

**COMPETITIVIDAD, CREDIBILIDAD Y
ESPECULACION: ALGUNAS IMPLICACIONES
DE LA PERTENENCIA AL SME**

Juan Pérez-Campanero

Documento: 89-15

INDICE

1. Introducción.

2. Efectos sobre la oferta monetaria.

2.a. Efectos sobre la base monetaria.

2.b. Efectos a nivel de los agregados monetarios.

3. Efectos sobre los tipos de interés.

4. El panel de un país -como España- con inflación superior a la media en el SME.

Referencias.

1. INTRODUCCION

España se ha incorporado recientemente al SME (Sistema Monetario Europeo), mediante su entrada en el mecanismo de cambios del SME a partir de junio de 1989 y la participación de la peseta en la composición del ECU a partir de septiembre de 1989. La participación en el mecanismo de cambios, como es sabido, obliga a los países que suscriben el acuerdo (en la actualidad, República Federal Alemana, Francia, Italia, Holanda, Bélgica, Luxemburgo, Dinamarca e Irlanda, además de España) a mantener sus tipos de cambios cruzados dentro de ciertos límites de fluctuación.

Este compromiso implica una restricción adicional sobre la instrumentación de la política económica. Aquí se discuten algunas de las implicaciones de la pertenencia al mecanismo de cambios del SME para la política monetaria y fiscal. Podemos distinguir entre los efectos sobre la oferta monetaria y los efectos sobre los tipos de interés.

2. Efectos sobre la oferta monetaria

2.a Efectos sobre la base monetaria¹

Las intervenciones en los mercados de cambios relacionadas con el SME tienen implicaciones sobre la liquidez, en primer lugar, a través de la base monetaria. Podemos distinguir:

(i) Intervenciones marginales, cuando se alcanzan los límites inferior o superior de las paridades bilaterales. En este caso -como es sabido- las intervenciones tienen carácter obligatorio y automático y deben realizarse en cuantía ilimitada y en las monedas del SME. Las intervenciones se financian normalmente con créditos del mecanismo de Financiación a Muy Corto Plazo (en adelante, FMCP) del FECOM (Fondo Europeo de Cooperación Monetaria); y las posiciones deudoras resultantes se cancelan con depósitos de divisas convertibles o de ECUs (lo que de hecho moviliza las reservas de oro)².

Estas intervenciones (compra de la moneda débil y venta de la moneda fuerte en los mercados por parte de los bancos centrales afectados) suponen un aumento de la liquidez en el país de la moneda fuerte y una reducción de liquidez en el país de la moneda débil.

¹ Véase (Caesar, 1988) para una discusión de estos efectos y un estudio empírico del caso alemán; y (Mastropasqua et al, 1988) para un análisis de las interacciones entre esterilización y política monetaria para Bélgica, Francia, Alemania e Italia. (Alzola y Maycas, 1989) hablan de estos efectos con el ejemplo de la peseta.

² Véase por ejemplo, (van Ypersele & Koune, 1985) para una descripción del funcionamiento del mecanismo de cambios del SME.

Los bancos centrales tienen a su disposición varias vías de esterilización de estos efectos:

- Operaciones de mercado abierto de signo opuesto, por ejemplo, financiar las intervenciones con cargo a reservas de moneda fuerte que se mantenían en el mercado.
- Medidas de política monetaria interna de signo opuesto.
- Intervenciones de signo contrario financiadas con cargo a los fondos de FMCP del FECOM.

(ii) Intervenciones intramarginales, esto es, aquellas realizadas dentro de los límites de fluctuación de la banda. Las únicas regulaciones a que están sometidas son la de que las intervenciones en monedas comunitarias deben contar con la autorización previa del banco central emisor de la moneda utilizada; y que las intervenciones en dólares están sujetas a un requisito de "concertación" entre los bancos centrales de los países del SME. El acceso al mecanismo de FMCP del FECOM no es automático como en el caso anterior, aunque esta contemplado, bajo ciertas restricciones, desde los acuerdos de Nyborg-Basilea de septiembre de 1987.³

(ii.a) Intervenciones intramarginales en monedas participantes del SME: Si estas intervenciones se financian con créditos del otro banco central o utilizando la línea de Financiación a Muy Corto Plazo del FECOM, los efectos sobre la liquidez del sistema

³ Véase, por ejemplo, (Maycas, 1987) para una descripción de las reformas en el mecanismo de Financiación a Muy Corto Plazo en septiembre de 1987.

son los mismos que en el caso anterior. Si, por el contrario, se financian con tenencias pre-existentes en el mercado (por ejemplo, depósitos en el euromercado) de reservas denominadas en la moneda fuerte, los efectos de liquidez son asimétricos: una reducción de liquidez para la moneda débil, pero no una expansión de liquidez de la moneda fuerte (de hecho, este último parece haber sido el caso más frecuente).

(iii) Intervenciones intramarginales en monedas fuera del SME (típicamente, dólares): Los efectos de liquidez sólo afectan a una moneda del SME, aquella sobre la que se realiza la intervención. En cualquier caso, resulta difícil discernir si una intervención en dólares fue motivada por desarrollos dentro del SME o por desarrollos de la moneda en particular respecto al dólares.

2.b Efectos a nivel de los agregados monetarios⁴

Los diversos agregados monetarios reaccionan de forma indirecta a los impulsos monetarios, y con un retraso importante y variable, por lo que es más difícil realizar predicciones sobre los efectos del SME sobre los agregados. El efecto depende no del stock de divisas del banco central, sino de todo el sistema bancario.

Los movimientos especulativos incrementan la oferta de agregados monetarios en los países para cuya moneda el mercado espera una revaluación y la reduce para aquellos en los que espera una devaluación. Las operaciones de esterilización de

⁴ (Caesar, 1988) discute los efectos sobre los agregados monetarios para el caso alemán.

estas inyecciones o detracciones de liquidez no se transmiten inmediatamente a los agregados monetarios. Igualmente, cabe esperar movimientos de divisas de signo opuesto inmediatamente despues de producirse los reajustes. En el caso de las intervenciones intramarginales, se pueden producir o no efectos expansivos sobre los agregados monetarios de la moneda utilizada para las intervenciones dependiendo del origen previo de esas reservas.

El cuadro 1, tomado de (Mastropasqua et al, 1988), recoge las intervenciones en los mercados de divisas por parte de los países del acuerdo de cambios del SME, desagregadas por tipo de moneda de intervención. Como puede verse, en los primeros años del sistema (caracterizados por las tensiones dentro del SME y por un dólares fuerte) un 71,2% de las intervenciones se realizó en dólares. Este porcentaje cae a un 53,7% en 1983-85 (período de un dólar en alza hasta el acuerdo del Plaza en Septiembre de 1985, y de calma en el SME tras el reajuste de marzo de 1983), y a 26,3% en el último período (caracterizado por un dólar débil, la mayor convergencia de las tasas de inflación de los países del SME, y el progresivo levantamiento de restricciones cambiarias en Francia e Italia). En el período 1983-85 se registra un importante saldo negativo de las intervenciones en dólares, acompañado por un saldo positivo de las intervenciones intramarginales en monedas del SME, reflejando la acumulación de marcos por parte de los bancos centrales del SME, y que la apreciación del dólar fue la principal perturbación en los mercados cambiarios.

El significativo aumento de las intervenciones en monedas del SME en 1986-87 refleja el hecho de que las intervenciones en dólares dejaron de ser el vehículo apropiado para el apoyo a las monedas débiles, dada su prolongada caída (nótese además que en estos años se registran sustanciales compras netas de dólares). La introducción del mecanismo de movilización de ECUs en 1985 y la autorización del acceso a los fondos de FMCP del FECOM para intervenciones intramarginales desde 1987 han expandido la disponibilidad de monedas del SME para intervenciones (que ya suponen un 71,7% del total de intervenciones en el período 86-87), respondiendo al aumento de la integración financiera y de la libertad de movimientos de capital entre países del SME. Es de esperar, por tanto, que el tipo de efectos sobre la liquidez de las intervenciones en los mercados de divisas relacionadas con el funcionamiento del SME sean cada vez más importantes.

Cuadro 1: Intervención en los mercados de divisas por parte de los bancos centrales de los países pertenecientes al mecanismo de cambios del S.M.E. (cantidades acumulativas, en miles de millones de dólares USA)

	1979-1982 ^a	1983-1985	1986-1987 ^b
1.-En dólares USA			
-compras	31,4	22,2	30,8
-ventas	99,3	56,8	8,0
2.-En monedas en el mecanismo de cambios del SME			
2.a.-marginales	20,5	15,4	22,4
2.b.-intramarginales			
-compras	10,6	28,9	32,8
-ventas	18,6	19,6	50,6
3.-En otras monedas^c			
-compras	0,1	3,2	1,3
-ventas	2,2	0,9	1,7

NOTAS: (a) Para 1979, de marzo a diciembre.

(b) Para 1987, de enero a junio.

(c) Desde 1985, incluye intervenciones en el mercado privado del ECU.

FUENTE: (Mastropasqua *et al.* 1988).

3. Efectos sobre los tipos de interés

En principio, al fijar el acuerdo de cambios del SME las fluctuaciones permisibles de los tipos de cambio, la actuación de la paridad descubierta de tipos de interés (relación de arbitraje entre activos denominados en diferentes monedas) imprimiría una tendencia hacia la igualdad de los tipos nominales de interés; en la medida en que se produce además la convergencia de tasas de inflación que es uno de los objetivos del SME también habría una tendencia hacia la igualación de los tipos reales de interés⁵. Este tipo de arbitraje de intereses se vería interrumpido en fases especulativas en que los mercados esperan un reajuste de los tipos centrales bilaterales: inmediatamente antes del reajuste se elevarían los tipos de interés sobre la moneda cuya devaluación se espera, y se reducirían inmediatamente después de producirse el reajuste.

Estos efectos, sin embargo, son dificultados por la presencia de controles de capital en los países con inflación superior a la media, lo que impide la interdependencia de los tipos de interés domésticos ('on-shore').

En ausencia de controles de capital y en tanto no se espera un reajuste de paridades, los países con inflación inferior a la media (y tipos de interés nominales más bajos) se verían expuestos a impulsos alcistas sobre los tipos de interés (junto

⁵ Se han realizado numerosos estudios de convergencia en variables nominales de los países del SME. Véase, en particular, (Ungerer et al, 1986), (Padoa-Schioppa, 1985), (Russo & Tullio, 1988) y (Collins, 1988).

posiblemente a presiones a la baja en la cotización de la moneda dentro de las bandas); cuando se espera un reajuste de paridades, la política de tipos de interés de los países de baja inflación se haría mas independiente⁶.

El caso de los países con inflación superior a la media se discute a continuación.

⁶(Caesar, 1988) analiza el caso de Alemania.

4. El papel de un país -como España- con inflación superior a la media en el SME

La experiencia del SME parece indicar que los países con inflación superior a la media sufren una pérdida de competitividad relativa a los países con menor inflación, debido a dos factores:

- (i) una apreciación del tipo de cambio real entre reajustes de paridades debido a la mayor inflación y a la limitación de la depreciación cambiaria a que obliga la pertenencia al mecanismo de cambios
- (ii) las devaluaciones acordadas en los reajustes de paridad son insuficientes para revertir la apreciación del tipo de cambio real sufrida desde el anterior reajuste.

El cuadro 2 recoge el diferencial de inflación de precios al consumo respecto a Alemania registrado entre reajustes, y la magnitud de la depreciación respecto al marco acordada en el reajuste, para las monedas del acuerdo de cambios del SME y -a efectos comparativos- para España.

Como puede observarse -y de forma señalada en el caso de los países grandes de alta inflación, Francia e Italia- las devaluaciones frente al marco efectuadas en los reajustes generalmente no absorben el diferencial de inflación en precios al consumo respecto a Alemania registrado desde el reajuste anterior. Resultados análogos se obtienen cuando se utilizan otros indicadores de competitividad⁷. Como señala tersamente Padoa Schioppa, el funcionamiento

⁷Véase (Ungerer et al, 1986) o (Padoa-Schioppa, 1985).

del SME "ha tendido a promover el ajuste interno, en el sentido de que las monedas débiles han mostrado una apreciación del tipo de cambio real y por tanto una pérdida de competitividad"⁸.

El gráfico 1 ilustra la evolución del tipo de cambio nominal peseta/marco y el diferencial de inflación en precios al consumo con Alemania. Puede observarse que para la mayor parte del período la depreciación frente al marco ha sido insuficiente para enjugar el diferencial de inflación. De hecho, en los dos últimos años se viene registrando no sólo una apreciación real frente al marco, sino una ligera apreciación nominal.

En estas circunstancias, la pertenencia al mecanismo de cambios del SME se justifica habitualmente⁹ por las ganancias obtenidas en términos de credibilidad del compromiso de las autoridades económicas con los objetivos anti-inflacionistas. Fuera del SME, la interacción estratégica entre el público y la autoridad monetaria conduce a un equilibrio con una tasa de inflación excesivamente alta, dada la falta de credibilidad del objetivo de inflación de las autoridades: el público descuenta racionalmente en sus previsiones de inflación el incentivo de las autoridades a generar sorpresas inflacionistas¹⁰.

⁸ (Padoa-Schioppa, 1985), p.346.

⁹ Véase (Giavazzi & Pagano, 1988a), (Giavazzi, 1988), (Obstfeld, 1988) y (Begg & Wyplosz, 1987), entre otros, que aplican al SME los modelos de reputación de (Barro & Gordon, 1985), (Rogoff, 1985a) y (Rogoff, 1985b).

¹⁰ Incentivo tanto mayor cuanto más fuerte sea la respuesta de la producción y el empleo a la inflación no anticipada, y mayor sea el volumen de la deuda pública viva.

Cuadro 2

Diferenciales respecto a Alemania del cambio en el I.P.C. entre reajustes, y devaluación respecto al marco producida en el reajuste (en porcentaje)

Fecha de reajuste	HOL		BEL		DIN		IRL		FRA		ITA		ESP
	inf.	Dev.	inf.	Dev.	inf.	Dev.	inf.	Dev.	inf.	Dev.	inf.	Dev.	inf.
Sep/79	1,62	2,00	2,94	2,00	3,33	4,90	1,62	2,00	4,05	2,00	7,95	2,00	4,45
Nov/79	-	-	-	-	-0,3	4,60	-	-	-	-	-	-	1,09
Mar/81	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	16,1	6,0	12,0
Oct/81	-	-	5,29	5,5	10,5	5,5	14,3	5,5	13,3	8,5	7,18	5,5	4,3
Feb/82	-	-	0,96	8,5	0,44	3,0	-	-	-	-	-	-	2,22
Jun/82	-	-	1,53	4,25	-0,3	4,25	3,94	4,25	4,16	10,0	4,71	7,0	1,23
Mar/83	-	-	2,35	4,0	3,20	3,0	3,10	9,0	3,35	8,0	6,41	8,0	6,43
Jul/85	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	14,9	8,0	19,9
Abr/86	-	-	5,88	2,0	10,4	2,0	6,26	3,0	10,1	6,0	2,41	3,0	1,0
Aug/86	-	-	-	-	-	-	0,63	8,0	-	-	-	-	1,63
Ene/87	-	-	-0,5	1,0	2,86	3,0	-	3,0	0,88	3,0	2,92	3,0	1,37

NOTA: Diferencia respecto a Alemania en los cambios en el índice de precios al consumo (para Irlanda, del índice de precios al por mayor) entre el mes en que se produjo el reajuste previo, y el mes inmediatamente anterior al reajuste de la fecha señalada en la primera columna; y devaluación respecto al marco alemán acordada en el reajuste correspondiente.

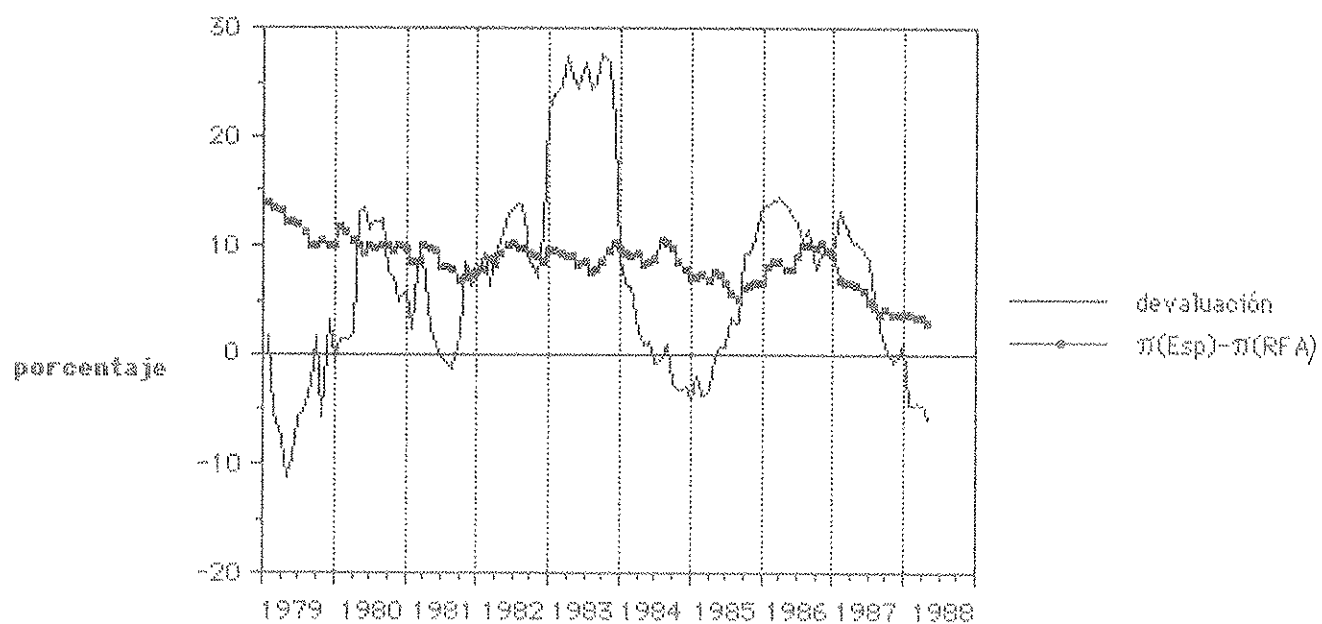
Fuente: International Financial Statistics, Comisión Europea y cálculos propios.

Al penalizar la generación de inflación (puesto que se traduce en una apreciación del tipo de cambio real respecto a los países del EMS con menor inflación) se modifica el sistema de incentivos y el resultado es un menor nivel de inflación en el nuevo equilibrio (puesto que el público modifica a la baja las expectativas de inflación dado el nuevo entorno en que operan las autoridades). Los modelos formales existentes exploran las condiciones bajo las cuales la ganancia de credibilidad supera a las pérdidas en términos de apreciación real.

En ausencia de controles de capital, existe la posibilidad de que el sistema colapse bajo la presión de ataques especulativos contra las reservas de divisas de los bancos centrales de los países con inflación superior a la media, en anticipación de un reajuste de paridades que devalúe sus monedas. Esta es, de hecho, una de las principales justificaciones del actual sistema de controles de cambios y de capital vigente en la mayoría de los países europeos. La cuestión del funcionamiento del mecanismo de cambios del SME en ausencia de controles de capital se vuelve, pues, crucial a la vista de las medidas de liberalización de los movimientos de capitales que habrán de adoptarse como parte del programa de construcción del mercado único europeo para 1992.

Algunos autores -por ejemplo, (Giavazzi & Pagano, 1988b) argumentan que los diferenciales de tipos de interés serán un mecanismo equilibrador suficiente. Así, los tipos de interés se moverán para compensar a los inversores de las ganancias o pérdidas de capital asociadas con un reajuste de paridad esperado, agotando el ataque especulativo sobre las reservas. La única clave empírica sobre el comportamiento hipotético de los tipos de interés

Gráfico 1
Devaluación nominal peseta/marco y
diferencial de inflación con Alemania



NOTA: Tasas de variación interanual sobre datos mensuales de IPC y tipo de cambio
 FUENTE: International Financial Statistics

domésticos en ausencia de controles de capital esta en la evolución de los tipos de interés en el euromercado, que no esta sujeto a las regulaciones nacionales.

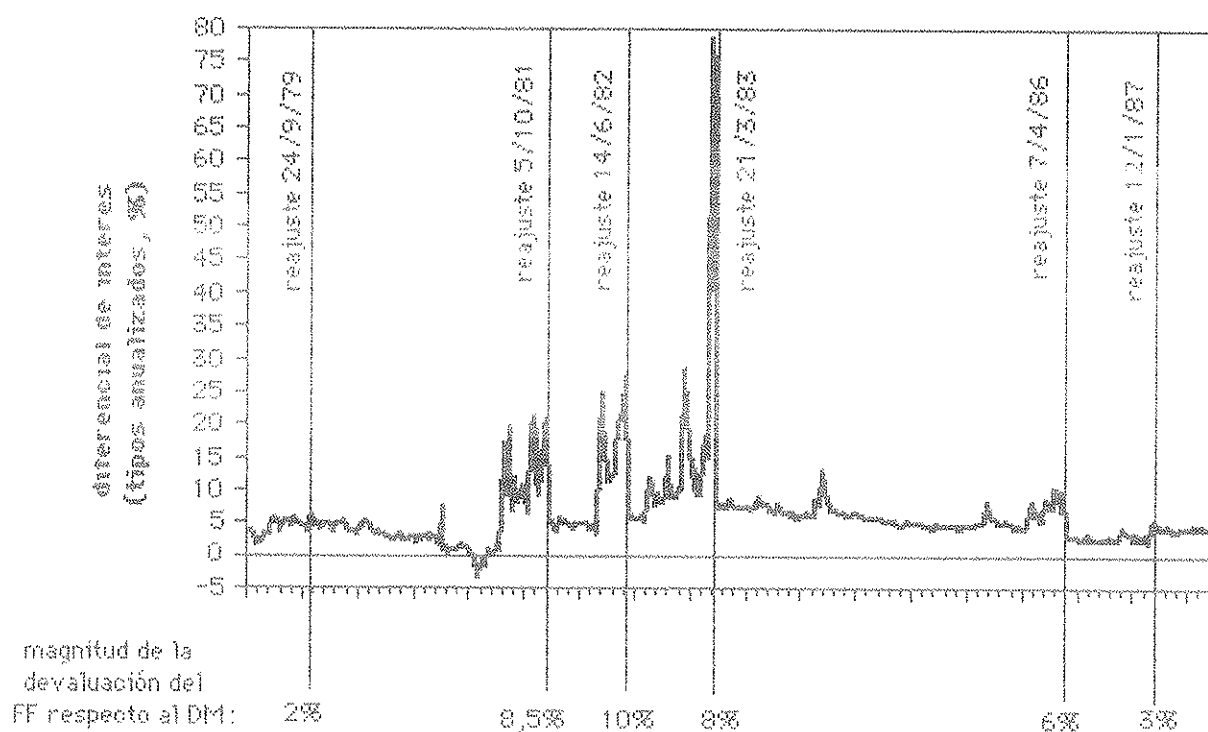
Los gráficos 2 y 3 recogen la evolución del diferencial entre los tipos de interés ofrecidos (bid) en el mercado de Londres sobre eurodepósitos en francos franceses y liras italianas, y marcos alemanes. Se observará que la volatilidad y la magnitud del diferencial aumentan en anticipación de los reajustes (especialmente, para el muy esperado reajuste de marzo de 1983).

Si estos movimientos se producen en los tipos de interés domésticos una vez liberalizados los movimientos de capital, y suponiendo que las ganancias de credibilidad anti-inflacionista superan a los costes en términos de apreciación del tipo de cambio real, el coste de la pertenencia al SME esta asociado con una mayor volatilidad de los tipos de interés, especialmente concentrada en los períodos de maduración más cortos. Ello tiene importantes implicaciones para las decisiones de inversión y consumo; y para la política fiscal, especialmente si el volumen de deuda pública es elevado y esta concentrado en títulos a corto plazo. Este es precisamente el caso de España, donde a fines de 1988 la deuda viva en circulación ascendía a 14,7 billones de pesetas (un 37,09% del PIB), de la cual 8,7 billones (un 58,78% del total) era deuda a corto plazo.

Parece por tanto de una importancia fundamental el mantenimiento por tanto tiempo como lo permitan las normas comunitarias de los controles de los movimientos de capitales a corto plazo que, como

Gráfico 2

Diferencial de intereses en el euromercado
(depósitos a un mes) Eurofranco - Euromarco

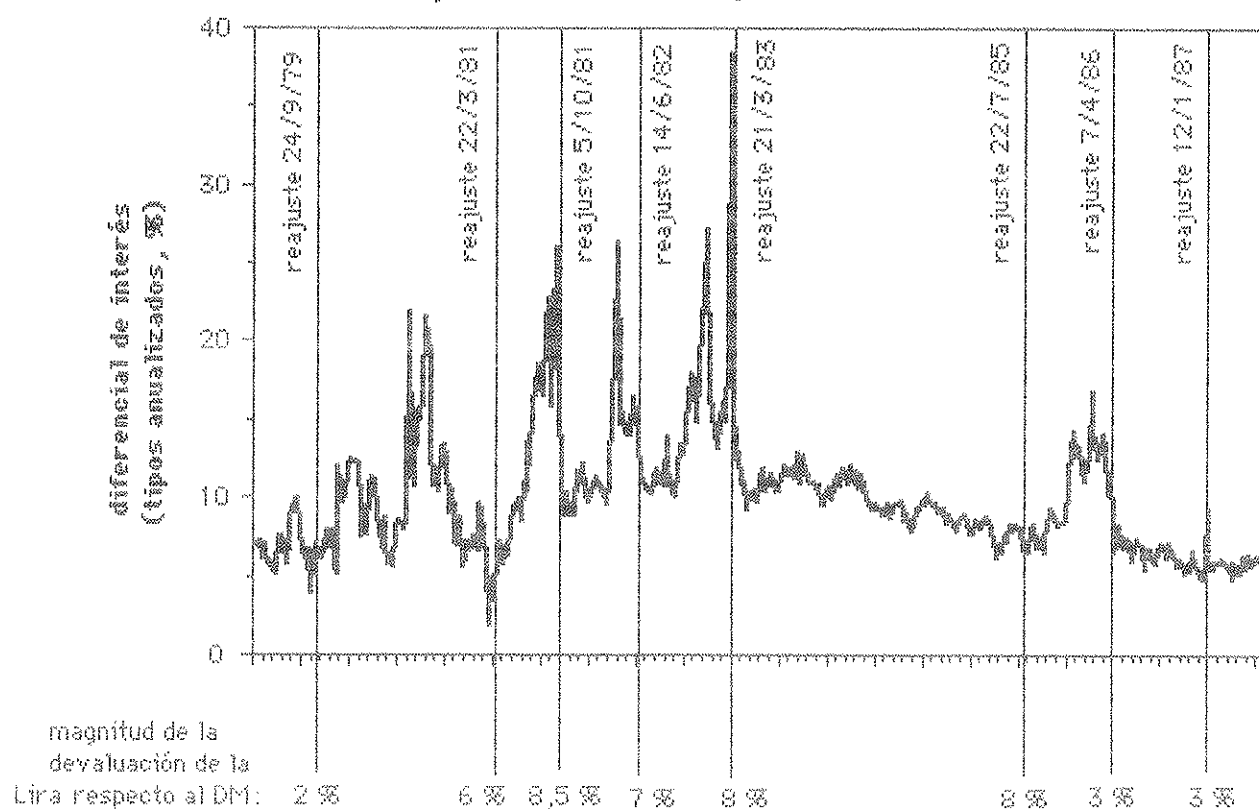


NOTA: Tipos ofrecidos sobre depósitos a un mes. Datos semanales, al cierre del último día de la semana, en el mercado de Londres, en términos anualizados y en tanto por ciento.

Periodo descrito: 30/marzo/1979 a 26/junio/1987.

FUENTE: Harris Bank

Gráfico 3
Diferencial de interés en el euromercado
(depósitos a 1 mes) Eurolira-Euromarco



NOTA: Tipos ofrecidos sobre depósitos a un mes. Datos semanales, al cierre del último día de la semana, en el mercado de Londres, en términos anualizados y en tanto por ciento.
 Periodo descrito: 30/marzo/1979 a 26/junio/1987.

FUENTE: Harris Bank

señala Viñals, "deben emplearse como una barrera de protección transitoria mientras la economía española completa, tanto el proceso de apertura comercial como el de reducción de la tasa de inflación respecto de la Comunidad"¹¹. Cabe recordar a este respecto que en junio de 1988 el Consejo Europeo adoptó la directiva sobre la completa liberalización de los movimientos de capital (con algunas cláusulas de salvaguarda que permiten introducir restricciones a los movimientos de capital a corto plazo por un período de 6 meses) a partir de julio de 1990, en la que se autoriza a España un período transitorio de adaptación hasta finales de 1992.

Otro tipo de cuestiones de interés concierne a la anticipación especulativa de los reajustes, cuando el mercado espera que una pérdida de competitividad debida a una mayor inflación eventualmente conduzca a un reajuste de paridades con devaluación. Obstfeld, elaborando sobre los modelos de crisis de balanza de pagos¹² ha presentado un marco teórico de análisis¹³ en el que el requisito de estabilidad es que los shocks nominales no se acomoden en su totalidad. Si se espera que la devaluación mantenga o mejore la competitividad, entonces existe la posibilidad de un ataque especulativo sobre el tipo de cambio que dispare una espiral de depreciación e inflación.

Cuando se espera, por el contrario, que la devaluación no compense completamente la inflación sufrida desde el reajuste anterior, el ataque especulativo no se produce. Esta puede ser una

¹¹ (Viñals, 1987), p.98.

¹² Véase por ejemplo (Krugman, 1979), (Obstfeld 1986).

¹³ En (Obstfeld, 1988).

explicación de la práctica observada en el SME de acomodar tan solo parcialmente los diferenciales de inflación a la hora de los reajustes de paridades.

REFERENCIAS

Alzola, J. L. and J. Maycas. (1989). "La incorporación de la peseta al mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo". Boletín Económico del Banco de España. (Julio-Agosto 1989): 71-87.

Barro, R. and D. Gordon. (1985). "Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy". Journal of Monetary Economics. 12(July): 101-21.

Begg, D. and C. Wyplosz. (1987). "Why the EMS? Dynamic games and the equilibrium policy." En R. C. Bryant and R. Portes (eds.). Global Macroeconomics. Policy Conflict and Cooperation. Southampton, MacMillan Press.

Caesar, R. (1988). "German monetary policy and the European Monetary System". En D. E. Fair and C. d. Boissieu (eds.). International Monetary and Financial Integration-The European Dimension. Dordrecht, Kluwer.

Collins, S. (1988). "Inflation and the European Monetary System". En F. Giavazzi, S. Micossi and M. Miller (eds.). The European Monetary System. Cambridge, England, Cambridge University Press.

Giavazzi, F. (1988). "Incentives to fix the exchange rate". European Economic Review. 32(2-3): 382-87.

Giavazzi, F. & M. Pagano. (1988a). "The advantage of tying one's hands. EMS discipline and central bank credibility". European Economic Review. 32(5): 1055-1082.

Giavazzi, F. & M. Pagano. (1988b). "Capital controls and the European Monetary System". En D. E. Fair and C. de Boissieu (eds.). International Monetary and Financial Integration-The European Dimension. Dordrecht, Kluwer.

Krugman, P. (1979). "A model of balance of payments crises". Journal of Money, Credit and Banking. 11(3): 311-25.

Mastropasqua, C., S. Micossi & R. Rinaldi. (1988). "Interventions, sterilisation and monetary policy in European Monetary System countries, 1979-87". En F. Giavazzi, S. Micossi and M. Miller (eds.). The European Monetary System. Cambridge, England, Cambridge University Press.

Maycas, J. (1987). "Reforzamiento del Sistema Monetario Europeo". Boletín Económico del Banco de España. (Noviembre 1987): 26-33.

Obstfeld, M. (1986). "Rational and self-fulfilling balance of payment crises". American Economic Review. 76(1): 72-81.

Obstfeld, M. (1988). "Competitiveness, realignment, and speculation: the role of financial markets". En F. Giavazzi, S. Micossi and M. Miller (eds.). The European Monetary System. Cambridge, England, Cambridge University Press.

Padoa-Schioppa, T. (1985). "Policy cooperation and the EMS experience". En W. Buiter & R. Marston (eds.). International Economic Policy Coordination. New York. Cambridge University Press.

Rogoff, K. (1985a). "Can international monetary policy cooperation be counterproductive?" Journal of International Economics. 18: 19-46.

Rogoff, K. (1985b). "The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target". Quarterly Journal of Economics. 100(4): 1169-1190.

Russo, M. and G. Tullio. (1988). "Monetary policy coordination within the European Monetary System: is there a rule?". En Policy Coordination in the European Monetary System. International Monetary Fund Occasional Paper n° 61. Washington.

Ungerer, H., O. Evans, T. Mayer and P. Young. (1986). The European Monetary System: Recent Developments. International Monetary Fund Occasional Paper n° 48. Washington.

Viñals, J. (1987). "La incorporacion de España al Sistema Monetario Europeo y sus consecuencias para la política monetaria". En La política monetaria en España, Madrid, FEDEA.

van Ypersele, J. and J. - C.Koune. (1985). The European Monetary System. Brussels, European Commission.