

El SME, primera estación hacia la Unión Monetaria

Juan E. Iranzo

1. La larga marcha hacia la Unión Monetaria

Para poder alcanzar un auténtico espacio financiero europeo resulta necesario engarzar tres eslabones a la cadena del mercado financiero europeo. El primer eslabón, consiste en establecer una verdadera libertad de movimiento de capitales que permita una mejor asignación de los recursos financieros, una mejor distribución del riesgo, y que enlace el ahorro a la inversión a escala europea. Este eslabón se debe enganchar el 1 de junio de 1990, según la directiva sobre movimiento de capitales aprobada en junio de 1988.

El segundo, es la libertad de prestación de servicios financieros que permita aumentar la competencia financiera, lo que debe potenciar la gama de productos y la reducción en el precio de los mismos. Este se debe engarzar en un próximo futuro con la aprobación y entrada en vigor de la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria.

El tercero es el establecimiento de una Moneda única o un sistema de cambios-cuasi-fijos que eviten las devaluaciones competitivas y que por tanto permita basar la competencia en los niveles de coste y no en los precios relativos de las monedas.

Este espacio financiero europeo, según exponía el Profesor Requijo en una conferencia, sobre: "la integración de España al SME", impartida en Expofinanzas, es absolutamente necesario para poder alcanzar un Mercado Unico Europeo; y sin el tercer eslabón, es decir, la Unión Monetaria, este objetivo resultaría inviable. Esta también fué una de las principales conclusiones de las Jornadas sobre: "El Sistema Monetario Europeo y el ECU" organizado por el Centro Internacional Carlos V, los días 9, 16 y 17 de mayo.

Siguiendo el mandato de los jefes de Estado de la CE, una comisión de expertos, encabezada por Jacques Delors, publicó el pasado 17 de abril, un informe sobre el futuro de la Unión Monetaria Europea. En el mismo se establecen las etapas que se deben ir cubriendo de cara a alcanzar este objetivo último. Se establece la integración monetaria europea en tres fases:

La primera consistiría en que los países miembros de la CE que todavía no pertenecen al Sistema Monetario Europeo (que en estos momentos son Gran Bretaña, Grecia, Portugal y España) se integrarán rápidamente a éste. El objetivo sería conseguir una "mayor coordinación económica y monetaria entre todos los países miembros de la comunidad". Este primer estadio es el único que tiene fecha: 1 de julio de 1990.

En una segunda fase se crearía un Sistema Europeo de Bancos Centrales con estructura Federal parecido a lo que hoy en día es el Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos. A esto se le uniría la progresiva reducción de las bandas de fluctuación entre las diferentes monedas europeas (que actualmente es de ± 6 por ciento para Italia y España). Durante este período todavía se permitirían "devaluaciones" de las paridades centrales, pero sólo en casos extremos. Por el lado fiscal las autoridades europeas empezarían a controlar el tamaño de los déficits presupuestarios de los diferentes gobiernos estatales.

La fase final eliminaría totalmente las fluctuaciones entre monedas y las devaluaciones de paridades centrales. Esto, de hecho, sería equivalente a tener una sola moneda emitida por el nuevo Sistema Europeo de Bancos Centrales. Las políticas monetarias de los diferentes estados desaparecerían para siempre. Las políticas fiscales estarían fundamentalmente en manos estatales, aunque las autoridades europeas se reservarían el derecho de imponer reformas fiscales en caso de que los desequilibrios locales amenazaran la estabilidad monetaria europea.

Concretamente en la tercera fase, como afirma Jurgen B. Donges en su artículo "El plan Delors portador de nuevas esperanzas",

País 12.5.89, la unión monetaria puede constituirse de dos formas: sin moneda común o con ella. En la primera variante habría que fijar irrevocablemente los tipos de cambio entre las 12 monedas y habría que garantizar definitivamente su convertibilidad plena. Esto presupone una coordinación muy intensa entre las políticas macroeconómicas nacionales, sobre todo con el fin de evitar discrepancias en los ritmos de inflación. De optarse por la segunda variante, desaparecerían los bancos emisores nacionales como autoridad monetaria y se haría una transferencia completa de responsabilidades a un banco central europeo, que emitiría también la nueva moneda común. Este banco central tendría que ser políticamente independiente, con el fin de poder velar eficazmente por la estabilidad monetaria en la Comunidad.

El Sr. Boyer recomienda esta última opción en las jornadas "El Sistema Monetario Europeo y el ECU; considerando únicamente la primera opción como primer paso durante la tercera fase. El Prof. Alvarez Rendueles en esas mismas jornadas puso de manifiesto que el Sistema Europeo de Bancos Centrales necesariamente impulsará a la elección de una sola moneda.

Este reto requiere obviamente, de requisitos muy severos, como se puso de manifiesto en la reunión organizada por la Secretaría de Estado de Comercio los pasados 11 y 12 de mayo bajo el título: "Sistema Monetario Europeo y la Coordinación de las Políticas Económicas". Subsisten en la Comunidad importantes divergencias entre los objetivos prioritarios de política económica entre unos países miembros y otros. Existen importantes desigualdades estructurales y regionales, hay enorme discrepancia en cuanto a la financiación de los diferentes déficit públicos y actitudes diversas respecto a los procesos inflacionistas. Asimismo se establecen diferencias respecto a la intensidad requerida en la coordinación de las políticas macroeconómicas. En esta línea también se manifestó el Prof. Rojo en su ciclo de conferencias pronunciadas bajo el título: "Coordinación e Integración monetaria en la CEE" del 16 al 19 de mayo, en el Instituto de España.

2. El Sistema Monetario Europeo

El cumplimiento de la primera fase del Plan Delors requiere que el SME, se complete antes de 1990; lo que ha provocado la reciente (20 de junio de 1989) incorporación de la peseta a dicho mecanismo.

Como se puede desprender del Informe Delors, el terreno sobre el que se debe construir la Futura Unión Monetaria es el Sistema Monetario Europeo.

El Tratado de Roma no establecía la necesidad de crear una unión monetaria, entre los países miembros de la Comunidad.

La posibilidad de crear una unión monetaria europea, surge por vez primera en 1970, Plan Werner, como consecuencia de las fuertes convulsiones cambiarias que se estaban produciendo en los mercados financieros internacionales. Dicho Plan Werner pretendía que los países miembros de la Comunidad Económica Europea redujeran las fluctuaciones entre sus monedas. Este Plan se presentaba en diferentes etapas:

- 1) Reduciendo las fluctuaciones cambiarias apoyandose en una estrecha coordinación de las políticas económicas.
- 2) Establecimiento de unos tipos de cambio fijos e irrevocables.
- 3) Sustitución de las monedas nacionales por una moneda única; lo que daría lugar a una Unión Monetaria con una política monetaria y crediticia común para toda la comunidad.

Para ampliar la primera fase de este Plan, mediante los acuerdos de Basilea, se creó en abril de 1972 la serpiente europea; mediante la cual se establecía unos márgenes de fluctuación de $\pm 2,25\%$ en torno a las paridades de las monedas comunitarias.

Este intento fracasó por la falta de coordinación de las políticas económicas nacionales; circunstancia que no fué establecida en los acuerdos de Basilea, y dada la evolución de la economía mundial se aplicaron políticas económicas nacionales de signo bien diferente.

El Sistema Monetario Europeo se crea en diciembre de 1978, a propuesta del Canciller Alemán Schmidt y del Presidente Francés Giscard D'estaing. El primero para evitar las presiones revaluatorias sobre el marco, producidas por la caída del dolar; y el segundo por considerar que los intercambios comerciales de su país requerían un mayor grado de estabilidad cambiaria.

El Sistema Monetario Europeo entre en funcionamiento el 13 de mayo de 1979 con las monedas de Alemania, Francia, Holanda, Dinamarca, Bélgica, Luxemburgo, Italia e Irlanda.

3. Mecanismos Básicos de funcionamiento del SME

Los tres mecanismos fundamentales sobre los que se asienta el funcionamiento del Sistema Monetario Europeo son:

- La ECU (UCE) Unidad de Cuenta Europea).
- El sistema de estabilidad cambiaria.
- El FECOM (Fondo Europeo de Cooperación Monetaria).

3.1. La Unidad de Cuenta Europea (ECU)

La ECU se define, desde el momento de su creación, como una cesta abierta de monedas. Es decir, un número de unidades de las distintas monedas que forman parte de la unidad monetaria europea, su ponderación es objeto de una revisión: periódicamente cada cinco años; cuando se incorpora una nueva moneda, caso de la peseta o escudo: o a petición de cualquiera de los países miembros, cuando el peso de cualquier divisa haya variado en un 25% en relación con la ponderación establecida.

Como se puede ver en el cuadro nº 1 el Marco es el que tiene mayor presencia en la ECU, aunque con la incorporación de la Peseta y el Escudo, ha sido el que más ha perdido, junto con la Libra. En la nueva composición de la ECU, la Peseta representa el 5,30%.

La pertenencia a la ECU no significa necesariamente la pertenencia al Sistema Monetario Europeo, en especial al mecanismo de tipo de cambios y de intervención.

CUADRO Nº 1

	<u>Hasta 19.6.89</u>	<u>ECU ampliados desde 20.6.89</u>
Marco	32,0	30,10
Franco Francés	19,0	19,00
Libra Inglesa	15,0	13,00
Lira	10,2	10,15
Florín	10,1	9,40
Franco Belga, Luxemb.	8,5	7,90
Peseta	-	5,30
Corona	2,7	2,45
Libra Irlandesa	1,2	1,10
Dragma	1,3	0,80
Escudo	-	0,80

Las funciones de la ECU, según la Resolución del 5 de diciembre de 1978, del Consejo Europeo, son las siguientes:

- Unidad de cuenta en sus operaciones realizadas al amparo de los mecanismos crediticios y de intervención de la CEE.
- Medio de pago y reserva de los bancos centrales de la CEE.

- Medio de pago y reserva de los bancos centrales de la CEE.
- Magnitud de referencia en el sistema de tipos de cambio, así como base del indicador de las variaciones de dichos tipos de cambio "Indicador de divergencia".

La oferta de ECU's oficiales está encomendada al Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM), que los asigna a los distintos países participantes en el mecanismo de creación de ECU's, como contrapartida de los depósitos de oro y dólares que éstos han de efectuar en el FECOM, a través de "swaps", renovables cada tres meses. Estas ECU's no son convertibles en las monedas participantes en la ECU y su utilización ha sido bastante limitada. Junto con la ECU oficial; se ha desarrollado un importante mercado privado de ECU's. La ECU privada ha servido como unidad de denominación de instrumentos financieros y cotiza en los mercados de cambios internacionales. Su propia característica de moneda cesta, le permite servir de cobertura de riesgos de tipo de cambio e incluso de intereses para las europeas. Sin embargo, la ausencia de una moneda europea de pleno contenido, con la consiguiente inexistencia de un circuito permanente de liquidez e incrementos de los costes de transacción, ha dificultado la expansión de la ECU en el área comercial.

Lógicamente en los diferentes mecanismos de funcionamiento del SME se emplea la ECU oficial, como uno de los baluartes fundamentales sobre los que se asienta el funcionamiento del Sistema.

Si bien no es estrictamente necesaria para el establecimiento de la Unión Económica y Monetaria Europea, la adopción de una moneda común, contaría con innumerables ventajas, ya que permitiría dotar de un mayor carácter de permanencia a todo el proceso de integración, favorecería la gestión monetaria de la Comunidad Europea y eliminaría los costes de transacción que se observaría del intercambio de diferentes monedas nacionales. La ECU contiene potencialmente los requisitos necesarios para poder ser la moneda europea comunitaria, para lo que deberá transformar en el futuro su estatus

actual de cesta de monedas, para constituirse en una auténtica moneda, desvinculada de cualquier otro activo financiero de reserva.

La Emisión de la ECU moneda sería efectuada por el futuro Sistema Europeo de Bancos Centrales; cuya misión fundamental consistiría en preservar la estabilidad monetaria comunitaria mediante "el mantenimiento del valor interno y externo de la ECU".

3.2. Mecanismos de tipos de cambio y de intervención

Constituye la pieza clave del Sistema Monetario Europeo, se basa en un compromiso de los países adheridos, de que sus respectivos bancos centrales mantendrán las fluctuaciones de los tipos de cambio de mercado, dentro de los límites de variación máximo y mínimo, anotados en torno a los tipos de cambio actuales-bilaterales definidos respecto al ECU, interviniendo ilimitadamente en el mercado de cambios (1).

En definitiva el sistema se basa en "una parrilla de paridades" y en el establecimiento de una "presunción de acción" a cargo de las autoridades monetarias de los países miembros cuya moneda sobrepasa determinados límites en relación con el ECU.

3.2.1. Parrilla de paridades e intervención obligatoria

Cada una de las monedas incluidas en el S.M.E. tiene establecido un tipo de cambio respecto de la ECU denominado tipo de cambio central o pivote; asimismo se establece el cruce de este "tipo pivote" para cada dos monedas, integrantes, es lo que se denomina "cambio central bilateral". El conjunto de cada uno de los tipos bilaterales constituye la denominada "parrilla de paridades"; que es la estructura básica sobre la cual se estabilizan los tipos de cambio de mercado de las monedas participantes en el S.M.E.

En torno a los tipos centrales se establecen bandas de fluctuación máximas, que por tanto determinen los límites entre los que se debe mover la cotización de mercado de una moneda. Para evitar

monedas del SME es del $\pm 2,25$ con las excepciones de la lira y la peseta a las que se les asigna una banda ancha del $\pm 6\%$.

Aunque las bandas de fluctuación teóricas para la peseta son del $\pm 6\%$, la realidad bilateral para cada moneda difiere algo, tanto en el nivel superior como en el inferior; puesto que el límite máximo del 12% se registra entre las dos bandas de apreciación y la de depreciación, pero no respecto al tipo central.

Para la peseta se aplica la siguiente fórmula:

$$\text{Límite de apreciación} + \text{límite de depreciación} = 0,12$$

$$1 + \text{límite de apreciación} = \frac{1}{1 - \text{límite de depreciación}}$$

Esto significa que las bandas de fluctuación de la peseta son realmente: el + 6,18% y el - 5,82%.

Por ejemplo, el tipo central respecto al Marco se estableció en 1 Marco = 65 pesetas, los límites efectivos de fluctuación de la peseta respecto al Marco son ds3 61,217 - 69,017 pts. por Marco.

Asimismo hay que tener presente que tratarse de un sistema bilateral; es decir que, si una moneda alcanza el límite máximo de fluctuación o de intervención, con respecto a cualquiera de las otras monedas, aunque solo sea respecto a una que se sitúe en su tipo de cambio límite opuesto, los bancos centrales emisores están obligados a intervenir también en sus respectivos mercados, para poder disminuir o eliminar la discrepancia entre los tipos bilaterales. Para ello, el banco emisor de la moneda que se revalúe o moneda fuerte comprará en su propio mercado la moneda débil, mientras que el banco emisor de la moneda débil venderá la fuerte en su propio mercado. El banco emisor de la moneda débil podrá acudir al FE-COM para poder obtener cantidades de la moneda fuerte que le permita intervenir.

Las intervenciones de los bancos centrales sólo tienen carac-

ter obligatorio cuando se pueda sobrepasar los límites máximos, sin embargo, estos bancos suelen intervenir voluntariamente para evitar llegar a las bandas máximas. Además también se realizan las denominadas "intervenciones intramarginales" en aplicación de las normas relativas al "indicador de divergencia".

3.2.2. El indicador de divergencia

Este indicador permite situar la evolución del tipo de cambio de cada moneda del SME en relación a la media comunitaria, por lo que sirve de instrumento de "alarma", destinado a poner de manifiesto la moneda incluida en el mecanismo de intervención, cuya cotización evoluciona en sentido contrario a las demás.

El límite máximo de divergencia no es igual para todas las monedas, puesto que depende también de la ponderancia que represente cada una de ellas en la ECU.

El límite máximo de divergencia, para cada moneda se calcula de la siguiente manera:

Divergencia máxima = límite de fluctuación de la moneda x (1 - ponderación de la moneda en la ECU).

Para poder calcular la divergencia máxima de la peseta hay que tener presente que representa un 5,3% de la ECU y se permite un límite de fluctuación del $\pm 6\%$; por tanto será:

Divergencia Máxima peseta = $\pm 0,06 (1 - 0,053) \times 100$

Divergencia Máxima peseta = $\pm 5,68\%$

Lógicamente el índice de divergencia será menor para las monedas con mayor ponderación y menor límite de fluctuación, Marco Alemán y Franco Francés; en cambio la que mayor índice de divergencia tiene es para la peseta, puesto que tiene un límite de fluctuación del $\pm 6\%$ y pondera menos que la Lira Italiana que es la otra a la que se le permite el $\pm 6\%$ de fluctuación.

El indicador de divergencia es el porcentaje de divergencia registrado en un día respecto a la divergencia máxima admitida para la moneda, por tanto mide la preparación que representa la apreciación o depreciación de una moneda frente a la ECU, respecto a la máxima divergencia permitida a esa moneda.

Cuando el indicador de divergencia alcance una cierta discrepancia, se denomina "umbral de divergencia" situado en un 75% del máximo de divergencia. En el caso de la peseta será del $\pm 4,26$.

Cuando una moneda alcanza este umbral de divergencia estará incurriendo en una "presunción de acción" por lo que las autoridades del país al que corresponde la moneda, deben tomar las medidas necesarias para corregir las causas que prevean dicha circunstancia.

Estas medidas pueden consistir en intervenir los mercados de cambio, de política monetaria interna, modificación de su tipo central, etc. Las autoridades monetarias del país correspondientes deberán justificar al resto de los miembros del SME. Las medidas que adopten a las causas de la inacción si no se toma ninguna como se puede ver, no solo se está obligado a actuar para evitar superar los límites; sino que también se deberán realizar intervenciones intramarginales si se supera el umbral de divergencia.

En la práctica, por tanto a la peseta no se le deja libertad de fluctuación máxima del $\pm 6\%$, sino que es necesaria la intervención en el umbral de divergencia que solo es del $\pm 4,26\%$.

3.3. El Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM)

El FECOM es la institución básica en los mecanismos de intervención y financiación del SME.

Aunque fué creada mucho antes del SME, abril de 1973, la Resolución del Consejo Europeo de 5 de diciembre de 1978, otorgó a esta institución un papel enormemente importante en el funcionamiento

del SME.

Las funciones actuales del FECOM se pueden concretar en los siguientes puntos:

1) Mecanismos de contabilización y liquidación de las diferentes intervenciones realizadas por los bancos centrales en los mercados de divisas. Estas operaciones son contabilizadas por el FECOM, en ECU's, en las cuentas que tienen los diferentes bancos centrales en esta Institución. Las posiciones activas y pasivas que los bancos centrales mantienen con el FECOM se corresponden con las facilidades de financiación a muy corto plazo que se conceden mutuamente los bancos centrales. Al vencimiento de las mismas el FECOM, les compensa automáticamente para cada banco todos los saldos activos y pasivos. Los bancos que resulten con saldo deudor liquidarán sus posiciones fundamentalmente con monedas de los países acreedores, en ECU's. Los bancos que resulten acreedores no están obligados a recibir en ECU's más del 50% de la deuda, a no ser que tengan una posición deudora en ECU's.

2. Creación de ECU's, contra los depósitos que los bancos centrales de los países participantes en el mecanismo de tipos de cambio e intervención del SME, depositan en esta institución ; que son el 20% de sus tenencias físicas de oro y dólares USA. Estas transacciones se instrumentan mediante un intercambio "swap" renovable automáticamente cada tres meses.

Las ECU's creadas por el FECOM pueden ser empleadas por los países miembros para liquidar sus deudas provocadas por las intervenciones, o para liquidar hasta el 50% de la deuda producida en la financiación a muy corto plazo.

3. Los mecanismos de crédito existentes son: financiación a muy corto plazo, apoyo monetario a corto, asistencia financiera a medio plazo, apoyo a las economías más débiles y el mecanismo de movilización de ECU's. El FECOM tiene competencias

sobre la financiación a corto y muy corto plazo, así como sobre el mecanismo de movilización de ECU's, mientras que el Consejo de la CEE es responsable del resto de las facilidades. Las características principales de estos mecanismos se exponen brevemente a continuación.

El mecanismo de financiación a muy corto plazo consiste en facilidades crediticias que se conceden mutuamente los bancos centrales participantes en el mecanismo de cambios e intervención del SME, con el fin de atender a su obligación de intervenir en los mecanismos cambiarios. Estos créditos facilitados en monedas comunitarias no tienen limitación de cantidad, y se conceden por un plazo de 45 días a contar desde el final del

mes en que se haya producido la intervención, pudiéndose prorrogar por otros noventa más. Existe la posibilidad de reembolso anticipado.

El apoyo monetario a corto plazo tiene como objeto ayudar a los países miembros a financiar déficit temporales de balanza de pagos. Los créditos se conceden por períodos de 3 meses, renovables hasta alcanzar los 9 meses, y no existe condicionalidad en su concesión. Su cuantía depende de un sistema de cuentas. Los préstamos se conceden al banco deudor, en proporción a las cuotas respectivas, directamente por los bancos acreedores o por intermediación del BPI, actuando éste como agente del FECOM. El préstamo se hace en la moneda del banco prestamista o bien en cualquier otra divisa convenida, y puede estar instrumentado bajo la forma de "swap", depósitos o cualquier otra convenida.

La asistencia financiera a medio plazo es un mecanismo de asistencia mutua prevista en el artículo 108 del tratado CEE. Estos créditos se conceden por el Consejo a un estado miembro, con el fin de hacer frente a dificultades prolongadas de la balanza de pagos.

El apoyo a las economías más débiles consiste en una bonificación de intereses de un 3% en los préstamos puestos a disposición de los países menos desarrollados de la CEE, por parte del BEI, préstamos que deberán dedicarse esencialmente a la realización de obras de infraestructura. El objetivo de estas ayudas es el de reforzar el potencial económico de los países más débiles y facilitar la convergencia con el resto de los países de la CEE. Estos apoyos sólo pueden utilizarse por los estados miembros, a condición de que participen efectivamente en el mecanismo de cambios e intervención.

Por último, el mecanismo de movilización de ECU's consiste en autorizar a los países miembros a obtener dólares u otras divisas contra sus tenencias de ECU's en el FECOM, con el fin de intervenir en el mercado de cambios. Este mecanismo se introdujo en el SME en junio de 1985.

Esta financiación está limitada por un sistema de cuotas. La máxima posibilidad de crédito está sujeta a dos topes: a) uno global, que limita los recursos que pueden originarse a una vez y media el porcentaje del contravalor en ECU's de los dólares depositados en el FECOM sobre el total de ECU's creados, y b) otro tope limita el giro que cada país puede hacer de este mecanismo, y depende, por una parte, de la posición deudora o acreedora del mismo, en el mecanismo de financiación a muy corto plazo, y, por otra, de su contribución a los ECU's creados por el FECOM. Esta posibilidad de giro de cada país se denomina "fracción movilizable efectiva", y es calculada por el FECOM cada tres meses, coincidiendo con los "swap" de depósito de reservas.

Las operaciones se instrumentan en forma de "swap" de ECU's contra dólares o bien de "swap" en dólares contra monedas comunitarias. La duración es de tres meses y puede renovarse por otros tres. Puede ser cancelado anticipadamente en todo o en parte. Los "swap" se realizan entre bancos centrales, y el banco aplicado por el FMI a la remuneración de los DEG, y con

el tipo de interés interno más representativo de cada moneda, en caso de tratarse de un "swap" con una divisa comunitaria.

La incorporación a este mecanismo no representa lógicamente la incorporación al SME; puesto que España estaba en el FECOM desde el 12 de mayo de 1.987.

Como afirmaba el Prof. Rojo en una conferencia pronunciada en la Universidad de Verano del Escorial el 13 de julio de 1989: "En general los sistemas de intervención y financiación establecidos, son asimétricos, en el sentido de que tienden a presionar más a los países de moneda débil que a los de moneda fuerte".

4. Eficacia del Sistema Monetario Europeo

La existencia y desarrollo del Sistema Monetario Europeo se puede considerar positiva, fundamentalmente por las siguientes razones:

1ª) El S.M.E. constituye la única zona de estabilidad cambiaria, desde que en 1976 el Fondo Monetario Internacional, en su reunión de Jamaica, decidió abandonar el sistema de cambios fijo, pero ajustable, establecido en Bretton Woods por un tipo de cambio flexible.

Aunque se han promovido diferentes acuerdos para lograr la estabilidad de las principales monedas, especialmente del dólar, la realidad ha puesto de manifiesto que el único acuerdo que se ha mantenido fiel a este principio ha sido el SME.

2ª) Lógicamente esta estabilidad cambiaria ha reducido incertidumbres y ha permitido aumentar los flujos de comercio y de pagos, tal y como esperaba Francia al solicitar la creación del Sistema.

3ª) Ha obligado a una estrecha colaboración entre los países

miembros, del SME, en materia de Política Económica; lo que ha hecho converger las tasas de inflación de los países de moneda débil hacia los de moneda fuerte. En general se han hecho mucho más creíbles y viables las políticas antiinflacionistas. En definitiva se ha producido un alineamiento de las diferentes políticas económicas de los países miembros, con la practicada por Alemania; si bien es verdad, que este alineamiento también ha podido provocar, en algunos momentos, unos menores ritmos de crecimiento; lo que ha impedido una mayor reducción del paro en estos países, como hubiera sido deseable.

La valoración de los diez años de existencia del SME se realiza con una mayor profundidad, en el trabajo, que con este título se incluye en el presente número de Cuadernos de Información Económica.

Asimismo hay que tener presente, que el SME, no es una realidad estática; sino un sistema de continuo cambio que debe caminar hacia la Unión Monetaria, y en cuyo camino se encontrará con diferentes factores que lo irán transformando muy significativamente. Estas modificaciones en un futuro próximo se deben producir como consecuencia:

- De la entrada en vigor de la libre circulación de capitales el 1 de julio de 1990. No hay que olvidar que el SME se ha aguantado bastante bien con controles sobre los movimientos de capitales; la libertalización de los mismos debe obligar a una coordinación mucho más estrecha que haga converger las tasas de inflación y los tipos de interés; la instrumentación de la política monetaria será mucho más difícil y las bandas de fluctuación tenderán a cerrarse.
- Del creciente desacuerdo existente entre diferentes países miembros con la política de crecimiento lento impuesto por Alemania.
- De la necesidad de pactar entre todos los miembros, la forma

de hacer frente conjuntamente a los vendavales causados por terceras monedas, en especial por el dólar norteamericano.

- Por la necesidad de repartir más equitativamente el peso de las cargas que producen los ajustes intramarginales entre los países, que actualmente recae fundamentalmente sobre el Marco Alemán.

5. La Integración de España en el S.M.E.

Siguiendo las recomendaciones del Plan Delors, en la primera fase, la peseta se incorporó al SME el pasado 20 de junio; con un margen técnico de fluctuación del + 6% y con una ponderación en la ECU del 5,3%; si bien es verdad que como se analizaba en el epígrafe de este artículo correspondiente al indicador de divergencia, esta fluctuación realmente es inferior.

Esta decisión requiere un profundo análisis de las ventajas e inconvenientes que representa la incorporación de la peseta al SME. Como exponía el Gobernador del Banco de España en un artículo "sobre la entrada de la peseta al SME". Cinco Días 8 de mayo de 1989: las dos preguntas principales que cabía hacerse frente a esta incorporación eran: ¿La aceptación del mecanismo de disciplina cambiaria que supone el SME mejora o debilita la capacidad de la economía española para absorber las perturbaciones de origen interno o externo que en el futuro puedan afectarle? y, en segundo lugar, ¿la entrada de la peseta en el SME ayudará a mejorar la política económica española, así como la propia conducta de los agentes económicos?

Lógicamente la incorporación al SME, reduce la flexibilidad de la política cambiaria, aunque en las ocasiones en que se justifican desequilibrios fundamentales de balanzas de pagos un país miembro puede solicitar la revisión del tipo de cambio central de su moneda. Según D. Mariano Rubio los efectos positivos de la inclusión de la peseta en el Sistema Monetario Europeo se pueden concretar en:

1.- El SME puede contribuir a reducir la variabilidad a corto plazo del tipo de cambio de la peseta; a evitar que la cotización de la peseta se distancie de forma prolongada del nivel coherente con los factores económicos fundamentales de nuestra economía; y a impedir que se registren fluctuaciones importantes del tipo de cambio real.

Cabe esperar que los beneficios obtenidos de una mayor estabilidad en los mercados de cambios sean crecientemente importantes. La razón estriba en que si la peseta se mantuviese fuera del SME, la libre circulación de capitales prevista en la CE podría dar lugar a fuertes presiones en el mercado de la peseta que se traducirían en un elevado grado de inestabilidad cambiaria. Tal inestabilidad, a su vez, incidiría muy desfavorablemente en el sector real de la economía, como lo demuestra la experiencia de algún otro país de la Comunidad.

2.- Manteniéndose fuera del sistema, un país apenas ganará márgenes de autonomía en su política monetaria; incorporándose a aquél se beneficiará de participar en unas normas claras de política económica que, junto con las disponibilidades de financiación para las intervenciones cambiarias tenderán a moderar la especulación y facilitarán la estabilidad del tipo de cambio.

Es indudable, por lo demás, que las consecuencias indicadas de la realización del mercado único, especialmente en sus aspectos financieros harán necesario un sustancial aumento de la cooperación monetaria en el seno del SME.

3.- Los agentes económicos -empresarios y empleados- tomarán conciencia de que decisiones inflacionistas en cuanto a precios y salarios tendrán una repercusión inmediata sobre los márgenes empresariales y sobre el empleo, en la medida que la política monetaria no podrá compensar esas presiones inflacionistas con una creación de dinero. Dicho en otras palabras, al fijar el tipo de cambio de la peseta frente a monedas muy es-

tables se hace posible importar en buena parte la menor y más estable tasa de inflación de otros países de la Comunidad, a través de las restricciones que vienen impuestas sobre la política monetaria española.

Sin embargo, el gobernador pone claramente de manifiesto que los favorables efectos potenciales de la entrada de la peseta en el SME, anteriormente descritos, solo se producirán realmente si, en el futuro, se produce una distribución adecuada de tareas y responsabilidades entre la política monetaria y la política presupuestaria.

Por todo ello es necesaria, una mejor coordinación entre las políticas presupuestaria y monetaria puesto que en caso contrario se generarían importantes distorsiones. Por un lado, en el corto plazo, el compromiso de mantener estable el tipo de cambio de la peseta en un marco futuro de libre circulación de capitales haría que una política presupuestaria expansiva crease presiones al alza de los tipos de interés nacionales, que a su vez tenderían a apreciar la peseta. Para evitar que esta apreciación se materializase, las autoridades se verían obligadas a intervenir en los mercados de cambio vendiendo pesetas y comprando otras monedas. Por tanto, en el corto plazo, una política presupuestaria expansiva llevará a una expansión monetaria a través del mecanismo del SME, con lo que se producirá un aumento de la inflación.

Por otro lado, el mantenimiento de una política presupuestaria sistemáticamente expansiva llevaría, en el medio y largo plazo, a recurrir a su financiación vía monetización, elevando así, permanentemente, la tasa de inflación de la economía, lo que resulta incompatible con el objetivo de mantener estable el tipo de cambio, frente a países con menor tasa de inflación.

Asimismo hay que tener presente, que con un tipo de cambio estable, los movimientos comerciales se deben intensificar; lo que a corto y medio plazo puede deteriorar todavía más la maltrecha balanza de pagos española.

Se deben establecer todos los mecanismos necesarios para poder conseguir un balance positivo de la incorporación de España al SME, puesto que ésta, antes o después, era inevitable ya que hay que recordar que la Moneda Unica o la fijeza de los tipos de cambio es clave para el establecimiento de un auténtico Mercado Unico, y la consolidación del SME, debe ser el primer paso hacia ese objetivo. Como afirmaba Rueff en la revista *Sintheses*, en 1950: "Europa se construirá a través de la moneda o no se construirá".

BILATERAL CENTRAL RATES AND COMPULSORY INTERVENTION RATES FOR THE CURRENCIES OF THE COUNTRIES PARTICIPATING IN THE EMS EXCHANGE RATE MECHANISM IN FORCE SINCE 19th JUNE 1989*

		B fr./ L.fr. 100 =	D.kr. 100 =	DM 100 =	Pts. 100 =	Fr.fr. 100 =	IR£ 1 =	Lit. 1,000 =	Fl. 100 =
BELGIUM/ LUXEMBOURG: B fr./L.fr.	S	-	553 000	2109 50	33.6930	628.970	56 5115	30 3870	1872.15
	C	-	540 723	2062 55	31.7316	614.977	55.2545	28 6137	230.54
	B	-	528 700	2016 55	29.8850	601.295	54.0250	26.9530	1789.85
DENMARK: D.kr.	S	18 9143	-	390 160	6.23100	116.320	10.4511	5 62000	346.240
	C	18 4938	-	381.443	5.86837	113.732	10.2186	5 29268	338.537
	B	18 0831	-	373 000	5.52600	111.200	9.9913	4 98500	331.020
GERMANY: DM	S	4 95900	26 8100	-	1.63300	30 4950	2.74000	1 47350	90 7700
	C	4 84837	26 2162	-	1.53847	29 8164	2 67894	1 38754	88 7526
	B	4 74000	25 6300	-	1.44900	29 1500	2 61900	1.30650	86.7800
SPAIN: Pts	S	334.619	1809.40	6901.70	-	2057.80	184.892	95.7600	6125.30
	C	315.143	1704.05	6500.00	-	1938.06	174.131	90.1899	5768.83
	B	296.802	1604.90	6121.70	-	1825.30	163.997	84.9400	5433.10
FRANCE: Fr.fr.	S	16 6310	89 9250	343 050	5.47850	-	9.18900	4 94100	304.440
	C	16 2608	87 9257	335 386	5.15981	-	8 98480	4 65362	297.661
	B	15 8990	85 9700	327 920	4.85950	-	8 78500	4.38300	291.040
IRELAND: IR£	S	1.85100	10 00870	38.1825	0.609772	11.3830	-	0.549952	33.8868
	C	1.80981	9 78604	37.3281	0.574281	11.1299	-	0.517943	33.1293
	B	1.76950	9 56830	36.4964	0.540858	10.8825	-	0.487799	32.3939
ITALY: Lit.	S	3710.20	20062.0	76542.0	1177.30	22817.0	2050.03	-	67912.0
	C	3494.21	18894.0	72065.0	1106.77	21488.6	1930.71	-	63963.1
	B	3290.90	17794.0	67865.0	1044.20	20238.0	1818.34	-	60241.0
NETHERLANDS: Fl.	S	5.58700	30 2100	115 2350	1.84050	34 3600	3.08700	1.66000	-
	C	5.46286	29 5389	112 6730	1.73345	33 5953	3 01848	1.56340	-
	B	5 34150	28 8925	110 1675	1.63250	32 8475	2 95100	1 47250	-

* Selling rate
= Bilateral central rate
= Buying rate

able drawn up on the basis of notifications by the central banks concerned to the Secretariat of the Committee of Governors.