

ASPECTOS TÉCNICOS DE LA INTRODUCCIÓN DEL EURO

Juan Pérez-Campanero

I. INTRODUCCIÓN

El objetivo de este trabajo tiene un ámbito limitado. No se trata aquí ninguno de los sin duda muy relevantes aspectos económicos o políticos que suscita la entrada en vigor de la tercera fase de la unión monetaria, ni la problemática de valoración de activos financieros antes y después de la introducción del euro. Tampoco se abordan los detalles exclusivamente informáticos de la conversión (reintroducción de los céntimos, cambios en las aplicaciones de gestión, etc.). El trabajo se centra en un breve examen de los principales aspectos técnicos asociados a la introducción del euro. Muchas de las cuestiones que se abordan aquí aún tienen una solución embrionaria y se irán perfilando con más nitidez en los próximos meses, pero sí estamos ya en condiciones de ofrecer una panorámica suficientemente amplia de los principales temas y dar un aroma de las dificultades y retos técnicos que se nos avecinan, en la esperanza de que resulten de alguna utilidad al lector.

II. RÉGIMEN JURÍDICO DEL EURO

La introducción de la moneda única suscita la necesidad de resolver numerosas cuestiones legales que afirman la armazón jurídica sobre la que se asiente la futura unión monetaria. Dos de los principales temas que era necesario resolver eran:

- *Continuidad legal de los contratos*, esto es, garantizar que los contratos firmados antes de la introducción del euro y referidos bien a monedas nacionales o a ecus sigan teniendo plena validez jurídica después de introducido el euro.
- *Marco legal del euro durante la fase de transición*, esto es, desde el momento de la introducción del euro hasta el momento de desaparición de las monedas nacionales.

Las bases legales del régimen jurídico del euro comenzaron a asentarse en los acuerdos adoptados en la cumbre de Madrid (15 y 16 de diciembre

de 1995). Los elementos más importantes de estos acuerdos son:

- Adopción de la denominación «euro» para la moneda única. Con posterioridad (concretamente, en la reunión del ECOFIN de Verona en abril de 1996) se acordó la subdivisión del euro en 100 «cents» o céntimos.
- El régimen jurídico del euro se concretaría en un reglamento cuya preparación debería estar concluida en diciembre de 1996.
- La tercera fase de la unión monetaria comenzaría el 1 de enero de 1999, y el plazo límite para la introducción de billetes y monedas en euro sería el 1 de enero de 2002.
- Conversión 1:1 entre el ecu y el euro, cuyos detalles jurídicos se determinarían con posterioridad.

En los meses posteriores se preparó la estructura jurídica, que recibiría la aprobación política en la cumbre de Dublín (diciembre de 1996) y la concreción definitiva de uno de sus reglamentos ya en 1997. Debido a las peculiaridades del calendario e incertidumbres sobre el conjunto de países integrantes de la tercera fase en un primer momento, el armazón jurídico ha debido articularse en dos textos diferentes con distinto formato jurídico:

- Un reglamento que contiene los principios jurídicos generales de la transición a la moneda única y que se basa en el artículo 235 del Tratado (que permite la aprobación, por unanimidad de todos los estados miembros, de todas aquellas actuaciones que, sin estar expresamente previstas en el propio Tratado, resultan necesarias para lograr en el funcionamiento del mercado común uno de los objetivos de la comunidad). Éste es el llamado *Reglamento sobre determinadas disposiciones relativas a la introducción del euro*. Cuando sea definitivamente aprobado, este reglamento tendrá entrada en vigor inmediata, pero su eficacia jurídica no se producirá hasta el 1 de enero de 1999. El reglamento ha quedado pendiente de la aprobación británica, que ha invocado la llamada «reserva parlamentaria» (*parliamentary scrutiny*) que requiere la previa san-

ción del Parlamento británico. La aprobación de este reglamento, inicialmente prevista para enero de 1997, quedó aplazada debido al calendario electoral británico.

• Este primer reglamento es complementario y antecedente del que, en su momento, aprobarán sólo aquellos estados miembros participantes en la unión monetaria al inicio de su tercera fase y que se basará en el artículo 109 L(4) del Tratado. Este reglamento contendrá las disposiciones de derecho monetario que conformen el régimen jurídico del euro propiamente dicho. Dado que no sabemos qué países accederán en una primera instancia a la tercera fase de la unión monetaria, en sentido estricto es imposible aprobar antes este Reglamento. No obstante, para enviar a los mercados una señal tranquilizadora acerca de la seguridad jurídica en relación a la introducción del euro, se ha dado publicidad al llamado *Proyecto de Reglamento sobre la introducción del euro*, texto sobre el que existe un acuerdo unánime en la gran mayoría de sus preceptos, estando todavía algunos aspectos en discusión. Aunque, en puridad, no se puede descartar que, en su día, los países que accedan a la tercera fase aprueben otra versión diferente, se debe entender que procederán a aprobar este mismo texto como reglamento de introducción del euro propiamente dicho.

Las cuestiones más relevantes que resuelve el *Reglamento sobre determinadas disposiciones relativas a la introducción del euro* son las siguientes:

1) Consagración del principio de continuidad de los contratos (art. 3), no incidiendo el cambio de moneda en las relaciones contractuales salvo previsión en contrario de las partes. En particular:

— La posible discontinuidad de los contratos sólo puede basarse en cláusulas que específicamente aludan a la introducción del euro como causa de terminación del contrato.

— Se hace mención expresa de que, en los contratos de interés fijo, se mantiene el tipo de interés nominal después de la introducción del euro.

— Continuidad eco-euro al tipo 1:1. Las referencias al eco en los contratos se presumirán hechas al eco cesta oficial salvo prueba en contrario.

— La normativa es aplicable en todos los estados miembros. Para contratos sometidos a jurisdicciones de terceros países, es aplicable si estas tercera jurisdicciones la aceptan.

2) Establecimiento de los tipos de conversión (con seis cifras significativas) y de las reglas de redondeo (arts. 4 y 5). No se va a publicar ninguna instrucción más detallada sobre redondeo por parte del Instituto Monetario Europeo (IME) o la Comisión Europea.

En cuanto al *Proyecto de Reglamento sobre la introducción del euro*, los puntos más importantes son:

1) Introducción del euro como moneda de los estados miembros participantes en la tercera fase de la unión monetaria y subdivisión en cien céntimos (arts. 2-5).

2) Régimen aplicable durante el período transitorio (desde el 1 de enero de 1999 hasta la introducción de las monedas y billetes de euro), que implica:

— Las monedas nacionales pasan a ser «expresiones no decimales del euro» y pierden, por tanto, su naturaleza anterior (art. 6).

— Se aplica el principio de «no compulsión, no prohibición» (art. 8), de forma que queda al acuerdo y libre elección entre las partes la denominación en que se ejecuten los contratos. Este principio queda, no obstante, cualificado por el llamado principio de fungibilidad euro-monedas nacionales, y así, el artículo 8.3 permite que en las deudas a pagar, mediante abono en cuenta, el deudor pueda satisfacer la deuda bien en euros o bien en moneda nacional y la entidad bancaria debe efectuar el abono en la moneda en que esté denominada la cuenta bancaria del acreedor. Nótese que esta solución permite a la industria financiera ofrecer servicios en euros a la clientela sin exigir que cada cliente tenga dos cuentas, una en euro y otra en moneda nacional.

— Permanece aún en discusión el tratamiento a dar a la redenominación de los valores (art. 8.4). Algunos países (Alemania) han defendido la opción de que se pueda imponer (no sólo permitir) a los emisores privados la redenominación en euro; y existe también discrepancia sobre si la jurisdicción recae sobre el país en cuya moneda nacional está denominada la emisión (posición defendida por Alemania) o el país cuya normativa contractual sea aplicable a la emisión (tesis francesa). La industria bancaria española se ha mostrado a favor de que se permita pero no oblige a la conversión, y que la jurisdicción aplicable sea la de la moneda de denominación de la emisión.

3) Se detallan diversos aspectos relativos a los billetes y monedas en euro. Éstos se introducirán no más tarde del 1 de enero de 2002, aunque es muy posible que (debido a que las navidades son el período de mayor circulación de efectivo, lo que dificulta técnicamente la introducción de los nuevos billetes y monedas) esa fecha se adelante un poco, quizás al 1 de octubre de 2001.

III. EL DISEÑO DE POLÍTICA MONETARIA

1. La elección de una estrategia de política monetaria

El artículo 105 (1) del Tratado define claramente el mandato del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) al indicar que «el objetivo principal del SEBC será mantener la estabilidad de precios».

El SEBC deberá desarrollar una estrategia de política monetaria tendente a la consecución de este objetivo, aspecto sobre el que el Tratado no establece más detalles. En los últimos meses, el Instituto Monetario Europeo y los bancos centrales nacionales han continuado trabajando sobre las consideraciones técnicas pertinentes a la elección de una estrategia, alcanzando algunas conclusiones pero no una propuesta definitiva. La decisión final sobre estrategia será adoptada por el consejo de gobierno del Banco Central Europeo (BCE) cuando esté constituido, tomando en cuenta el entorno económico y la estructura del mercado financiero del área euro.

Las discusiones de los bancos centrales y el IME consideraron cinco posibles estrategias de política monetaria, tres de las cuales ya han sido descartadas:

- Objetivos en términos de tipo de cambio, estrategia descartada porque puede resultar inconsistente con el objetivo interno de estabilidad de precios.
- Objetivos en términos de tipos de interés, estrategia descartada por la dificultad de identificar un nivel de tipo de interés real consistente con la estabilidad de precios.
- Objetivos en términos de renta nominal, estrategia descartada porque la renta nominal es de difícil control por parte del SEBC, podría conducir a tergiversaciones sobre el objetivo final, se vería afectada por revisiones sustanciales de los datos y podría conducir a una división indeterminada entre renta real y deflactor que creara incertidumbre sobre los resultados de la economía en términos de inflación.
- Objetivos monetarios.
- Objetivos directos de inflación.

La elección ha quedado centrada, pues, en estas dos últimas estrategias. El informe del IME nos recuerda que la fijación de objetivos monetarios tiene a su favor la mayor transparencia (señala la responsabilidad del SEBC sobre desarrollos que están bajo su más directo control y son directamente observables) y en su contra la incertidumbre respecto a las propiedades empíricas de la demanda de dinero en el área euro en la etapa 3. Un objetivo directo de inflación enfatiza la responsabilidad del SEBC, pero también requiere de relaciones estables entre variables económicas y financieras y la inflación futura. En cualquier caso, el IME ha señalado que «no es posible, o necesario, determinar en esta fase la estrategia que será preferiblemente adoptada por el SEBC» y que «las semejanzas en el comportamiento de los bancos centrales que adoptan estas dos estrategias son mayores que sus diferencias». También ha indicado que cualquiera que sea la estrategia adoptada incorporará cinco elementos indispensables:

— anuncio público de una definición cuantitativa del objetivo final de estabilidad de precios;

— anuncio público de un objetivo u objetivos específico(s) sobre el que pueda juzgarse de forma continua la actuación del SEBC;

— el uso de toda la información disponible relevante para el objetivo final, información que incluirá variables financieras (y en particular la curva de tipos de interés, agregados monetarios y de crédito, condiciones del mercado de crédito, rentabilidades de los bonos, tipos de cambio y precios de otros activos) y no financieras (variables de costes y precios, indicadores de demanda agregada y condiciones de oferta incluyendo la brecha de producto o *output gap*, balanza de pagos y encuestas de expectativas);

— un papel prominente para los agregados monetarios con objetivos o bandas objetivo para su crecimiento;

— el SEBC podrá realizar predicciones de inflación y otras variables económicas.

La estrategia finalmente adoptada podrá ser, pues, de objetivos monetarios, de objetivos directos de inflación o una combinación de ambas. En la discusión actual, algunos países (como Gran Bretaña o España) se inclinan más por el objetivo directo de inflación, y otros (señaladamente Alemania), más por el objetivo de agregados monetarios; pero, como señala el IME, las prácticas de política monetaria probablemente diferirán muy poco sea cual sea la elección.

2. Los instrumentos de la política monetaria

Para lograr su objetivo último y la implantación de las estrategias tendentes a conseguirlo, el SEBC contará con una serie de instrumentos y procedimientos. El desarrollo de estos instrumentos y procedimientos se realizará de acuerdo con un calendario establecido:

— El diseño conceptual de los instrumentos está ya concluido y se expone a continuación.

— El diseño de las especificaciones técnicas del marco operativo del SEBC se llevará a cabo a lo largo de la primera mitad de 1997.

— La implantación preparatoria se llevará a cabo en la segunda mitad de 1997 y primera mitad de 1998.

— En la segunda mitad de 1998, el BCE elegirá el conjunto final de instrumentos y el SEBC probará el marco operativo.

Los instrumentos con que contará el SEBC serán una gama de operaciones de mercado abierto, unas facilidades permanentes y el posible uso del coeficiente de caja.

En cuanto a las *operaciones de mercado abierto*, se consideran cuatro tipos de operaciones, que podrán ejecutarse como subastas normales, subastas rápidas o mediante operaciones bilaterales con entidades financieras y que pueden consistir en *repos* u otros instrumentos, según los casos. Las decisiones de política monetaria serán adoptadas por el BCE, pero ejecutadas en la mayoría de los casos por los bancos centrales nacionales (BCNs) integrantes del SEBC. Los cuatro tipos de operaciones aludidas (que aparecen esquematizadas en el cuadro núm. 1) son:

1) *Subastas periódicas de financiación básica*, análogas en su naturaleza a las actuales subastas decenales, y el principal instrumento de política monetaria. Tendrán frecuencia semanal y vencimiento quincenal y serán ejecutadas por los BCN en subastas estándar de inyección o drenaje de liquidez. Puesto que se liquidarán y compensarán en TARGET, podrán abonarse en cuenta el mismo día de la resolución de adjudicaciones e instrumentarse tanto como operaciones *repo* como préstamos con garantía de activos depositados en garantía de operaciones (que incluye clases de activos más amplias que las actualmente utilizadas en operaciones con el Banco de España, como se discute ampliamente en otro apartado). Las modalidades de subasta podrían ser diferentes a la actual subasta decenal (en particular, subasta de cantidades a tipo fijo o subasta «holandesa», etc.). Estas subastas semanales (sean a tipo fijo o variable) se anunciarán los lunes y se podrá pujar hasta primera hora del martes, día en que se fallará la subasta para liquidarla el miércoles (día de la semana que minimiza el número de festivos en Europa).

2) *Financiación a tres meses mediante subasta*, análoga a las anteriores, con frecuencia mensual y

vencimiento a tres meses, que debería representar un peso menor en la liquidez total del sistema. Esta figura, que no deja de resultar singular, responde al deseo alemán de encontrar una figura que reemplace su actual esquema de redescuento (que resulta un poco anacrónico en el contexto europeo, pero desempeña un papel importante entre las tareas del Bundesbank). La mayoría de los países quieren limitar el peso máximo de estas subastas dentro de la liquidez total inyectada a un 10 por 100, pero Alemania desea una cifra superior.

3) *Operaciones estructurales* para ajustar la posición de liquidez estructural del sector financiero frente al SEBC. Pueden consistir en operaciones de inyección (mediante *repos* o compras a vencimiento) o de drenaje (vía *repos*, ventas a vencimiento o emisión de certificados del SEBC). Las compraventas a vencimiento se realizarán por acuerdo bilateral, y las emisiones de certificados y los *repos* mediante el procedimiento normal de subasta. La liquidación y compensación de los certificados se realizará de forma descentralizada en los BCN. Estos certificados serán transmisibles a particulares.

4) *Operaciones de ajuste fino* tendentes, por ejemplo, a suavizar el impacto sobre los tipos de interés de fluctuaciones inesperadas en la liquidez. Se ejecutarán principalmente como *repos*, pero también pueden tomar la forma de compraventas simples a vencimiento, *swaps* de divisa y aceptación de depósitos a tipo fijo, instrumentándose mediante subastas «rápidas» o procedimientos bilaterales por los BCN; el consejo de gobierno del BCE podrá decidir si, excepcionalmente, el BCE puede efectuar operaciones de ajuste fino de forma centralizada o descentralizada. Nótese que, aunque las subastas de venta de valores con pacto de recompra para drenaje de liquidez serán una novedad en

CUADRO NÚM. 1
INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA DEL SEBC

Tipo de operaciones	Provisión de liquidez	Absorción de liquidez	Vencimiento	Frecuencia	Método
1) Operaciones de mercado abierto					
Principales	<i>Repos</i>	—	2 semanas	Semanal	Subasta
Financiación a largo plazo	<i>Repos</i>	—	3 meses	Mensual	Subasta
Ajuste fino	<i>Repos</i> <i>Swaps</i> divisa	<i>Repos</i> <i>Swaps</i> divisa Captación depósitos	no prefijado	no regular	Subasta rápida Bilateral
	Compras a vencimiento	Ventas a vencimiento		no regular	Bilateral
Estructural	<i>Repos</i>	Emisión certificados	estándar o no	regular o no	Subasta
2) Facilidades permanentes					
Crédito marginal	<i>Repos</i>		<i>Overnight</i>	A petición de las contrapartidas	
Depósito		Depósitos	<i>Overnight</i>	A petición de las contrapartidas	

Fuente: Instituto Monetario Europeo.

el esquema operativo español de política monetaria, el formato es muy similar al de las subastas de emisión de valores.

En segundo lugar, el SEBC contará con dos *facilidades permanentes* para la inyección y drenaje de liquidez *overnight*:

1) Facilidad de crédito marginal o préstamo lombardo, que permitirá a las entidades financieras obtener liquidez a un día del SEBC a un tipo de interés fijo bien mediante *repos* o bien mediante préstamos garantizados con póliza de depósito en garantía de operaciones. Estará disponible para todas las entidades que sean contrapartidas admisibles de los bancos centrales en operaciones de mercado abierto del SEBC y será enteramente gestionada por los BCN. El tipo de interés supondrá un techo a la banda de tipos de interés en circunstancias normales. Al cierre diario de operaciones en el sistema TARGET, las posiciones deudoras no liquidadas en la cuenta única tesorería de las entidades con sus BCN se considerarán automáticamente como una solicitud de préstamo lombardo asentada al cierre de operaciones el día.

2) Depósitos retribuidos. Las entidades financieras que sean contrapartidas admisibles del SEBC y excedentarias de liquidez podrán realizar operaciones de depósito de fondos a un día a un tipo de interés fijo en los BCN. El tipo aplicado representará en condiciones normales el suelo de la banda de tipos a un día. Está previsto que los excedentes mantenidos en cuenta por encima de los saldos exigibles por coeficiente de caja en su caso (o simplemente los saldos acreedores si no llega a implantarse un coeficiente de caja) se transformen al final del día a petición de las entidades en depósitos retribuidos en el banco central. También será gestionado de forma descentralizada por los BCN.

El gráfico 1, tomado del libro recientemente publicado por el Banco de España, resume la mecánica de los tipos de interés bajo el futuro esquema de política monetaria. Como puede apreciarse, este esquema es similar, aunque no idéntico, al vigente en la actualidad en Alemania.

3. ¿Un coeficiente de caja?

Los estatutos del SEBC contemplan la posibilidad de que el BCE exija a las entidades financieras el mantenimiento de un coeficiente de caja. Para ser implantado, tendría que ser aprobado por el Consejo Europeo (a propuesta del BCE). Aún no es posible saber, por tanto, si eventualmente existirá un coeficiente de caja en la unión monetaria y qué características adoptará. Éste es un tema muy polémico que suscita una clara hostilidad en los países (como el Reino Unido) que actualmente no utilizan este instrumento y arguyen que su introducción supondrá una desventaja competitiva del sistema fi-

nanciero europeo frente a sus competidores americano o japonés.

En cualquier caso, el IME ha redactado un borrador de propuesta al Consejo Europeo sobre el coeficiente de caja, y en los diversos foros económicos y de la comunidad de bancos centrales se siguen debatiendo aspectos concretos sobre su posible introducción. Un coeficiente de caja es desde luego posible y en estos momentos parece además probable, a pesar de la oposición que le puedan plantear algunos países. Algunas de las posibles características de este coeficiente de caja, de acuerdo con los trabajos preparatorios del mismo, serían:

— Se impondría no sólo a las entidades de crédito, sino a un conjunto más amplio de entidades financieras que posiblemente incluyera, entre otros, a los fondos de mercado monetario (conocidos como FIAMM en nuestro país). Excepcionalmente, el SEBC podrá eximir del coeficiente de caja a alguna institución, siempre sobre la base de no discriminación.

— La base del cómputo serían los saldos de pasivos de final del mes anterior y el cálculo del cumplimiento se hará por medias mensuales (sin posibilidad de compensar entre períodos mensuales).

— Las instituciones con establecimientos en varios estados miembros deberán cumplir el coeficiente de caja en todos ellos con los activos existentes en cada país y en función de sus pasivos en el país.

— Podría autorizarse por el BCN correspondiente, cuando exista vinculación probada, un cumplimiento indirecto del coeficiente a través de un intermediario (una especie de sindicación a efectos de cobertura del coeficiente).

— El tipo del coeficiente será uniforme en toda el área y estará remunerado.

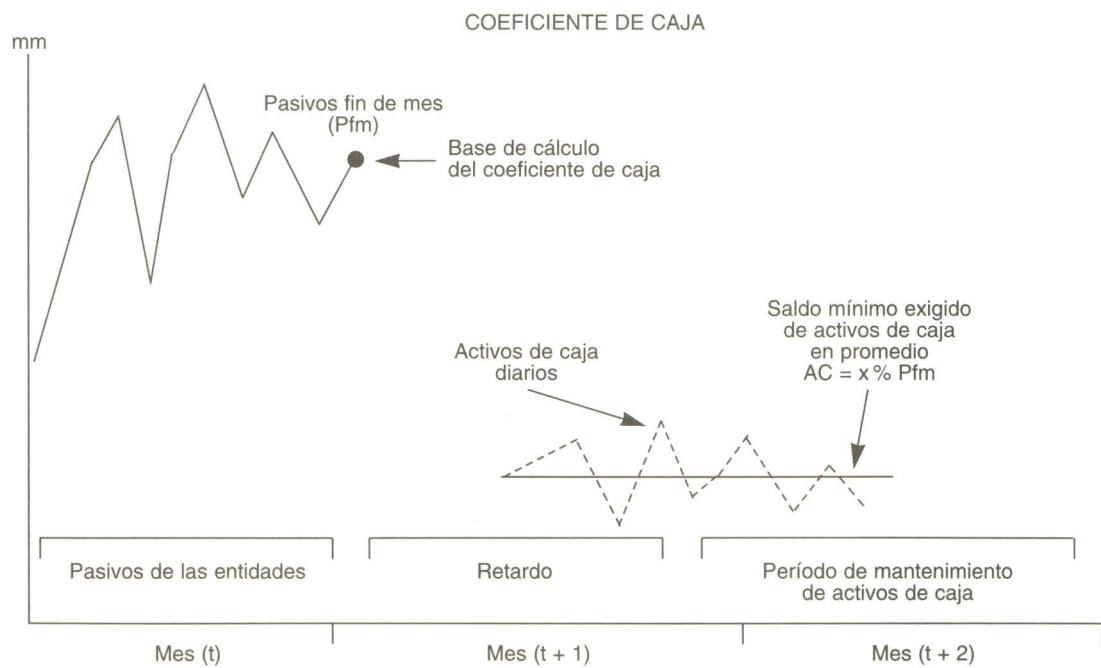
4. Intervención en los mercados de divisas

Tanto los textos legales como la discusión institucional son asombrosamente parcos a la hora de definir el papel de las instituciones europeas en lo que toca a la política de tipo de cambio y a las intervenciones en los mercados de divisas. Es, por tanto, muy poco lo que puede decirse sobre un tema tan importante:

— Política de tipo de cambio del euro. El Tratado no prescribe ninguna política específica de tipo de cambio o arreglo cambiario frente a terceras monedas fuera de la UE (dólar, yen). El tema tampoco parece haber recibido excesiva atención en los foros institucionales.

— Reservas internacionales. El artículo 30 del Estatuto del SEBC establece las condiciones bajo las que los bancos centrales nacionales suministrarán al BCE activos de reservas internacionales has-

GRÁFICO 1
INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA DEL SEBC



Fuente: Banco de España.

ta un valor de 50.000 millones de euros, y la gestión de las reservas no centralizadas en el BCE será sometida a unas directrices a establecer en el futuro por el BCE.

— SME-2. El SEBC tiene un papel importante en el llamado SME-2 o arreglo cambiario entre el área euro y los países comunitarios fuera del euro. Pero la situación es tan flexible que prácticamente no impone muchos compromisos serios. Así, el SEBC puede abstenerse de intervenir en los mercados de cambios frente a una moneda comunitaria fuera del euro si se cree que ello hace peligrar el objetivo fundamental de estabilidad de precios. Por otro lado, la pertenencia al arreglo cambiario por parte de los países fuera del euro es voluntaria.

— Ejecución de la intervención. Permanece aún en discusión si la intervención en los mercados de divisas se hará de forma centralizada en el BCE o descentralizada en los BCN.

IV. EL SISTEMA TARGET

La introducción del euro en una serie de estados miembros, en una fecha próxima, reclamaba la necesidad de implantar un sistema de compensación y liquidación común seguro y eficiente. Por otra parte, desde hace algunos años existe un impulso en los principales países industrializados para avanzar hacia sistemas de liquidación continua o «en tiempo real» con base en compensación una a una de las órdenes de pago (y no por neteo en cámara). El sistema TARGET (acrónimo de Trans-european Automated Real-time Gross settlement Express Transfer) es la respuesta a esas dos necesidades. Aunque confluyen en una misma solución, es importante señalar que ambas motivaciones son conceptualmente diferentes y, probablemente, la introducción de sistemas de liquidación bruta en tiempo real (que son caros y difíciles de implantar) se hubiera retrasado varios años en la mayor parte de los países europeos si no hubiera sido necesario cambiar de todas formas los sistemas de compensación existentes para crear un sistema común para el euro.

La arquitectura del sistema TARGET estará constituida por un doble nivel:

— Sistemas nacionales de liquidación bruta en tiempo real operados por los bancos centrales nacionales

— Una estructura de interconexión entre los bancos centrales nacionales (llamada *interlinking*) que permite la traducción de los mensajes desde el entorno nacional hasta el internacional y viceversa.

Las *características generales* más reseñables del sistema TARGET son:

— Su utilización es sólo obligatoria para los pagos relacionados con transacciones con el SEBC (operaciones de política monetaria). Para todos los demás pagos, su utilización es voluntaria.

— El horario de operación será de siete de la mañana a seis de la tarde, hora continental europea.

— Al tratarse de un sistema bruto en tiempo real (inspirado por el principio de «entrega contra pago»), toda orden de pago debe estar respaldada por saldo suficiente en la cuenta con el banco central o por crédito intra-día suministrado por el banco central contra garantías aceptadas. Es decir, el crédito intra-día debe estar completamente colateralizado. Al final del día, la posición deudora final en cuenta se convierte automáticamente en un crédito a un día (*overnight*) con el banco central, igualmente contra garantías.

— En principio, los participantes en TARGET son los bancos centrales y las entidades de crédito tal como quedan definidas en la Segunda Directiva Bancaria, aunque la gama de participantes puede ser ampliada a otras entidades con cuentas de tercero si no existe riesgo de quiebra o están supervisadas por una autoridad reconocida.

— Los sistemas de liquidación bruta en tiempo real de países comunitarios fuera del área euro pueden conectarse a TARGET si están en condiciones de procesar pagos en euros. El acceso a liquidez *overnight* les está vedada y el grado de acceso a la liquidez intra-día sigue aún en discusión. El tema tiene cierto alcance político, porque Gran Bretaña ha defendido la necesidad de permitir el acceso, mientras que Alemania y sobre todo Francia se opusieron en un principio. Se han considerado tres posibles soluciones (límites cuantitativos de crédito, cierre previo de la sesión o aplicación de tipos penalizadores por encima del lombardo) para las entidades de países fuera del área euro, siendo posiblemente un sistema de límites el que acabe por adoptarse.

La forma concreta en que el sistema TARGET se encarnará en el caso español es como una evolución del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, al que gradualmente se van incorporando productos y funcionalidades. De acuerdo con el calendario conocido hasta ahora por las entidades de crédito, el sistema de liquidación continua (esto es, en «tiempo real») español descansará sobre una aplicación informática (sistema CRU) de implantación en mayo de 1997 a la que se irán gradualmente enganchando los distintos subsistemas que en la actualidad realizan el proceso de los distintos tipos de órdenes comunicados al STMD. Todas las entidades quedarán obligatoriamente adheridas al sistema de cuenta única tesorera, contra cuyo saldo se podrán girar los pagos; en caso de saldo insuficiente, para que se procesen los pagos será necesario que la entidad titular tenga pignoradas en el Banco de España

garantías suficientes (del tipo de activos que se describen en otro apartado) para respaldar ese descubierto; si no existe saldo ni garantías suficientes, la orden de pago no queda asentada. (El sistema tiene un sistema de prioridades en el asiento de órdenes y la posibilidad de arrancar discrecionalmente, cuando, a juicio del Banco de España que administra el sistema, sea pertinente, procesos de compensación multilateral de pagos en espera de saldo suficiente para liquidar posibles círculos de pago.) El ritmo de incorporación prevista de los distintos productos es aproximadamente el siguiente:

— En abril de 1997, los traspasos automáticos de fondos, la OMF y las transferencias internas.

— En la segunda mitad de 1997, los depósitos interbancarios y la liquidación de los resultados de los sistemas netos de compensación (Sistema Nacional de Compensación electrónica y Cámara de Compensación de Madrid)

— En 1998, los títulos anotados en la central de anotaciones y las operaciones transfronterizas.

La introducción de un sistema de liquidación continua forzará a las entidades de crédito a una gestión más eficiente y más precisa de la liquidez y de su tesorería, y en estos primeros meses de funcionamiento podrían producirse algunos momentos de nerviosismo en aquellas entidades menos acostumbradas a una gestión ajustada de la liquidez. Pero la experiencia de otros países parece indicar que el sistema financiero español se adaptará eventualmente sin problemas mayores al nuevo entorno.

¿Cuáles son las perspectivas del sistema TARGET desde un punto de vista más amplio? Como ya se ha indicado, el sistema TARGET será probablemente un sistema caro, ya que incorpora todos los costes de desarrollo de los sistemas brutos en tiempo real a nivel nacional, más el sistema de *interlinking*. Las estimaciones realizadas por la Asociación Bancaria del Ecu (que mantiene la actual cámara del ecu), en colaboración con varias consultoras privadas, se recogen en el cuadro núm. 2, e indican un coste previsto por transacción muy superior al de las cámaras netas o brutas nacionales ya existentes o al de la propia cámara del ecu, que compensa pagos transfronterizos en ecu. Y esto sin incluir los

costes asociados a la inmovilización de las garantías y los potenciales problemas de cortes temporales en el flujo de liquidez. Esto ha llevado a la Asociación Bancaria del Ecu (EBA) a proponer una cámara de compensación neta en euro desarrollada a partir de la actual cámara del ecu. Según sus propias estimaciones (que conviene tomar con un grano de sal al ser parte interesada en el asunto), en 1999 se podrían efectuar entre 318.000 y 473.000 pagos transfronterizos, mercado sobre el que TARGET alcanzaría una cuota potencial del 19 por 100, con unas cuotas de mercado del 32 por 100 para la cámara propuesta por la EBA, un 23 por 100 para los esquemas de corresponsalía bancaria tradicional y un 26 por 100 para otros sistemas de compensación.

En el caso español, habría que esperar probablemente un aumento de importancia de la segunda sesión de la Cámara de Madrid como alternativa de cámara neta nacional a los sistemas nucleados en torno a los sistemas de liquidación continua (STMD, central de anotaciones), así como una cierta captación de negocio por parte de la cámara de la EBA. La segunda sesión de la Cámara de Madrid ya cumple la mayor parte de las condiciones de Lamfalussy sobre mínimos exigibles a sistemas de pagos (liquidan sobre cuentas de sus miembros en el banco central, el asiento se efectúa el mismo día de la operación), pero es aún necesario garantizar que el sistema pueda liquidar todas las órdenes de pago, aun en el caso de que incumpla el participante con posición deudora más amplia. Para ello, se va a implantar un sistema de límites. Por un lado, cada entidad fijará un límite al total de órdenes netas bilaterales de transferencia que desea recibir del resto de miembros, a partir del cual se calculará un límite multilateral máximo por participante. Las órdenes de pago que superen los límites máximos de endeudamiento serán remitidas a una cola de espera.

En cualquiera de los casos, no deja de ser algo paradójico que el haber contado con uno de los sistemas de pagos más avanzados de Europa para los títulos de deuda pública se pueda llegar a convertir en una desventaja competitiva al pasar al sistema bruto en tiempo real requerido por la introducción del euro e incentivar a los operadores en el mercado

CUADRO NÚM. 2
COSTES DE SISTEMAS ALTERNATIVOS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN

	Coste estimado por transacción	Tipo de liquidación
EBA (Cámara del ecu)	0,50-0,80 euros	Transfronterizo, neto
TARGET	5,62-7,17 euros	Bruto en tiempo real, transfronterizo
EAF 2	0,21 euros	Local, neto
SNP	0,82-1,90 euros	Local, neto
CHAPS en euro	0,58	Local, bruto en tiempo real

Fuente: ECU Banking Association.

español a aumentar sus operaciones en otros sistemas menos avanzados.

V. CONTRAPARTIDAS Y GARANTÍAS EN LAS OPERACIONES DEL SEBC

Para conseguir un marco unificado de actuación se está procediendo a armonizar los criterios de elegibilidad tanto para las contrapartidas del SEBC como para las garantías admisibles en operaciones cruzadas con el SEBC que requieran la extensión de crédito por parte del SEBC. En el momento de escribir estas líneas, este proceso aún no ha concluido.

1. Contrapartidas del SEBC

La definición de contrapartidas responderá a la aplicación de criterios uniformes dentro del área euro y producirá un rango amplio de contrapartidas admisibles. Deberán cumplir las siguientes características:

— Estar localizadas en el área euro y ser instituciones financieramente solventes

— Estar sujetas al menos a una norma de supervisión armonizada por parte de las autoridades nacionales o ser instituciones solventes sujetas a una supervisión que consista en una práctica comparable (por ejemplo, sucursales en el área euro de entidades que tienen su sede central fuera de la Unión Europea).

— La relación estará contemplada en un instrumento legal que incluya la posibilidad de suspender temporal o permanentemente el acceso a las operaciones con el SEBC.

— Para algunas operaciones se considerarán condiciones especiales. Por ejemplo, para *swaps* de divisa se requerirá que las contrapartidas tengan la capacidad de llevar a cabo operaciones de gran volumen de forma eficiente bajo cualquier condición de mercado. Para las operaciones bilaterales y subastas rápidas, la actividad en el mercado monetario será el principal criterio de selección.

2. Activos admisibles como garantía

Toda operación en la que el SEBC extienda crédito a los participantes (sea como resultado de operaciones de política monetaria o como resultado del normal funcionamiento del sistema TARGET) deberá estar respaldada por una adecuada garantía, sea en la forma de activos disponibles para el SEBC (por ejemplo, saldo en la cuenta tesorera) o de adecuadas garantías colaterales (por ejemplo, títulos pignorados a favor del banco central).

Los activos elegibles como garantía podrán ser tanto públicos como privados (lo que supone una notable innovación en el sistema financiero español) en virtud del principio de no discriminación, y deberán cumplir algunos criterios generales (ser activos de alta calidad con ciertas características de negociabilidad y liquidez). Estos activos se estructuran en dos listas que serán públicas:

— Lista uno. Incluye activos negociables que cumplen los criterios establecidos por el BCE y son admisibles en todo el área euro. Deben estar listados o ser negociados en un mercado organizado (de acuerdo con la definición de mercado organizado de la Directiva de Servicios de Inversión); tener un grado aceptable de liquidez; deben estar denominados en euro (o las denominaciones nacionales del euro); emitidos por entidades del Espacio Económico Europeo. Deberán, además, estar localizadas en el área euro y ser transferibles en forma de anotaciones y depositados en uno de los bancos centrales nacionales o en una central de depositaría que cumpla los requisitos mínimos establecidos por el BCE. La lista incluirá también los certificados de depósitos del SEBC. Estos activos serán admisibles como garantía en todas las operaciones de política monetaria del SEBC.

— Lista dos. Incluye los activos que los bancos centrales nacionales consideran particularmente importantes para sus sistemas financieros y que quizás no reúnen alguna de las características anteriores. Los activos de la lista dos pueden, en principio, ser activos negociables o no negociables, o acciones (renta variable) negociadas en un mercado regulado. Normalmente, tendrán que estar denominadas en euro, localizadas en el área euro y emitidas por entidades del área euro, aunque el BCE puede autorizar activos emitidos por entidades del Espacio Económico Europeo. Normalmente, los activos de la lista dos no serán elegibles para operaciones de compraventa simple a vencimiento. A diferencia de los activos de la lista uno, cuyo riesgo es compartido por todo el SEBC, los riesgos de crédito implícitos son asumidos exclusivamente por el banco central nacional que haya propuesto su inclusión en la lista, de forma que, en caso de impago de la entidad que utilice el activo como garantía, ese banco central se responsabiliza del pago frente al resto del sistema.

En ambos casos, el SEBC impondrá unas medidas de control de riesgos, entre las que destaca la aplicación de márgenes iniciales.

La discusión sobre los activos integrantes en ambas listas aún se encuentra en un estadio temprano de desarrollo. Hay que recordar que las situaciones de los distintos sistemas financieros europeos son muy variopintas y de ahí que distintos bancos centrales se interesen por tipos de activos muy dispares. Hay que resaltar que éste de las garantías es probablemente el aspecto crucial de todo el nuevo

sistema, ya que una definición más estrecha de las garantías admisibles por parte de un banco central nacional situará inevitablemente a la industria financiera de ese país ante una situación de desventaja competitiva. Por otro lado, los bancos centrales nacionales se enfrentan de pronto a necesidades de transformación de sus sistemas informáticos y al reto de abordar análisis de riesgos para clases de activos que no han venido habitualmente incorporando en sus operaciones habituales y que, en cierto modo, sobrepasan sus capacidades normales de gestión. Por ello, es particularmente difícil llegar a un justo equilibrio en este punto. Las conversaciones del Banco de España y otros bancos centrales nacionales con sus industrias financieras correspondientes siguen su curso, y, en el caso español, hay que decir que se están produciendo en un tono de franca colaboración y diálogo. Pero ello no obvia la dificultad de encontrar una solución óptima al problema de las garantías en el conjunto de los países europeos.

El Banco de España anunció en marzo de 1997 que facilitaría liquidez a las entidades con garantía de valores pignorados mediante la formalización de póliza intervenida por fedatario público. Los valores susceptibles de pignoración son:

- *Valores de renta fija.* Bonos, obligaciones, pagarés o cédulas hipotecarias que deben estar denominados en pesetas, admitidos a cotización en algún mercado secundario oficial español y registrados en la Central de Anotaciones del Banco de España, el SCLV, Espaclear o los servicios de compensación y liquidación de las Bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia. La emisión debe alcanzar un mínimo en circulación de cinco mil millones de pesetas, y la vida residual de los valores aportados debe ser superior a tres meses. Los valores deben ser propiedad de la entidad garante y hallarse libre de cargas. La entidad garante puede ser diferente de la entidad garantizada, pero no se admitirán valores emitidos por entidades o empresas del mismo grupo.

- *Acciones.* Se admiten también acciones no bancarias incluidas en el índice IBEX-35 y que no sean emitidas por sociedades del grupo.

En cuanto a su valoración, el Banco de España valorará los activos de renta fija ex-cupón y hasta un 90 por 100 del precio de mercado; para los activos sin cotización en los quince días hábiles anteriores, se utilizará el 80 por 100 del valor de la deuda pública de características similares. Los activos de renta variable se valorarán al 50 por 100 de su precio de mercado. En ambos casos, la valoración se revisará mensualmente.

El Banco de España señala, en cualquier caso, que «la integración en la política monetaria única puede implicar cambios notables en los valores aceptados como garantía y en las condiciones de su valoración» y, por tanto, estas condiciones deben

entenderse como «provisionales e irán modificándose paulatinamente en la medida en que la propia experiencia y los acuerdos alcanzados en el seno de la Unión Monetaria Europea así lo aconsejen».

La decisión del Banco de España debe, sin duda, valorarse positivamente. La adopción de un enfoque más restrictivo en cuanto a la lista de valores admisibles o los criterios de valoración hubiera sido una fuente potencial de desventajas competitivas para las entidades españolas. Por ello, aunque la industria financiera española ha solicitado modificaciones puntuales de la norma (frecuencia de la revisión del valor de las garantías, agilización y abaratamiento de las intervenciones de los corredores de comercio, posible admisión de títulos no admitidos a cotización en un mercado oficial), puede afirmarse que ha acogido la publicación de la misma muy favorablemente.

3. La cuestión del acceso remoto

La posibilidad de que se utilicen activos depositados en otro país como garantía (uso transfronterizo de garantías) se ha debatido en diversas variantes. En particular, la posibilidad de «acceso remoto» al banco central nacional de un país distinto al de origen de la entidad admite la posibilidad de acceso ilimitado (crédito de cualquier banco central contra una garantía depositada en cualquiera de los bancos centrales nacionales) o acceso restringido (sólo se recibe crédito del país donde se tienen depositados activos de garantía). La posibilidad (defendida por los países más liberales de la Unión) de un inmediato acceso remoto sin excesivos límites ha quedado de momento aparcada y la posibilidad de acceso remoto queda pospuesta hasta la constitución del SEBC.

VI. LA CONVERSIÓN DE TÍTULOS AL EURO

1. La conversión de la deuda anotada

Se han barajado diversas alternativas de conversión y de redenominación. Algunas de las principales opciones y problemas suscitados son los siguientes:

- *Cambio gradual o cambio súbito y masivo (big bang).* Una primera opción de canje consiste en optar por un proceso de canje gradual a lo largo de un año (para los activos con pago de cupón, coincidiendo con la fecha de pago de cupón, y para los restantes, coincidiendo con el vencimiento/emisión). La mayoría de los países está optando por un cambio tipo *big bang* para su deuda anotada (otro es el caso de los títulos físicos) porque representa un cambio más limpio y que favorece la operativa y liquidez del mercado en euro. Como inconveniente tiene las dificultades operativas de concentrar el cambio en una sola fecha y la problemática que

suscitan las operaciones *repos* vivas con vencimiento posterior a la fecha del canje. En el caso español, el Banco de España ha señalado que, una vez aprobada la normativa jurídica que dé respaldo a la operación y que resuelva los aspectos jurídicos de continuidad de contratos y las características técnicas de la conversión, «podrán pervivir sin merma de la seguridad jurídica de los contratos que los amparen, aquellas operaciones típicas del mercado de deuda pública, tales como las ventas con pacto de recompra (*repos*) y las dobles «simultáneas», tanto entre los miembros de mercado como entre éstos y los inversores particulares (terceros), iniciadas antes de la conversión y con vencimiento después de finalizada la misma». Los aspectos fiscales implicados por tal operación están aún por clarificar plenamente, aunque según algunas opiniones jurídicas la redenominación de la deuda será una transformación por mandato de ley, por lo que no cabe hablar de canje ni opcionalidad y no afectará ni a la continuidad de los contratos ni a la fiscalidad.

- *Enfoque top-down o bottom-up.* La conversión puede hacerse desde arriba hacia abajo (convirtiendo la emisión sobre la base de la mínima denominación de la emisión) o de abajo hacia arriba (partiendo de los saldos de clientes y ajustando las conversiones en los saldos de las gestoras y después el total de la emisión). En general, este segundo enfoque es el que se está adoptando porque produce menores variaciones debidas al redondeo en los saldos de clientes finales y exige menos pasos para recalcular el valor de la cartera del cliente.

Las desventajas del enfoque *top-down* pueden ilustrarse con un ejemplo (tomado de la Federación Bancaria de la Unión Europea). Una emisión original de, por ejemplo, 18 mil millones de marcos puede dividirse en 180 millones de unidades de la denominación mínima de 100 marcos. Esta denominación mínima puede convertirse en euros mediante el factor de conversión que supongamos es de 1,89123, daría por redondeo (de dos decimales de acuerdo con la regulación comunitaria) 100 partido por 1,89123 igual a 52,88 euros. Multiplicando esta cifra por las 180 millones de unidades nos daría 9.518.400.000 euros que, volviendo a aplicar el factor de conversión, resultaría en una cantidad en marcos de 18.001.483.632, es decir, se ha producido una diferencia de 1.483.632 DM. En este ejemplo, el valor de las carteras de clientes es superior al valor de emisión; pero, dependiendo del factor de conversión utilizado, el redondeo podría ir contra los clientes. En cualquier caso, la relación entre los tenedores finales, los intermediarios y los emisores se ve perjudicada.

En el caso del enfoque *bottom-up*, los ajustes son de una menor magnitud. Existen dos variantes, consistentes en redenominar bien los bonos individuales (o las subdivisiones del bono que se hayan utilizado) bien en redenominar los títulos en cada

cuenta de titulares de los bonos. En el caso español, la opción adoptada (como se indica en el documento «La redenominación de la deuda pública» difundido en abril de 1997 por el Grupo de Trabajo Banco de España-AEB-CECA-UNACC) es la de transformar a euros los saldos que mantengan los titulares de deuda anotada. De esta forma, se generará un solo pico por la totalidad del saldo registrado en la central de anotaciones por cada código valor. Además, hay que señalar que los redondeos se realizarán siempre por defecto, de forma que den lugar a liquidaciones en efectivo a favor de los titulares de la deuda, como resultado de los picos no convertidos.

- *Redenominación de nominales a euros o a cents.* Obviamente, cuanto menores sean los nominales, también lo serán los picos. La liquidación de picos debe hacerse en el momento del canje sólo para operaciones a vencimiento, ya que en *repos* y si multáneas se realizará normalmente al final de la operación.

En el momento de escribir estas líneas, la decisión para España está pendiente de analizarse en mayor detalle. Inicialmente, el Tesoro se había pronunciado a favor de la redenominación a céntimos, mientras el Grupo de Trabajo de Banco de España-AEB-CECA-UNACC se había alineado con las primeras tesis alemanas, favorables a la redenominación a euro entero. Posteriormente, la posición alemana ha cambiado, haciéndose más favorable a la redenominación a céntimos, lo que ha motivado una revisión del tema en toda Europa.

En este sentido, la Federación Bancaria Europea se ha pronunciado en favor de la redenominación al céntimo, sobre la base de que las cantidades residuales tras el redondeo en el caso de redenominar al euro son considerablemente mayores, generando con ello diversos tipos de problemas: la redención prematura de los bonos implícita en la operación puede plantear problemas legales y fiscales, aunque se compense con liquidaciones en efectivo, problemas que se mitigarían o desaparecerían en el caso de redenominar a céntimos, porque las cantidades involucradas serían demasiado pequeñas a efectos prácticos para afectar a los precios, los tipos de interés, o el valor de los derivados sobre los títulos.

2. La conversión de otra renta fija

Ya se ha mencionado antes que los problemas que plantea la existencia de títulos físicos de deuda pública es de naturaleza obviamente diferente y de carácter mucho más engoroso. Afortunadamente, en España el eficiente sistema de anotaciones en cuenta nos ha hecho olvidar esta problemática, que en algunos países (señaladamente en Alemania) se plantea de forma aguda.

En cuanto a los otros títulos de renta fija, el mo-

delo que establezca la deuda anotada será en general el espejo en el que, aun sin obligación, tiendan a mirarse los obligacionistas y emisores. Existe un caso problemático y que aún está en discusión, como ya se ha aludido en otro apartado, y es el de los títulos emitidos en moneda nacional de otro país. El resultado de la discusión entre Francia (que defiende el modelo de primacía de la jurisdicción) y Alemania (que defiende la primacía de la moneda de emisión) es aún impredecible.

3. La conversión de las acciones

En el caso de la renta variable, algunas instituciones (señaladamente, la federación bancaria alemana con el apoyo de alrededor de dos tercios de las empresas integrantes del índice bursátil Dax y, posteriormente, la Federación Bancaria de la UE) han defendido una opción particular de conversión. Consiste en la modificación del reparto del capital social de forma que las acciones dejen de representar valores nominales y se conviertan en *non-par shares*, que representan únicamente una parte alícuota del capital de la sociedad. De esta forma, al convertir simplemente a euros el capital social, las acciones quedarían automáticamente redenominadas, sin necesidad de canje u operación especial. Lo que sí se requeriría en este caso es un acuerdo de la junta de acciones de la sociedad en algún momento entre 1998 y la introducción de los billetes de euro autorizando la modificación aludida de la naturaleza de las acciones. La problemática que suscitan los instrumentos derivados (*warrants*, bonos convertibles) con fecha de ejercicio de la opción posterior al cambio de la acción no ha sido aún suficientemente analizada.

VII. ARMONIZACIÓN DE LAS CONVENCIONES DE MERCADO

Independientemente de cuál sea el grado de adhesión a TARGET, y de las alternativas finalmente adoptadas para la conversión de los títulos al euro, se plantea la cuestión de la armonización de las convenciones de mercado. En la actualidad, existe una gran disparidad en cuanto a las convenciones de mercado que se aplican en distintos países de la UE; aunque la introducción del euro y la transición a la moneda única no precisan de la armonización de las convenciones de mercado (y de hecho pudiera suceder que acabén imperando convenciones diferentes en distintos mercados), parece conveniente proceder a un cierto grado de armonización de estas convenciones. Frente a las desventajas de los costes de transición incurridos en los cambios de convenciones hacia un estándar común y el posible riesgo de armonización hacia un estándar menos deseable, están las ventajas de la mayor transparencia y liquidez que unas convenciones armonizadas dotarían al mercado y la minimización de los errores operativos y la litigación al no tener que convertir de unas convenciones a otras.

En cuanto a los posibles tipos de armonización que cabe esperar, se pueden señalar:

— *Frecuencia de los cupones de los bonos.* Aunque la mayoría de los países de Europa continental operan con cupones anuales, como indica el cuadro número 3, existen diversas propuestas (ISDA, Working Group on the Gilt Market after EMU) que sugieren la conveniencia de pasar a cupones semestrales por razones de homologación y facilidad de comparación del mercado europeo con los mercados japonés y americano, y por razones técnicas

CUADRO NÚM. 3
CONVENCIONES EN LOS MERCADOS DE BONOS

	Cotizaciones	Cupones	Cuenta de días en cálculo de la TIR	Cuenta de días en el cupón corrido
Reino Unido	fracciones (1/32)	semestral	ACT/365	ACT/365
Francia	decimales	anual	ACT/ACT	ACT/ACT
Alemania	decimales	anual	30/360	30/360
Bélgica	decimales	anual	30/360	30/360
Italia	decimales	semestral	ACT/365	30/360
Holanda	decimales	anual	30/360	30/360
España	decimales	anual	ACT/365	ACT/ACT
Suecia	decimales	anual	30/360	30/360
Irlahda	decimales	anual/semestral	30/360	30/360
Dinamarca	decimales	anual	30/360	30/360
Austria	decimales	anual	30/360	30/360
Suiza	decimales	anual	30/360	30/360
Finlandia	decimales	anual	30/360	30/360
Canadá	decimales	semestral	ACT/ACT	ACT/365
Japón	decimales	semestral	ACT/365	ACT/365
Estados Unidos	fracciones (1/32)	semestral	ACT/ACT	ACT/ACT

Fuente: Bank of England.

(reducción del riesgo de crédito en las transacciones de *swap* al casar mejor los flujos de la pata flotante del *swap* con la cobertura de la pata fija en el mercado de bonos; preferencia de los gestores de fondos por rentas de cupón de un perfil temporal más suavizado). Al ser tan grande el número de países que operan con cupón anual, es difícil ver que tales propuestas sean bien acogidas, pero en caso de triunfar implicarían costes de gestión por la vuelta al viejo sistema en el caso español.

— *Expresión de las cotizaciones.* Sólo el mercado británico cotiza en 32-avos, por lo que es de esperar una armonización hacia cotizaciones en decimales. De hecho, el propio informe del «Working Group on the Gilt Market after EMU» recomienda que los bonos británicos pasen a cotizarse en decimales si el Reino Unido entra en la tercera fase, y que, en caso de no entrar, el Banco de Inglaterra consulte a los participantes en el mercado sobre la conveniencia de cotizar en decimales en lugar de en fracciones.

— *Contabilización de días.* La convención 30/360 (esto es, suponer que todos los meses tienen treinta días y el año trescientos sesenta días) es la más común en Europa, pero no la más ventajosa desde el punto de vista técnico. La adopción de una convención actual/365 (el número real de días transcurridos entre dos fechas, suponiendo un año de trescientos sesenta y cinco días) o actual/actual asimilaría el mercado europeo al japonés y americano, y ha sido

recomendada tanto por ISDA como por el grupo de trabajo auspiciado por el Banco de Francia y la Asociación de Bancos Franceses y por el grupo de trabajo similar en el Reino Unido. El Instituto Monetario Europeo, en su último informe, se refiere a una convención actual/360 para sus operaciones de política monetaria, no obstante, siendo ésta una convención más común en los mercados monetarios que en los de bonos. En el caso español, una potencial armonización en la convención act/365 no implicaría ningún coste, afortunadamente.

— *Convenciones de fixing.* Aunque algunos mercados (como el de la peseta doméstica) son capaces de operar de forma más eficiente, esto es, con un retardo menor entre la fecha del *fixing* y la de reprecipación en la parte a tipo variable de los contratos en derivados, la situación más común en Europa es la de dos días de diferencia (cuadro núm. 4). Con el argumento de no imponer excesivos costes operativos o de *back office* a las entidades que operan bajo este criterio, ISDA ha recomendado la armonización en un estándar dos días. En nuestro caso, significaría asimilarnos a las prácticas en el mercado de las operaciones en pesetas en Londres. El informe de ISDA hace notar que esta práctica podría ser compatible con un sistema de liquidación en tiempo real si se preprograman los pagos sin instrucción irrevocable de transferencia hasta el momento adecuado.

CUADRO NÚM. 4
CONVENCIONES DE *FIXING* EN LA PARTE FLOTANTE DE LOS SWAPS

Moneda	Centro financiero	Número de días entre el <i>fixing</i> y la reprecipación
ATS	Viena	2
BEF	Bruselas	2
DKK	Copenhague	mismo día ó 2 días
DEM	Londres	2
DEM	Francfort	FIBO: mismo día/2 días ISDB: mismo día GBA: 2
NLG	Amsterdam	2 (AIBO doméstico: mismo día)
ECU	Londres	2
ECU	París	2
FIM	Helsinki	2
FRF	París	1
FRF	Londres	2
IEP	Dublín	mismo día
ITL	Londres	2
ITL	Milán	2
LUF	Luxemburgo	2
PTE	Lisboa	2
PTE	Londres	2
NKR	Oslo	2
ESP	Londres	2
ESP	Madrid	mismo día
GBP	Londres	mismo día
SEK	Estocolmo	2

Fuente: ISDA.

— *Días hábiles.* El problema de las diferentes fechas de los festivos en los distintos países y regiones europeos no tiene una fácil solución. Un informe reciente de la Federación Bancaria Europea ilustra la dispersión de los días festivos en Europa con bastante claridad. En 1997, sólo hay dos fiestas comunes a los quince estados miembros: Año Nuevo y Navidad; el lunes de Pascua es festivo en trece países, el 1 de mayo y el 26 de diciembre son festivos en doce países, y el Viernes Santo es festivo en once países. Todas las demás fiestas lo son simultáneamente en menos de diez países. En total, hay cuarenta y ocho días del año, que no sean sábado o domingo, que son festivos en al menos algún país. Si tomamos los tres principales centros financieros, Francfort y París tienen once festivos frente a ocho de Londres, pero los festivos comunes son sólo seis entre París y Francfort, cinco entre Francfort y Londres, tres entre Londres y París, y tres entre los tres centros. ¿Qué solución posible existe en el contexto de TARGET y qué solución (no necesariamente la misma) pueden adoptar los mercados? Idealmente, las convenciones en los distintos mercados deberían adaptarse a las convenciones que se implanten en TARGET. Es obvio que armonizar los días festivos en Europa es absurdo e impracticable. En el contexto de TARGET, se ha pensado también en mantener cerrado el sistema de compensación y liquidación nacional cuando sea festivo en ese país y canalizar los pagos transfronterizos a través de otro banco central de otro país, pero la solución sería excesivamente costosa para las entidades más pequeñas, y por otra parte, es probable que se desee mantener abierto el sistema nacional de pagos aunque sea festivo para capturar posibles movimientos de los tipos de interés del euro. Todo parece apuntar a una cierta reducción en el número de festivos efectivos para pasar a un esquema con un mínimo número de festivos, pero ello implica naturalmente un importante aumento del coste operativo para las entidades. ISDA ha propuesto, como posible alternativa a la apertura del mercado en un número elevado de días, la elaboración de contratos que incorporen menús de definiciones de días

hábiles que las partes contratantes pudieran elegir según sus propósitos y necesidades.

— *Horarios.* Es previsible, asimismo, una armonización de horarios guiada por el funcionamiento operativo de TARGET (siete de la mañana a seis de la tarde).

Addenda

Tras enviarse este artículo a imprenta se han producido varias novedades significativas que conviene reseñar:

Días hábiles. El IME ha recomendado que, a efectos de días hábiles para TARGET, los únicos festivos no dominicales sean Navidad y Año Nuevo.

Convenciones de mercado. Diversas asociaciones de la industria financiera (ISMA, ISDA, FMA, Cedel, JP Morgan como operador de Euroclear, IPMA) han publicado un comunicado conjunto («Joint Statement on Market Conventions for the Euro», mayo 1997) que puede convertirse en la norma comúnmente aplicada.

EURIBOR. La Federación Bancaria de la UE ha recomendado que, con la adopción del euro, un tipo EURIBOR único debería reemplazar a las respectivas referencias domésticas de tipos interbancarios en los países integrantes. Sería un tipo único europeo, formado a partir de las cotizaciones de un panel de bancos, fijado tentativamente en 64-66 bancos (que en el caso de algunos países podrían asignarse mediante fórmulas rotatorias), incluidas seis entidades de fuera del área euro y de cuyo total la cuota nacional fijada inicialmente para las entidades españolas es de seis. Se ha encomendado a la Financial Market Association/Forex Clubs el diseño del EURIBOR en sus aspectos técnicos.

Por otra parte, hay que señalar que (a diferencia de lo que ocurre actualmente en España con el MIBOR) el SEBC no se involucrará en modo alguno en el cálculo de los tipos de referencia, ni de cualquier otro indicador de mercado que ahora puedan preparar los bancos centrales nacionales.