

LA UNIÓN MONETARIA Y LA LIQUIDACIÓN DE LAS OPERACIONES DE MERCADO MONETARIO

Antonio Sánchez Soliño

INTRODUCCIÓN

El proceso de la unión monetaria y la transición a la moneda única europea constituyen, sin duda, el centro del debate económico actual en los países de la Unión Europea (UE).

En esta exposición, se va a partir de una hipótesis básica: que el Tratado de la Unión Europea no se va a modificar en lo que atañe a la unión monetaria. Esto significa que en 1999 estará en marcha la tercera fase de ésta.

Como es sabido, la unión monetaria, tal como está planteada en el Tratado de la Unión Europea, implica la creación de una nueva institución: el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), formado por el Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales de los estados miembros de la Unión Europea.

Las funciones básicas asignadas al SEBC, dentro del objetivo principal de la estabilidad de precios, son cuatro, según el artículo 105.2 del Tratado de la Unión:

- 1) Definir y ejecutar la política monetaria de la Comunidad.
- 2) Realizar operaciones de divisas.
- 3) Poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los estados miembros.
- 4) Promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago.

El tema de este trabajo está relacionado, sobre todo, con las funciones 1 y 4 de las anteriormente mencionadas.

DEFINICIÓN Y EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Por su propia naturaleza, la definición de la política monetaria constituye un proceso de decisión que estará centralizado en el Consejo de Gobierno del BCE, compuesto por los miembros del Comité

Ejecutivo del BCE y los gobernadores de los bancos centrales de los estados que formen parte de la unión monetaria. Sin embargo, la forma de ejecutar la política monetaria es un tema aún en discusión y que permite diversas posibilidades dentro de los principios establecidos en el Tratado. Este tema está también estrechamente relacionado con la función 4, mencionada anteriormente, ya que la transmisión adecuada de la política monetaria requiere unos mercados monetarios eficientes, que para su funcionamiento correcto deben disponer a su vez de un sistema de pagos que permita una liquidación ágil y segura de las operaciones.

Por estas razones, los bancos centrales de los países miembros de la UE han decidido la creación de un sistema de pagos formado por los sistemas de liquidación de cada uno de los bancos centrales, más la conexión entre ellos. A través de este sistema de pagos, denominado TARGET (*Trans-euro-pean automated real-time gross-settlement express transfer system*), se liquidarán las operaciones de política monetaria realizadas por el SEBC, así como buena parte de las operaciones de mercado monetario realizadas entre las entidades de crédito.

EL SISTEMA TARGET

El fin principal de este trabajo es tratar de mostrar el esquema de funcionamiento del sistema TARGET y en qué puede afectar a la operativa actual de las entidades de crédito.

El desarrollo del sistema TARGET se encuentra bajo la dirección de un grupo de trabajo específico, dedicado a los sistemas de pagos en la UE, y bajo la responsabilidad última del Consejo del Instituto Monetario Europeo.

Los objetivos que se han establecido explícitamente para el sistema TARGET son dos:

- Responder a las necesidades de la política monetaria única en la tercera fase de la unión monetaria.
- Conseguir mecanismos solventes y eficientes

para la liquidación de los grandes pagos, incluyendo entre éstos las operaciones de mercado monetario.

En definitiva, el sistema TARGET será una pieza básica para el cumplimiento de las funciones del SEBC anteriormente señaladas.

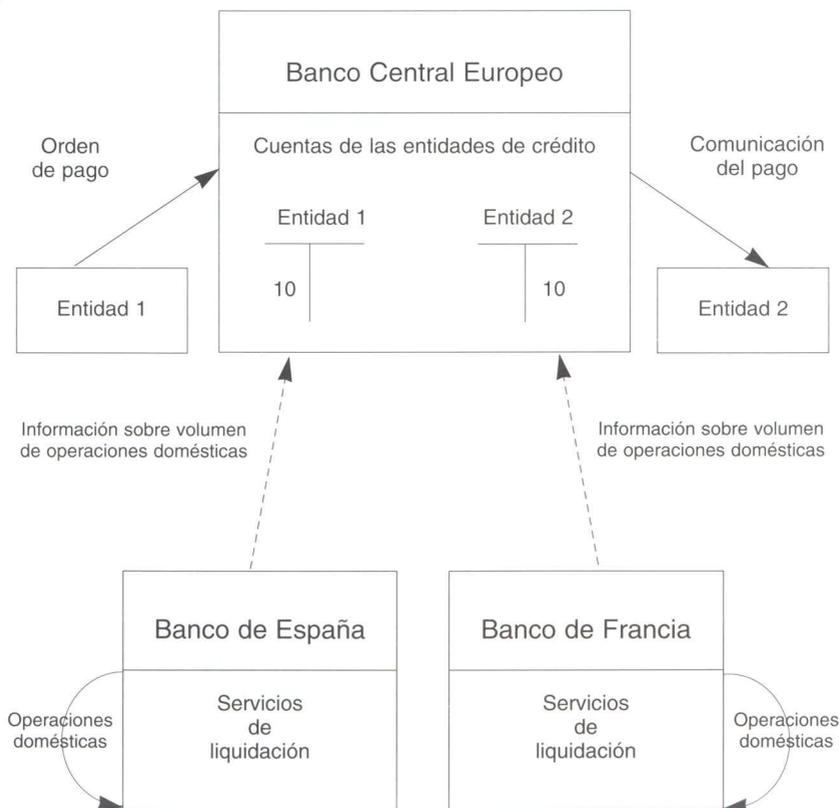
Los Estatutos del SEBC dejan un amplio margen de discrecionalidad en el desarrollo de la organización del SEBC, como puede deducirse del artículo 12.1, según el cual: «En la medida en que se estime posible y adecuado (...) el BCE recurrirá a los bancos centrales nacionales para ejecutar las operaciones que correspondan a las funciones del SEBC.» La redacción de este artículo es lo suficientemente ambigua como para que quepan, dentro del ámbito que nos ocupa, diversas posibilidades en cuanto a la estructura organizativa del sistema de liquidación del futuro SEBC.

Estas distintas posibilidades son, básicamente, variantes de las dos que se muestran en los esquemas 1 y 2, si bien éstos se refieren a los dos casos más extremos: en el 1, tanto la comunicación como la liquidación de los pagos aparecen centralizadas en el BCE, mientras que en el 2, tanto la comunica-

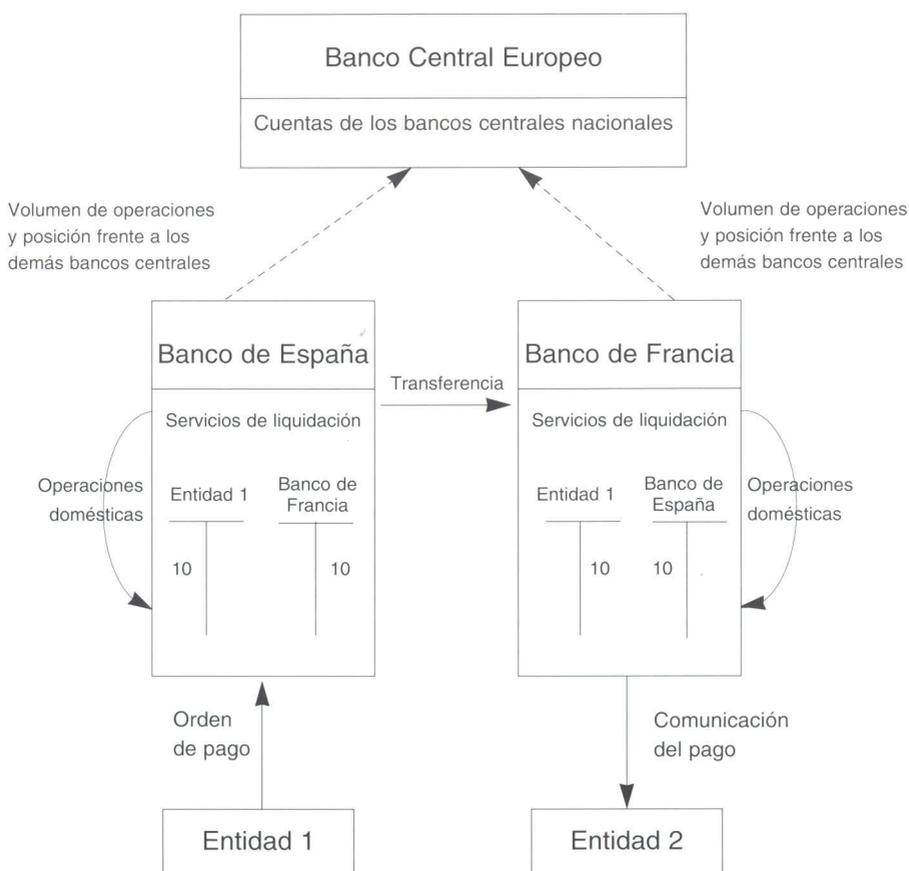
ción como la liquidación de los pagos están descentralizadas en los bancos centrales nacionales. Las operaciones puramente domésticas se liquidan de la misma forma en ambos casos, utilizando los servicios de liquidación del banco central nacional correspondiente. La diferencia está en la forma de comunicar y de liquidar las operaciones transfronterizas entre dos entidades de crédito de dos países de la Unión Europea (1).

En los esquemas 1 y 2 hemos tomado, a título de ejemplo, una operación en la que una entidad de crédito que opera en España realiza un pago de 10 millones de euros a otra entidad operante en Francia utilizando para ello los servicios de liquidación del SEBC. Dicha operación puede ser por cuenta propia o por cuenta de clientes. En el esquema 1, las entidades de crédito pueden mantener cuentas de tesorería en el Banco Central Europeo. En ese caso, las órdenes de pago se transmiten directamente, por medios electrónicos, al BCE, que las asienta en las respectivas cuentas de las entidades. El papel de los bancos centrales nacionales queda limitado a la liquidación de las operaciones domésticas, de cuyo volumen agregado es informado el

ESQUEMA 1
SISTEMA DE LIQUIDACIÓN CENTRALIZADO EN EL BANCO CENTRAL EUROPEO



**ESQUEMA 2
SISTEMA DE LIQUIDACIÓN DESCENTRALIZADO**



BCE sólo a efectos estadísticos. En un esquema como éste sería lógico esperar que el grueso de las operaciones de política monetaria las realizara el BCE con las entidades de crédito más importantes de la UE, que serían las que dispondrían de cuenta en el BCE. La ventaja de un sistema de estas características sería el avance rápido hacia la integración de los mercados monetarios, dando lugar al desarrollo de entidades de crédito de ámbito realmente europeo. Por contra, el mayor problema que presenta este esquema es la necesidad de crear un sistema nuevo partiendo prácticamente de cero, sin experiencia previa y con la necesidad de que sea plenamente operativo desde el primer día, tras la puesta en marcha de la tercera fase de la unión monetaria. Ésta ha sido la razón más importante para la elección, al menos por ahora (2), de un sistema como el del esquema 2. En éste los bancos centrales nacionales mantienen cuentas recíprocas entre ellos, y las entidades de crédito sólo tienen cuenta en los bancos centrales nacionales y no en el BCE. La entidad de crédito 1 comunica la orden de pago a los servicios de liquidación del Banco de España. Éste, tras comprobar la existen-

cia de saldo en la cuenta de la entidad 1, abona la cuenta del Banco de Francia y comunica a éste la orden en favor de la entidad 2. El Banco de Francia adeuda la cuenta del Banco de España y comunica el pago a la entidad 2. Finalmente, ambos bancos centrales comunican al BCE el volumen agregado de operaciones y sus posiciones correspondientes, que previsiblemente habrán de ser compensadas a través de sus cuentas en el Banco Central Europeo.

Este esquema descentralizado, expuesto de forma muy simplificada, es el finalmente adoptado por TARGET. La gran ventaja de esta alternativa es poder seguir utilizando los sistemas de pago nacionales ya establecidos. Las operaciones de política monetaria, cuyas grandes líneas serían decididas, como ya hemos dicho, por el Consejo de Gobierno del BCE, serían ejecutadas de forma descentralizada por los bancos centrales nacionales. Sin embargo, un esquema de estas características implica la necesidad de una adecuada coordinación entre los sistemas de liquidación de los bancos centrales nacionales. Para ello se han establecido unas características mínimas comunes, que tendrán que

cumplir dichos sistemas para garantizar su interconexión. Básicamente, estas características son las siguientes:

1) Acceso no discriminatorio de las entidades de crédito a los servicios de liquidación de los bancos centrales nacionales. Esto incluye la posibilidad del llamado «acceso remoto»; es decir, la participación de una entidad sin establecimiento permanente en el país correspondiente.

2) Liquidación en tiempo real de las operaciones. Esto implica la firmeza inmediata de las órdenes de pago una vez que son recibidas en el banco central, comprobada la existencia de saldo y abonada la cuenta correspondiente. A su vez, esto exige el mantenimiento de unas garantías adecuadas por parte de las entidades de crédito con posiciones deudoras, que permitan al banco central proporcionar la liquidez intradía necesaria para el funcionamiento fluido de los mercados.

3) Consistencia entre los sistemas nacionales en los aspectos legales. En este sentido, existe un grupo de expertos legales, en el ámbito de la Comisión Europea, cuyo trabajo podría materializarse en el futuro en una propuesta de directiva que establezca normas comunes para los estados miembros en lo que se refiere a la firmeza de la liquidación, lo que supondría el reforzamiento de la seguridad de los sistemas de pagos (incluyendo aquellos que formarán el sistema TARGET) desde el punto de vista jurídico.

4) Características técnicas comunes (confidencialidad de las órdenes, horarios, tipos de mensajes, etcétera).

El grado de armonización de las características técnicas no está aún completamente definido. En principio, y con un esquema descentralizado, es posible mantener, por ejemplo, los distintos tipos de mensajes establecidos por cada banco central nacional en su ámbito. En este caso, las entidades de crédito se verán mínimamente afectadas respecto a su operativa actual y será el banco central correspondiente el que tendrá que garantizar el cambio de formato necesario para que la orden pueda ser transmitida a través de la red establecida en el ámbito del SEBC. Esta red es lo que constituirá el llamado «Sistema *Interlinking*», que conectará a todos los bancos centrales entre sí y con el BCE. El sistema TARGET, por tanto, estará compuesto por la red *Interlinking* más los sistemas de liquidación establecidos por cada uno de los bancos centrales nacionales.

La red *Interlinking* es el único componente del sistema totalmente nuevo. De su diseño y desarrollo se encarga un equipo creado exclusivamente para este proyecto con personal especializado del Instituto Monetario Europeo, y que mantiene un estrecho contacto con los responsables de los servicios de liquidación de los bancos centrales nacionales.

En las operaciones transfronterizas, dentro del ámbito europeo, el sistema TARGET sustituirá con ventaja al actual sistema de corresponsalías establecido por las entidades de crédito. Conviene aclarar, no obstante, que en ningún caso se pretende eliminar totalmente la utilización de corresponsales ni forzar la utilización del sistema TARGET. Sin embargo, es de prever que se producirá una evolución en la UE hacia una situación más parecida a lo que son actualmente los sistemas de pagos nacionales, en los que la utilización de relaciones de corresponsalías es marginal.

El sistema TARGET podrá ser utilizado no sólo para las operaciones realizadas estrictamente en el ámbito de la UE, sino también para la liquidación del contravalor en la moneda única de las operaciones de compra-venta de divisas de las entidades de crédito, de los bancos centrales nacionales o del propio Banco Central Europeo.

Es importante destacar que la participación en el sistema TARGET no presupone la participación en la unión monetaria, a pesar de que una de sus funciones básicas es servir de soporte a la ejecución de la política monetaria única. Por consiguiente, el sistema estará abierto a todos los bancos centrales de los países miembros de la UE, incluyendo aquellos no integrados en la unión monetaria. Sin embargo, y también es importante destacar esto, la red del *Interlinking* operará exclusivamente en la moneda única europea. Los bancos centrales de los países no integrados en la unión monetaria se verían obligados, por tanto, a mantener cuentas de las entidades de crédito en la moneda única para participar en el sistema.

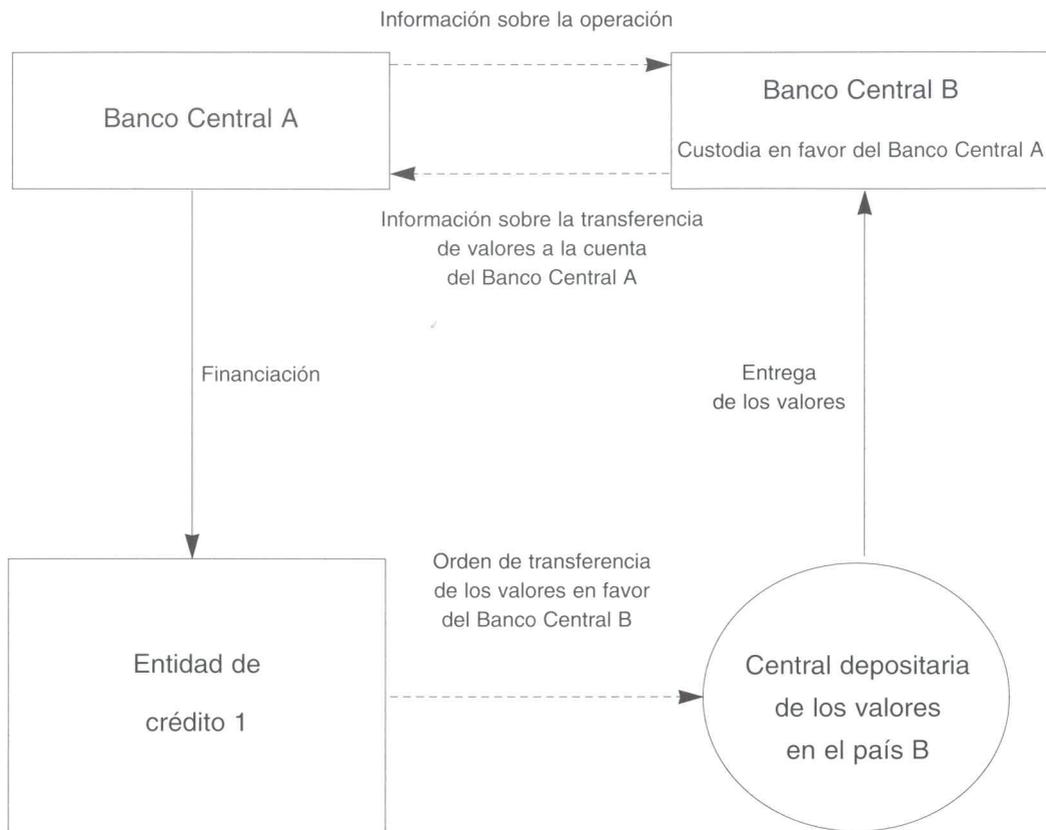
Por otra parte, el esquema organizativo del sistema TARGET está íntimamente relacionado con el proceso de transición a la moneda única. Ya dijimos al principio que partimos de la hipótesis de la no modificación del Tratado de Maastricht en el tema de la unión monetaria. Como es sabido, y siempre dentro de lo estipulado en dicho Tratado, en la última cumbre de Jefes de Estado y de Gobierno, celebrada en Madrid, se ha acordado, de forma definitiva, un calendario para la transición a la moneda única, manteniendo la fecha del 1 de enero de 1999 como la del inicio de la unión monetaria.

PROCESO DE TRANSICIÓN A LA MONEDA ÚNICA

El citado calendario contempla, a su vez, tres etapas en la transición a la moneda única:

a) La primera etapa abarcará desde el momento en que se tome la decisión sobre los países que formarán parte de la unión monetaria (durante los primeros meses de 1998) hasta la puesta en marcha de ésta, el 1 de enero de 1999. En esta etapa se nombrará el Consejo de Gobierno del

**ESQUEMA 3
CONEXIÓN DE LOS SISTEMAS DE LIQUIDACIÓN DE VALORES**



Banco Central Europeo y se acelerarán todos los preparativos técnicos para la unión monetaria.

b) La segunda etapa tendrá una duración máxima de tres años desde la puesta en marcha de la unión monetaria. Desde el primer día de ésta, los tipos de cambio de las monedas nacionales de los países integrados en la unión monetaria serán fijos e irrevocables respecto a la moneda única europea, y todas las operaciones de política monetaria seguirán las directrices del Banco Central Europeo y estarán denominadas en dicha moneda única. La ejecución de estas operaciones estará a cargo de los bancos centrales nacionales, canalizándolas precisamente a través del sistema TARGET. Desde el punto de vista del Banco de España, sería deseable que las entidades de crédito denominaran las operaciones de mercado monetario en la moneda única desde el primer momento, lo que contribuiría a asegurar la irreversibilidad del proceso y a fomentar la rapidez en la transición a la moneda única. Hay que destacar que el propio sistema bancario español ha manifestado su preferencia por un proceso rápido, por los menores costes operativos que supondría.

Durante esta segunda etapa, seguirán existiendo cuentas en la moneda nacional en las relaciones entre las entidades de crédito con su clientela. Los billetes y monedas seguirán estando denominados en la moneda nacional.

c) Por último, la tercera etapa comenzará como muy tarde el 1 de enero del año 2002, y tendrá una duración máxima de seis meses. Durante este período convivirán los billetes y monedas en la denominación nacional y en la moneda única, y al final del mismo desaparecerá la primera de ellas.

El período de transición es algo más complicado de lo que se ha tratado aquí, pero, sin extendernos en el tema, conviene destacar que el diseño descentralizado del sistema TARGET es lo suficientemente flexible como para permitir distintos ritmos de adaptación de los sistemas bancarios de cada país a la operativa en la moneda única.

Esta flexibilidad del sistema TARGET se refiere también a los posibles instrumentos que finalmente se adopten para la política monetaria única, tema que está aún abierto, y que, según la tendencia dominante entre los bancos centrales, sólo será deci-

dido en el seno del SEBC, una vez que éste sea puesto en marcha. Actualmente, uno de los principales temas de discusión entre los bancos centrales, en este campo, es la interconexión de los sistemas de liquidación de valores de cada país. Para ello, los bancos centrales actuarían como el canal que permitiría dicha conexión, análogamente al esquema de funcionamiento previsto para la liquidación de efectivo a través de TARGET.

El modelo que se está estudiando es el que aparece en el esquema 3. En dicho esquema, la entidad de crédito 1 desea hacer uso de los valores que tiene depositados en el país B como garantía para obtener liquidez del banco central del país A. Los pasos serían los siguientes: 1) El banco central A envía la información correspondiente sobre la operación al banco central B. 2) La entidad de crédito 1 transfiere los valores, situados en la central depositaria del país B, a favor del banco central B. 3) Este último transfiere los valores a una cuenta de valores del banco central A. Es decir, el banco central B actúa como corresponsal del banco central A. 4) Finalmente, el banco central A transfiere los fondos a la entidad de crédito 1.

En este esquema se asegura la entrega contra pago, ya que el banco central A no transfiere en firme los fondos hasta que no se confirma la recepción en firme de los valores en su cuenta correspondiente en el banco central B.

Las consecuencias de la puesta en marcha de un esquema como éste, o similar a éste, serían importantes, ya que facilitaría la utilización de los valores depositados en distintos países como contrapartida

en las operaciones de política monetaria de los bancos centrales, asegurando el funcionamiento de una política monetaria única.

Hay que añadir, por último, que el sistema TARGET se encuentra en una fase avanzada en su implantación, sobre todo en lo que se refiere al sistema *Interlinking*. Este último se encuentra a punto de entrar, tras las fases preliminar y de definición de las especificaciones técnicas, en la fase de desarrollo. El sistema de comunicaciones entre los bancos centrales será relativamente sencillo, lo que permite confiar en la entrada en pleno funcionamiento del sistema en la fecha prevista para la unión monetaria.

NOTAS

(1) En términos estrictos, estas operaciones dejan de ser transfronterizas al realizarse en un ámbito común establecido por el SEBC. Por otra parte, cuando se habla de una entidad de crédito de un determinado país, ya no nos referimos al concepto de residencia, y tampoco es relevante el de entidad con establecimiento permanente, sino al concepto más difuso de entidad que opera en dicho país.

(2) En principio, es posible que, en un momento posterior a la puesta en marcha de la tercera fase de la Unión Monetaria, se decida pasar a un sistema centralizado.

Los estatutos del SEBC no lo impiden, sino que, al contrario, el artículo 17 establece que:

«Con el fin de realizar sus operaciones, el BCE y los bancos centrales nacionales podrán abrir cuentas a entidades de crédito, a entidades públicas y a otros participantes en el mercado, así como aceptar activos, incluidos valores representados mediante anotaciones en cuenta, como garantía.»