas han perdido mucha competitividad respecto a los países con los que más comercian. Francia ha visto cómo desaparecían las ventajas ganadas con tanto esfuerzo gracias a su política de "desinflación competitiva", al mismo tiempo que ve subir su paro; y al final de la campaña electoral francesa acabada en Marzo de 1993 algunos de los políticos conservadores que iban a subir al poder [como en efecto ha ocurrido] decían que había que devaluar [lo que no ha ocurrido ni parece que vaya a ocurrir por ahora.] Es difícil creer que el franco pueda aguantar sin ayuda [hasta ahora -12 de Mayo- está aguantando bien desde luego con la ayuda del Bundesbank]. Las políticas económicas de España y Portugal han perdido credibilidad en casa, al recordar la gente que son economías periféricas y relativamente débiles; las ganancias a alcanzar con una política de rectitud y de trabajo duro parecen menos convincentes. La onda explosiva de la crisis ha afectado incluso al programa de convergencia griego [que de todos modos no tenía demasiada credibilidad, como prueba su evolución reciente].

¿Qué ha pasado con los dos [Gran Bretaña e Italia] que tuvieron que salirse del MTC? Ambos parecen aliviados, si bien no tan eufóricos como podrían sugerir algunas reacciones. La transmisión a los precios interiores de las subidas de precios de las importaciones [consecuencia de la

devaluación] llevará algún tiempo y sus competidores comerciales todavía no han reaccionado ante su pérdida de competitividad. En Italia incluso se habla de volver al MTC "cuando se den las condiciones necesarias", en Gran Bretaña "cuando las grietas [en el SME] sean reparadas". En Gran Bretaña el tipo de cambio ha dejado de estar politizado, pero gracias a esta politización se conseguía una disciplina externa y se hacía creíble una política económica rigurosa. Los argumentos en favor de una participación de Gran Bretaña en el MTC hace dos años son aún válidos, si el sistema sobrevive. Gran Bretaña no tiene un principio alternativo creíble para guiar su política monetaria. Desgraciadamente el reciente desastre ha debilitado también la credibilidad de la opción por el MTC. Italia y el Reino Unido se encuentran en peligro de acelerar demasiado la recuperación y reavivar la inflación.

#### **b. Opciones para el SME.**

Los criterios para un modificar el SME son que tras la modificación funcione y que sea una transición viable hacia la UME para el mayor número de países posible. Si el gradualismo [actual] no es ni posible ni creíble, y en consecuencia es demasiado inestable, esos criterios son incompatibles entre sí.

Al considerar el camino a seguir debemos tener bien presente que las circunstancias han cambiado desde el período exitoso del SME y desde los orígenes del proyecto de la UME. Controlar la inflación es hoy menos importante que reducir el paro [eso será en Gran Bretaña: en muchos otros países, Alemania por ejemplo, se cree que para reducir el paro a largo plazo hay que reducir la inflación], pero la proporción del uno que hay que sacrificar para obtener una mejora en el otro no ha mejorado; las expectativas del mercado y las opiniones del público han sufrido un impacto negativo dramático, lo mismo que la confianza de políticos y funcionarios; y Alemania parece menos estable, política y económicamente, de lo deseable para un país cuya moneda es el ancla del SME.

Las dos opciones extremas son bien flotar, es decir suspender o abandonar el MTC y el SME, bien acelerar el calendario fijado en Maastricht para llegar a la UME.

No hay argumentos nuevos en favor o en contra de flotar, sólo las lecciones de la experiencia reciente. Como hemos visto en la década pasada respecto al dólar, al yen y a la libra, flotar puede producir ciclos de una subida del 50% seguidos de una depreciación del 50%. No creo que esto sea una política apropiada para unas economías tan integradas como las de la CE, que forman parte de un mercado único. Incluso si desmontásemos ahora el SME tendríamos que reconstruir un sucesor tarde o temprano. Una suspensión temporal podría ser la mejor alternativa posible.

Los friedmanianos, que siempre han creído en la flotación ("el tipo de cambio no es ni más ni menos que un precio, como el de los cacahuetes"), están encantados con lo que ha pasado [desde Septiembre]. La lección correcta que hay que sacar de ello, sin embargo, no es la superioridad de la flotación, sino más bien que el nuevo SME sin controles a la circulación de capitales es inestable y que es necesario crear procedimientos para poder resistir conmociones que sólo ocurren una vez en la vida, como la unificación alemana. Los que siempre creyeron que el SME, sea el viejo o el nuevo, era un mal sistema, podrían argüir en favor de flotar y de que los bancos centrales independientes decidiesen libremente el grado de coordinación en las políticas económicas (y de estabilidad en los tipos de cambio) que les pareciese conveniente. Tal opinión no tiene en cuenta los beneficios de institucionalizar esa coordinación y de darla reglas que limiten las posibles expectativas y reduzcan la posibilidad de aprovecharse a costa de los demás.

Mi preferencia personal es que la mayoría de los países de la CE aceleren su transición hacia la UME. Los argumentos a favor se han repetido muchas veces. Y creo que desde un punto de vista estrictamente económico ganan los argumentos a favor pero no de un modo aplastante. Sin embargo parece muy poco probable que esa transición acelerada pueda tener lugar.

La opción intermedia es remendar ("reforzar") el sistema actual. Esto ignora la posibilidad de que no pueda sobrevivir la ruptura de la paridad franco/DM. Y en todo caso un MTC como el actual, que incluye países que no pertenecen a su núcleo central (ver a continuación) es inestable, tanto más cuanto que la crisis de Septiembre ha demostrado que lo es. Pero sus proponentes (Niels Thygesen, Daniel Gros y Alfred Steinherr) afirman que la nueva estructura se puede defender mucho mejor, que la ratificación del Tratado de Maastricht va adelantando, y que una combinación de mejores reglas de intervención, bandas [de fluctuación] más estrechas, procedimientos más estrictos de vigilancia de las políticas económicas seguidas por los miembros, y otras mejoras semejantes, producirían un sistema suficientemente robusto para permitir que seis o siete países pudieran seguir avanzando hacia la UME tal como se había planeado. Yo respeto esa fe, pero continúo siendo escéptico.

John Williamson ha propuesto un sistema híbrido, que consiste en dar a Alemania un tiempo para que estabilizarse, que dure hasta que pueda comenzar la depreciación real del DM que todos esperamos, ampliando la banda de fluctuación del DM, quizá de un modo asimétrico hacia arriba [es decir que la semibanda por encima de la paridad fuese más ancha que la por debajo]. El franco francés substituiría al DM como moneda ancla del sistema. No se permitirían realineaciones que excediesen de la amplitud de la banda de fluctuación [es decir la nueva paridad central debería estar dentro de la banda antigua]. Pero los mercados financieros saben muy bien que incluso realineaciones de poca importancia constituyen un serio problema, y por lo tanto producen grandes movimientos de capital [entre los miembros] (Bishop 1992). Por lo tanto las realineaciones tendrían que ser frecuentes y las bandas tendrían que ser amplias -algunos podrían pensar que este sistema en la práctica equivale al de "zona objetivo" [es decir que la cotización no salga demasiado de una zona con límites más o menos flexibles]. Esto aplazaría indefinidamente tanto Maastricht como la UME. En cuanto a la propuesta de que el franco francés fuese el ancla del sistema, antes de considerarla seriamente habría que esperar a que la Banca de Francia disfrutase de una independencia segura y garantizada por ley, algo que el ministerio del Tesoro francés procurará aplazar todo lo que pueda.

Podemos imaginar la unión de un grupo más pequeño de países que explícitamente estarían dispuestos a seguir al Bundesbank sin poder influir en su política. Incluso podrían demostrar lo serio de su compromiso estrechando sus bandas de fluctuación. En la práctica esto no diferiría gran cosa de la solución "Comisión Monetaria" (Walters). Incluso suponiendo que Francia pudiese aceptar esto, es muy poco probable que lo aceptase indefinidamente; un grado tal de sumisión explícita a una política fijada en el extranjero es contra natura en un país grande. Si Francia no entrase en el grupo y éste quedase reducido a Alemania, el Benelux y quizá Dinamarca (¡un resultado pintoresco para un país que rechazó la UME!) podría haber más candidatos a entrar, como Austria y quizá otros miembros de la EFTA. Parece poco probable que esto acabe en una UME.

Algunos arguyen que la perspectiva de entrar en este grupo central de países sería un incentivo a los que se quedaron fuera para que se esforzasen en conseguir la convergencia necesaria (17). Yo soy escéptico a este respecto. Begg y Wyplosz (1992) sugieren un resultado más probable: "El hecho de que todos los regímenes o períodos que no suponen una unión monetaria plena dejan abierta la posibilidad de devaluaciones... significa que es posible que las

monedas que se cree van a quedar fuera del grupo central no converjan durante la supuesta transición."

Por supuesto que Maastricht previó explícitamente la posibilidad de "dos velocidades", pero para ello es necesario que un mínimo de países [cumplan las condiciones fijadas], creándose así un grupo de "gran velocidad". ¿Será esto suficiente? Y entretanto ¿qué va a pasar con el MTC? ¿Se acelerará la transición? Eso sugiere Karl Otto Pohl [el anterior presidente del Bundesbank], pero limitada a un grupo central: [Según Pohl] hay que abandonar Maastricht y avanzar rápidamente hacia un banco central común para Alemania, Francia, el Benelux, Austria y Suiza. Hay que repetir que esto requiere que la Banca de Francia consiga inmediatamente plena independencia. Y de nuevo se plantea el problema de qué políticas de tipo de cambio tendrían que seguir los países que se queden fuera, y que consecuencias se seguirían para la CE. En todo caso es dudoso que tras los recientes eventos y tras la creciente identificación del DM como el símbolo de la nación, Alemania acepte compartir su autoridad sobre su política monetaria y "abandone el DM". Va a ser muy difícil convencer al Bundestag [el Senado alemán] para que acepte eso.

Incluso si Alemania lo aceptase, de modo que esta solución supusiese compartir su poder de decisión en un futuro Banco Central Europeo (BCE), y si Francia lo aceptase también, la creación de un club monetario norteyuropeo supondría la aparición de serios problemas geopolíticos. Francia podría dudar de la conveniencia de entrar en tal grupo sin el contrapeso de otros países latinos, y sobre todo sin Gran Bretaña. Hay aquí una posible grieta (18) que plantea muchos y difíciles problemas. Si la grieta se abre del todo ya no se podrá tomar en serio a los países sudeuropeos. Además una alianza francoalemana en esas condiciones sería muy desigual. ¿Podría Francia encontrarse a gusto en un bloque nórdico protestante? Alemania mira sobre todo al Este, Francia está cada vez más preocupada por los problemas del Sur (seguridad, emigrantes mogrebíes, fundamentalismo islámico), que también son importantes para la CE en su conjunto. Una unión monetaria de sólo Alemania y Francia (Pisani- Ferry 1992) se encontraría también ante esos problemas.

Hay otra razón para avanzar todos a la vez [hacia la UME] en vez de hacerlo en dos o tres grupos, o divididos en centro y periferia, o a la carta. Es una cuestión de economía política: la cooperación política requiere un sistema de toma y daca para compartir soberanía, lo mismo que la cooperación económica. Cada participante tiene que aceptar medidas duras o sacrificios a cambio de oportunidades. Esto es mucho más difícil de organizar si el grupo no se mantiene unido, si se parte del principio de que sus participantes no necesitan del toma y daca y de que cada uno simplemente coge lo que le conviene. Si no se sienten unidos permanentemente el deseo de obtener ventajas sin dar nada en cambio puede destruir cualquier cooperación institucionalizada.

Es difícil colegir un camino adelante que sea a la vez posible y deseable. El ministro de Asuntos Exteriores del Gran Bretaña dijo con razón que muchos en la CE "no se han dado cuenta del grave daño política que la crisis cambiaria [que empezó en Septiembre de 1992] ha causado, especialmente en Gran Bretaña", pero él también debe darse cuenta de que un daño igualmente grave se ha causado en el resto de Europa. Los eventos de los últimos meses no sólo han producido la inestabilidad del nuevo SME, sino también muchas actitudes negativas y fuerzas destructivas, preocupantes por sí mismas y por las tensiones ocultas que revelan, que pueden impedir la construcción de una CE "más intensa". Y aunque las negociaciones para la ampliación de la CE no vayan a ser perturbadas seriamente por ello, puede que disminuya el entusiasmo que hoy sienten algunos aspirantes, al darse cuenta de que van a entrar una CE seriamente dividida.

**NOTAS.**

Richard Portes es director del Centre for Economic Policy Research (CEPR) y profesor de Economía en el Birbeck College de la universidad de Londres, y comunica: el tono a veces polémico de este ensayo subraya la necesidad de dejar bien sentado que las opiniones en él expuestas son solamente mías (aunque muy influenciadas por algunos colegas muy próximos) y desde luego no son las del CEPR, que nunca toma posiciones sobre política institucional. La primera versión de estas notas fue pronunciada en la Solvay Business School de la Universidad Libre de Bruselas el 23 de Septiembre de 1992.

(1) Aparecido en el *Boletín* del CEPR, n° 35, sept-oct 89.

(2) Discurso a la conferencia de la Confederación de la Industria Británica, 10-Oct-89. Ver también el informe en un almuerzo de trabajo del CEPR de F. Giavazzi y P. Minford en el *Boletín* del CEPR, n° 37, Feb. 90.

(3) Esto es una versión del "cuarteto compuesto de partes incompatibles entre sí" de Padoa-Schioppa (1988).

(4) Un funcionario anónimo británico citado por *The Sunday Times*, 2-Dic-92.

(5) Desde la crisis "el Bundesbank se pregunta sobre el valor de intervenciones obligatorias ilimitadas emprendidas por un país de moneda fuerte en favor de otro [incluyendo Francia] de moneda débil. Está también harto del daño potencial a su control de la cantidad de dinero en Alemania causado por intervenciones de gran escala" (*The Independent*, 28-Sept-92).

(6) El indicador de divergencia del DM llegó a un máximo de alrededor del 52% a fines de Agosto y permaneció en un 50% hasta el 16 de Septiembre, mientras que la libra cayó por debajo del 75% (su límite inferior) a mediados de Agosto y permaneció a ese nivel salvo unos pocos días a primeros de Septiembre. (*The Independent*, 28-Sept-92).

(7) Esta frase feliz se debe a Andrew Crockett. Los datos se contienen en *The Economist*, 10-Oct-92, donde se observa también que los diferenciales entre centros offshore e interiores durante la crisis indican que en Francia aún subsisten algunas barreras a la libre circulación de capitales.

(8) *The Sunday Times*, 6 de diciembre de 1992.

(9) W. Safire, *International Herald Tribune*, 22-Sept-92.

(10) John Major, citado en *Financial Times*, 19/20-Sept-92.

(11) *International Herald Tribune*, 16-Sept-92.

(12) *The Independent*, 23-Sept-92.

(13) El Canciller del Echequer (ministro de finanzas) "en la sombra" laborista Gordon Brown [es decir el que será ministro si ganan las próximas elecciones], citado en *The Independent*, 29-Sept-92.

- (14) *Financial Times*, 23-Sept-92.
- (15) Norman Lamont, citado en *The Financial times*, 19/20 Sept-92.
- (16) Anatole Kaletsky, *The Times*, 17-Sept-92.
- (17) Samuel Brittan, *Financial Times*, 26-Nov-92.
- (18) Lawrence Freedman, *The Independent*, 8-Oct-92.

## BIBLIOGRAFIA.

Begg y otros, 1990: *Monitoring European Integration 1: The Impact of Eastern Europe, y 2: The Making of Monetary Union*, (ambos Londres, CEPR).

Begg y C. Wyplosz (1992): "The European Monetary System: Recent Intellectual History", ponencia para la conferencia del CEPR en la Coruña, 11/12 Diciembre 92.

Bishop, G. (1992): *Capital Liberalisation* (Salomon Brothers, Londres).

Feldstein, M.: *Does European Monetary Union have a Future?* (ponencia para la conferencia de la CEPR en la Coruña, 11/12 Diciembre 92).

Giavazzi, F. y M. Pagano (1985): "Capital Controls and the European Monetary System" en *Capital Controls and Foreign Exchange Legislation*, ed. Milan, Euromobiliare.

Giavazzi, F. y L. Spaventa (1990): The New EMS, un ensayo en *The European Monetary System in the 1990s*, P. de Grauwe y L. Papademos (editores).

Giovanini, A.(1990): "The Transition to Monetary Union". *CPR Occasional Paper*, nº 2 (mayo).

Gros, D. (1987): The Effectiveness of Capital Controls, *IMF Staff Papers*, 34.

Gros, D. (1992): "Tranquil and Turbulent Periods in the EMS and the Possibility of Self-Fulfilling Crises", *European Economic Review*, 36.

Gros, D. y A. Steinherr (1991): "Einigkeit Macht Stark: The Deutsche Mark also?" Cap. 4º de *Finance and the International Economy*, R. O'Brien (ed), 5 Oxford University Press.

Gos, D: y N. Thygesen (1992): *European Monetary Integration* (Longman, Londres).

Obstfeld, M. (1986): "Rational and Self-Fulfilling Balance of Payments Crises", *American Economic Review*, 76.

Padoa-Schioppa, T. (1988): "The EMS: A Long-Term View" en *The European Monetary System*, F. Giavazzi y otros (editores), Cambridge University Press.

Pisani-Ferry, J. (1992): "After the Monetary Turmoil" en *International Monetary Insights*, noviembre-diciembre).

Von Hagen, J. (1992): "Monetary Union, Money Demand and Monetary Supply: A Review of the German Monetary Union", *CEPR Discussion Paper*, nº 719, (octubre).

Walters, A. (1986): *Britain's Economic Renaissance* (Oxford University Press).

Williamson, J. (1992): "How to Reform the ERM", *International Economic Insights* (noviembre-diciembre).

Wyplosz, C. (1988): "Capital Flow Liberalisation and the EMS: A French Perspective", en *European Economy* (mayo).

