

ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE EL SISTEMA DE PAGOS (*)

Gonzalo GIL

INTRODUCCION

En los últimos años, el propio desarrollo de los sistemas financieros ha dirigido la atención hacia un tema que tradicionalmente estaba relegado a niveles de discusión interna en cada institución: el sistema de pagos. Como digo, la situación ha cambiado, y se ha traducido en una reformulación de los objetivos de un banco central en la que a las tradicionales funciones de ejecución de la política monetaria y supervisión del sistema financiero se han añadido todas las actuaciones relacionadas con el sistema de pagos. Esto no podía ser de otra forma, ya que, como más adelante se verá, el adecuado funcionamiento del mismo es condición imprescindible para que los otros objetivos puedan alcanzarse.

Por otro lado, el proceso de avance hacia la unión económica y monetaria de la Comunidad ha acentuado el interés por los sistemas de pagos, pero trascendiendo en este caso el enfoque puramente nacional —que era el tradicional— para prestar atención preferente a la interconexión de sistemas y a la forma de perfeccionar las transacciones transfronterizas, con la participación de distintas monedas.

Por último, acontecimientos recientes en nuestro país, y los comentarios, no siempre acertados ni bien informados, sobre ellos, ponen también de actualidad el funcionamiento del sistema de pagos.

Con todas estas incitaciones, es inevitable que aproveche esta ocasión para hacer algunas reflexiones basadas no en el conocimiento teórico, sino más bien en la práctica de cada día, nuestra y ajena. Estas reflexiones estarán enmarcadas en el siguiente esquema.

En la primera parte, después de analizar las transformaciones recientes, que hacen resaltar el papel de los sistemas de pagos, trataré de exponer la función de los bancos centrales dentro de éstos,

haciendo algunas consideraciones sobre las distintas vías para lograr lo que en esencia es el objetivo último del banco central en esta área: control al máximo de la posible materialización del «riesgo de sistema».

Este enfoque puramente nacional no debe hacer suponer, y ello es obvio, que este riesgo sólo se da en dicho ámbito. Por el contrario, la internacionalización de transacciones y pagos hace que sea este tipo de operaciones —de país a país y participando distintas divisas— una fuente de riesgo, acrecentada porque al mismo tiempo que su volumen ha aumentado aceleradamente, su tratamiento está bastante retrasado respecto al funcionamiento de los sistemas nacionales. Por todo lo anterior, es necesario analizar tanto los rasgos distintivos de estas operaciones como lo que se está haciendo para su tratamiento.

Sólo muy recientemente, la CE ha tomado conciencia de los problemas que puede plantear un inadecuado funcionamiento de los sistemas de pagos; hasta tal punto esto es así, que cabe aventurar que el tratamiento que se da a este tema en el borrador de la Institución Monetaria Europea y de los Estatutos del Banco Central Europeo es demasiado tímido. Parece inevitable, pues, que la consideración de lo que se está haciendo a escala comunitaria y el entramado institucional que se ha montado sean la tercera área de atención de esta primera parte.

En la segunda parte, abordaré el estado de la cuestión en nuestro país. Para ello, después de mencionar las características más sobresalientes de nuestro sistema de pagos en general, discutiré los rasgos, situación y posibles desarrollos tanto del Sistema Nacional de Compensación Electrónica como, y más intensamente, del Sistema Telefónico del Mercado de Dinero y la liquidez de los mercados en torno al mismo. Algunas consideraciones sobre el proyecto de cámaras de compen-

sación en divisas se incluyen también en esta segunda parte.

I. DESARROLLO RECIENTE DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS

1. Innovación financiera y sistemas de pagos

La evolución reciente de los sistemas financieros ha tenido unos resultados beneficiosos para el sistema económico en su conjunto. Ha permitido mejorar la capacidad de respuesta de las entidades ante las necesidades de los clientes, ofreciendo una gama más amplia de servicios para cubrirlas y a unos precios más ventajosos; ha alentado un estrechamiento de los *spreads* en los diferentes mercados, aumentando la eficiencia de éstos y su liquidez. Ha supuesto, en resumen, una mejora en el funcionamiento de los mercados.

Se trata de un proceso que, no obstante lo anterior, no está carente de riesgos, y que tiene importantes implicaciones sobre la estabilidad y la estructura de los mercados financieros y, por ello, sobre el papel que frente a éstos debe desarrollar un banco central.

Efectivamente, la situación creada es tal que la posible aparición de «alteraciones financieras» se ha incrementado en los últimos años. Esto ha sido así por varias razones.

- En primer lugar, la propia ejecución de las políticas macroeconómicas, con importantes desequilibrios en balanzas de pagos, tasas muy desiguales de inflación, fuertes y continuados déficit públicos, importantes endeudamientos, etc., ha sido un factor que ha introducido dosis de volatilidad e inestabilidad en el sistema, acentuando la posibilidad de desequilibrios.

- En segundo lugar, las innovaciones financieras, acompañadas de los avances tecnológicos, constituyen un proceso de dos caras, ya que si bien son ciertas sus indudables ventajas en la integración de mercados, no lo es menos el hecho de que introducen en el sistema nuevos elementos de riesgo e inestabilidad.

Es cierto que los nuevos instrumentos pueden conducir a un reparto de los riesgos y a su reasignación, pero también lo es el que éstos no desaparecen, y que no se elimina el riesgo del sistema. No existe una cobertura perfecta, y el sistema en su conjunto no puede ser protegido. Por otro lado, este aparente alivio de los riesgos puede incitar a actitudes peligrosas, tales como una inadecuada valoración de los mismos, inevitable en cierto

modo al tratarse de operaciones nuevas que, al surgir en los últimos años, no han sido probadas en diferentes fases del ciclo. El mismo hecho de la distribución puede terminar concentrando los riesgos en agentes que pueden no estar preparados para ello, al tiempo que la aparente facilidad de cobertura puede incitar a la asunción de un volumen de riesgos mucho mayor que en otras circunstancias.

- En tercer lugar, se acentúan los efectos que el Presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York llamaba, en un reciente artículo, de «imitación» y de «ilusión de liquidez». La aparición de una innovación financiera suele producir unas tasas de rentabilidad inicialmente muy elevadas que, no obstante, y dada la extraordinaria competencia y facilidad de imitación, desaparecen rápidamente, dejando la ilusión de su permanencia, lo que incita a operadores menos sofisticados a entrar en el juego cuando la rentabilidad ya difícilmente cubre los riesgos.

Una ampliación de este fenómeno, pero de la misma raíz, es la desmedida confianza —efecto ilusión— de algunos agentes que se consideran dotados de mayor habilidad o en posesión de unos sistemas que les otorgan ventajas relativas sobre sus competidores.

Todo esto está relacionado con una mentalidad que sólo parcialmente asume el nuevo entorno en que está jugando. Si, por un lado, algunas instituciones —y esto no es una mera elucubración teórica— parecen asumir las exigencias de este nuevo entorno, no se produce, por otro, un traslado adecuado de esta mentalidad al funcionamiento de aquella parte de sus organizaciones más directamente implicadas, no sometiéndolas a los adecuados controles de seguridad, escatimando recursos, no valorando adecuadamente los riesgos o sometiéndolas a la organización a inadecuadas tensiones, confiando, consciente o inconscientemente, en que los mecanismos montados por el banco central pueden ser suficientes para que nada irreparable pueda ocurrir. Es ésta una actitud, y esto me interesa recalcarlo, que, aunque efectivamente está desapareciendo de nuestro sistema, todavía está presente, y puede observarse en algunos momentos. Pero sobre esto volveré más adelante.

- En cuarto lugar, los mercados de dinero y de capitales son internacionales, lo que quiere decir que están activos las veinticuatro horas del día y que los acontecimientos de cualquier parte del mundo pueden afectar al conjunto del sistema. No hay institución que esté completamente protegida. Junto a esto, se está asistiendo a una explosión

de transacciones financieras a muy corto plazo y con gran volatilidad de precios. Volatilidad que da lugar a importantes beneficios, pero que, al ser un juego a cero, también puede ocasionar pérdidas, con repercusiones sobre otras entidades en forma de cadenas de incumplimiento de los compromisos asumidos.

Todos los desarrollos anteriores han sido posibles, en buena medida, porque la infraestructura ofrecida por los sistemas de pagos se ha desarrollado aceleradamente. Esto lleva consigo, y frecuentemente se olvida, un conjunto de riesgos implícitos al propio proceso mencionado. En efecto, el extraordinario perfeccionamiento de estos sistemas —pieza básica para que todo el proceso de intermediación funcione— y su implantación electrónica, que permite las liquidaciones al mismo día, llevan inevitablemente a una tan estrecha interacción entre los esquemas operativos de las entidades —sus riesgos, su liquidez, etc.— que cualquier pequeño incidente, técnico o de cualquier otro orden, puede acarrear consecuencias incalculables para todo el sistema.

Resultado de todas las circunstancias anteriores es el hecho de que si bien la aparición de «crisis financieras» —entendiendo por tales aquellas que tienen un efecto apreciable sobre la economía real— es más difícil ahora que antes, debido a la existencia de mecanismos de compensación y protección, y a la propia actitud de los supervisores, el propio desarrollo del sistema propicia la aparición de «alteraciones financieras» que, de desembocar en una crisis, pueden producir efectos potencialmente mucho más devastadores para el conjunto del sistema, ya que ahora el riesgo difícilmente puede ser contenido en uno o varios mercados.

Estos hechos son bastante explícitos, y de ellos se desprende la absoluta necesidad de que los sistemas de pagos funcionen adecuadamente. Un apropiado funcionamiento del sistema de pagos sólo puede lograrse si se garantiza la eficiencia y estabilidad de los mecanismos de compensación y liquidación. Mecanismos que, aun en el caso de un funcionamiento perfecto, no consiguen atenuar el riesgo de crédito, que sólo puede ser aminorado por la política de las propias entidades participantes.

2. La función de los bancos centrales

Con alguna frecuencia, llegados a este punto, se plantea la cuestión, muy útil para llenar páginas de literatura, de si el sector público debe participar de

alguna forma en garantizar la mencionada eficiencia y estabilidad. A nadie sorprenderá que manifesté como punto de partida mi absoluto convencimiento sobre la necesaria participación de los bancos centrales, y ello no por presupuestos ideológicos, sino por razones puramente prácticas.

Esto no implica que las fuerzas del mercado no puedan tener participación en este asunto; de hecho, la tienen, y pueden satisfacer algunas de las necesidades del sistema, pero no todas ni las más importantes. Ninguna organización privada puede garantizar el funcionamiento del sistema ni la prevención del riesgo de sistema porque, frecuentemente, carecen del suficiente poder para imponer restricciones a los miembros participantes y, sobre todo, porque su capacidad de proveer liquidez última está limitada.

La participación del banco central en el sistema de pagos es algo indisolublemente unido a sus tareas como ejecutor de la política monetaria, y como supervisor y garante de la estabilidad de los sistemas financieros. Las transacciones económicas se perfeccionan mediante la transferencia de la mercancía real o financiera intercambiada y de medios de pago. El dinero bancario es el medio de pago más utilizado en las economías de los países industrializados, y es el banco central el que, en la ejecución de la política monetaria, regula la creación del que posteriormente circula entre los diversos agentes económicos.

Dado que el objetivo último de la política monetaria es afectar a la actividad económica, y que dicho objetivo se logra, en primer lugar, mediante la creación del dinero bancario, habrá que garantizar la transmisión de este último entre los agentes económicos. Aquí es donde juega un papel el sistema de pagos, y es en su adecuado funcionamiento o, por ponerlo en términos menos abstractos, en la eficacia y seguridad de los mecanismos de liquidación y compensación, donde radica el mayor o menor acierto en el logro del objetivo final. Es obvio, pues, que el banco central debe hacer lo posible por garantizar el adecuado funcionamiento de dicho mecanismo de transmisión.

Por otro lado, el papel del banco central implica, de uno u otro modo, su actuación posible como prestamista en última instancia. Esta función, que es inevitable, pero que suscita algunas cuestiones interesantes que luego se mencionarán, debe llevar aparejado el papel de supervisor del sistema, sea cual sea la organización institucional concreta que se le dé a esta función.

Es esta triple función —prestamista en última instancia, inspector del sistema bancario y super-

visor, al tiempo que agente, del sistema de pagos—, y no solamente la ejecución de la política monetaria, la que configura actualmente el carácter de un banco central. Por otro lado, los primeros síntomas de crisis financiera se manifiestan siempre en fallos en el sistema de pagos, lo que justifica una vez más la atención preferente del banco central.

Aunque estrictamente, en términos de costes producidos por un fallo en el sistema de pagos, la participación del banco central está más que justificada, ésta suscita algunas cuestiones que fuerzan a que no sea incondicional y sin contrapartidas por parte de las entidades privadas.

Se ha visto antes cómo lo que hace imprescindible la participación del banco central es su apoyo último a las entidades que participen. La cuestión que se plantea es hasta qué punto hay que garantizar dicho apoyo. Obviamente, si se quiere evitar totalmente el «riesgo de sistema», habrá que llevarla hasta el final. Esto plantea el conocido problema del *moral hazard*. En efecto, una garantía incondicional relajaría la disciplina de las entidades, acentuando el peligro que trataba de evitarse. Así pues, este compromiso del banco central debe graduarse, forzando a que sean las propias entidades las que primero asuman los riesgos.

El objetivo último de la participación del banco central como agente y como supervisor del sistema de pagos no es, desde luego, evitar a toda costa que algún pago no se efectúe (esto, incluso puede ser beneficioso para el sistema), sino más bien evitar el efecto de transmisión que puede producirse no sólo a lo largo de todo el sistema nacional, sino también a los mercados de otros países; esto es, evitar o minimizar el riesgo de sistema. Aunque la implicación de los bancos centrales en sus respectivos sistemas depende tanto de razones históricas como del grado de desarrollo tecnológico, el objetivo último, común a todos ellos, es el mencionado.

Obviamente, la única forma de controlar totalmente este tipo de riesgo consiste en establecer un sistema de pagos secuenciales, no compensados en cámara, en el que todas las operaciones, una vez aceptadas, sean irrevocables y finales. Un sistema de este tipo requiere que sólo se liquide cada operación si hay saldo previo, o que alguien asuma el riesgo de tal forma que éste no se transmita, al menos en un primer momento, de manera inmediata al mercado.

En otros sistemas más tradicionales, como en Estados Unidos o Suecia, el banco central asume directamente la responsabilidad de garantizar, en determinadas redes interbancarias de pagos, to-

das las operaciones como firmes; pero simultáneamente, y para evitar el proceso del *moral hazard*, establece un conjunto de limitaciones o normas que pretenden responsabilizar, en primer grado, a los directos participantes en el mercado.

Puesto que el acceso al sistema que se compensa y liquida a través de las cuentas del banco central implica el acceso a éste como fuente de financiación última, dicho acceso reviste algunas condiciones. En primer lugar, se ejerce una limitación estricta de las instituciones que pueden participar en él. Su solidez financiera y tecnológica deben ser consideradas, así como las características personales y profesionales de los responsables. Sobrepasada esta barrera inicial, diversos tipos de mecanismos pueden entrar en funcionamiento: unos, para prevenir la crisis; otros, para aminorar sus efectos una vez producida.

En el primer grupo pueden encontrarse: una infraestructura que permita la información intradía de los descubiertos en tiempo real, el establecimiento de límites (*caps*) tanto bilaterales como frente al sistema en su conjunto, el establecimiento de un coste a los descubiertos que se produzcan, etcétera. Como se ve, medidas todas ellas tendientes a que las entidades asuman sus propias responsabilidades.

En el segundo grupo pueden encontrarse diversas formas para el establecimiento de colaterales o cualquier modalidad de reparto de pérdidas. Medidas, todas ellas, que pretenden preservar, dado el carácter firme de las operaciones, la situación del banco central, que, en último extremo, estaría arriesgando dinero público.

Otros sistemas, en cambio —como el alemán, el francés o el nuestro, por ejemplo—, no garantizan el carácter firme de los pagos, y todas las operaciones realizadas y ordenadas a lo largo del día quedan pendientes de ejecutar hasta que al final del día se procede a la liquidación neta de todos los mercados. En este caso, no puede hablarse de descubiertos intradía, ya que no existen como tales. Las razones de existencia de estos sistemas con un potencial, al menos teórico, de riesgo de sistema, pueden ser muy variadas: desde la participación de un elevado número de entidades en el proceso hasta el relativo atraso tecnológico, que impide el control en tiempo real. En muchas ocasiones, el banco central, al ofrecer los sistemas de compensación y liquidación, ha tratado con ello de iniciar y desarrollar unos mercados inexistentes, y por ello ha dado cabida a instituciones que, desde otra perspectiva, no deberían haber entrado en el sistema.

En cualquier caso, también en estos sistemas debería caminarse hacia el establecimiento del carácter firme de los pagos. Para ello, la implantación de los sistemas antes mencionados es imprescindible. Este proceso es inevitable, y en ese sentido se está caminando, pero conviene tener en cuenta que en cualquiera de los sistemas la presencia del banco central como prestamista último es el hecho clave para la eliminación completa del riesgo del sistema. De hecho, el banco central, sea en un sistema bruto o en un sistema neto, no puede dejar de desempeñar este papel porque en ningún caso puede admitir la posibilidad de que surja una crisis de sistema. Tener esto en mente no implica flexibilizar o relajar las exigencias a las entidades participantes, antes bien, justamente por ello, éstas deben acentuarse, pues en caso contrario los efectos del *moral hazard* pueden repercutir en otras áreas de funcionamiento de las mismas.

3. Los sistemas de pagos en las transacciones internacionales

Hasta este momento, todo ha sido tratado desde una perspectiva nacional, que debe ser complementada con la consideración de los pagos transnacionales y con la participación de diferentes divisas, por lo que los riesgos se acrecientan debido a la disparidad de legislaciones, a la no coincidencia de horarios de funcionamiento, a lo complicado, y en ocasiones confuso, de los mecanismos de control entre diferentes autoridades monetarias, etcétera.

Mientras que en el interior de cada país los problemas relacionados con el sistema de pagos —procesos de compensación y liquidación— suelen estar bien resueltos, en cuanto se trascienden las fronteras nacionales nos encontramos con una situación en la que se dan elementos contradictorios.

Así, mientras, por un lado, es un hecho generalmente admitido la insuficiencia de los sistemas de pagos para transacciones entre países, ocurre que la propia evolución del sistema de pagos internacional demanda cada vez con mayor fuerza del desarrollo de iniciativas en este terreno.

La insuficiencia que se aprecia en los sistemas de compensación y liquidación transnacional se debe a causas muy diversas. Entre ellas, pueden mencionarse, en primer lugar, la inexistencia de una autoridad central que desarrolle un papel similar al de los bancos centrales en los sistemas nacionales; además, la ausencia de reglas y procedimientos generalmente aceptados, que obliga a la

realización de las transacciones de una forma bilateral, en lugar del establecimiento de sistemas multilaterales, y, por ello, sin una clara estructura de referencia. Se hace notar así, de una manera palpable, la inexistencia de una cámara de compensación que permita la compensación y liquidación de pagos internacionales, de tal forma que cada banco pueda relacionarse con el intermediario sin tener necesidad de establecer una complicada red de relaciones bilaterales. Esta cámara permitiría una clara reducción de riesgos, así como un incremento en la calidad y una reducción del precio de los servicios que redundarían beneficio de los usuarios últimos.

Por otro lado, frente a la insuficiencia mencionada, la intensidad de los intercambios, tanto en las fronteras europeas como en áreas geográficas más amplias, ha experimentado espectaculares incrementos en los últimos tiempos. La eliminación en Europa de las fronteras y barreras para los movimientos de capitales, acelerada desde que empezó la primera fase de la unión monetaria, así como el mayor uso que se hace en las transacciones internacionales de las diversas monedas europeas —resultado, en buena parte, de la estabilidad de tipos de cambio derivada del funcionamiento del SME—, hacen que cada vez sea más apremiante el establecimiento de sistemas de compensación y liquidación para transacciones internacionales, al menos en esta área geográfica.

Ante esta necesidad, que, obvio es decirlo, no se debe tanto a los programas de unificación monetaria europea —o, al menos, no hasta ahora— como a los desarrollos autónomos de los mercados, cabe plantearse dos alternativas: que el mercado resuelva por sí mismo, ya que —puede decirse— si es una necesidad ampliamente sentida, inevitablemente surgirá la solución; frente a ella estaría otra que defiende que las autoridades respectivas —bancos centrales, básicamente— tienen un papel que jugar debido a que la cooperación interbancaria aislada resulta extraordinariamente compleja y dispersadora (tenemos un buen ejemplo en nuestro sistema de compensación electrónica). Por otro lado, esta postura estaría también abonada por el hecho, empíricamente comprobado, de que los sistemas de «neteo» para reducir riesgos pierden gran eficacia por las diferencias legales que sólo una instancia superior puede ayudar a resolver. Además de todo ello, y tal como se ha visto antes, el banco central es una parte integrante de los sistemas de pagos de cada país, y por ello está directamente concernido, doblemente, en cuanto a su papel de autoridad supervisora y como agente operador en el sistema.

Buena muestra, si no de la incapacidad de la iniciativa privada por sí misma, sí de lo tortuoso, dilatado y antieconómico del proceso, la constituyen los sistemas de *netting* privados que se han establecido hasta el momento.

Efectivamente, en un reciente seminario celebrado en Italia, una de las ponencias describía los sistemas implantados hasta el momento. Sin ánimo de ser exhaustivo, se mencionaban, entre otros: la iniciativa del Chemical Bank, que en 1984 propicia el desarrollo de un sistema (FXNET) para la compensación bilateral de contratos *spot* y *forward* en moneda extranjera; otro proyecto —Exchange Clearing House Organization (ECHO)—, esta vez de carácter multilateral, se inició en 1986 por un grupo de bancos; por último, el Ecu Clearing System, 1987 —para pagos en ecu—, impulsado por la Asociación Bancaria del Ecu, con la participación del Banco de Pagos Internacionales. Soluciones, todas ellas, que no resolvían sino aspectos parciales del problema, y de una forma no muy satisfactoria.

Los bancos centrales son instituciones inicialmente creadas para operar a escala nacional y en la propia divisa, y por ello todo el diseño de los sistemas de compensación y liquidación parte de esta premisa. Las razones ya mencionadas anteriormente obligan a que los bancos se replanteen sus funciones de supervisión respecto al sistema de pagos, y su participación directa en ellas, a la luz de los desarrollos internacionales. Este replanteamiento pasa, indefectiblemente, por una mayor cooperación entre los bancos centrales.

Esta cooperación debe transcurrir, en principio, en dos áreas. En la primera de ellas, por primera vez con el *Informe Lamfalussy*, los bancos han fijado los requisitos para el establecimiento de una política común respecto a los sistemas de pagos.

El *Informe* parte del principio de que los bancos centrales comparten el interés por estimular todos los desarrollos que tiendan a incrementar la eficacia y estabilidad de los sistemas de pagos interbancarios. En este sentido, los pagos multdivisa y transnacionales son definitivos y requieren respuestas colectivas.

Partiendo de este hecho, el *Informe del Grupo de los Diez* plantea unos estándares mínimos que deben cubrir todos los sistemas que se establezcan. Niveles mínimos que tratan de asegurar que todas las bases legales, en los diferentes países, están bien delimitadas; que todos los participantes tengan una clara idea de las potenciales pérdidas en que incurrirían en caso de incidencias, y que el

sistema esté bien diseñado, con todos los mecanismos de control de riesgos en funcionamiento y con una infraestructura técnica adecuada. Tienen también relevancia los criterios para la participación de entidades en el sistema.

Al mismo tiempo, establece por primera vez unos principios para fijar la cooperación entre los bancos centrales. Principios que no sólo abarcan el intercambio de información, sino que también delimitan cómo debe ser la supervisión sobre estos sistemas. Así, se establece la presunción de que es el banco central del país en el que esté establecido el sistema el que tiene la responsabilidad primaria sobre éste (estructura, diseño, responsabilidad de miembros, etc.); los fallos en el sistema de compensación y liquidación son responsabilidad compartida del banco central que albergue el sistema y del banco central emisor de la divisa en cuestión.

Por otro lado, a un nivel más pegado a la realidad de cada día, la actividad en cuanto a la liquidación de los pagos también debe sufrir algunas modificaciones. El hecho de que las divisas emitidas por cada banco central sean cada vez más utilizadas en ámbitos geográficos distintos del correspondiente al propio banco, y en zonas horarias completamente desplazadas, llama también a una continua cooperación y homogeneización de las prácticas.

La globalización de los mercados hace esta cooperación cada vez más imperiosa, ya que, paradójicamente, la mayor perfección de aquéllos produce un mayor peligro de contagio, a través de los sistemas de pagos, ante la aparición de cualquier crisis, tal como vimos al comienzo.

Para concluir, y como antes mencionaba, aunque las modificaciones a que se ven abocados los bancos centrales son producto, en gran medida, de los propios desarrollos del mercado, con independencia de la existencia de planes comunitarios, lo cierto es que la existencia de estos últimos —la unión económica y monetaria europea— refuerza la necesidad de un enfoque cooperativo.

En último extremo, la homogeneización de los sistemas operativos y la simultaneidad de las liquidaciones finales son importantes no sólo para reducir riesgos, sino para favorecer la integración eficaz de los sistemas financieros y la realización de una política monetaria común. En este sentido trabaja la coordinación en las políticas de reducción y control de los riesgos en los sistemas de pagos, que, en caso contrario, pueden conducir a desplazamientos financieros perturbadores. Se trata, pues, de no perder de vista que los desa-

rollos que se mencionarán en nuestro sistema de pagos nacional deben ser contemplados, ahora ya, con una perspectiva más amplia. Es ésta una idea que está empezando a tomar cuerpo a escala comunitaria, y que es conveniente que vaya impregnando la actividad de nuestras instituciones en este campo.

Esto nos lleva a formular algunas cuestiones cuyas respuestas sólo muy recientemente han empezado a explorarse en el ámbito comunitario. ¿Cómo plantear la evolución futura de los sistemas de pagos teniendo en cuenta, por una parte, la situación ahora existente y, por otra, su necesaria transformación pensando en el mercado único y en el Banco Central Europeo? Como decía antes, las respuestas han empezado a explorarse, y no voy a ser tan atrevido como para adelantarlas yo, pero, afortunadamente, parece que se va imponiendo la sensatez. Cuando se logre el Banco Central y la moneda única —sería la argumentación inicial de la corriente que parece dominante en estos momentos—, los sistemas de pagos serán más simples de manejar que los existentes durante el período de transición. Siendo esto así, no nos dediquemos a la puesta en pie de «magnum proyectos» dilapidadores de tiempo y dinero, y vayamos a introducir las necesarias adaptaciones en los sistemas ahora existentes y en funcionamiento.

¿Qué ideas podrían manejarse en esta línea? ¿Por dónde deberán caminar las actuaciones de los bancos centrales? Sólo a modo de ejemplo:

- Deberían dedicarse esfuerzos crecientes a mejorar las conexiones técnicas entre los diferentes sistemas. Esto implica, lógicamente, compatibilizar las estructuras tecnológicas de los diferentes sistemas y poner en pie una nueva infraestructura que facilite las transacciones entre fronteras, lo que, tal como mencioné anteriormente, ha sido hasta ahora un aspecto bastante descuidado. Una reciente encuesta entre los bancos centrales europeos sobre sus equipamientos informáticos muestra un elevado grado de homogeneidad de éstos, y también que todos los bancos están ya trabajando en unas líneas de desarrollo comunes. Esto hace mucho más viable el enfoque antes mencionado.

- Podría pensarse en el establecimiento de un *pool* de garantías que permitiría importantes ahorros a los participantes en los diferentes sistemas, quienes no tendrían así que establecer garantías independientes en cada uno de los sistemas en que participen.

- Deberán armonizarse al máximo todas las normas existentes sobre los sistemas de pagos. En

esta línea, habrá que prestar atención, y tratar de unificar, a las condiciones en que los servicios son ofrecidos por los bancos centrales, tanto en normas de acceso como en aspectos puramente operacionales. Esto es importante, porque los distintos modos de participación de los bancos centrales pueden implicar, y de hecho implican, subsidios encubiertos que introducen desviaciones del principio de libre competencia.

En esta misma área, sería importante proceder a una unificación de horarios, hecho aparentemente simple, pero que, como la experiencia ha demostrado, puede ser una importante fuente de riesgo.

- Habría que empezar a pensar en la elaboración de un dispositivo de información de carácter europeo, así como en fijar la posición frente a la creciente competencia de entidades no bancarias que quieren participar en los sistemas de liquidación y compensación.

Todas las ideas anteriores no son sino una mínima expresión de la vasta tarea que tiene por delante la construcción de un sistema de pagos europeo. Es éste un tema sobre el que sólo muy recientemente se ha empezado a pensar de manera organizada, y que, por el tratamiento que se le ha dado en los borradores de Estatutos del Banco Central Europeo, es de temer que no ha sido considerado con la debida profundidad, poniendo en peligro la existencia de una institución que sea en realidad un banco central.

La estructura institucional que servirá para canalizar todas las soluciones a los problemas anteriores se ha puesto en marcha muy recientemente. Está funcionando básicamente en torno a dos centros: la Comisión Europea y el Comité de Gobernadores de Bancos Centrales de Basilea, que han organizado diversos grupos de trabajo que están tratando de clarificar la situación actual de los sistemas de pagos en los diferentes países y, al tiempo, tratando de delimitar las posibles líneas de desarrollo futuro en el sentido que antes mencionaba.

II. SITUACION ACTUAL EN ESPAÑA

1. Características de nuestro sistema de pagos

Antes de considerar las características más sobresalientes de los circuitos de compensación y liquidación interbancaria en nuestro país —y muy especialmente el SNCE y el STMD—, puede tener interés recapitular, siguiendo el trabajo de J. San-

tillán, los rasgos más claramente definitorios de nuestro sistema de pagos. Estos son, resumiendo, los siguientes:

1) En nuestro sistema, se dan simultáneamente elementos propios de los sistemas de pagos más avanzados y otros más propios de sistemas menos desarrollados. Así, por ejemplo, junto a la automatización de los intercambios, los cajeros automáticos, los sistemas de anotaciones en cuenta, etcétera, nos encontramos con la extraordinaria importancia del efectivo y, de entre los instrumentos de pago, con la absoluta preponderancia del cheque.

El peso del efectivo, explicado por un conjunto de razones —entre las que pueden destacarse la fragmentación de la red comercial, las elevadas tasas de paro, la economía sumergida y la mayor opacidad fiscal—, es en nuestro país muy superior al que tiene en los restantes países. Así, su peso relativo en los agregados monetarios es muy alto y creciente. Igualmente, cualquiera de los indicadores de su velocidad de circulación —es decir, su relación con el consumo privado y con el PIB— muestra unos valores sólo superados, en el primer caso, por Japón.

2) Una influencia decisiva sobre las características del sistema de pagos ha tenido la configuración y estructura del sistema bancario español, y muy especialmente la extensa red de oficinas. Esta red, que lleva consigo unos *ratios* de habitantes por oficina y un tamaño medio por oficina de los más bajos entre los países industrializados, explica el papel preponderante del efectivo y del cheque, así como el peso de los procesos de compensación interbancaria, difíciles de estimar, pero seguramente superiores a los existentes en otros países.

Junto a esta preponderancia del sistema bancario, debe mencionarse la escasa participación de la red postal.

3) Entre los instrumentos de pago, tal como se mencionaba antes, el papel preponderante está representado por el cheque, con un 70 por 100 del total del volumen de pagos, seguido, a bastante distancia, por las transferencias (10 por 100), adeudos domiciliados (4 por 100), tarjetas de crédito, etcétera. Todo esto teniendo en cuenta únicamente la compensación a través de las cámaras tradicionales y el SNCE. Se mencionaba antes que la compensación interbancaria debía ser muy importante, y cabe estimar para 1990 un total, por este procedimiento, de 350 millones de transacciones, con un valor de 23 billones. De la importancia de este procedimiento da una buena idea el hecho de

que a través de las cámaras y el SNCE se ha compensado, en el mismo período, un total de 570 millones de operaciones, por un valor de 124 billones de pesetas.

4) Otra de las características de nuestro sistema de pagos es la gran implantación de los sistemas electrónicos de retirada de fondos y la cooperación de las entidades en la explotación de estas redes automáticas. El número de cajeros automáticos en 1990 era de 14.000, que totalizarán en el año 355 millones de transacciones, por un valor de 4 billones de pesetas.

5) En este momento, nuestro sistema de pagos está cubierto por tres redes:

a) Las cámaras de compensación tradicionales, que paulatinamente han ido sustituyendo el soporte de papel por el intercambio de información con soporte magnético.

b) El Sistema Nacional de Compensación Electrónica, que utiliza la interconexión de ordenadores para el intercambio de la información.

Ambos sistemas compensan los instrumentos que recogen la movilización de medios de pago entre las entidades bancarias y su clientela. La importancia relativa de los tres soportes que se dan en los tres sistemas sería, sobre el número total de operaciones compensadas: un 54 por 100 para el soporte papel, un 28 por 100 para soporte magnético y un 18 por 100 para interconexión de ordenadores. Esta estructura está cambiando muy rápidamente, como luego se verá, por el desarrollo del SNCE.

c) La tercera red está constituida por el STMD, que compensa y liquida las operaciones relacionadas con los mercados interbancarios, deuda anotada, etcétera.

6) Por último, destacar en este rápido repaso la cooperación de las entidades en la creación de sistemas de compensación y liquidación interbancaria, así como el papel del Banco de España —mucho más implicado en estos temas que otros bancos centrales comunitarios— en los sistemas de pagos como agente y como supervisor.

La implicación de los diferentes bancos centrales en el sistema de pagos es diferente, y depende en gran medida de factores históricos. Un reciente trabajo, referente a este tema, para el Grupo de los Diez permite asegurar que la implicación del Banco de España es bastante mayor que la de la mayoría de los bancos centrales.

En efecto, y como todos ustedes saben, el Banco, en su triple papel de cooperación en el diseño

de sistemas, agente operante en ellos y responsable de la supervisión de su funcionamiento, desarrolla una serie de funciones bastante amplias. Así, además de ofrecer los servicios de cuenta corriente a las entidades financieras y al Tesoro, el Banco se encarga de la gestión del STMD y de la Central de Anotaciones en Cuenta en Deuda del Estado, de la liquidación del Sistema Nacional de Compensación Electrónica, de las cámaras de compensación y bolsas, así como de los mercados organizados de futuros, opciones y pagarés de empresa.

Esta elevada concentración de los procesos de compensación y liquidación lleva a considerar el problema de los riesgos a que luego aludiré. Querría referirme ahora, brevemente, a los sistemas de pagos centrados en torno al SNCE (pagos minoristas) y al STMD (pagos mayoristas o interbancarios), que constituyen las dos redes fundamentales.

2. El Sistema Nacional de Compensación Electrónica (SNCE)

La estructura tradicional antes señalada se está viendo alterada, y lo estará más en el futuro inmediato, por la creación y desarrollo del Sistema Nacional de Compensación Electrónica. Este, que no se constituye como tal hasta el año 1987, basándose en las experiencias comunes de un grupo de entidades y en el desarrollo de los sistemas de telecomunicación, está estableciendo 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 13 de marzo de 1990 comenzó a funcionar de manera efectiva el SNCE con la compensación y liquidación de cheques mediante interconexión de ordenadores. La operativa es muy sencilla. En horario nocturno (de 9 a 11,30), las entidades intercambian entre sí los datos representativos de los cheques que tienen para compensar, obteniéndose para cada par de entidades un saldo neto. Estos saldos son comunicados al Sistema Nacional de Liquidación, en el Banco de España, que obtiene un saldo neto acreedor o deudor para cada entidad y liquida en las cuentas de tesorería de las entidades.

En caso de detectarse discrepancias entre los saldos comunicados por dos entidades, existen una serie de criterios para su resolución en un corto espacio de tiempo (si la cantidad de discrepancia es menor de diez millones, se toma la comunicada por la entidad deudora; si es mayor, deberán conciliarse entre ellas, y si no se logra, el Banco de España anotará el saldo comunicado por la primera

entidad deudora), que, de no funcionar, conduciría a una anulación de las dos anotaciones.

La supervisión y regulación del Sistema corre a cargo del Banco de España, que actúa asesorado por una Comisión Asesora, compuesta por representantes de las entidades participantes en el Sistema, y cuyas funciones, realizadas a través de una serie de grupos de trabajo, son:

a) Elaboración y modificación de las normas de funcionamiento del SNCE, que posteriormente deberán ser aprobadas por el Banco de España.

b) Coordinación, vigilancia e impulso del desarrollo informático.

c) Propuesta de resolución al Banco de España de aquellos casos en que alguna entidad se sienta lesionada.

d) Elaboración de estadísticas de la compensación electrónica.

No tiene sentido extenderse más sobre el funcionamiento del Sistema Nacional de Compensación Electrónica —aparte de que un reciente libro de Antonio Rosas, publicado por el Banco de España, lo describe mucho mejor de lo que yo podría hacerlo aquí ahora—, pero sí explicar brevemente sobre qué realidad se aplica dicho Sistema y cómo está evolucionando.

El resumen estadístico —con las limitaciones antes señaladas de referirme sólo a la compensación «externa»— del año 1990 muestra que en el año se compensaron un total de 570 millones de operaciones, por un valor de 124 billones de pesetas, a través del conjunto de sistemas que funcionan en este momento (cámaras, soporte magnético e interconexión de ordenadores).

El 70 por 100 de ese valor corresponde al Subsistema del Cheques y Pagarés de Cuenta Corriente, único subsistema que en este momento está en funcionamiento en el marco del SNCE. De los 86 billones que representaba este Subsistema en el total de intercambios, un 22 por 100 correspondía al intercambio mediante interconexión de ordenadores. La existencia del límite de truncamiento hace que este total corresponda a un 48 por 100 del total de operaciones. A principios del año 1992, está previsto que empiece a funcionar mediante interconexión —esto es, dentro del Sistema Nacional de Compensación Electrónica— el Subsistema de Transferencias, que se intercambia en su totalidad mediante soporte magnético. Este Subsistema, que representa un 10 por 100 tanto en valor de operaciones como en número, se incorporará

con más rapidez que el de cheques, y con ello el Sistema recibirá un impulso definitivo. Los restantes subsistemas están en un estadio más atrasado; así, el segundo en importancia —recibos—, con un 31 por 100 del total de operaciones, y el de efectos de comercio, que representa un 20 por 100 del total de operaciones intercambiadas, se tramitan en este momento básicamente a través de cámaras, por lo que su incorporación será forzosamente más lenta.

En cualquier caso, lo más difícil del proceso ya está realizado, y la implicación de las entidades es completa. En este momento, están participando en el Subsistema de Cheques y Pagarés un total de 23 asociadas. Lógicamente, cabe pensar que no muchas más entidades actuarán en los diferentes subsistemas como asociadas —ya que ello implica unos grados de compromiso y desarrollo tecnológico muy elevados— y la mayoría de las restantes lo harán como representadas. La Comisión Asesora, considerando que un excesivo número de entidades de pequeño tamaño podría, dadas las características del Sistema, entorpecer su funcionamiento, aprobó recientemente algunas medidas tendentes a incrementar la eficacia de tal funcionamiento. Muy brevemente, estableció un nivel mínimo de actividad necesario para poder tener acceso al Sistema (nivel de actividad en el que jugaban la proporción de activos de la entidad sobre los activos totales y el número de operaciones compensadas por ella sobre el total), fijó la necesaria permanencia en el tiempo de este nivel, estableciendo en dos años el período límite en el que si no se alcanzaba o mantenía el citado nivel de actividad mínima se produciría la salida de la entidad, y fijó en seis meses el período a transcurrir desde que una entidad solicitaba la inscripción en el registro del SNCE hasta que empezaba a actuar efectivamente en alguno de los subsistemas.

Hasta el presente, están inscritos en el Sistema —lo que no implica en todos los casos participación efectiva en algún subsistema— 57 bancos (19 asociados y 38 representados), 57 cajas (5 asociadas y 52 representadas), Caja Postal, una entidad oficial de crédito y 40 cooperativas (3 asociadas).

Al margen de los desarrollos del SNCE en un próximo futuro, y aunque fuera de su ámbito, tiene interés hacer alguna alusión a los primeros pasos dados para el establecimiento de un sistema de compensación y liquidación de operaciones en divisas. Sistema que adquiere un interés mayor a la luz de las iniciativas, tanto en el ámbito internacional como en el comunitario, que ya han sido comentadas.

3. Compensación y liquidación de pagos en divisas

Aprovechando el antecedente que representaba el sistema de normalización de los intercambios de órdenes de pago en pesetas convertibles, el Comité Técnico Interbancario de extranjero ha iniciado los primeros estudios de normalización de la compensación y liquidación de pagos en divisas entre entidades de crédito residentes.

En las reuniones mantenidas hasta el momento, se perfila un sistema, en una secuencia temporal D + 2, que abarcaría las operaciones en moneda extranjera realizadas por los miembros en nombre propio o por cuenta de sus clientes; es decir, tanto operaciones mayoristas como minoristas.

En estas etapas iniciales, y sin ánimo de ser exhaustivos, habría que precisar una serie de extremos importantes.

- Habría que definir las entidades participantes. ¿Serán todas aquellas con funciones delegadas, o simplemente las que tengan estatuto bancario? ¿Sería más práctico establecer la adhesión al sistema de un número menor de entidades —según su importancia operativa— y que las demás actúen como representadas?

- Habría, lógicamente, tantos procesos de compensación y liquidación como divisas distintas cotizadas en Madrid. ¿Sería conveniente empezar con todas, o limitarse sólo a las dos divisas más importantes? Probablemente esta última alternativa sería la más sensata.

- El proceso, tal como está diseñado inicialmente, implicaría: el día D se procedería al intercambio individualizado bilateral entre las entidades; el día D + 1 la cámara haría el neto de las operaciones, que enviaría de vuelta a las entidades, y, una vez confirmadas por éstas los respectivos netos, los enviaría al Banco de España; el día D + 2 se procedería a la liquidación, y habría que analizar si de ella se encargaría un banco privado o el Banco de España. Hay que tener en cuenta que las entidades no tienen cuentas en divisas en el Banco de España, así es que éste podría actuar como agente de la liquidación, haciendo seguir los totales a liquidar a un banco corresponsal extranjero, en el cual podrían tener cuentas tanto el Banco de España como las entidades participantes en el sistema.

Habría, pues, que definir la modalidad a adoptar, así como perfilar los sistemas de seguridad a establecer si el Banco aparece como agente frente al banco extranjero de las liquidaciones diarias. La obligación de cada una de las entidades, las garan-

tías que deberían adoptar, el sistema de penalización de incidencias y de resolución de las mismas, etcétera, son aspectos que, como la experiencia del STMD enseña, hay que dejar muy claramente establecidos desde un principio.

No tiene sentido extenderse más sobre este tema, y lo importante era dejar constancia de la línea en que se está trabajando, cuya culminación supondrá una mejora importante en nuestro sistema de pagos.

4. El Sistema Telefónico del Mercado de Dinero (STMD)

Vayamos ahora con el STMD. Durante mucho tiempo, he creído que sería ocioso describir con detalle en qué consiste el STMD, cuál es su actuación, cuáles sus funciones y, sobre todo, cuáles no son.

No obstante, acontecimientos recientes —y sobre todo las reacciones en torno a ellos— reflejan una cierta confusión, no sé si interesada, que creo necesario aclarar. No intentaré describir el STMD en detalle, pero sí mencionar algunos rasgos relevantes.

El STMD no es solamente un sistema de compensación y liquidación de operaciones, sino que es, además, un sistema de organización de mercado que lo hace diferente de los sistemas suministrados por bancos centrales de otros países. Sus funciones serían las siguientes:

1) Definición de los mercados, tipos de operaciones que se canalizan a través del sistema y delimitación de las entidades miembros que pueden participar en cada uno de los mercados organizados en torno a él. Esta delimitación se realiza en función de requisitos de solvencia y capacidad gerencial suficientes a juicio del Banco de España, lo que, obviamente, no significa que la simple pertenencia al STMD implique una acreditación sin límite para sus entidades adheridas, ni tampoco que deban relajarse los criterios para la asignación de riesgos a la hora de contratar operaciones bajo la suposición, en todo caso errónea, de que éstos —los riesgos de crédito, no los de liquidación, que efectivamente disminuyen— pudieran disminuir o cambiar su naturaleza por el simple hecho de que sean formalizados a través del STMD.

2) Registro de la información detallada de las operaciones contratadas entre las entidades miembros y, por tanto, de los riesgos contraídos por ellas en los correspondientes mercados. Esta función otorga seguridad y agilidad al mercado

desde una doble perspectiva. Por un lado, desde el punto de vista de la contratación, el STMD se configura en fedatario de ésta desde el momento en que las dos partes contratantes comparecen a través de las comunicaciones que realizan a dicho servicio, de forma que la negociación realizada telefónicamente, bien en directo o con la intervención de un mediador, queda formalizada en la práctica, y sin ningún otro trámite adicional, una vez que el STMD ha comprobado que no existen discrepancias entre ambas comunicaciones. Las operaciones así formalizadas quedan pendientes de ejecución al cierre de operaciones de la misma fecha, o de otra posterior si así fueran contratadas, con la única posibilidad de revocación en el supuesto de insuficiencia de saldo en cuenta de efectivo, o, en su caso, en cuenta de valores.

Por otra parte, en la fecha de vencimiento pactada para la retrocesión o ejecución de los compromisos inicialmente contraídos (vencimiento de depósitos, *repos*, operaciones a plazo), el STMD se encarga de incorporar al proceso de compensación del día las órdenes de adeudo y de abono en las cuentas de efectivo y de valores implícitas en las comunicaciones efectuadas por las entidades en la fecha de contratación de la operación. Ello confiere seguridad y agilidad al Sistema, puesto que disminuye el riesgo de liquidación que se derivaría de posibles errores u omisiones, así como el coste administrativo, como sucedería si las órdenes relativas al vencimiento de las operaciones tuvieran que ser objeto de una nueva comunicación.

Por este hecho, todas las operaciones entradas en el Sistema son operaciones nuevas, y no ha lugar a pensar que cualquier operación de un día es una renovación de otra que vence ese día.

3) A su vez, el STMD ofrece servicios de información al mercado, devolviendo, al cierre de operaciones, y de forma agregada, la información contenida en sus registros sobre importes, precios y plazos contratados en cada uno de los mercados, confiriéndoles transparencia y completando la labor que en este sentido vienen desempeñando los sistemas de cotización suministrados por los mediadores y agencias de información especializadas.

Con independencia de esta información de carácter estadístico, el STMD podría facilitar, además, información sobre el estado de riesgos de sus entidades participantes. Sin embargo, hasta la fecha, este tipo de servicios no han sido demandados por el mercado, al menos de una forma explícita; pero, en todo caso, será objeto de estudio una vez implantada la operativa de los depósitos

interbancarios transferibles. Es necesario dotar al Sistema de mayor transparencia, y esto debe hacerse, de acuerdo con las instituciones participantes, de forma que la información suministrada sea lo suficientemente matizada como para no revelar estrategias o poner en igualdad de condiciones a entidades que representan por sí mismas diferentes clases de riesgo.

4) Finalmente, el STMD desempeña la función de ejecución, compensación y liquidación de las operaciones formalizadas a través de él; a cuyos efectos, las entidades participantes deben disponer de una cuenta de tesorería (como titulares o en régimen de domiciliación) y, en su caso, de una cuenta de valores en la Central de Anotaciones.

El proceso de compensación llevado a cabo diariamente por el STMD se desarrolla en un doble ámbito: en el de la cuenta de tesorería, para la compensación de efectivo, y en el de las cuentas de valores de la Central de Anotaciones, para la compensación de estos últimos. En consecuencia, se desarrollan dos procesos de compensación cuyo buen fin queda superpuesto o condicionado el uno al otro, puesto que ambos son revocables en caso de insuficiencia de saldo en las cuentas correspondientes, y además debe prevalecer necesariamente el principio de pago contra entrega en las operaciones de compraventa de deuda anotada.

La superposición de ambos procesos, unida a la concurrencia en la compensación de un elevado número de entidades de características y dimensiones muy diferentes, y a la confluencia de operaciones bilaterales y multilaterales dentro de un mismo proceso, pone de manifiesto la posibilidad de que pudieran materializarse riesgos de liquidación y, como consecuencia del encadenamiento de operaciones, riesgos de sistema que podrían alcanzar a todos los mercados financieros que se liquidan sobre la cuenta de tesorería.

5) En efecto, esta concentración y elevado volumen de operaciones implica que los procesos de cierre de operaciones son siempre complicados y generan riesgos. A pesar de la complejidad antes mencionada, el funcionamiento ha mejorado en los últimos meses. La hora de finalización de los procesos de liquidación es un indicador de este funcionamiento, y no sólo por la eficacia en la resolución de incidencias y la rapidez en la liquidación, sino fundamentalmente por la tranquilidad que da a las entidades. Este cierre, que hace dos años estaba en torno a las siete de la tarde, se ha situado en torno a las cuatro en los últimos meses. Indudablemente, las medidas adoptadas en este período

de tiempo —clarificación de las condiciones de funcionamiento, apertura de la sesión de tarde, introducción del desplazamiento de un día hábil en las transacciones con particulares para determinadas operaciones, penalización mayor establecida en el nuevo cuadro de tarifas, revisión de la aplicación informática que gestionaba los procesos de transmisión de órdenes (las órdenes casadas no vuelven a ser manipuladas), mayor nivel de disciplina, etc.— han contribuido a la mejora indicada. Por todo ello, se debe destacar que, a pesar de la reducción del coeficiente de caja, no se ha producido incremento alguno en el número de incidentes registrados al cierre de operaciones como consecuencia de posibles insuficiencias de saldo, observándose una significativa reducción de aquéllos (en torno al 40 por 100) desde que fue implantado el actual régimen, y ello a pesar del creciente volumen de operaciones que se canaliza a través del Sistema.

En efecto, la operativa a través del Sistema está creciendo ininterrumpidamente. Así, en el último mes de septiembre la media diaria era de 2.100 operaciones, con un importe efectivo medio por operación de 2.500 millones. Cifras que, en el mismo mes del año anterior, eran 1.900 y 1.500, respectivamente. Estos volúmenes se multiplican por tres los miércoles de vencimientos tipificados de los contratos de plazo, futuros y opciones.

Todo lo anterior ha configurado un sistema que durante los últimos quince años ha venido funcionando con eficacia, pero ni este sistema, que desde luego es perfectible, ni ningún otro de entre los modelos mencionados en la primera parte de este trabajo, son sustituto de la actividad de las entidades en la cuidadosa consideración de los riesgos que asumen. Por ello, las medidas anteriormente mencionadas y el claro esfuerzo de las entidades por evitar la aparición de problemas, agilizando su propia gestión y los recursos a ella destinados, no son suficientes ni implican una solución definitiva.

El próximo avance del Sistema se articulará en torno a la conexión de los ordenadores del Banco y de las entidades. Es éste un tema en el que se está trabajando, y que todavía requerirá algún tiempo. Mientras tanto, sí que está avanzando el proyecto de unir mediante pantallas el STMD con las entidades participantes. Esta monitorización del STMD, cuya fase experimental con un número limitado de entidades empieza estos días, ofrecerá a las participantes la introducción directa de las órdenes, así como facilidades de consulta acerca de la situación en que se encuentran las órdenes cursadas, y les permitirá tomar las medidas nece-

sarias para la resolución de incidencias a medida que se vayan produciendo, sin necesidad de tener que esperar a la hora de cierre de los mercados. Igualmente, será factible el control de las posiciones, que podrá permitir, si en el futuro se considerara necesario, condicionar la ejecución, e incluso la entrada, de órdenes al cumplimiento de los requisitos de garantía que se establezcan. No menos importante será también la posibilidad de difusión

de información en el curso de la propia sesión de mercado.

NOTA

(*) Debo agradecer las observaciones y sugerencias de Miguel Pellicer y Javier Aríztegui y, sobre todo, la colaboración de Susana Núñez.