

## EL SISTEMA MONETARIO EUROPEO Y ALGUNAS CONSIDERACIONES SOBRE EL CASO DE ESPAÑA

La construcción de una nueva Europa, la Europa unida, es una tarea que comienza poco después de terminar la Segunda Guerra Mundial, que apunta a la consecución de una Unión Económica y Monetaria —etapa final del proceso de integración— y que ha conocido vaivenes y retrocesos, como ya puso de manifiesto el informe Marjolin. En el presente trabajo, **Jaime Requeijo** describe el actual Sistema Monetario Europeo, mediante el que se pretende crear una zona de estabilidad monetaria que acelere el ritmo de integración, y analiza los factores que pueden desarticularlo a plazo medio; entre esos factores destacan, por su especial importancia, la crisis monetaria internacional, la galerna energética y la difícil relación entre el dólar y las monedas integrantes del Sistema. La última parte del trabajo se ocupa de examinar algunas de las consecuencias que para la economía española supondría la adhesión al nuevo Sistema. Una conclusión resalta de todo el análisis: la convergencia de las políticas económicas es la clave de bóveda del actual Sistema Monetario Europeo.

### OJEADA A LA SUPERSERPIENTE

**E**L 13 de marzo de 1979 entraba en vigor el nuevo Sistema Monetario Europeo, acordado por los países comunitarios en su reunión de Bruselas de diciembre de 1978 y perfeñado en Bremen en julio del mismo año (1). El Sistema pretende crear una zona de estabilidad monetaria que dé nuevos bríos al proceso de integración europea y participan en él todos los miembros del Mercado Común, si bien Inglaterra todavía no ha decidido aplicar los acuerdos correspondientes; por otro lado, el Sistema está abierto a otros países no comunitarios

pero estrechamente vinculados al Mercado Común Europeo.

Las piezas del mecanismo son la unidad de cuenta europea (ECU), las reglas de intervención y las facilidades financieras.

A) La nueva moneda europea (European Currency Unit o ECU) es una cesta o composición ponderada de las nueve monedas comunitarias; la ponderación toma en cuenta la participación de cada país en el comercio intraeuropeo, su producto nacional y su aportación a los fondos financieros. El peso de cada moneda en la cotización del ECU será reexaminado en los seis meses siguientes a la entrada en vigor del acuerdo y, posteriormente, cada cinco años;

en el momento presente la cesta tiene la composición expresada en el cuadro 1 (2):

Para calcular el valor en dólares del ECU (3) se toman en cuenta las tasas de cambio de las distintas monedas que lo integran, se halla el valor de cada porción y se suman todas ellas. Una vez calculada la paridad dólar del ECU se obtienen los cambios de la unidad de cuenta con respecto a cada una de las nueve monedas de la cesta. El ECU desempeña una serie de funciones: sirve de numerario, puesto que cada moneda tiene un tipo pivote expresado en ECUS; constituye, como más tarde veremos, un indicador de divergencias; es un denominador de créditos y deudas nacidos del sistema de intervención; supone un medio de regularización entre las autoridades monetarias de la Comunidad Económica Europea.

B) Para aclarar suficientemente las reglas de intervención hemos de tener en cuenta que, como ya se ha dicho, cada moneda tiene una paridad central o tipo pivote respecto al ECU: los miembros activos de la «serpiente» europea (Alemania, Holanda, Bélgica, Luxemburgo y Dinamarca) incorporaron sus tipos centrales; los otros países (Francia, Italia e Irlanda) los tipos vigentes el 12-3-79 frente a las monedas de la serpiente; en el caso inglés —no olvidemos que Inglaterra no se ha sumado todavía al nuevo mecanismo— se emplean las cotizaciones de mercado con respecto a las otras monedas de la cesta (4). Mediante las paridades cruzadas se forma una parrilla de tipos de cambio bilaterales que delimitan los márgenes de fluctuación y, consecuentemente, los límites de intervención.

El ECU es una cesta de monedas: una unidad monetaria compuesta por las de los nueve países de la Comunidad Económica Europea. La proporción de cada moneda comunitaria es la que figura en el cuadro (por ejemplo, el ECU incorpora 1,15 francos franceses) y la suma del contravalor en dólares de cada porción permite establecer, en todo momento, las relaciones ECU-dólar y ECU-monedas de la CEE. Por otro lado, y a través de las paridades centrales ECU-monedas de la CEE (tipos-pivote) queda establecida la parrilla de cambios bilaterales, parrilla que no varía hasta que se aprueba la devaluación o revaluación de una o varias monedas.

CUADRO N.º 1

COMPOSICION DEL ECU

<i>DIVISA</i>	<i>Cantidad incorporada a la cesta</i>
Marco .....	0,828
Franco francés .....	1,15
Libra esterlina .....	0,0885
Florín holandés .....	0,286
Lira .....	109
Franco belga .....	3,66
Franco luxemburgués .....	0,14
Corona danesa .....	0,217
Libra irlandesa .....	0,00759

El margen de fluctuación de las monedas de la superserpiente es del 2,25 por 100 a cada lado de la paridad central para las divisas ya integradas en la anterior serpiente; las otras monedas han podido optar por márgenes de hasta el 6 por 100, al que se ha acogido la lira, si bien esa amplitud de oscilación debe reducirse progresivamente (5). Ahora bien, las variaciones de los cambios deben ajustarse a una regla que, en el conjunto de la parrilla, limita los movimientos de cada una de ellas: la fluctuación de una moneda no puede superar el 2,25 por 100 por encima de la más débil ni el 2,25 por 100 por debajo de la más fuerte, salvo la lira cuyo margen de fluctuación es, por ahora, del 6 por 100. Como puede ver-

se, la oscilación de una cualquiera de las divisas podrá ser tanto mayor cuanto más estrecha sea la banda que separe a la moneda más fuerte de la más débil (6).

El mecanismo expuesto, que tiende a ligar estrechamente los cambios, se completa con el denominado «indicador de divergencia», cuya función consiste en analizar la variación de una moneda del Sistema Monetario Europeo con respecto a la media comunitaria, lo que permite identificar qué moneda se aparta de la misma.

No olvidemos que existe, para cualquier moneda del conjunto, un tipo-pivote en ECUS y un tipo de mercado; cuando la prima o el descuento de su coti-

zación ECU alcance el 75 por 100 de su máxima separación la moneda habrá llegado a su umbral de divergencia, produciéndose la separación máxima al situarse en oposición a las demás en  $\pm 2,25$  por 100. Hemos de tener en cuenta, sin embargo, que las variaciones en la cotización de una moneda se reflejarán solo parcialmente en su cotización ECU: el ECU es una cesta de monedas y, consiguientemente, su modificación dependerá de la ponderación de la moneda considerada: a mayor ponderación, menor variación. El cuadro 2 recoge, con las actuales ponderaciones, la separación máxima de cada moneda y su umbral de divergencia (7).

Como puede verse, al individualizarse la separación se iguala, en realidad, la posibilidad de que las monedas alcancen el umbral de divergencia.

Cuando se ha llegado al umbral existe una presunción de toma de medidas por parte del país cuya moneda diverge. Las medidas pueden consistir en intervenciones diversificadas, decisiones de política monetaria, alteraciones del tipo-pivote o bien otras medidas de política económica. Para el caso de no llevar a cabo acción alguna destinada a corregir el curso de la moneda, el Gobierno correspondiente deberá explicar sus razones a las autoridades monetarias de los demás países. El indicador de divergencia, el aspecto más innovador del Sistema Monetario Europeo, cumple así una doble función: constituye un dato que permite iniciar consultas entre autoridades competentes y, dado que identifica la moneda que diverge, señala a quién corresponde la responsabilidad y distribuye más adecuadamente la carga del ajuste.

Para determinar la separación máxima de cada moneda se parte del tipo-pivote del ECU en esa moneda (por ejemplo, el franco francés), y se calcula el valor del ECU en tal moneda (el franco francés), cuando todas las demás se han apreciado (o depreciado) un 2,25 por 100 con respecto a la misma: se han situado en oposición. El porcentaje entre los dos valores señala la separación máxima; la divergencia varía según la moneda puesto que, en primer lugar, la ponderación de cada moneda en el ECU es distinta y, en segundo término, el valor de la moneda (el franco francés, en este caso) permanece constante en el cálculo anterior.

El 75 por 100 de la separación máxima, en los dos sentidos, constituye el umbral de divergencia.

CUADRO N.º 2

SEPARACION MAXIMA Y UMBRAL DE DIVERGENCIA

MONEDA	Separación máxima (%)	Umbral de divergencia (%)
Franco belga/Franco luxemburgués ... ..	± 2,03	± 1,52
Marco alemán ... ..	± 1,51	± 1,13
Florín holandés ... ..	± 2,01	± 1,51
Libra inglesa ... ..	—	—
Corona danesa ... ..	± 2,18	± 1,64
Franco francés ... ..	± 1,80	± 1,35
Lira italiana ... ..	± 5,43	± 4,07
Libra irlandesa ... ..	± 2,22	± 1,67

C) Un sistema de paridades fijas requiere, para su adecuado funcionamiento, estar respaldado por unos fondos financieros, de fácil empleo, que permitan sostener la cotización de las monedas dentro de los límites pactados. Podemos distinguir, dentro de los acuerdos actuales, la financiación a muy corto plazo de la de corto y medio plazo.

Los créditos disponibles para el primer tipo de intervención vencen cuarenta y cinco días después del último día del mes en que tuvieron lugar los pagos correspondientes; a petición del país deudor el crédito puede renovarse automáticamente tres meses más, pero sólo por el monto de la cuota correspon-

diente al país en el mecanismo de intervención, cuota de la que luego se hablará; por encima de ese límite la refinanciación requiere el acuerdo del país acreedor. El organismo a través del cual se efectúan todas las operaciones es el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria y los saldos en cada una de las monedas son convertidos en ECUS al tipo de cambio al contado. Los saldos deudores devengan un interés que es igual a la media ponderada de los tipos oficiales de descuento de los bancos centrales comunitarios; las ponderaciones son iguales a las empleadas en la composición de la cesta de monedas. Para crear una masa de maniobra inicial de ECUS cada Banco Cen-

tral participa en el Fondo con un 20 por 100 de sus reservas en oro y dólares, revistiendo dicha participación la forma de acuerdos de crédito mutuo (*swaps*) a tres meses, denominados en ECUS.

Se mantiene y se expande, además, la financiación a corto y medio plazo ya existente en el seno de la Comunidad. Se pretende disponer, en el futuro, de 14.000 millones de ECUS para el primer tipo de financiación y de 14.100 millones de ECUS para el segundo. Los créditos a corto plazo vencen a los tres meses pero pueden ser renovados por dos períodos más de tres meses cada uno, nueve meses en total; los créditos a plazo medio, que requieren el acuerdo del Consejo de Ministros de la Comunidad Económica Europea y que implican la adopción de una serie de medidas de política económica, se mueven entre dos y cinco años, con unos techos crediticios asignados a cada uno de los miembros y que suman los 14.100 millones de ECUS anteriormente mencionados (8).

Este resumen del Sistema Monetario Europeo pone de manifiesto que nos hallamos ante una versión renovada del mecanismo de la serpiente que puso en vigor el Plan Werner en 1970 y que concretó el acuerdo de Basilea de 1972, mecanismo que tenía por objeto reducir los márgenes de fluctuación de las monedas participantes a límites inferiores a los pactados en los acuerdos smithsonianos (9). En los nuevos acuerdos se aprecian ciertos rasgos diferenciales, muy especialmente el empleo del ECU como numerario y activo de reserva, el juego del indicador de divergencia y la existencia de fondos financieros mucho más amplios que los anteriores; de

ahí que el nuevo ensayo de sistema monetario a escala comunitaria haya recibido el calificativo de «superserpiente».

## **UNA SUPERSERPIENTE EN ARENAS MOVEDIZAS**

El Sistema Monetario Europeo constituye un nuevo esfuerzo encaminado a lograr un objetivo concreto: la unión económica y monetaria de Europa, unión ya esbozada en el primer Plan Barre de 1969. Para lograr esa unión, señala Maillet «... es necesario mantener fijos los tipos de cambio —o contar con una moneda única— y, por lo tanto, hay que garantizar la coherencia real de las evoluciones económicas y, en consecuencia, de las medidas de política económica, lo que supone armonizar los objetivos perseguidos por cada país aunque las medidas adoptadas en cada uno de ellos puedan no ser idénticas» (10). En suma, lo que viene a señalar el párrafo citado es que la evolución de los tipos de cambio está indisolublemente ligada a la convergencia de las políticas económicas globales que adopten los miembros del Sistema: los mecanismos de intervención sólo serán útiles para solucionar tensiones momentáneas, pero saltarán en pedazos si los objetivos de política económica general de los distintos países no logran armonizarse.

En este apartado trataremos de ponderar la viabilidad del Sistema Monetario Europeo, analizando los peligros que le acechan y que, en principio, dividiremos en dos grandes grupos: tendencia al desequilibrio del propio sistema —lo que podríamos denominar obstáculos «endógenos»— y dificultades exter-

nas al mismo —obstáculos «exógenos».

La tendencia al desequilibrio del propio sistema ha sido puesta de relieve por Vaubel, desde una óptica claramente monetarista, al indicar que el mecanismo de intervención es inflacionista, que desplaza hacia otros países los efectos de la política económica seguida por el país cuya moneda amenaza con salirse de la parrilla y los inconvenientes de mantener fijos los tipos de cambio en el caso europeo (11).

El esquema de intervención es, para Vaubel, inflacionista por tres razones. En primer lugar, porque como ya hemos visto, los créditos disponibles para la intervención, y muy en especial los fondos financieros a muy corto plazo, no proceden del mercado libre y, consiguientemente, gozan de un tipo de interés más reducido que los negociados en ese mercado. En segundo lugar porque las deudas nacidas de las intervenciones se denominan en ECUS, lo que da como resultado que, al devaluarse la moneda del país deudor, se devalúen también tales deudas. Por último, porque el tipo de interés que debe abonarse por esos fondos de intervención no guarda relación alguna con el monto de la deuda, al contrario de lo que sucedería si el país obligado a efectuar la intervención apelara al mercado libre: en tal caso el coste de los créditos guardaría relación con su nivel de endeudamiento y, en general, con su evolución global y aumentaría al empeorar esta última. La consecuencia que se deriva de esos rasgos es que el país cuya moneda se deprecie, como resultado de una política de corte inflacionista, no se verá impelido a invertir el signo de su política económica; muy al contrario, los

créditos privilegiados derivados del sistema de intervención estimularán el mantenimiento de una política expansiva.

La intervención para mantener la cotización de una moneda lleva, en sí, un elemento de interferencia con la política monetaria de otros países: si un banco central vende, para posibilitar esa intervención, divisas depositadas en otro banco central aumentará la oferta monetaria de ese país, es decir le exportará su propia inflación. Tal interferencia se opone, para Vaubel, a la regla de que cada país soporte las consecuencias plenas de su política económica y da lugar a que se difumine la responsabilidad de la política monetaria seguida por los distintos miembros del sistema.

Un sistema de paridades fijas implica la existencia de una divisa dominante a cuyos movimientos deben ajustarse las demás monedas y que corresponde a la economía más poderosa del espacio considerado. En el sistema de Bretton Woods es el dólar la moneda guía, mientras que en la órbita europea será el marco el que desempeñe tal papel. Ahora bien, y una vez admitida esa regla de funcionamiento, las dificultades de ajuste del conjunto de monedas comunitarias al marco aparecen inmediatamente; basta con examinar las distintas tasas de inflación de los miembros del sistema. El deflactor del PNB fue, en 1978, del 3,9 por 100 en Alemania, mientras que los porcentajes correspondientes a Francia, Italia e Inglaterra superpusieron, respectivamente, 9,9, 13,3 y 10,2 por 100 (12); ese diferente ritmo de aumento de los precios supone que, a menos que Alemania esté dispuesta a reactivar su economía y a co-

# OBSTACULOS ENDOGENOS Y EXOGENOS

## ENDOGENOS

Mecanismo de intervención inflacionista: estimula las intervenciones puesto que su coste es inferior al del mercado.

Desplaza hacia otros países del sistema los efectos de las intervenciones: si se efectúan en monedas comunitarias, las intervenciones repercutirán sobre la política monetaria del país o países cuyas monedas se utilicen.

Dado que la moneda-guía del Sistema es el marco alemán, el sostenimiento de los cambios dentro de los márgenes previstos supondrá, para algunos países, un gran esfuerzo de deflación.

La crisis monetaria internacional, que provoca ataques frecuentes contra el dólar y otras monedas clave del Sistema Monetario Internacional, dificultará el mantenimiento de los cambios intracomunitarios.

## EXOGENOS

El vendaval energético, generador de transferencias elevadísimas, somete al Sistema Monetario Internacional a continuas presiones que se reflejarán en el Acuerdo Europeo.

Hasta ahora las políticas nacionales han prevalecido sobre los objetivos comunitarios y han dificultado la consecución de los mismos. Un claro ejemplo: los montantes compensatorios variables del sector agrícola a los que Francia se muestra especialmente alérgica.

La ambigüedad inglesa respecto al Sistema Monetario Europeo, al que todavía no se ha incorporado, entorpece la consolidación del mismo.

rrer el riesgo de desencadenar un proceso inflacionista, el mantenimiento de las paridades, aun con los márgenes de oscilación previstos, supondrá para Francia, Italia e Inglaterra hacer frente a un penoso esfuerzo de deflación. No es previsible ni el cambio de la política alemana ni la de los otros tres miembros del Sistema Monetario Europeo —regla que es aplicable al resto de los países que la integran—, habida cuenta de los costes que ambas alteraciones entrañan; la correspondiente falta de alineación de las políticas monetarias se constituye así en otra de las debilidades del Sistema.

Si ahora analizamos conjuntamente los elementos descritos —menor coste de los créditos de intervención, interferencia de las políticas monetarias y diferencia de ritmo en el crecimiento de los precios— puede concluirse que el Sistema Monetario Europeo adolece de una considerable inestabilidad intrínseca que le puede llevar a intervenciones masivas y frecuentes y a oleadas especulativas, lo que a corto plazo puede vaciarlo de todo contenido al obligar a reajustes casi continuos de las paridades.

En 1975, el Informe Marjolin, también dedicado a examinar el camino recorrido por la integración europea y los obstáculos que deben vencerse para alcanzar la unión económica y monetaria, señalaba que, de 1969 a 1975, el proceso de integración había experimentado un retroceso, retroceso que atribuía a tres causas principales: los acontecimientos adversos sufridos por la economía internacional, el desfallecimiento de la voluntad política necesaria para lograr la última etapa de la integración y la insuficiente comprensión de lo que

supone una unión económica y monetaria y de las condiciones requeridas para su buen funcionamiento (13). Entendemos que el Sistema Monetario Europeo, parte de la Unión Económica y Monetaria, puede analizarse también desde esos tres ángulos que constituirán los obstáculos exógenos.

Dos son los acontecimientos adversos citados por el Informe Marjolin: la crisis monetaria internacional que, desde finales de los años sesenta, sacude al mundo occidental y la crisis desencadenada por el brutal aumento de los precios del petróleo a partir de 1973. ¿Han remitido esos dos fenómenos? ¿Qué impacto pueden tener sobre el Sistema Monetario Europeo? Al contestar a estas dos preguntas se estará sopesando la viabilidad del Acuerdo europeo en los años venideros en función del contexto internacional en el que debe moverse. La crisis monetaria internacional, o crisis del dólar puesto que esa moneda sigue constituyendo el medio de pago internacional por excelencia, no ha sido superada pese a los intentos de reordenación del sistema monetario internacional que, en suma, se han limitado a aceptar la flotación generalizada de las monedas, a procurar que los principales países del Fondo mantengan relativamente estables los valores de sus monedas y a desplazar progresivamente al oro del mundo monetario. Prueba de ello es que las tensiones monetarias se han mantenido, con diferente intensidad, a lo largo del año 1979, dando lugar a intervenciones de los bancos centrales de los principales países occidentales y, muy en especial, de los de Alemania y Suiza; prueba de ello es que, como resultado

de las tensiones ha sido preciso, en el mes de septiembre, revaluar el marco en un 2 por 100 y devaluar en un 3 por 100 la corona danesa; prueba de ello, y prueba contundente, es el continuo aumento del precio del oro —un indicador de primera línea de la debilidad del sistema— que, en el mes de julio del año pasado, franqueó la cota de 300 dólares la onza, poniendo así de manifiesto su condición de activo de refugio, especialmente frente al dólar, y que, tras experimentar notables oscilaciones en su cotización, roza actualmente los 600 dólares (14).

No es posible, además, un aquietamiento de los mercados de divisas por varias razones: porque no existe un mecanismo de ajuste exterior adecuado a las circunstancias presentes; porque el patrón de cambios-dólar no constituye soporte suficiente para permitir un funcionamiento no espasmódico del sistema monetario internacional y máxime en momentos, como los actuales, en los que se acrecienta la desconfianza ante la evolución de la economía norteamericana; porque el esfuerzo de transferencia a que se ven sometidos los países de la OCDE como consecuencia de la crisis energética traslada, continuamente, a los mercados de divisas presiones de gran envergadura. Tampoco la crisis financiera, ligada a los aumentos de los precios del petróleo, va a perder impulso como lo ha venido haciendo en los años 77 y 78; al contrario, la galerna energética ha vuelto a soplar con fuerza redoblada. Como consecuencia de las alzas acordadas por los países de la OPEP que, en términos generales, supondrán para los consumidores de petróleo una factura de un 60 por

100 superior a la pagada en 1978, y del continuo desfase entre oferta y demanda, las expectativas para los países de la OCDE pueden resumirse del modo siguiente: aumento por lo menos de un punto en el índice medio de inflación; incremento del déficit por cuenta corriente del conjunto a una tasa anual de 40.000 millones de dólares en el segundo semestre del año; reducción del crecimiento del producto bruto agregado hasta un 2 por 100 en los próximos doce meses, es decir, un punto menos de lo previsto y, como consecuencia de ese menor crecimiento, un aumento del desempleo que se calcula se aproximará a los 19 millones de parados hacia mediados de 1980 (15).

Puede advertirse, pues, que ninguno de los dos fenómenos ha remitido —la crisis monetaria y la financiera, estrechamente ligadas como es natural— sino que cobran, periódicamente, nuevo impulso y es razonable suponer que las monedas integrantes del Sistema Monetario Europeo acusarán la acción de los dos: en los mercados de divisas, al generalizarse las presiones contra el dólar, que naturalmente engloban a las principales monedas de la superserpiente, y al aumentar los desequilibrios de las economías de los países que integran el Acuerdo lo que, naturalmente, se traducirá en una mayor inestabilidad de las correspondientes monedas y que ya ha dado lugar, en el caso del marco y la corona danesa, a modificaciones de la paridad.

En cuanto a la voluntad política, el Informe Marjolin señala: «En ningún momento los gobiernos (de la Comunidad) han tratado realmente de enfrentarse, de forma conjunta, a esas circunstancias difíciles. Sus vo-

luntades no han cristalizado en una voluntad europea; han sido una serie de voluntades nacionales que se han ignorado las unas a las otras, dado que cada país ha intentado arrimar el ascua a su sardina. Todos los ensayos de actuar conjuntamente ante las diferentes crisis han sido tímidos y alicortos» (16). ¿Es posible que, en el campo monetario, los distintos gobiernos comunitarios actúen, en el futuro, de forma más coordinada? Señalemos que, por lo menos, no será fácil resolver, de manera conjunta, toda una serie de problemas que afectarán al funcionamiento del Sistema Monetario Europeo y de entre los que vamos a citar la cuestión agrícola, que ya retrasó su puesta en funcionamiento, los posibles rechazos de Francia y la postura de Inglaterra.

La política agrícola común trata de lograr que exista una igualdad de precios agrícolas en el seno de la Comunidad, que mejoren los ingresos agrícolas de los países miembros y un óptimo aprovechamiento de los recursos agrícolas. Para ello los precios agrícolas comunes se fijan en la unidad de cuenta europea, que luego se relaciona con la moneda de cada país mediante un «tipo de cambio verde» que no tiene por qué coincidir con la cotización de las divisas en los mercados. Cuando el «tipo de cambio verde» está por encima del mercado, los países se benefician de tipos de cambio superiores a los que les corresponderían; cuando está por debajo se produce la situación contraria. Para equilibrar esos desajustes se crearon, en 1971, los «montantes compensatorios variables», que gravan o subvencionan las exportaciones; en la actualidad esos montantes sub-

vencionan las exportaciones de Alemania y el Benelux y gravan las de Francia, Italia, Irlanda e Inglaterra. Como es natural, Francia, gran exportadora de productos agrícolas, se esfuerza por hacer desaparecer esos montantes compensatorios, mientras que Alemania procura mantenerlos. Aunque en marzo del presente año se alcanzó un acuerdo que supone, entre otras medidas, el desmantelamiento progresivo de los montantes compensatorios monetarios existentes en la actualidad, no hay que olvidar que, tras de esos montantes, se encuentran los intereses de los sectores agrícolas —muy poderosos en el área comunitaria— y, por lo tanto, no es de extrañar que la política agrícola constituya un formidable obstáculo para armonizar el desarrollo de la Comunidad y, en consecuencia, para mantener el funcionamiento del Sistema Monetario Europeo (17).

Aunque el Gobierno francés ha apoyado la creación del Sistema Monetario Europeo, le será difícil resistir la tenaza impuesta por la parrilla y no debe olvidarse que ya en dos ocasiones (1974 y 1976) se vio obligado a abandonar la anterior serpiente. Mantener la cotización de su moneda frente al marco puede suponerle una notable pérdida de competitividad exterior y agudizar, frente a Alemania, un problema que ya viene sufriendo en los últimos años: la reducción de la cobertura comercial bilateral, que pasó de 0,92 en 1972 a 0,83 en 1977 (18). Es evidente que la decisión francesa de alinearse con el marco implica un deseo de reducir sus tasas de inflación, lo cual le supone ser capaz de aminorar las presiones salariales dimanantes de sus poderosos sindicatos. Como señalan Biron y Faire, el Sistema

Monetario Europeo implica para Francia un apoyo eficaz para luchar contra todas las categorías de «enemigos interiores» (19); pero asimismo, en opinión de los dos articulistas mencionados, puede suponerle una pérdida de influencia financiera, económica y política, en favor de Alemania, y un claro debilitamiento de la capacidad exportadora de la industria francesa. También en este caso es posible que la voluntad política de mantener el Acuerdo sufra un reflujo del lado francés.

Y resta, por último, la postura británica, uno de los países más débiles del área. En principio Inglaterra no se ha sumado al Sistema Monetario Europeo, habiendo condicionado su entrada a la consecución de una serie de objetivos que parecen apartarse de los propios del Acuerdo. Entre ellos merecen destacarse los siguientes: *a)* que el sistema impulse el crecimiento económico de la economía mundial; *b)* que no perjudique al dólar ni al sistema monetario internacional; *c)* que existan obligaciones simétricas para las monedas fuertes y las débiles; *d)* que se trate de un esquema duradero, y *e)* que se produzca una transferencia progresiva de recursos desde los países fuertes a los débiles, con especial referencia al presupuesto comunitario y a la política agrícola común (20). Con humor ácido Brittan señala que, de aceptarse las condiciones inglesas, podría aplicarse al Sistema Monetario Europeo la conocida frase de Groucho Marx: «No vale la pena entrar en un club que me acepte a mí como miembro» (21). No se sabe, pese a los meses transcurridos desde el cambio de Gobierno en Inglaterra, cuál pueda ser la nueva

postura británica, pero sí es cierto que, para una economía como la inglesa, acosada por la inflación y el desempleo, acomodar su moneda al marco alemán puede suponer, a corto plazo, un corsé exterior difícil de soportar.

Una unión económica y monetaria, señala el Informe Marjolin, requiere trasladar a instituciones comunes el uso de los instrumentos de política monetaria y de política económica cuyos efectos deban hacerse sentir en el ámbito comunitario. En términos generales, puesto que resulta imposible descender a todos los detalles, sería necesario disponer de un poder político europeo, de un importante presupuesto comunitario y de un sistema integrado de bancos centrales. En suma, los anteriores condicionantes nos remiten a un aspecto del problema ya contemplado en el presente trabajo y que constituye el arco de bóveda de la construcción monetaria y económica de Europa: la necesidad de coordinar las políticas económicas de los distintos países para alcanzar un elevado grado de convergencia, coordinación que sólo será posible si se trasladan parcelas de poder, hoy en manos de autoridades nacionales, a órganos comunitarios. En frase de Triffin, «la unión monetaria es, por definición, inseparable de la unión política» (22) y, en consecuencia, sólo un avance decidido en la dirección de la segunda abonará realmente el terreno para fraguar la primera. Ahora bien, y pese a las múltiples manifestaciones de alto nivel, no es posible en la actualidad detectar progreso alguno en el camino de la unión política; dejando a un lado las declaraciones de principio y las funciones em-

brionarias del Parlamento europeo, lo cierto es que los países comunitarios, acosados por el paro, la inflación y los desequilibrios exteriores siguen tratando de resolver sus problemas individualmente y, a menudo, de forma claramente divergente. Y esa insuficiente comprensión del esfuerzo que entraña la construcción de una unión económica y monetaria es el último obstáculo exógeno, de entre los enumerados, que puede trabar el funcionamiento adecuado del Sistema Monetario Europeo.

## **EL ECU Y EL DOLAR: UN NOVIAZGO TURBULENTO**

Como el propio Triffin señala en el trabajo citado (23), uno de los objetivos que persigue el Sistema Monetario Europeo es reducir la excesiva dependencia comunitaria respecto del dólar. El problema puede enunciarse de la siguiente forma: «La mayor parte de las crisis del dólar generan no solamente fuertes presiones en los mercados de divisas europeos, sino que dan también lugar a modificaciones sustanciales de los tipos de cambio habida cuenta de las divergencias existentes, dentro de Europa, en cuanto a tasas de inflación y expectativas» (24). De ahí, pues, que la huida del dólar no se realice de forma indiscriminada sino que afecta a las monedas europeas consideradas más estables, lo que, a su vez, tiende a separar los tipos de cambio intraeuropeos y, en lo tocante al Sistema Monetario Europeo, a tensar los cambios cruzados, haciendo más difícil mantener la correspondiente matriz.

Hay que añadir, además, a la situación descrita la diferente respuesta que los distintos países dan a la oleada de dólares o la política que un mismo país puede adoptar en ocasiones diferentes: cuando el objetivo fundamental es contener la inflación las autoridades monetarias se resisten a comprar dólares, y a financiar de esta forma los déficits presupuestarios y de balanza de pagos norteamericanos, y prefieren reevaluar, con respecto al dólar, lo que suaviza la tendencia al alza de los precios interiores; cuando la recesión y el desempleo privan sobre cualquier otra preocupación, las autoridades monetarias prefieren sostener el dólar con objeto de evitar la apreciación de su moneda, lo que reduciría su competitividad frente a los productos norteamericanos.

Para aminorar esa dependencia con relación al dólar se prevé que, en principio, las intervenciones se efectúen en la moneda de los países participantes (25); sin embargo el empleo de monedas comunitarias es un arma de doble filo porque, como ya se ha puesto de relieve en otro apartado del presente trabajo, esas intervenciones afectan a la política monetaria de todos los países cuyas monedas se utilizan: ante la tendencia al alza del marco alemán las autoridades germanas deben vender su moneda, comprando, según lo previsto, monedas comunitarias; como resultado de esa operación su oferta monetaria se dilatará, pero se reducirá, al tiempo, la de los países cuyas monedas se hayan adquirido, lo que supondrá para Alemania un aumento de su liquidez —con los consiguientes efectos expansivos sobre su economía— y, para los demás países intervinientes,

una reducción de liquidez de efectos contractivos. Teniendo en cuenta los distintos objetivos de política económica perseguidos por los países comunitarios, puede muy bien suceder que las intervenciones en dólares se conviertan en la regla general, y no en la excepción, puesto que de esa forma sólo uno de los países comunitarios, el que realiza la intervención, modifica su política monetaria.

De todo lo dicho hasta aquí se desprende que el buen funcionamiento del Sistema Monetario Europeo implica una cooperación estrecha entre los países que lo integran y Estados Unidos, cooperación que, como señala Triffin (26), no puede adquirir consistencia mientras no se corrija el déficit de la balanza de pagos estadounidense y la moneda norteamericana mantenga su actual situación de debilidad y cotización excesivamente baja. Mientras tanto —Triffin es optimista respecto a la corrección futura del déficit— podría seguirse un doble camino que aliviaría las tensiones en los mercados de divisas: de un lado el Gobierno norteamericano debe intervenir masivamente para defender su moneda, endeudándose en el mercado libre y en la moneda del prestatario; es más, podría endeudarse en ECUS, lo que tendría la ventaja de iniciar la cooperación monetaria preconizada; por otro lado, y en el seno de la Comunidad Económica Europea, valdría la pena consolidar en ECUS, a través del Fondo Europeo de Cooperación Monetaria, los excesos de dólares detentados por los bancos centrales, lo que permitiría incrementar los pagos intra-europeos en ECUS y remansar dólares. Frente a esta opinión de Triffin, respecto a la forma de

cooperación entre las monedas, los firmantes del Acuerdo son claramente conscientes de que el éxito del Sistema Monetario depende de la evolución del dólar y que, por lo menos, es preciso adoptar una política común respecto de dichas monedas, política común que debe llevar, por ejemplo, a adoptar medidas tales como la apreciación conjunta de las monedas del Sistema frente a una tendencia a la baja del dólar (27).

Todos los argumentos considerados resaltan la necesidad de instrumentar fórmulas de cooperación entre el dólar y las monedas del Sistema, lo que equivale, en suma, a postular la cooperación entre Estados Unidos y la Comunidad y entre todos los países comunitarios en los momentos de crisis del dólar; postular la cooperación es una cosa, pero lograrla implica soslayar una serie impresionante de obstáculos. Pese a las múltiples declaraciones efectuadas hasta el momento y al alza continua de su tipo de interés básico —lo que ha desatado la guerra de los tipos de interés—, ¿va el Gobierno norteamericano a aceptar una mayor dosis de deflación en un año electoral? Dada la importancia de los intercambios en dólares, ¿es posible que los países comunitarios acepten una revaluación conjunta de sus monedas en el caso de ventas masivas de dólares? La nueva asfixia energética que se avecina, y que comprimirá aún más los ritmos de expansión previstos, ¿facilitará la cooperación intracomunitaria? Tras estas preguntas se esconden las claves de la relación dólar-monedas de la superserpiente; más aún, se esconde la posibilidad de supervivencia, a la larga, del propio Sistema.

## EL INCIERTO FUTURO

Las conclusiones del presente trabajo no pueden ser terminantes dado que se refieren a un acuerdo monetario que cumplió, en septiembre de 1979, sus primeros seis meses de vida; hasta ese momento tan sólo hemos abierto ciertos interrogantes que nos parecen muy directamente vinculados a la viabilidad del sistema, pero que, por supuesto, han debido ser contemplados por los diseñadores del mismo. Con la mirada en el futuro, en el horizonte de los primeros años ochenta, hay que responder, sin embargo, a tres preguntas que incorporan la mayoría de las variables ya enumeradas y que cierran nuestra evaluación del Sistema Monetario Europeo. Primera pregunta: ¿soportará el Sistema las tensiones europeas?; segunda pregunta: ¿atravesará, sin resquebrajarse, el nuevo empeoramiento de la economía mundial que ya se anuncia?; tercera pregunta: si perdura, ¿qué papel le corresponde jugar en el contexto monetario mundial?

La primera pregunta puede descomponerse en otras dos: a) cuando las tensiones monetarias expresen la disparidad de políticas económicas seguidas por los países miembros, ¿estarán dispuestos los Gobiernos de países con moneda débil a endurecer su política monetaria?; b) o bien, ¿podrán los Gobiernos de los países con moneda fuerte aceptar la cadena de devaluaciones que evite, en los países con mayor índice de inflación, una pérdida continua de competitividad? Desde este ángulo todo depende de la convergencia de las políticas económicas, pieza fundamental del mecanismo, puesto que «no basta

la voluntad política para mantener estables los tipos de cambio» (28). Es preciso que las políticas económicas de los países integrantes del Acuerdo recorran el mismo camino, lo que equivale, en las actuales circunstancias, a predicar que reduzcan, a ritmo distinto, sus niveles de inflación, con miras a impulsar la inversión y el crecimiento de sus economías.

En todo caso hay opiniones para todos los gustos en el seno mismo de los países comunitarios. En general los banqueros, más propensos a adoptar el enfoque monetarista, se muestran pesimistas por estimar que se ha colocado el carro delante de los bueyes, que la armonización de las políticas globales y sectoriales hubiera debido preceder a la fijación de paridades; en el estamento político de la Comunidad se advierte una visión diferente y más optimista: precisamente la existencia de obligaciones cambiarias facilitará la convergencia de las políticas económicas, lo que significa, para utilizar el mismo símil, que los bueyes saben ahora qué carreta deben empujar (29). En nuestra opinión, el sistema, pese a las debilidades ya enumeradas en el apartado segundo de este trabajo, debe poder resistir las actuales presiones puesto que ya han sido previstas y puesto que algunas de sus características —el engarce cesta-parrilla y el indicador de divergencia— tienden a dotarlo de una mayor flexibilidad al repartir, de forma más equilibrada, la carga del ajuste; lo difícil es saber si será capaz de resistir las presiones que se avecinan, lo que nos remite a la segunda de las preguntas.

Las previsiones respecto al comportamiento de las econo-

mías desarrolladas en el próximo futuro son, francamente pesimistas; es más, empeoran día a día. Y empeoran porque la crisis energética, la raíz primera de la actual descomposición de la economía mundial, se agudiza velozmente. El precario equilibrio del mercado de crudos ha quedado roto por la situación iraní, fenómeno impredecible meses atrás cuando se firmó el Acuerdo. Los nuevos rumbos políticos del Irán, todavía sin clarificar, han dado lugar ya a un enfrentamiento con los Estados Unidos, que introduce dos variables importantes en nuestro escenario: en primer lugar, los precios del petróleo se han vuelto a disparar, como ponen de relieve las cotizaciones «spot», sin que se pueda predecir su nivel de equilibrio que dependerá, fundamentalmente, de la reacción árabe ante ese enfrentamiento; en segundo lugar, la congelación de los saldos iraníes en bancos norteamericanos, decretada por el Presidente de los Estados Unidos, ensombrece aún más el panorama monetario internacional porque puede dar lugar a movimientos de capital de alcance y dimensión insospechados: no hay que descartar una importante retirada de reservas árabes de los bancos norteamericanos —lo que sometería a la economía de este país a vendavales adicionales— ni tampoco, y éste es el aspecto que más incide sobre el Sistema Monetario Europeo, una huida del dólar que presione, de forma muy irregular, sobre las monedas de la parrilla. Y puesto que el Acuerdo europeo no pudo vislumbrar los actuales jeribequés del mercado del petróleo y de los de divisas, nos parece evidente que, de no clarificarse a corto plazo la situación de los

# SINTESIS DEL SME

## El Sistema Monetario Europeo

Zona de estabilidad monetaria que impulse la unión económica.

- ECU.
- Fondos de intervención amplios.
- Cooperación: finalidad del indicador de divergencia.

- Divergencia de las políticas económicas.
- Facilidades para intervenir.
- Inestabilidad del dólar y respuestas no concertadas de los miembros.

Convergencia de las políticas económicas.

- Aceptablemente buenos.
- Sólo un reajuste en septiembre de 1979.
- La mayor convergencia de las políticas económicas de los países clave ha evitado las tensiones continuas.

## El Sistema Monetario Europeo visto desde España (opinión personal del autor)

Conformidad, puesto que deseamos adherirnos al Mercado Común en tanto que proceso hacia la unión económica.

- Mejora los del Sistema Monetario Internacional al estrechar la cooperación.
- Mayor simetría en el proceso de ajuste.

Los mismos.

- Puede suponer un esfuerzo adicional, en medio de nuestras actuales dificultades.
- Un impacto negativo en el nivel de empleo y en el equilibrio exterior sin contrapartida alguna. Parece lógico no incorporarse por el momento al SME.

- Aceptablemente buenos pero sólo ha transcurrido un año.
- La galerna internacional puede magnificar los peligros en el próximo futuro.

OBJETIVOS

INSTRUMENTOS

PELIGROS

CONDICION FUNDAMENTAL

RESULTADOS

dos —clarificarse en el sentido de aquietarse—, existen muchas probabilidades de que la nueva serpiente tenga una vida efímera.

La respuesta a la tercera pregunta es más sencilla. Avanzamos hacia un mundo multipolar: el mundo occidental de la postguerra, de las décadas de los cincuenta y sesenta, estuvo totalmente impregnado de la presencia norteamericana y el sistema monetario internacional no hizo sino reflejar esa primacía; el occidente de los últimos veinte años del siglo va a poner de relieve la existencia de varios polos de influencia —Norteamérica, Japón, Europa y, probablemente, parte del mundo árabe. Esa multipolaridad, hasta ahora sólo esbozada, tendrá también su reflejo en el sistema monetario internacional, que arrastra desde 1971 una serie de taras que lo hacen inoperante en la mayoría de las ocasiones—, que debe descentralizarse, apoyándose en varias monedas de reserva. Una de ellas, y una de las más importantes, puede ser el ECU si los países europeos llevan hasta sus últimas consecuencias la voluntad de crear una moneda europea y, consiguientemente, de avanzar hacia su último destino: la unidad política.

## **EL CASO ESPAÑOL**

Dada nuestra relación con la Comunidad Económica Europea, y habida cuenta de la posible adhesión plena de España al Mercado Común en el próximo futuro, queremos terminar este trabajo con unas breves consideraciones respecto a lo que podría ser la postura española en el campo de la integración monetaria. Empezaremos, para ello,

desmenuzando los pros y contras de esa integración.

Las ventajas de la alineación con el ECU son la acción antiinflacionaria, tanto interna como externa, y la presencia temprana en un área de convergencia monetaria que puede ayudar a impulsar nuestro comercio con la Comunidad (30). Como ya hemos señalado a lo largo de nuestro análisis del Sistema Monetario Europeo, existe una divisa dominante, el marco alemán, y la cohesión y pervivencia del mismo exigen un esfuerzo de acoplamiento a las pautas de crecimiento de la Alemania Federal; exigen, pues, una vigorosa acción antiinflacionista por parte de los demás países; de integrarnos ahora en el Sistema la política económica española, que persigue ante todo reducir la tasa de inflación, se vería reforzada por las obligaciones exteriores. La evolución internacional de la peseta tiende a seguir al dólar, lo que hace que absorbamos con elevado automatismo la inflación norteamericana. Puesto que, antes o después, nos integraremos plenamente en la Comunidad Económica Europea, ¿por qué no empezar por la integración monetaria lo que, además de acercarnos a la Comunidad, nos acostumbraría a movernos en un área de paridades fijas?

Las desventajas se refieren, fundamentalmente, a los inconvenientes que plantea aceptar obligaciones sin contrapartida (31). En primer lugar, no es preciso ligar nuestra moneda al ECU para adoptar una vigorosa política antiinflacionista: basta con actuar decididamente en busca de ese objetivo. En segundo lugar, aceptar ahora las obligaciones derivadas de nuestra inclusión en el Sistema Mo-

netario Europeo implicaría no obtener ninguna compensación importante: todavía no es posible utilizar las reservas conjuntas; no existe acuerdo alguno para transferir recursos reales de los países más fuertes del área a los más débiles, tal como solicitará Inglaterra; y, lo que tiene mucha más importancia desde el ángulo español, no contamos con la libre movilidad de factores productivos de que gozan los países comunitarios. Este último punto reviste singular importancia si se tiene en cuenta que cualquier esfuerzo adicional de deflación por parte española —y la adhesión al Sistema Monetario Europeo nos obligaría a ello— resultaría difícilmente soportable, en la actual coyuntura, de no contar con la posibilidad de evitar, a través de la libre movilidad de factores, un aumento de la tasa de paro.

Ponderadas las anteriores razones, unas a favor y otras en contra de nuestra adhesión inmediata al Sistema Monetario Europeo, es necesario, además, tener en cuenta la situación actual y evolución previsible de nuestro sector exterior: como bien sabe todo estudioso de la realidad económica española, el sector exterior, revitalizado desde las medidas de ajuste del año 1977, puede convertirse, a impulsos de la crisis energética —precios continuamente crecientes del petróleo y deflación mundial— en un enfermo grave y necesitado de intervención quirúrgica.

Los datos son los siguientes: un déficit comercial de casi 6.000 millones de dólares, compensados por los superávits de servicios (unos 5.000 millones de dólares) y de trans-

ferencias (casi 1.800 millones de dólares); la suma algebraica de las tres rúbricas anteriores viene a suponer un superávit por cuenta corriente superior a los 1.000 millones de dólares, a lo que habría de añadir el saldo positivo de la cuenta de capital a largo, que sobrepasa los 2.000 millones de dólares (32). Hasta aquí la situación no reviste caracteres dramáticos; ocurre, sin embargo, que, en el año en curso, la tendencia de nuestro sector exterior va a invertirse: la factura del petróleo pasará, por efecto de la última escalada de precios, de menos de 6.500 millones de dólares a más de 11.000 millones; una succión exterior violenta que pondrá a prueba la capacidad de respuesta de la exportación de mercancías y de las tres partidas equilibradoras tradicionales: turismo, remesas de emigrantes e importación de capital a largo plazo.

La exportación de mercancías, una de las variables más dinámicas en el último trienio, va a tropezar con una serie de obstáculos que ya han comenzado a hacer sentir su efecto: pérdida de competitividad (corregida, en parte, en los últimos meses al deslizarse a la baja la peseta frente a las monedas europeas y al dólar), tasa más débil de crecimiento del comercio mundial y aumento de las tensiones proteccionistas al agudizarse la crisis.

El turismo ya ha experimentado una baja en 1979, baja que tiene su raíz en la pérdida de ventajas comparativas frente a otros países mediterráneos y norteafricanos y en las dificultades económicas por las que atraviesan los países europeos que constituyen nuestros principales clientes.

Las remesas de emigrantes no

van a incrementarse espectacularmente en los años próximos dado que tampoco aumenta el número de trabajadores españoles desplazados a las economías dominantes en Europa, especialmente Alemania Federal y Suiza.

En cuanto a las entradas de capital a largo plazo, por el momento el flujo se mantiene y, en algunos sectores, como el agroalimentario, se acrecienta; con todo, tampoco son de esperar incrementos notables en esa rúbrica.

Si ahora valoramos el efecto que una peseta pegada al ECU —y, por lo tanto, ligada a una divisa fuerte— puede tener para las partidas que acabamos de analizar, y añadimos que más del 40 por 100 de nuestra exportación se factura en dólares, llegaremos fácilmente a la conclusión de que vale la pena aplazar la integración en el Sistema Monetario Europeo. Tanto la exportación como el turismo y las remesas de emigrantes se resentirían a causa de la revalorización de la peseta y, muy probablemente, también la importación de capital a largo plazo. ¿Y qué ventajas podrían derivarse, a corto plazo, de esa inclusión en el área monetaria europea? Ninguna en especial, a nuestro juicio.

No estamos preconizando, entendiéndose bien, la no adhesión al Sistema Monetario Europeo; si nos sumamos al Mercado Común, en busca de la unión económica y monetaria, nuestra inclusión en el Sistema llegará por sus propios pasos. Tampoco ignoramos que las variables anteriormente analizadas no son las únicas que deben ponderarse y que, en última instancia, nuestros niveles de inflación relativa también dependen, en bue-

na medida, de la dirección y profundidad de la política de ajuste sectorial: en suma, que nuestra propia política económica incide, asimismo, sobre la situación del sector exterior. Señalamos, pura y simplemente, que nos parece prematuro adoptar una decisión sobre ese aspecto de nuestra integración europea, aceptar, sin contrapartidas, una serie de obligaciones en medio de un difícil proceso de ajuste. La prudencia aconseja, en este caso, esperar y no reducir, unilateralmente, la autonomía de la política económica española.

## REFERENCIAS

- Banco de Bilbao, *Informe Económico 1978*.
- Banco de España, *Boletín Económico* (septiembre 1979).
- Bank of England, *Intervention arrangements in the European Monetary System*, «Quarterly Bulletin», junio 1979.
- BIRON y FAIRE, *Vers un Système Monétaire Européen. Le mark souverain*, «Le Monde Diplomatique», noviembre 1978.
- BRITTAN, SAMUEL, *How EMS will work*, «Financial Times», 4-1-79.
- *EMS: a Compromise that Could be Worse than Either Extreme*, «The World Economy», enero 1979.
- Communautés Européennes, *Journal Officiel des Communautés Européennes* (C 240 y C 285).
- DE GRAUWE, PAUL, y PEETERS, THEO, *The EMS, Europe and the dollar*, «The Banker», abril 1979.
- Deutsche Bundesbank, *The European Monetary System. Structure and operation* (Primer trimestre 1979).
- «Economie Européenne», *Le système monétaire européen* (n.º 3, julio 1979).
- «Etudes et Perspectives Européennes», *Vers l'Union Economique et Monétaire* (Depp. Paris). Incluye, entre otros, los informes Werner y Marjolin.
- Fondo Monetario Internacional, Documento ID/79/7 (31-8-79).

HAY, JORGE, *Una decisión que requiere reflexión y sosiego*, «ABC», 29-4-80.

«Información Comercial Española», *El sistema monetario europeo: ¿una serpiente de verano o una serpiente de cascabel?* (Boletín n.º 1.659, 18-1-79).

MADARIAGA, JUAN G., *Repercusión de las medidas económicas americanas en España*, «ABC», 10-4-80.

— *España debe integrarse en el Sistema Monetario Europeo*, «ABC», 17-4-80.

MAILLET, PIERRE, *Introducción a Vers l'Union Economique et Monétaire* (Depp. Paris).

MARSH, DAVID, *Sterling and the European Monetary System*, «The Banker», septiembre 1979.

OCDE, *Perspectives Economiques* (julio 1979).

SWANN, DENNIS, *The Economics of the Common Market* (Penguin Books, Middlessex, 1972).

«The Banker», *The problem of EMS* (enero 1979).

TRIFFIN, ROBERT, *The European Monetary System* (Trabajo presentado en la Segunda Conferencia sobre Integración y Desarrollo Desigual. Madrid, 15-19 octubre 1979).

VAUBEL, ROLAND, *Why EMS may make inflation worse* (Euromoney, diciembre 1978).

— *Choice in European Monetary Union* (Ninth Wincott Memorial Lecture. The Institute of Economic Affairs. Londres, 1979).

## NOTAS

Agradezco al profesor don Manuel Varela Parache sus comentarios y críticas, que me han sido de gran utilidad. Asumo, por supuesto, la paternidad de los errores que pueda contener el presente trabajo.

(1) En *EMS: a Compromise that Could be Worse than Either Extreme*, de SAMUEL BRITTAN (The World Economy, enero 1979), figura una exposición detallada de los antecedentes de Bruselas y Bremen y de las razones que llevaron a crear el Sistema Monetario Europeo.

(2) *Intervention Arrangements in the European Monetary System* (Bank of England. Quarterly Bulletin, junio 1979). La ponderación se mantiene pese a haber transcurrido ya los primeros seis meses.

(3) El valor del ECU puede calcularse en cualquier moneda; en la práctica se utiliza el dólar por ser la divisa más comúnmente empleada.

(4) *The European Monetary System. Structure and operation* (Deutsche Bundesbank, primer trimestre de 1979).

(5) La matriz inicial de cambios cruzados puede verse en *Le Système monétaire européen*, «Economie Européenne», Commission des Communautés Européennes, número 3, julio 1979. En la actualidad esa matriz se ha alterado como consecuencia de la revaluación del marco (2 por 100) y devaluación de la corona danesa (3 por 100) acordadas el pasado septiembre. Las cotizaciones diarias del ECU se publican en el

Journal Officiel des Communautés Européennes.

(6) Para profundizar en este aspecto de la parrilla puede verse: SAMUEL BRITTAN, *How EMS will work*, «Financial Times», 4-1-79; *El sistema monetario europeo: ¿una serpiente de verano o una serpiente de cascabel?*, «Boletín ICE», n.º 1.659, 18-1-79; también el ya mencionado *Intervention Arrangements in the European Monetary System*, del Banco de Inglaterra.

(7) *Le système monétaire européen* «Economie Européenne», Commission des Communautés Européennes, n.º 3, julio 1979.

(8) Véase, para un conocimiento amplio de las facilidades financieras, el artículo ya citado de «Economie Européenne».

(9) El Plan Werner, de 8 de octubre de 1970, diseñó la realización, por etapas, de la unión económica y monetaria europea. Al referirse a la política monetaria exterior aconseja reducir los márgenes de fluctuación de las monedas europeas con respecto a las bandas del Fondo Monetario Internacional (Vid. Rapport Werner en *Vers l'Union Economique et Monétaire*. Depp. Paris). En «Le Monde», de 19-9-78, aparece una detallada historia de la serpiente, integrada en principio por el marco, la lira, el franco francés, el franco belga, el franco luxemburgués y el florín holandés.

(10) Introducción de PIERRE MAILLET, *Vers l'Union Economique et Monétaire* (Dep. Paris), pág. 9.

(11) ROLAND VAUBEL: *Choice in European Monetary Union* (Ninth Wincott Memorial

Lecture. The Institute of Economic Affairs. Londres, 1979); también, y del mismo autor, puede leerse *Why EMS may make inflation worse*, «Euromoney», diciembre 1978.

(12) Documento ID/79/7 del Fondo Monetario Internacional (30 de agosto de 1979).

(13) *Rapport du Groupe de Reflexion «Union Economique et Monétaire 1980»*. (En *Vers l'Union Economique et Monétaire*. Depp. Paris). El Informe Marjolin constituye un análisis crítico y realista del proceso de integración europeo, tal vez por tratarse de un examen técnico y mucho menos condicionado políticamente que el Informe Werner.

(14) Vid. el análisis monetario internacional que figura en el Boletín Económico del Banco de España, septiembre de 1979.

(15) Los datos proceden de «Perspectives Economiques de l'OCDE» (julio 1979). Las expectativas del FMI, incluidas en el documento ID/79/7, son aún más alarmantes.

(16) Vid. «Informe Marjolin», pág. 80 de *Vers l'Union Economique et Monétaire*.

(17) Se hace figurar aquí un resumen muy extractado del problema suscitado por los montantes compensatorios monetarios. Para lograr una visión mucho más completa del tema se recomienda la lectura de *The Economics of the Common Market* de Dennis Swann (Second Edition, Penguin Books, Middlessex, 1972, págs. 82-101); también las págs. 44 y 45 del *Informe Económico 1978* del Banco de Bilbao.

(18) «Le Monde Diplomatique», noviembre 1978, pág. 18.

(19) BIRON y FAIRE: *Vers un Système Monétaire Européen. Le mark souverain*, «Le Monde Diplomatique», noviembre 1978.

(20) Vid. SAMUEL BRITTAN, *EMS: A Compromise that Could be Worse than Either Extreme*. También el resumen de la postura inglesa en el «Financial Times» del 25-11-78.

(21) SAMUEL BRITTAN, *art. cit.*, pág. 23.

(22) ROBERT TRIFFIN, *The European Monetary System* (Trabajo presentado en la Segunda Conferencia sobre Integración y Desarrollo Desigual. Madrid, 15-19 de octubre de 1979), pág. 16.

(23) *Ibidem*.

(24) PAUL DE GRAUWE y THEO PEETERS, *The EMS, Europe and the dollar*, «The Banker», abril 1979, pág. 40.

(25) Véase *Le système monétaire européen: document 3*, «Economie Européenne», Commission des Communautés Européennes, n.º 3, julio 1979.

(26) *Art. cit.*

(27) Véase el ya citado *Le système monétaire européen*.

(28) *The problem of EMS*, «The Banker», enero 1979, pág. 21.

(29) Esa diferencia de punto de vista puede observarse en el artículo citado de «The Banker».

(30) Razones que pueden verse en los dos artículos publicados en «ABC» por JUAN G. DE MADARIAGA, *Repercusión de las medidas económicas americanas en España* (10-4-80) y *España debe integrarse en el Sistema Monetario Europeo* (17-4-80).

(31) Un resumen de las desventajas figura en *Una decisión que requiere reflexión y sosiego*, de JORGE HAY («ABC» del 29-4-80).

(32) Según las cifras del Ministerio de Comercio y Turismo los saldos de la balanza por cuenta corriente serían, para 1979 y en millones de dólares, los siguientes;

Balanza comercial ... ..	-5.655,2
Balanza de servicios ... ..	+5.060,2
Balanza de transferencias ... ..	+1.782,1
Balanza por c/c. ....	+1.187,1