

¿HACIA UN NUEVO SISTEMA MONETARIO EUROPEO?

por Manuel GALA (*)

El día 13 de marzo del presente año, el Consejo de Ministros de la Comunidad Económica Europea aprobó de forma definitiva la puesta en marcha del Sistema Monetario Europeo (SME en adelante), que había sido ya aceptado previamente por el Consejo Europeo el día 5 de diciembre de 1978. De hecho, el SME debería haber entrado en funcionamiento el día 1.º del año 1979, pero las tácticas dilatorias francesas del día 29 de diciembre, y los siempre presentes conflictos en torno a los precios agrícolas y a las tasas de compensación produjeron el retraso antedicho.

El SME nace ahora con la ausencia parcial de Inglaterra, que ha preferido mantenerse fuera, aunque con una cierta vinculación, en una actitud de espera que recuerda su postura ante otros acuerdos europeos anteriores, pero que quizás sea ahora más explicable dadas las dificultades de origen estructural por las que pasa la política económica inglesa. Porque no es fácil imaginarse, dadas las reticencias inglesas a aceptar una mínima cesión de su soberanía, ningún acuerdo rígido que vincule la libra esterlina al marco alemán. En todo caso queda la esperanza para el SME de que se produzca la incorporación británica más adelante; esperanza apoyada en la voluntad expresa de Londres de mantener la paridad de la libra dentro de los márgenes de fluctuación acordados por el SME. En cambio, Irlanda, tras algunas vacilaciones, y después de considerar la oferta de 450 millones de dólares como subsidios en la forma de reducción de intereses a pagar sobre los préstamos que reciba de la CEE (Italia recibirá 875 millones de dólares) decidió su incorporación, desligándose de la libra esterlina a la que está especialmente unida por vínculos monetarios y comerciales.

El acuerdo tiene numerosos antecedentes; algunos ya lejanos, tal como el Plan Werner, que la crisis del dólar arrinconó de forma definitiva después de aprobado, y otros más recientes como la todavía existente, aunque de forma precaria, Serpiente europea. Todos ellos, por otra parte semejantes entre sí, en cuanto que intentan llegar a la unificación monetaria por la vía de la fijación de los tipos de cambio

(*) Universidad de Alcalá.

mediante una coordinación más estrecha que la actual de las políticas monetarias de los diversos Bancos Centrales. Por lo que respecta al acuerdo concreto del pasado mes de diciembre, sus antecedentes más inmediatos se encuentran en una reunión privada de los Jefes de Estado y de Gobierno que se celebró en Copenhague, en abril de 1978, durante una reunión del Consejo Europeo. Posteriormente el mismo Consejo discutió en su reunión de Bremen de los días 6 y 7 de julio el Plan que, tras la aprobación de diciembre, se pondría en funcionamiento el pasado 13 de marzo.

OBJETIVOS DEL ACUERDO

Si nos atenemos a su texto, el acuerdo pretende crear una mayor estabilidad interna y externa, tanto para los países en déficit como para los que estén en superávit, de tal manera que «se asegure un éxito duradero del SME». Para afirmar también que: «este sistema lleva consigo la creación del Fondo Monetario Europeo (FME en adelante), así como la completa utilización de la Unidad Monetaria Europea (ECU) como activo reserva y medio de pago».

En la reunión de Bremen se anunciaba «un esquema para la creación de una cooperación monetaria más estrecha que conduzca a una zona de estabilidad monetaria europea». Pero es en el Libro Blanco del Gobierno irlandés donde quizás se expresen las ambiciones de más largo alcance del SME, al afirmar (tras decir que el nuevo sistema incrementará la tasa de crecimiento de la Comunidad al crear mayores y mejor informados mercados) que «el SME al fortalecer la cohesión interna de la comunidad no sólo ayudaría a robustecer las políticas existentes, sino que también produciría un clima dentro del cual pudiera acelerarse el posterior desarrollo de la Comunidad. Cada nueva propuesta tiene que ser vista no solamente en su propio contexto particular; tiene que ser juzgada también por su capacidad de contribuir a la construcción de una unión europea».

Estas citas expresan adecuadamente la multiplicidad y ambigüedad de los objetivos del SME en su presente forma, ya que lo que para unos es un simple intento de establecer una mayor estabilidad monetaria (al menos de una forma explícita, aunque implícitamente tengan otros objetivos), para otros representa un medio de realizar una unión europea de largo y, por el momento, indeterminado alcance.

De hecho, parece como si los objetivos fueran muchos aunque compatibles, e intencionadamente no expresados de forma explícita, salvo en su formulación más conservadora, y, por tanto, menos conflictiva en el momento de alcanzar un acuerdo. En todo caso estos objetivos nacen condicionados por las siguientes circunstancias actuales:

- 1) La existencia de una crisis monetaria que afecta al sistema financiero mundial en su conjunto, y que centrada en torno al dólar como moneda reserva plantea numerosos interrogantes respecto a la viabilidad futura de las relaciones financieras internacionales en su forma presente. Se trata, además de una crisis

que se manifiesta abiertamente en 1971 con la primera devaluación del dólar, y que agravada por la subida de los precios del petróleo en 1973, dura ya, tras pasar por diversos avatares, casi ocho años.

2) La necesidad de crear una nueva moneda internacional que corresponda a las relaciones de fuerzas económicas actuales, tan alejadas de las que dieron lugar a los acuerdos de Bretton Woods de 1944.

3) La pérdida de control por parte de los Gobiernos europeos de sus políticas monetarias en particular, y económicas en general, ante la creciente interrelación de los agentes económicos privados de los distintos países. Así, el continuo aumento de poder de las empresas multinacionales, la cada vez mayor movilidad internacional de los factores de producción, y la existencia de los mercados de Eurodólares y Eurobonos que no están sujetos a ninguna normativa supranacional, son factores siempre presentes en las decisiones de unos Gobiernos que ven desvanecerse su poder ante la cada vez menos clara definición del concepto de nación.

4) El mantenimiento vivo de un ideal de unión política europea que contraste la existencia de otros poderes que están configurando el Mundo en una serie de bloques económicos con los que no pueden competir los países europeos de forma aislada. Esta unión europea permitiría también afrontar desde una posición más ventajosa las numerosas incertidumbres que presenta el crecimiento de los próximos años.

5) La gran disparidad en cuanto a tamaño, desarrollo, estructura interna, técnicas de control de la política económica, etc., de los países de la CEE que se traducen en el momento actual en tasas totalmente diferentes de productividad, empleo e inflación.

Teniendo en cuenta estos condicionamientos, los objetivos del SME podrían resumirse en los siguientes tres apartados:

A) RESTABLECIMIENTO DE LA ESTABILIDAD MONETARIA MEDIANTE UN SISTEMA DE TIPOS DE CAMBIO FIJOS

La controversia sobre tipos de cambio fijos frente a tipos de cambio flotantes es antigua, y en su búsqueda de argumentos con una mínima base teórica, reiterativa. A riesgo de generalizar con exceso, se podría decir que los enfoques teóricos han defendido con más frecuencia la flexibilidad de los tipos de cambio, mientras que los análisis que parten de las relaciones entre instituciones han sido más partidarios de mantener controlada su paridad aun a riesgo de tener que sufrir sus ajustes violentos de forma esporádica.

Desde un punto de vista de política económica operativo, las relaciones de valor de una economía abierta con el resto del mundo vienen definidas por dos índices de precios: el interno y el tipo de cambio. En este sentido se podría decir que el público determina siempre uno de ellos: con tipos flotantes, los efectos de su acción sobre el sector exterior (de forma directa, o indirecta a través del gasto interno en bienes complementarios o sustitutivos de los intercambios inter-

nacionalmente) fijan el valor del tipo de cambio de su moneda. Con tipos de cambio fijos (o controlables), esa acción es compatible con un solo nivel de precios interno al que ha de adaptarse la autoridad económica. O, en otros términos, el Gobierno puede fijar, o bien el tipo de cambio renunciando a elegir el nivel de precios interno, o determinar este último dejando flotar la paridad de su moneda. Ambos índices sólo podrían ser fijados simultáneamente mediante el control de las decisiones internas de los distintos agentes económicos (nacionalizando el comercio exterior, por ejemplo). Esto es así, porque la oferta monetaria con tipos de cambio fijos se convierte en una variable exógena, y todo intento de mantener un nivel de precios determinado puede conducir a una situación crónica de desequilibrio, dependiente o bien de las reservas exteriores acumuladas (caso de déficit), o bien de la capacidad prestamista del país en superávit. En este contexto, la coordinación de las políticas monetarias de los distintos países podría conducir a un mejor conocimiento de los niveles de precios de equilibrio en cada momento y evitar de esta manera un posible sesgo inflacionista crónico provocado por políticas monetarias independientes.

El SME pretende lograr la estabilidad de las paridades de cambio, de un lado mediante la coordinación de las políticas monetarias, y de otro, mediante la intervención en los mercados de divisas de un Fondo de Estabilización europeo que sustituya a los actuales nacionales (más sobre esto más adelante); pero desde esta perspectiva es incorrecto identificar tipos de cambio fijos con estabilidad, ya que si coordinan adecuadamente las políticas monetarias y fiscales los tipos de cambio pueden ser flotantes y, sin embargo, no variar. Es más, la existencia de un fondo de estabilización, salvo para corregir desequilibrios temporales, implica el reconocimiento de que las distintas políticas monetarias, o no quieren, o no pueden actuar conjuntamente.

Hay que hacer aquí una salvedad importante antes de juzgar las ambiciones del nuevo acuerdo. Cuando los tipos de cambio fijos incluyen la necesidad de crear liquidez internacional, y esta función se encomienda a un país o países concretos (tal como aquí ocurre implícitamente con Alemania) en lugar de a una autoridad supranacional que asuma las funciones de Banco Emisor, la paridad establecida ha de ser compatible con déficits permanentes de la Balanza de Pagos del país cuya moneda va a ser utilizada en las relaciones internacionales. Quiere esto decir que si la CEE se va a apoyar más en el marco en el futuro, desplazando en parte al dólar, Alemania tendrá que revisar su política actual de pleno empleo basado en superávits de la Balanza de Pagos.

De los argumentos anteriores se sigue que la fijación de los tipos de cambio no implica en sí misma su mayor estabilidad, puesto que si se ha producido un desequilibrio previo en las relaciones internacionales, el impedir el ajuste de los tipos de cambio sólo conducirá a producir desajustes en algún otro lugar. Y, sin embargo, los tipos de cambio fijos conllevan una serie de ventajas en términos de información que reducen los costes de las transacciones internacionales (convierten los dineros internos en «más» dinero internacional), como lo prueba el hecho de que el proyecto actual de SME no hace sino continuar una larga tradición gubernamental en apoyo de los tipos de cambio fijos, que solamente ha sido

interrumpida en ocasiones de forma aceptada como transitoria. En términos generales se podría afirmar que los tipos de cambio flotantes han existido en momentos en lo que los ajustes reales (o no monetarios) fueron tan violentos que no hubo lugar ni tiempo para llegar a un acuerdo internacional sobre los posibles tipos de cambio estables de equilibrio. A sí, los tres periodos de flexibilidad de los tipos de cambio en el siglo XX han obedecido a estas circunstancias. El primero, entre el final de la Primera Guerra Mundial y abril de 1925 (cuando Inglaterra restablece el patrón oro supervalorando la libra, y aceptando su rol de moneda reserva) permite el reajuste de unas economías cuyas relaciones habían sido profundamente alteradas por la Guerra Mundial y los impracticables acuerdos de Versalles. El segundo, entre septiembre de 1931 y el Acuerdo Tripartito Monetario (Francia, Inglaterra y los Estados Unidos) de 1935 dio tiempo al reajuste real de un mundo cuyas relaciones se habían visto alteradas por la Gran Depresión y el abandono subsiguiente del patrón oro. Por último, el tercer periodo de flotación, el actual, que se inició prácticamente en 1971, después de un aserie de ajustes violentos de los tipos de cambio (devaluación de la libra en 1967, revaluación del marco en 1968) fue interrumpido brevemente con los acuerdos smithonianos y se generalizó con la crisis del petróleo de 1973, está permitiendo diversos ajustes reales: unos, pospuestos durante años de relativa estabilidad en los que los Estados Unidos perdieron buena parte de su anterior hegemonía política, y otros, derivados de un nuevo orden real mundial manifestado bruscamente por la formación del cartel internacional del petróleo.

Desde esta perspectiva histórica, ¿es éste el momento adecuado para intentar el restablecimiento de los tipos de cambio fijos, aun siquiera a nivel de una región tan amplia como es la CEE? O, en otros términos, ¿ha pasado ya el momento de los mayores ajustes internos, y los Gobiernos podrán dedicar parte del esfuerzo de su política económica a mantener las paridades de sus monedas dentro de márgenes preestablecidos? La respuesta a estas preguntas despejaría la incógnita de la posible viabilidad futura de los acuerdos del SME, pero aun sin intentar responder a ellas es conveniente tener en cuenta a este respecto que en Europa nunca se ha renunciado totalmente, durante esta tercera época de cambios flotantes, a controlar los márgenes de variación de los tipos de cambio de sus monedas. De hecho, las bandas de fluctuación aceptadas no han sido sino una continuación de las mantenidas por la Serpiente Europea fundada en abril de 1972 como respuesta a los acuerdos smithonianos de cuatro meses antes. El que tras una doble entrada y salida de Francia, la entrada y salida de Suecia, y la salida de Italia, Inglaterra e Irlanda, la Serpiente Europea se quedará reducida a Alemania, Dinamarca, Noruega y el Benelux (en cierto modo un área del marco alemán), no contradice la afirmación de que Europa no había aceptado nunca de forma plena la flotación de los tipos de cambio de sus monedas.

El SME, pues, recoge los objetivos de la Serpiente monetaria, pero va más allá en sus ambiciones. Así, además de establecer unos márgenes de fluctuación semejantes, establece otra paridad a controlar: aquélla que liga a las monedas europeas a la unidad de cuenta ECU.

El control de los tipos de cambio.

El SME prevé, por tanto, dos paridades diferentes que han de ser controladas por las autoridades económicas. Una primera que une a las monedas de los países miembros entre sí, y que establece un techo de $+2,25\%$, y un suelo de $-2,25\%$ respecto a los siete (los cinco que estaban ya en la Serpiente más Francia e Irlanda) y de un $\pm 6\%$ para Italia, reconociendo que la economía italiana aún necesita un cierto tiempo para realizar los ajustes internos mencionados más arriba. Otra segunda que las liga al ECU, unidad de cuenta formada por el sistema de cesta por las ocho monedas participantes, y que mantendrá a las distintas monedas dentro de un margen de más-menos 75% de su posible disparidad con respecto a los tipos de cambio de los países miembros. Esto es, cada moneda podrá fluctuar más-menos $1,7\%$ respecto a la ECU (un 75% de $2,25\%$), salvo para la lira italiana que tendrá unos márgenes de más-menos $4,5\%$ (un 75% de 6%), antes de adoptar medidas de intervención en el mercado de cambios o de corrección de la política monetaria interna.

Es precisamente la conexión entre las distintas monedas y la ECU la que manifiesta que los acuerdos tratan de ir más allá de establecer un sistema de tipos de cambio controlables tal como existían antes de la presente crisis monetaria. Pero, además, esta vinculación introduce una nueva modalidad en el sistema de ajuste, ya que ahora, cuando una determinada moneda tenga una tendencia a separarse de las demás (tal como ha venido ocurriendo con la tendencia alcista del marco alemán) y cruce lo que el acuerdo denomina «umbral de divergencia», se da la posibilidad de que sea ella sola que cargue con la responsabilidad del ajuste. Porque cuando se produce una disparidad límite entre dos países, ambos habrán de actuar tratando de restablecer el equilibrio; el país cuya moneda sufre presión alcista vendiéndola a cambio de ECU,s (u otra moneda denominada en ECU,s) y el país cuya moneda se devalúa cambiando ECU,s (sus reservas exteriores denominadas en ECU,s) por su propia moneda, a fin de mantener su cotización. En cambio, cuando una moneda cruza su «umbral de divergencia» el ajuste de intervención (y posiblemente el interno si llega a ser necesario) será solamente suyo.

El proceso de ajuste descrito plantea un problema no resuelto por el texto del acuerdo, ya que las variaciones respecto a la ECU vienen determinadas por el porcentaje de participación de cada moneda en la cesta. Así, por ejemplo, en el caso extremo del marco que participa en un 33% del valor de la ECU, al elevar su cotización con respecto a otras monedas «arrastra hacia arriba» el valor de la ECU en un 33% de dicha elevación, y, por tanto, se revalúa menos en términos de la unidad de cuenta europea que de las paridades bilaterales. De esta manera es muy posible que el marco se aleje antes un $2,25\%$ de las paridades centrales que alcance su propio «umbral de divergencia».

Cuando una moneda «toque» alguno de los dos límites anteriores, su Banco Central deberá intervenir en el mercado de divisas utilizando como moneda de intervención cualesquiera que desee y siempre que llegue a un acuerdo con el

país emisor de aquélla que utiliza. Esto quiere decir que ambos países pueden utilizar una tercera moneda como medio de restablecer su paridad, incluido por supuesto el dólar, lo cual puede afectar a la estabilidad de esta tercera si pertenece a un país no miembro (de aquí el temor de los Estados Unidos de las consecuencias que puede tener para el dólar su uso como dinero estabilizador dentro del SME). Para atender a esas operaciones de intervención, el Fondo de Estabilización Europeo podrá participar en la concesión de créditos en distintas monedas (pero denominados en ECU,s), con un funcionamiento que se describe más adelante, y en el caso de que éstos no fueran suficientes, los países en desajuste tendrán que adoptar una serie de medidas de política interna que se especifica en el texto, si bien de forma ambigua. Concretamente se enumeran: a) medidas de política monetaria; b) cambios en los tipos de interés; c) «otras» medidas de política monetaria.

B) SUSTITUCION DEL DOLAR COMO MONEDA INTERNACIONAL

El SME no se limita a intentar establecer una mayor estabilidad monetaria, sino que pretende, además, crear una nueva moneda que sustituya a un dólar, que aunque sufre fluctuaciones de cotización espectaculares que lo comienzan a invalidar como moneda reserva (solamente en el período enero 1977-abril 1978 se depreció en un 15 % con respecto a las otras monedas), paradójicamente es más utilizado que nunca en las relaciones financieras internacionales. Es así muy preocupante para los países europeos contemplar de forma impotente cómo, pese a su falta de estabilidad, el mercado de Eurodólares supera los 480 mil millones de dólares (netos de depósitos interbancarios), que existen más de 500 mil millones de dólares depositados por extranjeros en los Estados Unidos, que el 80 % de las reservas en divisas están denominadas en dólares, y que el 92 % de los créditos que se conceden en el mercado de euromonedas están expresados en dólares.

Frente a esta situación, la ECU pretende cumplir varias funciones:

En cuanto a unidad de cuenta, la ECU funcionará como una media ponderada de las monedas de los países miembros, con pesos que van desde el 32,9 % del marco alemán hasta menos del 0,4 % del franco luxemburgués. Estos pesos, que son los mismos de la ya existente Unidad de Cuenta Europea (UCE), multiplicados por el valor de cambio de cada moneda en el mercado determinan los distintos valores en términos de la ECU. (Ver cuadro núm. 1.)

La ECU, sin embargo, pretende ser además de unidad de cuenta, medio de pago y depósito de valor, cumpliendo las funciones genéricas que se atribuyen al dinero. Para ello, la CEE ha adoptado acuerdos conducentes, de una parte, a la formación de un Fondo Monetario Europeo (FME), y de otra, a su utilización en los pagos entre las autoridades monetarias de los países miembros. Por tanto, el FME es una institución clave en la posible evolución del SME, y de la forma definitiva que adopte dependerá la consolidación o posterior disolución de la Uni-

dad monetaria europea. Quizás sea precisamente el reconocimiento de su relevancia lo que haya determinado su actual indefinición institucional.

Según los acuerdos adoptados el FME tardará dos años en constituirse plenamente (según el texto, para dar tiempo a ciertos requisitos legales de los países miembros), pero comenzará sus operaciones de forma inmediata como Fondo de Cooperación Monetaria (FECOM, siguiendo su denominación francesa). En este fondo depositarán los países de la CEE, incluida posiblemente Inglaterra, un 20 % de sus reservas en dólares (no de otras monedas) y en oro a cambio de ECU,s (un mes después de la fecha del acuerdo Francia y Bélgica ya habían hecho este depósito). Esta constitución de reservas ha dado lugar a largas negociaciones en torno a algunos de los problemas que planteaba.

En primer lugar, el miedo a un compromiso definitivo se ha traducido en una gran timidez a la hora de renunciar a la propiedad de esas reservas en favor de una institución supranacional. Así, y durante estos dos primeros años, la cesión de las reservas habrá de repetirse cada tres meses, de tal manera que esos fondos vuelven a sus países de origen cada 90 días reconvertidos en las monedas nacionales, para volver a ser cambiados de nuevo por ECU,s (siempre que continúe la voluntad de pertenecer al SME). Este mecanismo, aparte de su gran importancia por su significado de no renuncia política (existen también razones formales de adaptación normativa interna, tal como se ha mencionado), darán lugar a pérdidas o ganancias de capital en el cambio, ya que durante esos períodos de tres meses el tipo de cambio de cada una de las monedas por ECU,s, puede variar; ganancias o pérdidas que no se especifica en el acuerdo si recaerán sobre el país miembro o sobre el FECOM.

Otro tema problemático ha sido la valoración de los depósitos en oro, debido fundamentalmente a la disparidad de las reservas actuales de los Nueve. (Por ejemplo, Francia tiene casi cuatro veces y media más reservas de oro que Inglaterra. Ver cuadro núm. 3). Por otra parte, está el siempre presente problema de la desmonetización del oro, que exigiría, al menos como gesto simbólico, su infravaloración respecto a su precio de mercado, a fin de probar que los países de la CEE mantienen su compromiso de no utilizarlo como medio de pago en las transacciones no oficiales. En el acuerdo de diciembre de 1978, estos dos puntos no habían sido resueltos, pero posteriormente, y en buena medida doblegándose a la presión francesa, los ocho han aceptado como valor del oro, o su precio medio de mercado de los seis meses precedentes, o el medio de las dos últimas valoraciones del mercado de Londres, cualesquiera que sea menor. Dado que el mercado del oro ha tenido una tendencia a la alza recientemente, los depósitos actuales de reservas en oro se encuentran ligeramente infravaloradas, pero mucho menos que el 20 % que pedía Alemania en las negociaciones anteriores.

Otro problema que plantean los depósitos en el FECOM es el de los intereses a que den lugar las operaciones en ECU,s; y de nuevo aquí, la solución está condicionada por la no total aceptación de los ECU,s como medio de pago y depósito de valor, y sí como simple unidad de cuenta. Los depósitos en el FECOM seguirán rindiendo interés al país depositante según las características propias de cada reserva, pero cuando un país reciba prestados ECU,s de otro país miembro (de

hecho recibirá la moneda de este último denominada en ECU,s, según su cotización del momento) tendrá que pagar unos intereses que vendrán determinados por una media ponderada (según los pesos que entran en la Unidad de cuenta) de los tipos de descuento oficiales de los nueve.

Con estos recursos el FECOM (y posiblemente, pero no con seguridad, el FME en el futuro) servirá de intermediario entre Gobiernos en la concesión de préstamos denominados en ECU,s que ayuden a los países en dificultades a mantener sus compromisos de estabilidad del tipo de cambio. Estos créditos nacen clasificados en tres categorías, y con volúmenes máximos tipificados: 1) A muy corto plazo, y para proteger a las monedas de los países que han aceptado bandas de fluctuación límites (incluidos los países que no sean miembros de la CEE), el FECOM podrá conceder créditos en cuantía ilimitada. Estos créditos habrán de ser pagados dentro de los 45 días siguientes al fin del mes en el que se conceden, y podrán ser prorrogados durante tres meses por un importe limitado al tamaño de las cuotas deudoras del Apoyo Monetario a Corto Plazo.

2) Solamente para los países miembros de la CEE, habrá un Apoyo Monetario a Corto Plazo hasta un volumen global de 14 mil millones de ECU,s por un periodo de tres meses, prorrogable hasta un máximo de nueve meses.

3) Asistencia financiera a medio plazo por un importe de 11 mil millones de ECU,s, cifra a ser depositada antes de junio de 1979, incluso por los países no plenamente participantes, tal como Inglaterra. Dado que los países deudores no suelen ser al mismo tiempo acreedores, tanto en este caso como en el de los créditos a corto plazo, el volumen total de préstamos habrá de ser necesariamente inferior al de fondos comprometidos por los países participantes (ver cuadro número 4).

Todos estos instrumentos, aunque estén orientados en buena medida a mantener la estabilidad de los tipos de cambio, permitirán, además, que la ECU exista como algo más que una unidad de cuenta al estilo de como era la anterior Unidad de Cuenta Europea, si bien su futuro dependerá de la evolución que experimente un FME que se encuentra en la actualidad en un estado de simple proyecto. Si este Fondo va a ser depositario o no de la renuncia de las distintas soberanías nacionales es, por tanto, la cuestión central de la posible existencia futura de una moneda europea que sirva de medio de pago y de depósito de valor; de lo que se deduce también el que la creación de una moneda reserva que sustituya al dólar, al menos en un ámbito regional, es una cuestión fundamentalmente política. Sir Roy Jenkins, entre otros dirigentes de la política comunitaria, confía en que si se crean las funciones y un aparato institucional que las apoye, esa cesión tendrá lugar de forma paulatina. Se trataría de hacer camino al andar dentro de una actitud posibilista, pero entretanto, ¿ayudarán los acuerdos adoptados a diversificar más una liquidez internacional reforzada por algunas monedas europeas que comienzan a ser utilizadas como dinero reserva? Porque es posible que aunque la ECU ofrezca más un futuro hipotético que un presente, el SME pueda fortalecer de momento las monedas europeas frente al dólar.

Desde este punto de vista, el sistema de paridades establecido, juntamente con el FME, puede fortalecer un sistema monetario europeo que en la actualidad

gira en torno al marco alemán. En el pasado reciente, la moneda alemana se ha visto sometida a grandes presiones alcistas como consecuencia de la política expansionista de los Estados Unidos y de los déficits que ésta ha provocado. Estas presiones han dado lugar a un incremento del número de marcos en el mercado que hace peligrar la estabilidad del marco en el futuro, y con ella la política alemana de pleno empleo con superávit. El establecimiento de tipos de cambio fijos servirá en este contexto para fomentar la utilización conjunta del marco con otras monedas, tal como el franco francés o el florín holandés, que se harán así mejores sustitutivos suyos como medio de cambio y depósito de valor, con lo que «caeteris paribus» la responsabilidad del Bundesbank será menor. De hecho, el SME ha sido, en parte, una creación de Alemania, que no ha querido aceptar en solitario una responsabilidad de país emisor que posiblemente es superior a sus fuerzas, y que en todo caso iba a afectar a su política interior de la misma manera desestabilizadora que ocurrió, primero con la libra esterlina, y después de la Segunda Guerra Mundial con el dólar. Se trataría de que el resto de los países europeos aceptaran los criterios de disciplina seguidos hasta ahora por el Bundesbank controlando sus políticas monetarias, y revaluando sus monedas de forma conjunta frente al dólar, de seguir los difícilmente tolerables déficits de la Balanza de Pagos norteamericana.

La utilización mayor de una moneda europea en las transacciones internacionales acarrearía otros beneficios a Europa, además de una hipotética estabilidad monetaria. Desde hace ya bastantes años algunos países europeos se han resentido de la servidumbre que representa el conceder el privilegio de emisión a un Banco central extranjero. Porque la liquidez internacional ha dependido durante más de treinta años de los déficits de la Balanza de pagos norteamericana con lo que Europa ha tenido que comprar un dinero «confianza», el dólar, con bienes que llevaban incorporados recursos reales. Si a esto se añade que se dinero se ha producido últimamente en cantidades no ya no deseadas, sino incluso desestabilizadoras, se comprenderá que algunos países como Francia deseen participar en un privilegio de emisión que consideran injustificado e ineficaz. El problema reside aquí, en que si bien el ser banquero mundial puede reportar beneficios; de una parte puede obligar a renunciar a la política de pleno empleo, a fin de mantener un déficit crónico, y de otra puede conducir a una situación de inestabilidad de la propia moneda, ya que se trata de un dinero basado en la confianza y las necesidades de liquidez internacional pueden ser superiores a la reconocida solvencia del país emisor a largo plazo.

Como se ha indicado anteriormente, la preponderancia del dólar es muy grande en la actualidad, pero existen indicios de que las intervenciones alemanas estabilizadoras del marco pueden plantear serios problemas a la política monetaria de los próximos años. De un lado porque los agregados monetarios alemanes han sufrido recientemente una expansión que va a ser difícilmente reducida; y de otro, porque, si bien el mercado de crédito de euromonedas sigue estando denominado en su mayoría en dólares, la participación del marco en el de eurobonos se acerca ya al 40 % del total, con la consiguiente amenaza para la moneda

alemana en el momento de sus vencimientos, además, por supuesto, del continuo flujo de intereses que esa masa de eurobonos requiere anualmente.

Un bloque monetario de apoyo al marco es, pues, una posible solución parcial y a corto plazo de los problemas monetarios europeos, pero está por ver si países celosos de su capacidad de liderazgo político y económico, como Francia o Inglaterra, estarán dispuestos a aceptar un rol de dependencia. Tal como se indicaba más arriba, la circunstancia concreta de que el marco parece encontrarse supervalorado puede limar dificultades mientras se llega a un mayor entendimiento político.

3) ESTATALIZACION DE LAS RELACIONES MONETARIAS INTERNACIONALES

Uno de los fenómenos más destacables de los últimos años es la privatización de las relaciones internacionales, y con ella la pérdida de control efectivo de la política económica por parte de los distintos gobiernos. Esto es especialmente cierto referido a la política monetaria, debido al espectacular crecimiento de los mercados de euromonedas y eurobonos. En la actualidad hay más de 475 mil millones de dólares circulando que no están bajo el control de ningún Gobierno determinado y que son responsables, en buena medida, de la inestabilidad monetaria mundial. Se trata de un mercado sin patria conocida, aunque sea posiblemente Londres el mayor centro de las operaciones financieras a las que da lugar, y que puede provocar movimientos entre distintas monedas suficientes para hacer inútiles todos los esfuerzos estabilizadores de los gobiernos europeos. En definitiva, se trata de la pérdida del control de la oferta monetaria por parte de los Bancos Centrales, al ser capaces los Bancos privados de provocar un proceso expansivo de los depósitos que no está sujeto a las normas reguladoras que han aplicado tradicionalmente las autoridades monetarias a la Banca, ni siquiera a la fijación de coeficientes de caja o liquidez obligatorios. De esta manera, el continuado esfuerzo de los distintos Bancos Centrales por implementar medidas de política monetaria conducentes a controlar el volumen de dinero y a garantizar la solvencia frente a terceros de las operaciones realizadas en el mercado de capitales, se ven desafiadas ahora por la existencia de un mercado que cruza las fronteras y no está sujeto a normativa concreta alguna. Por supuesto, los Bancos Centrales de los países industrializados han intentado aislar el mercado de euromonedas de sus propias economías internas, y el pasado febrero volvieron a acordar no llevar sus reservas internacionales al mercado de euromonedas, aún a costa de perder rentabilidad, pero este tipo de acuerdos no ha sido suscrito por alguno de los países con mayor volumen de reservas, tales como los países miembros de la OPEP, que encuentran con frecuencia este mercado más rentable, y, en todo caso, menos intervenido.

El establecimiento del SME, si bien no se ha apoyado en la fundación de un Banco Central europeo, en el futuro pretende emitir ECU,s que sustituyan a las monedas que actualmente se utilizan en las transacciones internacionales. Esto es, aunque en la actualidad el FME no parece pasar de ser un simple sistema

contable, con la iniciativa en manos de los Bancos Centrales, es de esperar que próximamente el FME pueda cambiar ECU por monedas nacionales, y no solamente por dólares u oro. En cualquier caso, el SME introducirá otras cosas igual, un mayor control de las ofertas monetarias internas de cada país; no solamente porque permitirá (o exigirá), una mayor coordinación de políticas monetarias tal como se ha analizado anteriormente, sino también porque hará intrarregional lo que antes era internacional, permitiendo la aplicación de una normativa que antes chocaba con la existencia de fronteras entre países. Este es un objetivo de largo alcance, que, por supuesto, no está explicitado en los términos del acuerdo, pero que se encuentra en las declaraciones de muchos de los líderes europeos y en diversos documentos, tales como el Libro Blanco del Gobierno irlandés, o el manifiesto redactado por nueve economistas teóricos (conocido bajo el nombre de «Manifiesto de los Santos») publicado en «The Economist» después de una reunión en la Universidad de Lovaina, que ha influido de forma clara en algunos de los informes oficiales posteriores.

En definitiva, el establecimiento de un sistema de tipos de cambio fijos en su sentido más estricto (o no ajustables), conjuntamente con una perfecta coordinación de las políticas monetarias, es teóricamente muy semejante a la existencia de una sola moneda con un solo Banco Central. Si estos objetivos se alcanzaran (es decir, si las autoridades monetarias cedieran parte de su autonomía en beneficio de una actuación conjunta), sería bastante más fácil establecer un solo Banco emisor que institucionalizase esas relaciones, y que por tanto los gobiernos aceptaran, de derecho y como definitiva, la anterior cesión fáctica de poderes. En el SME previsto, los tipos de cambio no son fijos sino fluctuantes dentro de ciertos márgenes, y previsiblemente ajustables si las condiciones económicas internas se hacen muy dispares entre sí. Por tanto, el FME se parece más en la actualidad a un centro contable que a un Banco Central, pero la CEE, hasta ahora, ha actuado con frecuencia creando antes la función que el órgano, y los mecanismos conducentes a un auténtico sistema monetario europeo unificado, aun todavía en embrión, están ya ahí. En este sentido, el SME actual no es sino un paso en una dirección cuyo final vendría caracterizado por la imposibilidad de dar marcha atrás. Una sola moneda significaría tipos de cambio totalmente fijos, ya que el tipo de cambio sería siempre de uno por uno, como ocurre entre los dólares emitidos por los distintos Bancos de la Reserva Federal de los Estados Unidos; y un solo Banco Central sustituiría con una sola institución adoptadora de decisiones, a la perfecta coordinación de los aparentemente independientes Bancos Centrales de los países miembros.

¿TENDRA EXITO EL SME?

Tal como se ha visto anteriormente, sólo con un mínimo apoyo político se puede mantener un sistema monetario unificado, y de hecho la experiencia histórica así parece confirmarlo. El área monetaria más estable ha sido la de la libra esterlina que, desde 1931, y durante casi 40 años, funcionó sin alteraciones impor-

tantes gracias a la coordinación política de la Commonwealth que la respaldaba. Claro está que este tipo de cohesión política suele encubrir una relación de dominación cuando uno de los países miembros es manifiestamente superior a los demás, tal como ocurría con el caso de Inglaterra, o incluso de forma más manifiesta, después de la Segunda Guerra Mundial con la preponderancia norteamericana, que de forma pacífica «impuso» el dólar sobre un área geográfica amplia. Pero en Europa no se da ninguna de estas circunstancias. Por un lado, porque el proceso de unificación política a través de las instituciones (tal como la formación próxima de un parlamento europeo) es demasiado lento para garantizar la aparición de un Banco emisor supranacional en un futuro inmediato: y de otro, porque en Europa, y a pesar de la superioridad económica alemana, hay un cierto equilibrio de fuerzas, que dado el peso que tiene el nacionalismo por razones históricas, hace muy difícil una negociación en el que el interés individual tiene que ceder frente al comunitario.

Pero al margen de estos planteamientos políticos, hay otros económicos, en parte sobreimpuestos, en parte paralelos, que son relevantes.

Por lo que respecta al establecimiento de tipos de cambios fijos, sus posibilidades de éxito dependen en buena medida de la capacidad del sistema económico para encontrar estabilizadores de la Balanza de Pagos independientes de los ajustes del tipo de cambio. Fue quizá R. A. Mundell (*) el primero que describió, en su teoría de las Areas Monetarias Optimas, como cuando entre dos países o regiones existe perfecta movilidad de los factores de producción, los desequilibrios de sus Balanzas de Pagos podrían corregirse sin necesidad de alterar el tipo de cambio entre sus monedas. Así, por ejemplo, si en un país hay pleno empleo y en otro desempleo, una expansión de la oferta monetaria en el país con paro, no hará sino producir inflación en los dos países. La razón es que una política monetaria aplicada a un problema real puede incidir más sobre los precios que sobre las cantidades producidas. Por lo tanto, el sistema de ajuste debe utilizar también variables reales, transfiriendo factores de producción desempleados a la zona con tensiones inflacionistas; siempre, claro está, que esos factores encuentren ocupación en esa área, lo cual exige una cierta adecuación de las funciones de producción de los dos países (homogeneidad de los factores de producción, tecnologías semejantes, etc.). Otra manera de enfocar el problema es considerar que los movimientos de los factores de producción son sustitutivos de los de mercancías, por lo que si el ajuste se puede producir mediante movimientos de los primeros, no habrá lugar para desequilibrios entre los de las segundas. Posteriormente a MUNDELL otros autores, entre ellos R. I. McKINNON (**), destacaron como factor más relevante al respecto, la mayor o menor apertura del país que aplica el control de los tipos de cambio, ya que si el país es muy abierto, con tipos de cambio fijos, la incidencia equilibradora de la política monetaria y fiscal sobre el desequilibrio de la Balanza de Pagos es mayor.

(*) MUNDELL, R. A.: «A theory of optimum currency areas», *American Economic Review*, vol. 51.

(**) McKINNON, R. I.: «Optimum currency areas», *American Economic Review*, vol. 53, pp. 717-24.

Si nos atenemos a ambas teorías sobre la definición de un área monetaria óptima (o aquella en la que los tipos de cambio internos son fijos, y el externo al área es flotante), Europa se encuentra cada vez en mejor disposición para controlar los tipos de cambio entre sus monedas, ya que la movilidad interna de sus factores de producción, tanto capital como trabajo, se ha incrementado notablemente en los últimos años (si bien la crisis económica reciente ha disminuido «de facto» los desplazamientos del factor trabajo), y su nivel de apertura ha aumentado también de forma notable. Por tanto, y utilizando argumentos teóricos de tipo genérico, las posibilidades de establecer una cierta estabilidad de las paridades desde el control de los gobiernos son ahora mayores que nunca.

A un nivel más concreto se podría argumentar que a corto plazo lo relevante es la disparidad actual entre las distintas economías, así como de su tendencia inmediata, siendo este el campo en el que hay mayor motivos para el escepticismo, porque ni el nivel de empleo, ni los saldos de las Balanzas de Pagos, ni las tasas de inflación guardan una mínima homogeneidad entre los Nueve. Quizás en este sentido, al margen de la voluntad política ya debatida, la esperanza reside y siempre a corto plazo, en que Alemania pierda la relación entre equilibrio interno y externo que venía manteniendo, ya que su mayor desestabilidad la acercaría a las circunstancias de sus compañeros del acuerdo. El que su tasa de inflación acumulada de los dos últimos meses se acerque a la total del año 1978, y que su tasa de incremento anual de su oferta monetaria esté cercana a la media europea (con la excepción de Holanda), hacen esperar que su situación privilegiada en los mercados internacionales tienda a reducirse, en beneficio de una mayor homogeneidad europea (ver cuadro núm. 5).

A este respecto ya se ha analizado más arriba cómo la esperanza reside en que el ya largo período de paridades monetarias flotantes haya dado lugar a un reajuste interno que permita el control de los tipos de cambio; pero por la misma razón las posibilidades de mantener un sistema de cambios fijos depende de que no se produzcan choques externos que den lugar a un nuevo desajuste real entre las distintas economías. El relativo saneamiento de la Balanza de Pagos norteamericana, el mantenimiento de la paridad del dólar y la progresiva reducción de los superávits de los países productores de petróleo parecían ser buenos augures desde este punto de vista, pero la reciente crisis de Irán y el refortalecimiento del Cartel del petróleo manifestado en la última reunión de Ginebra arrojan algunas sombras más sobre una economía mundial que en el mejor de los casos está en actitud de expectativa. Desde este enfoque el momento no es óptimo, aunque claro está que se podría contraargumentar que ninguno lo va a ser, y que la economía europea no se puede permitir el lujo de no resistir las presiones externas desestabilizadoras.

Sin embargo, para muchos el problema no está en si las economías de los nueve se encuentran más o menos cerca entre sí que hace uno o varios años, sino precisamente de que si la adopción de tipos de cambio fijos, conjuntamente con el funcionamiento de un fondo de ayuda crediticia, va a provocar un aumento de las tasas de inflación en todo Europa, que en última instancia reduzca las posibilidades de éxito del SME. Este argumento paradójico (al menos respecto a

la teoría establecida de los tipos de cambio fijos), se apoya en una pretendida asimetría en los ajustes internacionales; porque los países en déficit, en las actuales circunstancias de desempleo mundial nunca van a seguir una política contractiva, esperando —u obligando— a que el país en superávit se ajuste subiendo los precios internos. En cambio, con tipos de cambio flotantes, los países más conscientes de los peligros de la inflación podrán mantener sus políticas moderadas de expansión de la oferta monetaria, contribuyendo al equilibrio general de las Balanzas de Pagos. Este argumento tiene de hecho cierta base en la evolución más reciente del sistema monetario mundial, ya que el establecimiento de un sistema de tipos de cambio flotantes condujo en 1973 a una reducción de la tasa media de inflación mundial a costa de una mayor divergencia en las tasas de expansión monetaria interna, tal como ha mostrado R. VAUBEL (*) (ver cuadro número E). Es de destacar, que en el pasado año, al tiempo que ha aumentado la tasa media de incremento de la oferta monetaria (lo que anticipaba el resurgimiento de la tasa de inflación en 1979, que estamos contemplando), ha aumentado también la desviación «standard» entre los países estudiados. Este estudio empírico podría anticipar, por tanto, una mayor disparidad entre las tasas de inflación de 1979 (además de su mayor elevación), la cual, a su vez, daría lugar a mayores tensiones a la hora de mantener, dentro de los márgenes acordados, las fluctuaciones de los tipos de cambio. Frente a este argumento basado en la realidad está la postura de los optimistas que afirman que los momentos peores de la inflación han pasado ya en todo caso, ya que los Gobiernos han comprobado que la inflación, como medio de combatir el desempleo, ha ido cumpliendo en sus propios países la tesis aceleracionista, con lo que las tasas de aumento de precios son cada vez mayores y sus efectos sobre la producción más reducidos. En consecuencia, les va a ser más fácil coordinar ahora unas políticas monetarias que comienzan a considerar inútiles que cuando echaba mano a ellas para cualquiera de los males internos.

Por último, está el problema de cuál puede ser la actitud de los Estados Unidos, ya que sin, al menos, su «benigna colaboración» será muy difícil introducir ninguna modificación en el sistema monetario mundial. Claro está que éste es un problema de grado, ya que se trata de introducir modificaciones en un sistema en el que ese poder estaba ya presente anteriormente pero, sea como fuere, la actitud de los Estados Unidos (actitud que vendrá determinada, por supuesto, por un proceso de continua negociación) va a ser fundamental. Hasta ahora su posición ha sido expectante y recelosa ante un sistema que va a utilizar su moneda sin su permiso no sólo como reserva, sino también en las transacciones estabilizadoras entre gobiernos. Algo ya tan habitual como las negociaciones bilaterales (no públicas) de los Estados Unidos con los países miembros de la OPEP respecto al uso de dólares en las ventas de petróleo puede ser de vital importancia para la posible evolución futura del SME.

(*) VAUBEL, R.: «Why ems may make inflation worse». *Euromoney*, dic. 1978, pp. 139-42.

A MODO DE CONCLUSION

Si bien los intentos de crear un bloque económico en Europa con una sola moneda (o al menos un área monetaria en la que los tipos de cambio internos sean fijos y el común externo frente al resto del mundo flotante) tienen ya una cierta tradición histórica, el SME que acaba de nacer, parte con una estructuración indefinida, tanto en sus objetivos como en los medios con los que alcanzarlos.

Por lo que respecta a los objetivos, su definición es aparentemente confusa de forma intencionada. Quizás porque el futuro de la misma CEE no está trazado de una forma ni siquiera medianamente clara. En términos generales se podría decir que el SME pretende alcanzar una doble meta: a) una mayor estabilidad económica; y b) una mayor unidad dentro del área. Pero ocurre que ambos objetivos no se concretan adecuadamente en los acuerdos, ni siquiera está claro si obedecen a una voluntad secuencial, debido a las siguientes razones:

En primer lugar, porque la motivación última del acuerdo ha sido tanto escapar de la crisis financiera actual (motivación que ha pesado especialmente en la participación alemana) como acercarse a una unión europea más estrecha. Si el deseo de estabilizar las relaciones monetarias europeas es el dominante, la unión monetaria queda desdibujada, pero si es ésta el verdadero motor del SME, la estabilidad de los tipos de cambio no sería sino un paso instrumental. En segundo lugar, porque el SME tanto en sus fines como en sus medios debería referirse de forma primordial a categorías monetarias, pero lo cierto es que éstas a veces obedecen, y siempre acompañan, a relaciones reales. Es más, en las decisiones a más largo plazo, tal como en las orientadas a conseguir una mayor unión político-económica, los planteamientos reales son más ineludibles, y los monetarios más dependientes. Así, por ejemplo, a corto plazo puede bastar un fondo de estabilización creado con recursos generosos para controlar las paridades entre las monedas, pero una auténtica unión monetaria requiere, en última instancia, un solo Banco Central.

Si los objetivos no están explicitados de forma clara, tampoco podrán estarlo los medios creados, al menos en su función. Esto es especialmente cierto porque el acuerdo no va acompañado de una institucionalización que determine la manera de actuar futura, tal como ocurre con la voluntad de coordinar las distintas políticas monetarias (y quizás incluso las fiscales). Toda coordinación implica una renuncia de soberanía, y los países firmantes han preferido ser vagos al respecto, ya que incluso el compromiso a renunciar a la consecución de ciertos objetivos de política interna en aras de la estabilidad de su moneda en los mercados internacionales, no es hoy aceptable para la mayor parte de los gobiernos europeos. De aquí que la decisión haya sido planteada como política por muchos observadores que piensan más a largo que a corto plazo, y más en términos reales, que solamente monetarios.

Esta indefinición, dadas las razones anteriores, no ha podido sino reflejarse en los instrumentos creados. Así, si la ECU se crea solamente como institución que facilite la mayor estabilidad de los tipos de cambio, basta con que cumpla la función de unidad de cuenta, esto es, con que sirva de punto de referencia a las demás monedas, incluso a través de una paridad controlada. En cambio, si se pretende

al crearla que llegue a consituir una auténtica moneda europea, habrá que dotarla de los medios de apoyo necesarios para que sustituya (quizás paulatinamente) a las monedas emitidas por los Bancos Centrales; o dicho en otros términos, habrá que convertirla en medio de pago y depósito de valor. Si esto es factible o no dentro del marco del acuerdo es imposible predecir, por la sencilla razón de que posiblemente no esté decidido ni siquiera en las mentes de los dirigentes de los países miembros de la CEE. Tenemos el ejemplo de los Derechos Especiales de Giro creados por el Fondo Monetario Internacional, que, además de unidad cuenta, continúan siendo una promesa de dinero internacional, pero que siguen esperando el nacimiento de una autoridad monetaria supranacional que ni existe ni hay expectativas de su próxima aparición. Claro está que la CEE ha demostrado ya una apreciable capacidad de crear un mayor nivel de cohesión interna que la del resto del mundo, al menos si pensamos en grandes áreas económicas, pero está por ver la evolución futura de esa capacidad.

Si conforme a lo expuesto hay una institución especialmente ambigua en los acuerdos, ésta lo sería el FME. Porque si se ha creado con la simple función de apoyar una política comunitaria de estabilidad de los tipos de cambio, su actividad se podría reducir a la de un fondo de estabilización que actuara al mismo tiempo como central contable de las transacciones en ECU,s (entendidas éstas en su estricta función de unidad de cuenta). Pero si la finalidad del SME es llegar a una auténtica integración monetaria, el FME tendrá que estar al servicio de la ECU como medio de pago y depósito de valor. Esto es, deberá funcionar como Banco con poder de conceder créditos en una primera etapa, y emitir moneda en una segunda. En este momento, se podría decir que como fondo estabilizador, su vida se reduce a tres meses continuamente renovables durante una etapa de dos años en la que incluso su nombre es transitorio (FECOM). La forma definitiva que tenga después, tampoco lo sabe nadie, o al menos, no está escrito.

¿Cómo se podrán resolver todas las anteriores ambigüedades? Dado que los objetivos y medios se han calificado como limitados, o como mucho, como vergonzantemente ambiciosos, su evolución dependerá posiblemente de su éxito inmediato. De aquí que cobren tanta importancia las circunstancias actuales, y que sea fundamental el que estemos saliendo o entrando en una nueva crisis económica mundial. Si los tiempos de desajuste real han pasado, los gobiernos europeos podrán dedicar su energía a una integración europea en la que la renuncia a la soberanía sea más fácilmente presentable a sus respectivos electorados. Si, por el contrario, las presiones exteriores son mayores es más fácilmente esperable que la CEE no intente una mayor integración, y que como mucho trate de capear el temporal procurando que la desestabilidad monetaria externa sea menor que la del resto del mundo. En todo caso, y aunque los momentos de crisis anteriores han interrumpido el proceso integrador de la CEE, no es fácil predecir si ante un nuevo peligro (y dependerá de la calidad y fuerza de éste), Europa tenderá a unirse más o a fragmentarse.

PESOS Y VALORES EN LA ECU
(al 12 de marzo de 1979)

	Peso	Valor
Franco francés	19,8	1,20
Marco	33,0	0,83
Franco belga	9,2	3,50
Lira	9,5	109,00
Florín holandés	10,5	0,28
Corona danesa	3,1	0,22
Libra inglesa	13,4	0,09
Libra irlandesa	1,15	0,0075
Franco luxemburgués	0,36	0,14

FUENTE: *The Economist*, 17 marzo 1979.

MARGENES DE FLUCTUACION DEL EMS

	1 ECU	1 D.M.	1 F.F.	1 Florín	100 F. Bel.	1.000 liras	100 coronas
Libra irlandesa	0,663	0,270	0,117	0,249	1,718	0,613	0,956
		0,258	0,112	0,238	1,642	0,544	0,914
Corona danesa	7,086	2,887	1,250	2,664	18,36	6,553	
		2,760	1,195	2,546	17,55	5,812	
Lira	114,8	485,6	210,3	448,1	3090		
		430,7	186,5	397,4	2740		
F. Bel./Lux.	39,46	16,07	6,958	14,83			
		15,37	6,652	14,18			
Florín	2,721	0,944	0,480				
		0,902	0,459				
F. F.	5,798	2,362					
		2,258					
D. M.	2,511						

RESERVAS EXTERIORES

	1	2	3	4
	Reservas moneta- rias (*) (\$ miles de millones)	oro (\$ miles de millones a 221,12 por onza) (**)	20 % de 1 + 2	Depósitos en el FECOM (*) (miles de millones de ECUS)
Alemania Occidental	40,5	26,2	13,4	9,9
Francia	8,7	22,6	6,3	4,6
Italia	11,3	18,4	5,9	4,4
Inglaterra	15,6	4,9	4,1	3,0
Holanda	4,1	12,1	3,2	2,4
Bélgica/Luxemburgo	2,7	9,4	2,4	1,8
Dinamarca	3,2	0,4	0,7	0,5
Irlanda	2,3	0,1	0,5	0,4
TOTAL	84,4	94,1	36,5	27,0

(*) Superestimadas porque las reservas exteriores incluyen activos en otras monedas que el dólar.

(**) Media de los valores de Londres desde septiembre de 1978 a febrero de 1979.

FUENTE: *The Economist*, 17 de marzo de 1979, p. 75.

INDICADORES DE LOS PAISES MAYORES DE LA CEE
% cambio anual

	Producción industrial		Ingresos en salarios		Precios de consumo		Oferta monetaria (M ₁)		Balanza comercial (millones de \$)		Tasa de desempleo	
	3 meses	1 año	3 meses	1 año	3 meses	1 año	3 meses	1 año	Ultimo mes	Ultimos 12 meses	Ultimo mes	Hace 1 año
Francia	+ 8,5	+ 5,5 (1)	+11	+12,5 (1)	+ 8	+10 (2)	+17	+13 (11)	- 2 (2)	+ 800	6,1 (2)	5,1
Alemania Occidental	+ 2,5	0 (1)	+ 2	+ 5 (1)	+ 6,5	+ 3 (2)	+12	+12,5 (1)	+1.519 (1)	+20.700	4,1 (2)	4,5
Holanda	+15,5	+ 3 (1)	+ 2	+ 4,5 (1)	0	+ 4 (2)	-15	+ 4,5 (12)	- 301 (12)	- 2.900	5,3 (2)	5,0
Italia	+25	+10 (12)	+14,5	+15 (12)	+12,5	+11,5 (12)	+10,5	+23 (10)	- 427 (12)	- 400	7,5 (10)	7,4
Inglaterra	- 7,5	- 2,5 (1)	+ 9,5	+12,5 (1)	+11,5	+ 9,5 (2)	+15	+13 (2)	- 239 (1)	- 1.600	5,7 (3)	5,9

(Los números entre paréntesis indican el mes).

FUENTE: *The Economist*, 31 de marzo de 1979, p. 47.

**CRECIMIENTO DE LA OFERTA MONETARIA (M₁) EN LOS PAISES MAYORES DE
EUROPA (1969 I - 1978 II)**

(% de cambio por año acumulado ajustado estacionalmente)

	1969 I- 1971 III	1971 III- 1973 I	1973 I- 1973 IV	1973 IV- 1974 III	1974 III- 1976 II	1976 II- 1977 II	1977 II- 1978 II
Europa Occidental (*)	10,7	13,3	6,2	9,4	14,0	9,5	16,2
Francia	7,7	11,2	9,3	10,0	15,5	7,2	12,2
Alemania Occidental	9,5	12,2	-2,6	10,8	12,9	6,6	14,2
Italia	20,2	17,5	25,9	15,0	13,0	20,8	22,9
Holanda	12,4	16,4	-3,0	7,6	16,4	12,2	7,3
Suecia	9,1	10,0	12,4	19,1	15,7	4,5	14,5
Suiza	10,3	9,9	3,0	-0,8	6,3	4,8	16,0
Inglaterra	8,8	15,2	3,6	2,8	20,0	11,7	25,0
Desviación «stándard» entre los 7 países.	3,9	2,9	9,3	6,3	3,9	5,4	6,1

(*) Austria, Bélgica/Luxemburgo, Dinamarca, Francia, Italia, Holanda, Suecia, Suiza, Inglaterra, Alemania Occidental.

FUENTE: Euromoney, diciembre 1978, p. 139.