

POLITICA MONETARIA: PRESENTE Y FUTURO

Gonzalo GIL (*)

INTRODUCCION

Este artículo trata de tres asuntos que, aunque pueden ser objeto de discusión separada, están indefectiblemente unidos si admitimos, como creo que es lógico, que la expresión «política monetaria» tiene un contenido más amplio del que habitualmente se le otorga.

Siguiendo la tradición que manda ir de lo general a lo particular, comenzaré analizando muy brevemente, por ser de sobra conocidos, los rasgos de la política monetaria y la intervención del Banco de España en los mercados durante el último año. Trataré, a continuación, de fijar alguna de las líneas por las que puede transcurrir dicha evolución en un próximo futuro.

Parte vinculada a dicha política monetaria es la política de deuda pública. No voy a entrar en su planteamiento general, y me limitaré a señalar cuál ha sido la evolución de los mercados de deuda y su futuro previsible en relación con la regulación de las gestoras. Esto constituirá la segunda parte.

El substrato para que todos los mecanismos funcionen, y para que el sistema financiero cumpla sus objetivos, es la consecución de un sistema de pagos eficaz y flexible. Es éste un tema que creo que se olvida con demasiada facilidad, y por ello dedicaré la última parte a explicar cuál es la situación del Sistema Nacional de Compensación Electrónica (SNCE) y del Sistema Telefónico del Mercado de Dinero (STMD), para terminar con algunas consideraciones acerca de la evolución inmediata y los posibles perfeccionamientos a introducir en este último.

I. POLITICA MONETARIA Y PROCEDIMIENTOS DE INTERVENCION

La evolución monetaria del año ha estado presidida por la sensación de que la economía no estaba desacelerándose en la medida de lo necesario para poder corregir los desequilibrios básicos. En efecto, durante todo el año, y muy especialmente en el segundo trimestre, las magnitudes monetarias han estado creciendo a ritmos por encima de lo programado para empezar a desacelerarse recientemente.

En el tercer trimestre de 1990, los activos líquidos en manos del público (ALP) experimentaron una notable desaceleración. Su ritmo medio de crecimiento (7,8 por 100) contrasta vivamente con el registrado durante el trimestre inmediatamente anterior (18,6 por 100). De esta forma, ALP recupera la tendencia moderada de los cinco últimos meses del año anterior, cuando comenzaron a operar las restricciones del crédito, y del primer trimestre del año en curso, período en el que la tasa de ALP apenas alcanzó el 3 por 100. Los nueve primeros meses de 1990 arrojan así un ritmo medio de crecimiento del 9,6 por 100, con lo que este agregado se sitúa en el límite superior de la banda de objetivos establecida.

No es necesario insistir en la relativa significación de estas magnitudes, dado el fenómeno de los pagarés de empresa, que han actuado como válvula de escape de las limitaciones establecidas. No obstante, aun midiendo la liquidez con el agregado más amplio, se observa la tendencia que acabo de mencionar. En efecto, si tomamos los ALP más los pagarés de empresa y los forales, esta magnitud, que representaría la «liquidez ampliada», registró

en el período julio-septiembre de 1990 un crecimiento del 8,8 por 100, frente al 21,4 por 100 en el segundo trimestre, y comparable al 7,2 por 100 del primer trimestre.

Las tasas de crecimiento de la financiación obtenida por las empresas y las familias a través del crédito interno alcanzaron, en los tres primeros trimestres de 1990, un 8,5 por 100, un 14,3 por 100 y un 11,3 por 100, respectivamente; si a este agregado se le suma la financiación captada por las empresas mediante la emisión de pagarés, tales cifras se elevan al 15, 19,8 y 14,7 por 100. Por tanto, la brecha existente entre uno y otro agregado crediticio disminuye apreciablemente a medida que el año 1990 avanza. El resultado final es la vuelta, en el tercer trimestre del año, a tasas más moderadas de crecimiento de la financiación recibida por el sector privado, aunque, con todo, claramente superiores a las programadas a comienzos del año.

En general, cuando se habla de política monetaria, se tiende a mencionar únicamente la evolución de las magnitudes monetarias más o menos «correctas». Como mucho, se llegan a citar los cambios que se hayan producido en la instrumentación. En nuestro caso, este terreno ha sido prolífico últimamente, aunque no siempre bien recibido. Así, hemos continuado con las restricciones al crecimiento del crédito que se habían implantado en 1989, se ha producido la reforma del coeficiente de caja, han aparecido, como consecuencia del mismo, los Certificados del Banco de España (CBE) y se ha cambiado la forma de intervención diaria y decenal del Banco de España.

Pero yo querría referirme a otras intervenciones del Banco de España más asentadas en el día a día, tanto en los mercados de depósitos como de deuda.

A lo largo de 1990, la intervención del Banco de España, tanto en el mercado interbancario de depósitos como en el de deuda, se ha incrementado. En cuanto al *mercado de depósitos*, es de sobra conocido el cambio de instrumentación que se produjo como consecuencia de la reducción del coeficiente de caja y de la aparición de los certificados del Banco de España.

Este mercado sigue teniendo planteados los problemas habituales —elevada concentración en el día a día, imposibilidad de hacer el neto de operaciones, que repercute en el consumo de recursos propios, etc.—, que la aparición de los CBE no ha conseguido paliar. En efecto, si se analiza la estadística de operaciones con CBE desde mayo del presente año, puede observarse que todas ellas,

o al menos la mayor parte, se centran en operaciones día a día. Operaciones que están vinculadas a las intervenciones del Banco. Dejando aparte dichas operaciones, el resto son prácticamente inexistentes. El relanzamiento del proyecto de «depósitos interbancarios transferibles», sobre el que volveré más adelante, puede suponer una solución a este problema. No obstante, y en el intervalo, se va a proceder a simplificar las referencias técnicas que acogen a los CBE, y está en estudio una valoración de éstos menos conservadora que la practicada actualmente.

En cuanto a los *mercados de deuda*, y coincidiendo con la reforma en los criterios de actuación exigidos a los creadores de mercado, la intervención del Banco de España ha tenido características diferentes según los mercados. No obstante estas diferencias, el objetivo de todas las intervenciones es el mismo: mantener, en la medida de lo posible, una evolución ordenada de los mercados, tratando de evitar fluctuaciones importantes en la cartera del Banco; esto es, sin tratar de influir a medio plazo sobre la evolución de los tipos de interés.

En el *mercado de pagarés*, tan famoso estos días, el Banco ha estado interviniendo, tanto en operaciones a vencimiento como día a día, para evitar que éstos se crucen a tipos negativos, alcanzando un nivel operativo de 56.000 y 120.000 millones, respectivamente, en el período enero-octubre de 1990.

En los *mercados de letras*, dos han sido los tipos de intervención practicados. En el primero de ellos, intervención mediante *repos en el mercado día a día*, el objetivo ha sido poner un suelo a las caídas de tipos de interés que se producían en determinados momentos ante la demanda excesiva de títulos que no encontraban contrapartida en el mercado.

Dado el tipo del interbancario, y el hecho de que el Banco intervenía cuando el tipo de interés se situaba en torno al 10 por 100, el diferencial máximo entre letras e interbancario podría estar en torno a los cinco puntos porcentuales. La aparición de dicho diferencial en las estadísticas de intervención en el año muestra los momentos en que la intervención del Banco ha sido más intensa; esto ocurrió en los primeros meses de 1990, en los que la diferencia máxima intradía, en cada mes, llegaba a superar los 4,5 puntos.

Con posterioridad, en los meses centrales del año, el diferencial se redujo sustancialmente —una media de dos puntos porcentuales—, haciendo innecesario este tipo de intervenciones por parte del Banco de España. La reducción del coeficiente de caja y la posibilidad de remunerar con tipos más

elevados los pasivos computables ha supuesto la colocación de un suelo a los tipos de las letras por encima del que venía estableciendo el Banco.

En octubre de 1990, este diferencial se ha disparado de nuevo, sin duda en relación con el elevado volumen de cupones a abonar durante dicho mes.

Otra intervención que ha tenido importancia en 1990 ha sido la *venta a vencimiento de letras* de la cartera del Banco. Como es sabido, se inició en julio, como resultado de un compromiso entre los deseos del Tesoro de reducir sus costes y las necesidades de mantenimiento de una política monetaria estricta. En efecto, las fuertes demandas que estaba recibiendo el Tesoro, por encima de lo que eran sus necesidades de financiación en aquellos momentos, hacían lógico, desde su perspectiva, un descenso en el tipo de adjudicación de subasta. La segura influencia de este posible descenso sobre la estructura de tipos de interés era incompatible con el mantenimiento de una política monetaria estricta —recuérdese que durante todo el segundo semestre las magnitudes monetarias habían estado creciendo aceleradamente. Por ello, se optó por la solución de proceder, por parte del Banco y de acuerdo con el Tesoro, a absorber parte de la demanda mediante la colocación de su cartera. Cartera que, por otro lado, y como resultado de la evolución de la primera parte del año (compra de letras por parte del Banco en el primario con el fin de atender el mercado a tres meses, y posterior caída de éste), era excesiva para las necesidades de intervención del Banco en los mercados.

Se colocaron, hasta la suspensión de estas operaciones en la segunda decena de octubre, un total de 775.000 millones de referencias con vencimientos entre cuatro y siete meses, a tipos de interés equivalentes más atractivos que los de las subastas del primario. El efecto ha sido una anulación completa de las cesiones a tres meses, que han caído en un volumen aproximadamente equivalente. El deseo de permitir que el Tesoro pueda completar sus planes de financiación para el resto del año —terminando con un incremento nulo del recurso al Banco de España, tal como está estipulado en la Ley de Presupuestos—, aconsejó la suspensión de estas ventas para evitar el drenaje de demanda que estaban suponiendo. Por otro lado, el deseo de compensar el mensaje bajista sobre tipos de interés que podía comunicar esta acción, y al mismo tiempo revitalizar las cesiones a tres meses, aconsejó elevar el tipo de las mismas, claramente desalineado con el mercado, en 0,25 puntos porcentuales hasta colocarlo en 14 por 100.

En cuanto al *mercado de bonos*, y en relación con los compromisos adquiridos por los creadores de mercado de cotizar continuamente determinadas emisiones, el Banco comenzó a actuar de manera continua en el mercado de MEDAS, tratando de evitar que la carencia de papel en algún momento determinado pudiese colocar en situación arriesgada a algún creador de mercado.

Esta actuación se ha mantenido a lo largo de 1990 con bastante fluidez y sin grandes sobresaltos, excepto en algunos episodios notorios de todos conocidos. En el mes de agosto, las circunstancias internacionales produjeron una acelerada desinversión por parte de no residentes, básicamente. El volumen de la oferta aparecida esos días, los efectos sobre el mercado de la peseta y la inexistencia de demanda equilibradora hizo que el Banco interviniera adquiriendo volúmenes importantes de bonos. Con posterioridad, en el mes de octubre, el elevado nivel alcanzado por las rentabilidades y el cambio de expectativas del mercado hicieron posible que el Banco se desprendiese de buena parte de la cartera adquirida anteriormente, evitando con ello que la fluctuación de los tipos de rendimientos fuera más acentuada. De hecho, la diferencia del TIR entre dos días consecutivos se ha mantenido en los doce meses (octubre 1989-octubre 1990) en un entorno de 0,03/0,09. En septiembre y octubre, en el período en el que el Banco no intervenía, esta diferencia aumentó considerablemente, hasta superar el cuarto de punto.

Otra intervención puntual, no importante pero sí significativa por ir en la línea de lo que los negociantes de deuda han venido planteando en ocasiones —la segunda vuelta de subastas—, se produjo en el mes de junio, cuando el corte en la subasta de bonos del Tesoro, a un tipo inesperado, dejó a muchas entidades en descubierto ante las ventas que ya habían realizado. La intervención del Banco en aquellos momentos, vendiendo a plazo, permitió resolver la situación. Es éste un tema en el que quizá convenga profundizar algo en 1991, en el sentido de establecer una cierta institucionalización condicional.

Hasta aquí lo que ha ocurrido durante el año 1990 en el área concreta de la política monetaria. Antes de pasar a analizar los otros campos de actividad mencionados al comienzo, tiene interés averiguar, en la medida de lo posible, cuál puede ser la evolución inmediata.

Veámos al comienzo cómo las magnitudes monetarias habían estado desacelerándose en los últimos meses; ante esta evolución, y dando por supuesto que esta tendencia continúe, podemos pa-

sar a considerar las líneas que previsiblemente debería seguir la política monetaria en 1991.

La tendencia de esta política se presenta con rasgos difíciles, y va a estar sometida a una serie de condicionantes a los que me referiré a continuación:

- En primer lugar, cabe partir del supuesto, que con frecuencia se ha repetido, de que la *moderación de rentas* y la *política presupuestaria estricta* van a ser una realidad. Cualquier objetivo de política monetaria que se adopte con este supuesto se tornará rápidamente irrealizable, por su dureza, si aquél no se cumple. Cuanto más ajustada sea la evolución de las variables mencionadas tanta más holgura podrá tener la política monetaria, los tipos de interés podrán ser más flexibles y las restricciones cuantitativas podrán ser eliminadas sin excesivos efectos desestabilizadores.

- Parece un hecho comúnmente aceptado que los controles al crecimiento del crédito, tomados a mediados de 1989 —como consecuencia de la presión alcista de los salarios, la insuficiente contribución presupuestaria a la reducción del gasto nominal y las limitaciones al manejo de los tipos de interés—, han dejado de tener la eficacia inicialmente mostrada, cosa que, por otro lado, no puede sorprender a nadie.

Su supresión, si las magnitudes siguen evolucionando como hasta ahora, producirá inevitablemente desplazamientos financieros difíciles de prever de antemano y que posiblemente serán más acentuados en los primeros meses de 1991. Junto a ello, cabe pensar que se produzca un incremento de la demanda de crédito. Parece claro que en estas condiciones de incertidumbre la posición más aconsejable es mantener un cierto grado de presión sobre los mercados, y por ello los objetivos cuantitativos deben formularse de manera estricta.

En relación directa con esta restricción, está la del depósito previo del 30 por 100 a los flujos de financiación exterior. Dado el diferencial existente de tipos de interés, parece claro que la supresión de la restricción interior debe preceder a la de la existente sobre el endeudamiento exterior. Ahora bien, en este caso el escenario es más complicado, y aunque inevitablemente nuestro compromiso comunitario obligara a realizarla, la supresión debe adoptarse con cautela.

A no ser que se produjese una fuerte tendencia depreciadora sobre la peseta —cosa que con los datos que tenemos no es previsible—, en cuyo caso la supresión del depósito sería conveniente, tal supresión en otras condiciones puede conducir

a un incremento de los flujos de capital. Este incremento podría obligar a reducir los tipos de interés a niveles que serían incompatibles con la necesaria presión sobre los mercados que antes mencionaba. Lo ideal sería disponer de este margen de maniobra de descenso de los tipos de interés; es decir, que el gasto se hubiese desacelerado efectivamente antes de proceder a la supresión del depósito.

- Otro condicionante importante, relacionado con el comentario anterior, viene dado por la pertenencia de la peseta al mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo (SME). Esta limitación ha quedado perfectamente ejemplificada con la reciente entrada de la libra en el Sistema. Sus efectos sobre la peseta son varios. En primer lugar, existe un problema de acortamiento de recorrido relacionado con la posición de las monedas. Efecto que se producía antes, pero que ha sido acentuado por la entrada de la divisa inglesa. Así, en la situación anterior, y en el caso de que todas las monedas estuviesen próximas a su paridad, la peseta tenía un recorrido del 12 por 100. Si alguna de las monedas se alejaba de la paridad y se colocaba en su margen extremo frente alguna otra, el recorrido de la peseta se reducía en un 2,25 por 100. Ahora, con la entrada de la libra, y dependiendo de la posición en que ésta se coloque, el recorrido posible de la peseta puede quedar reducido a la mitad. Cuando la libra entró en el Sistema, la peseta era la más fuerte, y todas las demás estaban alineadas; en los primeros días, la libra se apreció frente al DM, y justamente en el mismo porcentaje de apreciación se vio reducida la capacidad de la peseta para depreciarse.

Pero éstos son juegos de desplazamiento, y lo interesante es ver lo que hay detrás; lo que hay es que nuestra evolución va a estar condicionada por la política monetaria del Reino Unido; por supuesto, la inversa también es cierta. Así, si —en contra de las expectativas actuales de los mercados ingleses sobre la posible caída de tipos de interés, relacionada con la anticipación de las elecciones— el Reino Unido mantiene altos sus tipos de interés, esto implicará un mayor flujo de capitales hacia Londres y quitará presión sobre la peseta. Esto implicará que, con un mismo nivel de tipos de interés, nuestra capacidad de maniobra será mayor o, dicho de otra forma, que podremos proceder a elevar los tipos con más flexibilidad que antes. Esta evolución ayudaría, evidentemente, si con la supresión de los controles sobre el crecimiento del crédito pudiese parecer deseable una elevación de tipos de interés.

- Por último, el que en otros momentos ha sido

un condicionante importante, la financiación del Tesoro en el Banco de España, ha dejado de tener la importancia negativa anterior, y la coordinación viene funcionando de forma bastante satisfactoria, reforzada por el establecimiento del incremento cero del recurso.

Todas las consideraciones anteriores dibujan un panorama de complicación para el diseño de la política monetaria más adecuada para el año 1991. La situación será especialmente delicada en los primeros meses del año, y la forma en que se resuelva condicionará inevitablemente el resto del ejercicio.

Por todo ello, parece bastante sensato pensar que la política monetaria del año debe tener como referencia, dando por cumplidos los supuestos iniciales de colaboración de otras políticas, el mantenimiento de un tipo de cambio estable y situado en la parte superior de la banda de fluctuación. Es decir, debe evitar un debilitamiento de la peseta por el momento.

Como comentaba antes, este punto de referencia implica que el diseño de los objetivos debe ser estricto y estar orientado hacia el mantenimiento de la presión sobre los mercados. Es importante que la política monetaria transmita esta sensación de firmeza, y ésta es una de las finalidades de la fijación de objetivos.

Será conveniente, al igual que se ha venido haciendo en 1990, además de fijar un objetivo de crecimiento para ALP, seguir con atención la evolución del objetivo ALP más pagarés, ya que se producirán, en la eventualidad de la supresión de las restricciones, desplazamientos financieros importantes.

Así, pues, al margen de estas sendas de referencia de los agregados, que habrá que ir pensando en modificar —hacia agregados más estrechos— en la medida en que la integración monetaria europea progresa, la política de tipos de interés seguirá desempeñando el papel básico en el manejo diario, únicamente con la esperanza de que su protagonismo sea reducido drásticamente.

Previsiblemente, en el corto plazo, la *instrumentación* en el *mercado monetario* permanecerá básicamente en las líneas actuales. La aparición de los CBE en mayo de este año y el cambio de instrumentación que se produjo en la misma fecha han supuesto una mejora de flexibilidad y operativa respecto a la situación anterior.

La aparición de los *certificados* ha permitido activar las operaciones de mercado abierto como

vehículo para la instrumentación de la política monetaria, al tiempo que inyectaban algo de vida adicional al grupo de creadores.

El mercado interbancario de depósitos sigue, no obstante, adoleciendo de los problemas tradicionales: alto grado de concentración en las operaciones día a día, elevado volumen de riesgo acumulado, fragmentación en algunas ocasiones e imposibilidad de que aparezcan creadores de mercado que puedan cotizar en ambas partes continuamente, tal y como ocurre con los creadores del mercado de deuda.

Tal como está configurado el mercado interbancario de depósitos, una entidad que, ante un previsible excedente de liquidez, concede un préstamo a un mes se encuentra incapaz de cancelarlo si al día siguiente cambian las condiciones; ni siquiera aunque el prestatario estuviera de acuerdo. Obviamente, podría captar fondos en el mercado, pero aunque lograrse tener una posición neta nula o tomadora no le serviría de nada. En efecto, seguiría consumiendo los recursos propios en virtud del riesgo vivo y de la regulación existente, y agotaría las líneas de crédito con los otros operadores en el mercado. Esto, que constituye un auténtico problema para la entidad que solamente quería mantener o deshacer una posición, se torna un obstáculo invencible para la posible aparición de creadores.

Así, pues, la existencia de líneas de riesgo entre las entidades, la existencia de la regulación sobre recursos propios y la imposibilidad de hacer el neto han provocado, por un lado, una rápida inflación en el balance de las entidades, y por otro, la extraordinaria concentración que antes mencionaba en operaciones a un día, con el consiguiente problema de riesgos que se mencionará en otra parte. Consecuencia de ello es también el hecho de que la curva de tipos de interés carezca de realidad en determinadas ocasiones.

La única solución a esta situación pasa por la transformación de los depósitos en activos negociables exentos de tributación, tal como lo están en estos momentos los depósitos interbancarios.

Los contactos entre las entidades y el Banco de España se extendieron, con intermitencias, hasta la última parte de 1989. La posterior aparición de los CBE produjo un parcial abandono de la idea, que de nuevo está reconsiderándose.

La mayor parte de los CBE son absorbidos por la subasta decenal o/y por las intervenciones diarias del Banco de España. Los sobrantes podrían ser utilizados con la finalidad mencionada. No lo

son. Quizá la multiplicidad de referencias técnicas es un obstáculo, y convendría proceder a su simplificación. Un cambio, hacia un carácter menos conservador en su valoración, también podría ayudar, al incrementar el volumen de CBE disponibles.

Todos éstos serán, no obstante, arreglos provisionales; los CBE desaparecerán en algún momento y conviene ir preparando otro instrumento. Después de las numerosas posibilidades que se han ido discutiendo a lo largo del tiempo —modificación de la norma de consumo de recursos propios, problemas con la tributación, etc.—, se configuran los depósitos interbancarios transferibles (DIT) como la alternativa más conveniente.

Constituirán éstos un nuevo producto financiero, consistente en un depósito interbancario emitido a plazo fijo, con tipos de interés explícitos pagaderos al vencimiento, y representado por anotaciones en cuenta registradas en el STMD. Deberán ser emitidos por las entidades de crédito, con las limitaciones que en su caso se determinen, y serán transferibles a través del STMD entre las entidades adheridas al mismo. Estos fondos estarán igualmente exentos de la computabilidad en el coeficiente de caja.

La ejecución, compensación y liquidación, tanto del mercado primario como del secundario, se realizarán a través del STMD. Así, pues, este *sistema* establecerá el soporte técnico para el desarrollo del nuevo mercado mediante el diseño de una aplicación informática —similar a la existente hasta este momento para los depósitos— en la que quedarán registradas todas las operaciones con DIT.

El registro implicará la apertura de una cuenta por cada emisor, y dentro de cada cuenta habrá subcuentas correspondientes a los diferentes vencimientos de los DIT. La aplicación controlará que el número de DIT emitido por cada entidad coincida para cada vencimiento con la suma de los saldos de todas las subcuentas correspondientes, y asimismo comprobará la existencia de saldo para llevar a cabo cada una de las operaciones ordenadas. Será, en resumen, un sistema similar al que ya está establecido y funcionando en estos momentos para otros mercados.

El problema más importante es el de la sujeción o exención de tributación. La negociación de estos instrumentos sólo será operativa si cada transmisión no lleva aparejada la sujeción al impuesto. A esto se debe el que se emitan con intereses explícitos.

No obstante, en la práctica podrán ser tratados desde el punto de vista operativo y contable como

instrumentos financieros emitidos a descuento. A medida que sean puestos en circulación, deberán ser comunicados al STMD, tanto por el emisor como por el adquirente, el efectivo inicial y el efectivo final, que equivaldrá a la suma del inicial más los intereses pactados. El importe nominal unitario de los DIT será variable en función del tipo de interés, de forma que la suma de dicho valor más el cupón del vencimiento importen 100 millones o múltiplo.

En consecuencia, sólo cabe realizar el control de las carteras de certificados en función del efectivo final, por lo que parece más apropiado que tanto la contabilización que realice el emisor como la que realicen los titulares de los depósitos se ajusten a los mismos criterios que la de los instrumentos emitidos a descuento, tal y como viene sucediendo con otros activos con cupón cero.

La puesta en marcha de este proyecto implicará, tal como antes se mencionaba, un desplazamiento de las operaciones actuales del mercado de depósitos interbancarios.

Desde el punto de vista de los riesgos de liquidación, se producirá una disminución de éstos en la medida en que disminuya el importe de las operaciones que deban ser liquidadas día a día.

El registro de crédito global para el conjunto de los dos mercados de depósitos interbancarios deberá disminuir, ya que en el mercado actual es imposible realizar el neto de las operaciones. Es decir, los más de cuatro billones que constituyen el saldo vivo del mercado interbancario son el resultado de la consolidación de todas las posiciones brutas (tomadoras o prestadoras) pendientes de vencimiento.

Además, en el supuesto de que se publiquen —y éste es un punto pendiente de acuerdo— los saldos vivos correspondientes a cada emisor, el riesgo de crédito mejorará sustancialmente, tanto desde el punto de vista de la concentración como desde el de la «calidad» de la firma emisora.

II. MERCADOS DE DEUDA

El segundo tema de esta nota es el de los mercados de deuda, y me limitaré a tratar los aspectos más relacionados con la actividad del Banco de España.

La estructura institucional que soporta los mercados de deuda ha sufrido, a lo largo de 1990, algunos cambios, aconsejados tanto por la exis-

tencia de nuevos desarrollos legales, a los que era necesario adaptarse, como por la experiencia adquirida en los tres años de funcionamiento y la constatación de ciertas disfunciones, fragmentación y falta de transparencia en determinadas áreas de los mercados.

La falta de transparencia y la excesiva carga de las comisiones, especialmente en lo que afecta al tramo minorista, han intentado paliarse de varias formas —que se pondrán en vigor en un futuro próximo y, por ello, serán comentadas más adelante— y mediante el establecimiento de las *cuentas directas* en el Banco de España. Resulta de todo punto innecesario explicar en qué consisten, ya que son de sobra conocidas; baste decir que, a pesar de las limitaciones operativas que comportan, su crecimiento ha sido importante. Han alcanzado un volumen de 136.000 millones, letras en su mayor parte, agrupadas en 56.000 cuentas independientes, que reflejan una parte de los inversores pequeños que no estaban debidamente atendidos por las entidades gestoras. En este mismo sentido actuarán, sin duda alguna, los Fondtesoro, puestos en marcha por la Dirección General del Tesoro en colaboración con algunas entidades.

Algunas entidades integrantes del entramado institucional de este mercado van a sufrir modificaciones importantes (las entidades gestoras), y otras las han experimentado ya (*brokers* y creadores de mercado).

El grupo de *creadores de mercado*, que venía funcionando desde el año 1988, ha visto modificadas las normas por las que se rige su actuación después de un largo proceso de discusiones con las entidades participantes.

La experiencia de los años de funcionamiento y la propia transformación de los mercados aconsejaban un cambio, que pasase por una simplificación de los criterios que se les exigían para mantener la condición de creadores.

El nuevo régimen, bajo el que ya están funcionando desde el pasado mes de abril, implica:

a) Una clasificación de los creadores, atendiendo a tres criterios básicos con igual ponderación: suscripción de bonos, letras y obligaciones del Estado; negociación de estos activos en el mercado secundario, y presencia y actividad en la red ciega de MEDAS.

b) En dicha red deberán cotizar al menos cinco de las emisiones más líquidas, de manera permanente, con unos *spreads* máximos y por cantidades superiores a un mínimo.

c) El Banco de España utiliza a estos creadores como vía de transmisión en operaciones diarias de intervención, dentro del nuevo esquema de instrumentación que empezó a funcionar en mayo. Pero, además, el Banco participa en el mercado secundario —ya sea de pagarés, letras o deuda—, con el fin de ofrecer contrapartidas a los creadores a precios ligeramente penalizadores, y evitar que puedan quedarse en descubierto como consecuencia de su obligación de cotización de determinadas emisiones.

Por otro lado, también los *brokers* han atravesado a lo largo del año un proceso de transformación —en realidad todavía están en él— necesario para adaptarlos a las exigencias de la Ley del Mercado de Valores. Este proceso supone, ante todo, una mayor capitalización de estos mediadores, que se transforman en agencias de valores. Las necesidades de capital, que estaban en 25 millones, pasan a 150, que es la cifra de capital exigida a las agencias de valores. Los *brokers* que no hayan optado por esta transformación deberán limitarse a la mediación en mercados monetarios y elevar su capital hasta los 50 millones.

Respecto a los «ciegos», superada la fase inicial en la que era necesario tomar precauciones excepcionales, se ha suprimido la exigencia de sociedades separadas, permitiendo su convivencia en una misma, siempre y cuando garanticen a satisfacción del Banco la separación de funciones.

Es éste un proceso que redundará en beneficio de todas las sociedades y del mercado, al dotarlas de una capitalización más estable y acorde con lo que ha sido la evolución del mismo. A partir de este momento, pasan a estar bajo la supervisión conjunta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y del Banco de España, ciñéndose la actividad del Banco a la supervisión operativa y a la concesión de las claves necesarias para operar.

Estas entidades actúan sobre la base del cobro de unas comisiones libremente pactadas. En este sentido, me gustaría llamar la atención sobre un hecho que se ha producido hace unos meses, más o menos felizmente saldado, pero que se ha desarrollado de una forma nada beneficiosa para el sistema en su conjunto. Se trata de, por llamarlo de alguna forma, la pequeña guerra de tarifas y descuentos. No es mi papel entrar en las facetas concretas de este problema, pero sí puedo decir, y así lo hice en su momento, que el proceso adquirió unos niveles nada aconsejables para la estabilidad de un conjunto de instituciones que se hallan inmersas en un proceso de transformación y capitalización difícil.

El grupo que presta estos servicios, y sus usuarios, deberían tratar de consolidar una situación que a todos interesa por igual, y esto se debe hacer sin mermar la competencia, pero tratando de resolver los problemas de otra forma. Por otro lado, el período de mayor competencia que se avecina aconseja que aprovechemos el tiempo de una manera más útil.

Todos estos cambios, y otros que no han sido mencionados, han tenido una traducción en la operativa de los diferentes mercados. En este sentido, y en cuanto a los volúmenes de negociación en los mismos, puede observarse, en general, una tendencia al mantenimiento o incremento del volumen de aquélla en los más importantes. El más activo sigue siendo el de dobles de letras, tanto entre titulares como con terceros; si bien, en el caso de estos últimos, los dobles con bonos han crecido a ritmo más vivo. Por otro lado, el mercado a plazo, aunque todavía con volúmenes de negociación más modestos, ha experimentado un crecimiento importante en la segunda mitad del año.

La generalidad de los mercados de deuda entre *titulares* experimentó en los dos primeros meses de 1990 un descenso en la negociación respecto al último trimestre de 1989, a excepción del mercado a plazo con bonos y obligaciones. En marzo comenzó un período de recuperación que en junio y julio se convirtió en un notable crecimiento, a excepción del mercado al contado con letras del Tesoro. En los meses de agosto, septiembre y octubre, la negociación ha seguido una evolución desigual, creciendo incluso a ritmos superiores que en los meses de junio y julio para el conjunto de mercados a plazo (plazo STMD, futuros y opciones) y el de simultáneas, y manteniéndose o disminuyendo para el resto.

Por mercados, el de *cesión temporal de letras* es el más importante y comenzó 1990 con un descenso del 12 por 100 en la negociación, para ir recuperando paulatinamente el nivel de final del año 1989, superándolo a partir de junio. Los volúmenes de negociación media diaria han oscilado entre los 150 y 200.000 millones en el período considerado.

El mercado de *dobles con bonos y obligaciones*, incluyendo tanto cesiones como simultáneas, se ha recuperado también del descenso experimentado en los primeros meses de 1990, alcanzando niveles de negociación entre 30 y 60.000 millones diarios.

En cuanto a los de operaciones simples, tanto de *contado* como a *plazo*, su importancia es menor. De entre ellos destaca el de plazo, en el que

es necesario señalar dos hechos: el inicio de operaciones de MEFFSA y OM Ibérica, y el importante crecimiento experimentado en la segunda parte de 1990 en los mercados a plazo. Quizá las incertidumbres de la coyuntura internacional en esta última parte del año hayan contribuido a este crecimiento. Dentro del mercado a plazo a través del STMD, el escalón más activo ha sido, durante todo el año 1990, el de titulares no ciegos.

El crecimiento de MEFFSA ha sido importante, y los datos disponibles parecen confirmar que el mercado de futuros no se configura como sustitutivo del mercado a plazo, sino más bien como complementario. Tanto la evolución diaria de la negociación como la evolución en ambos mercados parece indicar un alto grado de conexión entre el mercado a plazo del STMD y el mercado de futuros; igualmente, la información disponible muestra que, cuando se producen oportunidades de arbitraje entre uno y otro mercado, se aprovechan.

El mercado de opciones se ha mostrado algo menos activo que el de futuros, lo cual es lógico y ocurre en todos los países, si bien las relaciones negociación de opciones/negociación de futuros y negociación de opciones/negociación de contado parecen equivaler a las de otros mercados de deuda. Sobre la evolución de estos mercados y su relación con los correspondientes al contado y a plazo se publicará en breve un artículo en el *Boletín Económico* del Banco de España que pretende seguir con la línea de artículos dedicados a mercados e instituciones que se inició recientemente con el dedicado a los *brokers*.

Por lo que se refiere a la *negociación con terceros*, las dobles con letras, las más importantes con mucha diferencia han mantenido a lo largo de todo el año una tendencia similar a la del pasado; mientras, las dobles con bonos y obligaciones han crecido durante todo el año 1990 a ritmos superiores. En las operaciones al contado, se observa la tendencia al mantenimiento de los volúmenes de negociación alcanzados en la segunda parte de 1989.

Muy brevemente, paso a exponer sólo unas actuaciones sobre la evolución futura.

La Ley del Mercado de Valores ha supuesto un acontecimiento cuyos efectos, todavía en sus etapas iniciales, se están dejando sentir en todos los segmentos del mercado. En el caso de las *entidades gestoras*, tanto la necesaria adaptación de la regulación anterior como la experiencia adquirida en los años que llevan de funcionamiento han aconsejado unas transformaciones cuyo proceso legal está bastante avanzado. Los textos han sido ya definitivamente aprobados por la Comisión Ase-

sora para el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y elevados al Tesoro para su trámite preceptivo.

Los aspectos más importantes de las modificaciones propuestas son los siguientes:

1. Se adapta la redacción a la literalidad de la Ley del Mercado de Valores. Según el nuevo texto, para ser entidad gestora no se requiere ser titular de cuenta, sino que la norma procede directamente a definir la condición de entidad gestora y posteriormente regula la situación de aquellas entidades gestoras que son, además, titulares de cuenta a nombre propio en la Central de Anotaciones.

2. Aparecen en la nueva regulación las siguientes categorías de entidades:

a) *Entidad gestora con capacidad plena*, titular de cuentas a nombre propio en la Central (recursos propios mínimos, 750 millones, y 20.000 millones en cuentas de terceros).

b) *Entidad gestora con capacidad restringida*, no titular de cuentas a nombre propio en la Central (recursos propios mínimos, 150 millones, y 1.000 millones en cuentas de terceros). Podrán realizar con sus comitentes operaciones simples al contado. En el resto, deberán actuar como meros comisionistas por cuenta de terceros, buscando contrapartidas en el mercado.

3. Acceso a la condición de entidad gestora. Se introduce el previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y las normas de conducta que establece la Ley del Mercado de Valores. Se establece un nuevo motivo para la denegación de la inscripción: que formen parte del mismo grupo de otra entidad que ya sea entidad gestora (exceptuando a las sociedades de valores).

Para alcanzar los requisitos mínimos de saldos de terceros mencionados en el punto 2, se concede un plazo de un año a las nuevas entidades, y a las ya existentes, de seis meses, y se especifican entre sus obligaciones las de información a la Administración tributaria.

Se concretan más los motivos que pueden dar lugar a la retirada de entidad gestora o de titular, posibilitando la exclusión por el Banco de España, con ratificación posterior por la Dirección General del Tesoro.

4. Con el fin de potenciar la actividad registral de las entidades gestoras, de modo que éstas puedan anotar las transacciones realizadas entre otros titulares de cuentas y sus clientes, con plena garantía para el titular sobre las prácticas comerciales de la gestora, se regula la expedición de resguar-

dos «por cuenta de titulares de cuentas en la Central».

5. Se modifican los artículos relativos al desarrollo del régimen específico de negociación, compensación y liquidación organizado por las bolsas de valores, para dar cabida al proyecto que la Bolsa y el Banco de España están elaborando en estos momentos.

6. El punto anterior enlaza con un tema sobre el que desearía hacer hincapié, y respecto al cual el Banco mantiene contactos con las instituciones representativas de bancos y cajas. Se trata de la relación de las entidades gestoras con el mercado minorista. Se ha comprobado que en numerosas ocasiones el pequeño inversor que se acerca a realizar una inversión en deuda —uno a cinco millones— se ve disuadido, «orientado» o incluso presionado hacia otro tipo de producto. En este punto, la regulación de las sociedades gestoras vigente hasta este momento se ha mostrado en exceso ambigua. Se trata de un tema difícil, pero, sin querer adoptar una postura maximalista, sí que parece necesario hacer lo posible por poner algún remedio a esta situación.

Es evidente que, en este sentido, se va a modificar también la regulación de las gestoras, de forma que estén obligadas, no a tener cartera de existencias de todas las emisiones, pero sí, cuando menos, a buscar eficazmente contrapartida en el mercado. Muy posiblemente, el tema haya de ser enfrentado a través del establecimiento de un precio público —cosa que ahora no existe— que pudiera servir de referencia. En este sentido, el proyecto de la Bolsa y el Banco de España, mencionado en el punto anterior —que previsiblemente, y para bonos, podrá estar disponible a comienzos del año 1991—, puede ser de gran utilidad.

Por otro lado, se va a empezar a publicar en el *Boletín de la Central de Anotaciones*— y en la prensa— información que algunos creadores van a suministrar voluntariamente sobre precios y condiciones que están dispuestos a ofrecer al pequeño inversor. Todo lo anterior puede ayudar a dotar a este mercado de un mayor grado de transparencia.

Además de las anteriores transformaciones, y de las que el Tesoro emprenda, dos hechos que podrían contribuir de forma importante al desarrollo del mercado serían: por un lado, la aparición, difícil, de inversores institucionales que en otros sistemas son un soporte importante para estos mercados de deuda, y por otro, el tratamiento fiscal a las inversiones de no residentes.

En este sentido, el esquema actual de tributación

de bonos y letras debería ser modificado, tratando de clarificar las obligaciones de tributación, y de simplificar todos los procesos administrativos, hoy por hoy demasiado engorrosos.

En estos momentos, el inversor de bonos tributa el 25 por 100 de los rendimientos brutos devengados. La Central de Anotaciones retiene dicha cantidad y devuelve posteriormente a los no residentes la diferencia con el correspondiente convenio, cuando éste existe, lo cual es un proceso largo y complejo.

Por su parte, como ocurre con las letras, sus rendimientos implícitos tributan también al 25 por 100. Las entidades gestoras retienen a los no residentes sólo la parte que corresponda según el correspondiente convenio. Una modificación poco ambiciosa consistiría, respecto a los bonos y obligaciones, que la Central de Anotaciones retuviese sólo la parte correspondiente al convenio, y la gestora garantizara la exactitud de los datos, evitándose así el engorroso problema de las devoluciones.

Obviamente, cabe proponer una medida más ambiciosa, que pasaría por eliminar la tributación de no residentes, con lo cual España actuaría como lo están haciendo en Francia, Alemania, Holanda y Luxemburgo. Con toda seguridad, el previsible incremento de demanda paliaría la reducción de ingresos que pudiera producirse.

III. SISTEMAS DE PAGOS

Uno de los aspectos que más llama la atención, al analizar la literatura comparada sobre sistemas financieros, es la escasa atención relativa que se presta en nuestro caso al funcionamiento del sistema de pagos. Tal parece que un aspecto tan fundamental como éste está perfectamente resuelto o que, por el contrario, nadie se ha preocupado de hacer algo al respecto.

Ninguna de las dos posibilidades refleja la realidad, y por ello, muy brevemente, querría reflejar el estado de la cuestión en un tema en el que la cooperación ha sido, y está siendo, tan fundamental.

Para ello, me referiré tanto al sistema de compensación y liquidación de las operaciones de las entidades con su clientela (SNCE) como al sistema por el que transcurren los grandes pagos de las operaciones interbancarias (STMD); ambos sistemas confluyen, en su última etapa, en las cuentas de tesorería de las entidades en el Banco.

- Aunque el *Sistema Nacional de Compensa-*

ción Electrónica no se constituye como tal hasta el año 1987, ya desde mucho antes se había iniciado la colaboración entre algunas entidades, lo que había dado como resultado la elaboración de un gran número de normas comunes encaminadas a la racionalización de los intercambios.

Esta experiencia común, junto con el desarrollo de los medios de telecomunicación, permitió abordar el problema sobre bases más ambiciosas; de tal forma que el proceso que había venido desarrollándose da un salto cualitativo y empieza a estructurarse en torno a la creación de un Sistema Nacional de Compensación Electrónica.

Con él se pretende el establecimiento de un sistema de compensación y liquidación de ámbito estatal, en el que el concepto tradicional de cámaras de compensación se irá diluyendo en el tiempo.

El sistema consta de:

Sistema Nacional de Compensación, que tiene asiento en los distintos centros de proceso de datos de las entidades, y se concreta en un conjunto de procesos informáticos para cada tipo de operación (subsistema). Cualquier entidad podrá recibir toda la información en cualquier punto geográfico, así como enviarla desde cualquiera. Se hace con ello innecesaria la vinculación a un espacio físico determinado.

Sistema Nacional de Liquidación. Radica en el Banco de España, adonde todas las entidades enviarán comunicación con el resultado neto de sus intercambios, con el fin de que el Banco de España proceda a la liquidación y asiento en la cuenta de tesorería.

¿Cómo ha transcurrido el proceso?

Desde marzo de 1988, fecha en la que se crea la Comisión Asesora del Sistema Nacional de Compensación Electrónica, hasta marzo de 1990, en que el SNCE inicia oficialmente su funcionamiento con la liquidación del primero de los subsistemas (cheques y pagarés de cuenta corriente), transcurre un intenso proceso de trabajo y cooperación entre las entidades y el Banco de España, del que, muy brevemente, cabe subrayar:

a) La actividad de la Comisión Asesora (representantes del Consejo Superior Bancario, Confederación Española de Cajas de Ahorros, Caja Postal, Crédito Oficial, Banco de España), verdadero órgano rector del sistema que, mediante la constitución de un conjunto de grupos de trabajo, desarrolla su actividad tratando, por un lado, de homogeneizar todas las dispersas normas de intercambio elaboradas por la colaboración de las entidades

y que, provisionalmente, han sido homologadas como «normas del Sistema», y elaborando, por otro, las normas de liquidación de los diferentes subsistemas y las correspondientes a la infraestructura básica de todo el Sistema (criptografía, seguridad, protocolo único de comunicaciones, etcétera).

b) Al tiempo, la Comisión ha venido dando de alta, después de que han superado los requisitos señalados por el Reglamento, como miembros del Sistema Nacional de Compensación Electrónica, a las entidades privadas. En este momento, son ya miembros del Sistema el 38 por 100 de los bancos y el 100 por 100 de las cajas.

c) En febrero de 1989 se inició la fase experimental de intercambio y compensación de cheques mediante interconexión de ordenadores. Fase que ha terminado en noviembre de 1989, y en la que participan, sin problemas dignos de mención, 18 entidades asociadas, que pronto serán 21.

¿Sobre qué realidad se aplica el Sistema?

A través del conjunto de subsistemas —cheques y pagarés, cheques carburante, transferencias, recibos, efectos de comercio—, se han compensado en el período enero-agosto de 1990 un total de 375 millones de operaciones, por un valor de 82 billones de pesetas.

El 70 por 100 de este valor corresponde al subsistema de pagarés y cheques, que es el que está más avanzado dentro del SNCE. Existen en este momento tres vías para realizar la compensación: interconexión de ordenadores, cámaras y soporte magnético; pues bien, siguiendo dentro del subsistema de cheques, la interconexión de ordenadores representó la vía utilizada para el intercambio del 46 por 100 de las operaciones en el mes de marzo pasado.

En este momento, participan en el Sistema, mediante interconexión de ordenadores, 18 entidades, y 3 más se encuentran en estos momentos realizando las pruebas necesarias para tener acceso a él, con lo cual, pronto serán 21 las entidades que participen como asociadas. Lógicamente, cabe pensar que no muchas más entidades actuarán en el Sistema como asociadas —lo que implica un grado de compromiso y de desarrollo tecnológico muy elevado—, y la mayoría de las restantes lo harán como representadas. Actualmente, están inscritos: 53 bancos (19 asociados y 34 representados); 69 cajas, la totalidad (7 asociadas y 62 representadas), la Caja Postal y ninguna entidad oficial de crédito ni cooperativa.

Así, pues, en marzo de 1990, con el comienzo de la liquidación del primero de los subsistemas, se ha iniciado un proceso de extraordinaria complejidad; proceso interdisciplinar que sólo ha podido avanzar gracias a la colaboración de las entidades, y que cambiará las características básicas de nuestro sistema de pagos.

• Próximos a cumplirse los quince años de funcionamiento del *Servicio Telefónico del Mercado de Dinero*, no es exagerado decir que ha constituido una pieza clave en el desarrollo de los mercados monetarios y de deuda pública anotada, así como en la gestión de tesorería de las entidades y en la instrumentación de la política monetaria.

Con características diferenciales respecto a los sistemas vigentes en otros países, el STMD es un sistema de comunicación, compensación y liquidación de pagos. Esta especificidad radica en el hecho de que el STMD reúne en una sola institución las funciones de una red de grandes pagos (a la que accede un número muy amplio de entidades financieras), las de un mecanismo de compensación y liquidación de los mercados interbancarios de depósitos y deuda pública, la función reguladora de la negociación y ejecutoria de las órdenes comunicadas en su ámbito, y las de elaboración y difusión de la información, tanto a nivel individual como agregado.

Así, pues, se ha configurado un mecanismo con alto nivel de concentración, en el que el Banco de España asume directamente la liquidación de la parte más sustancial de los mercados financieros e incurre en riesgos frente a un número considerable de instituciones.

Los rasgos operativos más sobresalientes del Sistema son los siguientes:

1. Elevado número de entidades que tienen acceso a él —297 en estos momentos—; entidades que, además, tienen un carácter heterogéneo y con diferentes grados de solvencia.
2. La comunicación telefónica ha sido la habitual, pero en estos momentos la utilización del fax es mayoritaria, de tal forma que el 70 por 100 de las órdenes se canalizan por esta vía.
3. El Sistema recibe una media diaria de 7.000 comunicaciones, teniendo en cuenta únicamente el mercado interbancario de depósitos, deuda y transferencia de valores. El volumen total de las operaciones cruzadas ha crecido aceleradamente en el último año, alcanzando una media diaria próxima a los dos billones de pesetas.
4. Además de las operaciones mencionadas

antes, también se liquidan a través del Sistema las subastas de certificados, las liquidaciones de Bolsa, *Espaclear*, futuros, opciones, etcétera.

Esta concentración hace que el proceso de cierre de las operaciones del Banco sea delicado y haya que tener un cuidado extremo en la resolución de incidencias, para evitar cadenas de incumplimiento que puedan transmitir la sensación de inseguridad del Sistema.

En este sentido, la colaboración de las entidades sigue siendo decisiva para tratar de agilizar los procesos y evitar atrasos que, en el caso de producirse incidencias, hacen que su solución sea mucho más complicada. Este retraso sistemático en el envío de la información ha sido uno de los principales problemas con que se ha enfrentado el Sistema. Ello, junto al acelerado crecimiento del número de operaciones, ha llevado a adoptar algunas medidas que permitan resolver una situación transitoria, en tanto se elaboran otras más definitivas, pero de establecimiento más lento.

Aunque el Sistema ha funcionado razonablemente bien, dadas las características descritas, no se puede decir que sea perfecto ni que esté exento de incidencias. Preocupan muy esencialmente los temas relacionados por la aparición de incidencias y sus repercusiones, no tanto para una institución aislada como para el conjunto del Sistema; por ello, en las últimas medidas adoptadas, se ha intentado clarificar al máximo las condiciones en que el Sistema debe funcionar y se ha elevado el rango normativo de la sesión de resolución de incidencias. Al mismo tiempo, se ha abierto una sesión de tarde para la comunicación de operaciones, y para las transacciones con particulares se ha introducido el desplazamiento de un día hábil entre la fecha de comunicación a la Central y la de ejecución de las operaciones con letras de valor inferior a 50 millones. Se ha procedido a autorizar, con determinadas cautelas (1.500 millones de garantía en letras o deuda), la realización de transferencias interbancarias y la eliminación del diferimiento para aquellas entidades que no sean gestoras (que no lo tenían antes).

De los dos sistemas de pagos mencionados, creo que en este momento tiene más interés detenernos en la previsible evolución futura del STMD.

En efecto, se ha mencionado antes la evolución y el crecimiento de la actividad del STMD, y tiene interés que analicemos ahora cuáles son las líneas inmediatas por las que va transcurrir su desarrollo. Todas las transformaciones, tanto en este tema como en el de cuenta única, que también

mencionaré, se enmarcan en el problema más general de los riesgos en los sistemas de pagos.

El Banco de España está asumiendo, a través del STMD, la liquidación de una parte sustancial de los mercados financieros de nuestro país y, a causa de ello, está asumiendo unos riesgos importantes. Por esto, antes de analizar los problemas concretos, me gustaría comentar algo sobre el problema general.

El sistema de pagos más próximo al ideal debería reunir un conjunto de características tanto operacionales como estructurales. Entre las primeras, habría que tener en cuenta: *a)* que el sistema debe ser diseñado sin perder de vista la posibilidad de incidencias; *b)* que debe estar basado en una información *on-line* en tiempo real, y *c)* que los flujos de papel sean reducidos al mínimo o desaparezcan completamente.

Junto a ellas, existe un conjunto de características estructurales que los sistemas debían reunir en la mayor medida posible. Entre éstas, cabría mencionar:

- Una muy clara y precisa definición de los requisitos y nivel necesarios para entrar. Fuerte base de capital, buena situación financiera, niveles profesionales altamente competentes y facilidad demostrada para acceder a fuentes rápidas de liquidez en caso necesario son algunos de los componentes que deberán ser tenidos en cuenta a la hora de admitir a una entidad en el Sistema.
- Una igualmente clara definición de las reglas, obligaciones y derechos de cada uno de los participantes.
- Acceso garantizado al conocimiento de la posición intradía y limitaciones a los descubiertos. Esto implica un sistema de información, en ambas direcciones, en tiempo real.
- En caso de convivencia de varios sistemas de pago, establecer sistemas que permitan limitar el riesgo de un participante en el conjunto de todos ellos.

Sólo un sistema que reuniera todas estas características teóricas podría lograr que los pagos que fluyen a través de él tengan un carácter definitivo. Todos los sistemas que están funcionando en los diferentes países se han planteado un triple dilema:

- grado de firmeza en los pagos,
- límite en el número de entidades asociadas y
- restricciones cuantitativas o de otro tipo.

Las soluciones han sido bien distintas, y condicionadas tanto por el grado de desarrollo tecnológico alcanzado como por factores históricos e institucionales. Así, hay sistemas de pagos en los que éstos son firmes e irrevocables; por ejemplo, los de Gran Bretaña y Estados Unidos, países en los que la irrevocabilidad se une a una fuerte limitación en el número de bancos privados con los que el banco central actúa (caso de Gran Bretaña), o está complementada con un seguimiento intradía en tiempo real, y con limitaciones cuantitativas de riesgos muy estrictas y periódicamente revisadas (*Fedwire*). En este último caso, se está estudiando la posibilidad de aplicar un precio a los descubiertos.

Cada vez cobra más cuerpo la idea de que los riesgos de liquidación que pueden conducir a riesgos del Sistema están acentuados por el hecho de que las entidades que participan están disfrutando a lo largo del día de un crédito a coste cero, y esto inevitablemente condiciona el rigor con el que se enfrentan a los posibles problemas que acaecen en el sistema de pagos.

Existen otros sistemas de pagos en los que éstos tienen un carácter provisional: los de Francia, Alemania, Italia y España. Las características de nuestro sistema —relativo retraso tecnológico, multiplicidad de instituciones participantes con diferentes niveles de solvencia, etc.— hacen que en la última circular, que ha modificado algunos aspectos del STMD, se haya reafirmado este carácter de provisionalidad. Hay que decir, no obstante, que a pesar del crecimiento en la actividad del Sistema y de la existencia de sobresaltos con más frecuencia de lo deseable, todo ha funcionado al final de forma bastante satisfactoria. Quiero recalcar, no obstante, que este «al final» es lo que habría que eliminar, y para ello la colaboración de las entidades es decisiva. Por parte del Banco, junto a las medidas de cambio que se están tratando de implantar —tendientes todas ellas a la reducción de riesgos y a lograr un funcionamiento más flexible del Sistema—, hay una disposición a endurecer lo que haga falta la relación con aquellos participantes que, de una manera reiterada, plantean situaciones generadoras de riesgo porque han internalizado la idea de que «al final» todo se arregla.

Quizá algunas cifras, relativas al mercado interbancario de depósitos, ayuden a hacerse una idea parcial de los riesgos mencionados. El mercado de depósitos negocia diariamente unas 400 operaciones, por un volumen global de un billón de pesetas, lo que hace un volumen medio por operación de 2.500 millones. La mayor parte de estas operacio-

nes —el 90 por 100— son día a día, y por ello los riesgos de cada día, al tener que renovarse operaciones al tiempo que se conciertan otras nuevas, pueden estar próximos a los dos billones. Efectivamente, cada día debe liquidarse el principal más los intereses de la operación que vence, y a ello hay que añadir el principal de la nueva operación; como decía antes, aproximadamente dos billones.

Pero tan importante como esto es considerar el hecho de que las operaciones vivas están creciendo aceleradamente, de tal forma que, hoy en día, el riesgo global del Sistema (saldo vivo de operaciones) supera los cuatro billones de pesetas. Piénsese lo que puede suponer que, por cualquier circunstancia, alguna entidad deje de cumplir sus obligaciones de liquidación. El efecto no se circunscribe, con toda seguridad, sólo al mercado de depósitos, sino que afectaría a los otros mercados liquidados a través del STMD.

La reciente reducción del coeficiente de caja, al reducir los saldos medios que mantienen las entidades en cuenta, ha incrementado el grado de riesgo. Por ello, y en tanto se desarrollen las medidas que permitan perfeccionar el Sistema, el Banco debe mantener el máximo rigor en el funcionamiento de éste y en la admisión de nuevas entidades.

Así, pues, con las reformas inmediatas y las que puedan venir posteriormente, se trata básicamente de aumentar los mecanismos de control y seguimiento interno de las entidades respecto a riesgo intradía. El objetivo final sería dotar a los pagos de la mayor firmeza posible, y que las entidades participantes asuman los riesgos en que incurran y adopten mecanismos de limitación de éstos. El reconocimiento explícito de los riesgos que una entidad está dispuesta a asumir frente a otra es un elemento fundamental no sólo para este tema, sino para la transparencia de los mercados financieros en general.

Descendiendo del nivel de generalidad anterior, mencionaré ahora algo acerca del desarrollo del STMD y de la implantación de la cuenta única.

En la primera parte, se mencionó un conjunto de transformaciones en la regulación y funcionamiento del STMD que habían contribuido a lograr un funcionamiento más eficaz de éste.

No obstante, las medidas analizadas, aunque han contribuido a aliviar la situación, no implican una solución definitiva. El auténtico avance del Sistema se articulará en torno a la interconexión de los ordenadores del Banco y de las entidades.

En efecto, con objeto de agilizar la entrada de órdenes que diariamente son comunicadas al

STMD, así como los procesos de resolución de incidencias, se está desarrollando un proyecto consistente en la instalación de terminales del Banco de España en las entidades más operativas. Esto se hará de una manera gradual y producirá los siguientes cambios:

En primer lugar, las entidades que cuenten con dicha terminal incorporarán, a través de ella, previa identificación, las *órdenes* que actualmente entran por *fax* o teléfono. Al mismo tiempo, podrán consultar el *estado* en que se encuentran las mismas, así como el de las que les comuniquen sus contrapartidas. Este sistema permitirá que, sobre la marcha, se puedan ir resolviendo las incidencias y adelantar el período de cierre de los mercados. Puede permitir un control de los *descubiertos intradía*, que, una vez generalizado, permitirá condicionar la ejecución, e incluso la entrada, de órdenes al cumplimiento de los requisitos y garantías que se establezcan. Será posible, igualmente, la *difusión de la información* en el curso de la sesión, lo que redundará en favor de la transparencia e interconexión de los mercados.

El procedimiento de consulta permitirá realizar un seguimiento del saldo de la cuenta de Tesorería durante el transcurso de cada sesión, así como de cada una de las cuentas corrientes ordinarias que tenga la entidad. En este último caso, la información se limitará al saldo en el momento de realizar la consulta, sin mayores detalles, que, en cualquier caso, serán facilitados por el procedimiento actualmente vigente.

La fecha de implantación de este procedimiento, que en todo caso se llevará a cabo de manera gradual, tanto por el número de entidades que podrán incorporarse como por las facilidades de consulta, está prevista para marzo de 1991.

El establecimiento de las facilidades operativas antes mencionadas constituye un paso necesario e imprescindible antes de que se produzca la implantación de la «cuenta única» con carácter general. Entre tanto, será necesario proceder, a partir de la última parte de este año, a una implantación gradual, tomando en consideración diferentes elementos que serán posteriormente comentados.

En estos momentos, la estructura de cuentas está formada por las cuentas de Tesorería y las cuentas corrientes ordinarias. Los bancos tienen una cuenta de Tesorería y varias cuentas corrientes. Los grandes bancos suelen tener una cuenta corriente en cada una de las sucursales del Banco de España —cincuenta cuentas aproximadamente—, los bancos pequeños y los extranjeros, ade-

más de la cuenta de Tesorería, suelen tener un par de cuentas corrientes. Por su parte, las cajas de ahorros (76 entidades) son titulares de 440 cuentas corrientes, y las 110 cooperativas son titulares de 31 cuentas de Tesorería, y todas ellas poseen, al menos, una cuenta corriente.

La *cuenta de Tesorería* se creó en 1987 con el fin de separar de las cuentas corrientes ordinarias todos los movimientos de fondos que tienen su origen en los mercados organizados, no sólo interbancario y de deuda, sino también todos aquellos —pagarés privados, bolsas, cámaras de compensación, futuros, opciones, SNCE, etc.— que actualmente se liquidan a través del STMD. Son cuentas que se movilizan mediante órdenes telefónicas o de *fax*, y muy pronto mediante órdenes teleprocesadas, y su contrapartida sólo puede ser una cuenta de Tesorería de otra entidad o una cuenta corriente de la misma entidad. Quizá lo más importante es destacar que se trata de cuentas que, con un elevado volumen de rotación de fondos, carecen de saldo significativo a lo largo del día.

Por su parte, las *cuentas corrientes* son cuentas tradicionales, movilizables mediante cheques o transferencias. Con la excepción de la de Madrid —que recoge movimientos procedentes de mercados de trámites de normalización—, son cuentas cuyos movimientos surgen de las operaciones de las oficinas bancarias relacionadas con transacciones de la clientela. Una característica básica es que precisan de la existencia de saldo previo para poder cursar cualquier orden de adeudo sobre ellas.

La existencia de este doble esquema de cuentas presenta, como es obvio, algunas limitaciones de coste y de funcionamiento para la gestión de una tesorería integrada que tratase de minimizar los costes para cualquier entidad.

Con ser esto cierto, no lo es menos el hecho de que la implantación de la cuenta única conduce de nuevo al problema de los saldos mínimos de liquidez y los riesgos del sistema de pagos. En efecto, la implantación de la cuenta única, al integrar los saldos de las cuentas corrientes —que quedarían como cuentas diurnas— al final del día con la cuenta de Tesorería, elimina —salvo por la exigencia del coeficiente de caja, pero éste es otro problema— todas las restricciones ahora existentes para la minimización de saldos en el Banco de España. Al permitir que las entidades giren en descubierto contra la cuenta de Tesorería, abonando las cuentas corrientes y barriendo los saldos al final del día, se hace desaparecer la existencia de un saldo pre-

vio necesario, y el Banco de España debería soportar a lo largo del día todos los descubiertos.

En cuanto las facilidades operativas se establecieran —y la cuenta única no es sino el paradigma de todas ellas— la tendencia a mantener saldos de liquidez cercanos a cero se haría muy fuerte. En estas condiciones, sólo las restricciones legales —la existencia de un coeficiente de caja elevado— impedirán una reducción de saldos peligrosa para el Sistema. Por ello, es necesario que, previamente al establecimiento pleno de la cuenta única, estén en funcionamiento algunos de los desarrollos mencionados anteriormente: monitorización del STMD, controles intradía, información *on-line*, etcétera.

Entre tanto, será necesario proceder a su implantación gradual, en la que la consideración caso por

caso será imprescindible. Para ello, podrá manejarse un conjunto de criterios, entre los que podrían figurar, en una enumeración no exhaustiva ni excluyente, el número de cuentas corrientes, los activos de caja mantenidos en determinados períodos, la posible existencia de segundas líneas de liquidez, las historias de posibles incidencias en las liquidaciones, etcétera.

NOTA

(*) En el presente artículo está incorporado todo el material proporcionado por las personas de la Oficina de Operaciones involucradas en las áreas tratadas. Son también, en parte, autores del mismo y han facilitado mi trabajo enormemente. Quiero dejar constancia aquí de mi agradecimiento.