

La Unión Monetaria Europea: el papel del Banco de España

Gonzalo Gil

Después de un largo período, especialmente intenso en los últimos meses, la Unión Monetaria Europea (UME) ha comenzado su andadura de manera efectiva, y con ello se abre un período completamente nuevo con la incertidumbre como gran protagonista.

El futuro inmediato de los mercados e instituciones financieras está, en muchos sentidos, abierto, y a pesar de la proliferación de estudios, conferencias, etc., las preguntas que todos nos hacemos no obtienen, como no podía ser de otra forma, las respuestas esperadas con el grado de precisión y certeza que deseáramos.

Desde luego, yo no tengo las respuestas deseadas, pero sí creo que es posible, con base en el proceso que los sistemas financieros vienen atravesando en los últimos años y en el impulso final de la UME, señalar, sin pretensiones de infalibilidad, algunas posibles líneas generales de evolución

Con esta modesta apertura, comenzaré por lo que mejor conozco: ¿En qué medida el modelo escogido de Banco Central prefigura algunas líneas de posible desarrollo futuro de la UME? ¿Configura un futuro de mercados integrados y, al mismo tiempo, de concentración en uno o dos centros con desaparición de los demás? A esta discusión dedicaré la *primera parte del trabajo*.

Por otro lado, y dado que no todo depende del Banco Central Europeo (BCE), es necesario tener muy presente que la UME producirá un cambio estructural que afectará a mercados e instituciones, obligando a la adopción de estrategias diversas a estas últimas. En la *segunda parte*, intentaré transmitir algunas reflexiones sobre este punto.

No me quedaría tranquilo si no dedicase la *última*

parte a analizar algunos asuntos más prácticos, con el fin de: resaltar algunos de los problemas inmediatos y de medio plazo que entre todos vamos a tener que resolver; recapitular cómo va transcurriendo el proceso de adaptación, y analizar el momento concreto de la transición y sus preparativos.

I. EFECTOS DERIVADOS DE LA OPERATIVA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Las decisiones tomadas y los mecanismos de funcionamiento adoptados en las diferentes áreas de actuación del BCE y, sobre todo, el tipo de modelo en que se va a basar su relación con los mercados e instituciones, permiten asegurar que va a ser una fuerza que contribuya fuertemente a la integración de todos los mercados. Veamos algunas áreas concretas.

1. Instrumentación de la política monetaria

El cuadro de instrumentos ha quedado ya completamente definido, y el pasado mes de septiembre publicó el BCE la *Documentación General* que lo analiza y describe minuciosamente; el texto está disponible, al igual que su traducción, y ello me exime de repeticiones.

El esquema tiene su centro en una banda de fluctuación de tipos de interés delimitada por las facilidades permanentes: la facilidad de crédito y la facilidad de depósito.

Dentro de esta banda, el tipo de interés diario se dirige por medio de las subastas: una de frecuencia semanal (liquidez para dos semanas), cuyo tipo marginal será la referencia de tipos de interés para todo el

área, y otra mensual (liquidez a tres meses) que fije unos tipos de interés que no produzcan señales divergentes con los señalados en la subasta semanal. Al margen de estas subastas, se pueden articular operaciones de ajuste (*fine-tuning*) instrumentadas con *repos* o *swaps* y operaciones estructurales con depósitos a plazo fijo, transacciones en firme y emisión de certificados.

Pero al margen del esquema formal de instrumentación, lo que interesa subrayar ahora es que se ha diseñado una *política monetaria centralizada en sus decisiones pero descentralizada en su ejecución*. En efecto, los bancos centrales nacionales (BCN) son los encargados de ejecutar la política en relación directa sólo con sus contrapartidas, y el BCE sólo en circunstancias muy excepcionales podrá actuar directamente mediante operaciones de ajuste.

La idea que subyace detrás de toda esta construcción es que *estas operaciones de ajuste sean prácticamente inexistentes*. Así, en los períodos entre subastas, las entidades, actuando en el campo delimitado por las bandas de tipos, deberán buscar su propio ajuste en los mercados interbancarios, sin la presencia continua del BCN correspondiente, lo cual propiciará un desarrollo más rápido de los mismos, facilitado por el funcionamiento del TARGET. Este efecto será reforzado por otras características del sistema: período de cumplimiento de coeficiente más amplio (un mes de cómputo); nivel de coeficiente más bajo (2 por 100), y remuneración al tipo de interés fijado en las subastas semanales.

No cabe duda de que este esquema de funcionamiento será un elemento impulsor de la negociación en los mercados monetarios, que caminarán hacia un mercado integrado en un proceso gradual, y cuya configuración se apoyará inicialmente en un pequeño grupo de entidades de cada país que, junto con sus homólogos de otros países, constituirán un modelo de mercado monetario europeo que, paulatinamente, irá filtrándose hacia el resto de las entidades, en un proceso de duración previsiblemente corta, pero difícil de determinar con exactitud.

En este esquema, inevitablemente, algunas entidades dependerán de otras para conseguir la liquidez necesaria, bien sea por la ausencia de garantías o por su dificultad para acceder directamente a mercados monetarios exteriores.

Aunque la tendencia a la integración, que no necesariamente concentración, en un punto está clara, ésta no se va a producir de inmediato. Así, el riesgo

de crédito que tienen estos mercados, la ausencia de normas comunes, la necesaria previa fijación de líneas, etc., van a dificultar la integración instantánea. Por el contrario, en la medida en que el sistema TARGET funcione adecuadamente, se producirá una aceleración de la integración.

Los riesgos que este mercado de depósitos intraeuropeo puede tener se verán muy atenuados con el desarrollo de un mercado de *repos* europeo, hoy en día inexistente. La interconexión directa de centrales depositarias públicas y privadas supondrá, cuando culmine, una aceleración importante de este proceso integrador.

2. Decisiones sobre garantías

Ninguna operación de política monetaria podrá realizarse si la entidad de contrapartida no presenta las suficientes garantías. Los principios del mercado único exigen que la localización de las garantías a utilizar no sea, por sí misma, un elemento de discriminación.

Como es bien conocido, en sus aspectos prácticos, el asunto de las garantías se ha concretado en la elaboración de dos listas de activos susceptibles de ser utilizadas. Las listas se elaboran a propuesta de los BCN respectivos y son aprobadas por el BCE. Ambas listas tienen unos criterios de calidad semejantes, si bien la lista 2 está pensada para mantener ciertas especificidades nacionales y, por lo tanto, su contenido es más "flexible". Las condiciones que deben reunir los activos incluidos en cada una de ellas están minuciosamente especificados en la *Documentación General* antes mencionada.

En función del esquema anterior, cada entidad de contrapartida puede solicitar a su BCN respectivo, y sólo a éste (pues el acceso remoto a las operaciones de política monetaria ha sido pospuesto), la liquidez deseada, ofreciendo como garantía alguno de los activos que cumplan las condiciones antes mencionadas, con independencia de donde estén localizados.

El modelo adoptado supone, de hecho, una «puesta en común» de todas las garantías, sin que sea necesaria su concentración en un mercado concreto. Será, en último extremo, la mayor o menor eficacia, seguridad y coste de los mecanismos de compensación y liquidación lo que determinará la aparición de concentración en determinadas centrales depositarias. La concentración y pérdida de importancia de determi-

nados centros financieros puede producirse de una manera indirecta a través de la disponibilidad de garantías en relación con el previsible déficit de liquidez de cada sistema bancario, pero no está determinada por la localización de las garantías.

Una propuesta de funcionamiento sin discriminación por localización, como la que acabo de describir, sería inoperante en una situación como la actual, en la que, en general, no existen mecanismos que permitan su puesta en práctica. La carencia de enlaces entre centrales depositarias de valores y las diferentes situaciones entre países se planteaban como un obstáculo al funcionamiento de la cesta común de garantías. Por eso, desde muy pronto, el Instituto Monetario Europeo (IME), en colaboración con los BCN, tomó una doble decisión. Por un lado, construir un modelo de corresponsalía bancaria en el que los bancos centrales abren entre sí cuentas mutuas, de tal forma que, con carácter previo a la disposición efectiva de la liquidez, el BCN suministrador de ésta habrá debido obtener del BCN corresponsal la inmovilización a su favor—con los procedimientos domésticos existentes en cada caso— de los títulos presentados como garantía por la entidad de contrapartida que había solicitado la liquidez.

El segundo aspecto de la decisión antes mencionada ha consistido en impulsar el establecimiento de enlaces directos entre centrales depositarias de valores, que crearán así una red que posibilitará la utilización de los valores de forma transfronteriza. Esta idea se ha materializado a través de la creación de una Asociación de Centrales Depositarias Privadas (ESCDA). Aunque sin pertenecer a la Asociación, las centrales depositarias públicas también pueden integrarse en dicha red. Así lo estamos haciendo nosotros con la Central de Anotaciones, y en este momento estamos en un proceso de conexión con las centrales europeas más importantes, con el fin de abrir cuentas recíprocas que permitan registrar en cada una las inversiones en valores extranjeros que realicen sus miembros, sólo, claro está, en nuestro caso, valores públicos.

El modelo de corresponsalía entre bancos centrales se diseñó inicialmente, con carácter provisional y sólo para operaciones de política monetaria, basándose en los mecanismos de funcionamiento existentes en cada país, y tenía por objeto cubrir el período hasta que el modelo de unión de centrales pudiese empezar a funcionar. Ahora está empezando a pensarse, ante las demandas de las entidades, que debería ser un modelo permanente para movilización de garantías de política monetaria. Se configuraría

así un modelo en el que este sistema de corresponsalía de utilización limitada funcionaría en paralelo con la red de centrales depositarias, cuyos objetivos a más largo plazo serían servir de respaldo a un auténtico mercado europeo de valores y de soporte al mercado europeo de *repos* antes mencionado.

3. Sistemas de pago

Uno de los asuntos que más tempranamente suscitó la preocupación de las autoridades monetarias europeas fue el establecimiento de un sistema de pagos que sirviese de vehículo adecuado a la instrumentación de la política monetaria y a la creación de un mercado único de dinero. Simultáneamente, un propósito no menos importante era el de reducir en los mercados e instituciones la posible aparición de riesgos sistémicos que la acumulación de posiciones abiertas podía desencadenar en los sistemas netos, en caso de que se plantease un problema de liquidación en algún punto de sistemas muy interrelacionados.

Se ha creado así un sistema de pagos (TARGET) bruto, en tiempo real, que constituye un mecanismo rápido y eficaz para las transferencias transfronterizas, y que está constituido por los sistemas brutos domésticos de los 15 países y el sistema de pagos del BCE, interconectados. Un sistema especialmente útil para transferencias relacionadas con mercados monetarios y de cambios, una de cuyas características, que deseo subrayar ahora, es la de su completa accesibilidad desde cualquier punto (incluidos, con alguna limitación de poca entidad, los países que todavía no son miembros de la UME), sobre todo teniendo en cuenta que es posible el acceso remoto al mismo; de esta forma, el número de participantes podrá superar los 5.000.

Aparece así un mercado de pagos integrado y accesible desde cualquier punto que no exige a las entidades, por esta única razón, el establecimiento en un sitio concreto.

Desde el comienzo, el BCE ha pretendido dejar claro que el TARGET no busca el establecimiento de un monopolio. De hecho, este sistema se añade a una estructura de sistemas netos, ya existente, que seguirá funcionando en la UME, si bien reformada para que cumpla los criterios de Lamfalussy destinados a reducir el riesgo sistémico de los mismos.

Además del TARGET, que procesará unas 60.000 transacciones/día, la estructura antes mencionada está

constituida por: la cámara de la EBA (Euro 1), que se transformará en cámara neta del euro para pagos transfronterizos (su cuenta de liquidación la tendrá en el BCE, así como el depósito de garantía), que en este momento tiene 50 miembros y procesa del orden de 6.000 pagos por día, esperando pasar a 200.000; la EAF2, cámara de compensación de Francfort, abierta a compensaciones transfronterizas, con 100.000 pagos al día en estos momentos y ambiciosos planes de expansión en el próximo futuro; en esta estructura pueden jugar también un papel importante la cámara de compensación francesa y nuestro SEPI. Además, los sistemas de corresponsalía seguirán jugando un papel importante, al menos inicialmente.

Esta multiplicidad de sistemas incrementa la competencia entre ellos, lo cual, evidentemente, propiciará un abaratamiento de los costes, pero no conviene olvidar que puede tener un efecto negativo en la medida en que contribuya a fragmentar la liquidez existente, y con ello, a eliminar el beneficio que se pretende lograr con el TARGET.

La competencia se traduce en precios, y en este sentido el TARGET es más caro que los otros sistemas alternativos, y además requiere un volumen de garantías elevado, cuyo coste es difícil de evaluar. Este último tiene una tarifa regresiva que arrojará un precio medio de 0,80 EUR por transacción, frente a 0,25 EUR que pretenden aplicar los dos sistemas más directamente competidores. Es cierto que las características del TARGET presentan ventajas indudables —tales como disposición inmediata de fondos, reconciliación de cuentas intradía, posibilidad de reacción inmediata ante problemas, etc.—, pero no conviene olvidar que no siempre esto es valorado adecuadamente por las entidades y que, dadas las mejoras que las cámaras netas pueden introducir —como, por ejemplo, liquidaciones periódicas intradía—, el peligro es que las entidades puedan reservar TARGET únicamente para pagos en los que el tiempo sea crítico y que necesiten firmeza intradía. Esto puede condicionar el desarrollo del sistema y, sin duda, obligaría a reconsiderar algunas de sus características.

Todas las piezas que acabo de describir son el punto de partida de un proceso cuyo desarrollo conducirá, en el medio y largo plazo, a una situación de creciente integración de mercados, pero ninguna de ellas tiene por qué forzar una concentración del negocio en un centro, vaciando de contenido todos los demás; esto podrá ocurrir o no, pero dependerá de otros factores. Pero en este proceso de integración participan también otras fuerzas, no relacionadas di-

rectamente con el BCE, sobre cuyo desarrollo intentaré transmitir algunas reflexiones.

II. EL CAMBIO ESTRUCTURAL EN LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA

Las empresas y mercados financieros vienen experimentando, durante los últimos tiempos, presiones de cambio originadas por el avance tecnológico y la globalización, así como por el intenso proceso de desregulación financiera iniciado con las directivas bancarias y culminado, más recientemente, con la directiva de servicios de inversión.

Sobre este terreno ya abonado viene a incidir la creación de la UME, que, con la desaparición de la fragmentación que hasta ahora producía la existencia de diferentes divisas, la expansión de normas de mercado homogéneas y, en suma, el incremento de la competencia, va a dar, está dando ya de hecho, un impulso definitivo a la integración de mercados.

El impulso integrador más fuerte y temprano se producirá, tal como hemos visto, en los mercados monetarios, como consecuencia de la política monetaria diseñada y el funcionamiento del TARGET.

También los mercados de valores, si bien de forma algo más lenta, experimentarán un proceso similar. Los mercados de *valores públicos*, con un papel predominante hasta hoy, van a sufrir dos tipos de influencias que apuntan, ambas, hacia su pérdida relativa de importancia: a) el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que diseña a largo plazo un horizonte de reducción de la deuda pública, y b) el propio efecto de convergencia, que ha aproximado mucho la rentabilidad de las diferentes deudas, con lo que se dificulta el juego de *spreads*, tan rentable en los últimos años; al mismo tiempo, todas ellas han alcanzado niveles de rentabilidad bajos que incitarán a los agentes del mercado a buscar inversiones alternativas.

La integración completa no se podrá producir todavía, ya que seguirán existiendo distintos emisores nacionales para los que los *ratings* podrán diferir en función de sus situaciones fiscales respectivas, y las prácticas nacionales todavía son distintas. La, a pesar de todo, creciente integración de estos mercados y la de los monetarios acentuará la aparición de procesos similares en los mercados de valores privados.

En general, los mercados de *valores privados* europeos tienen un desarrollo más atrasado que los americanos y, dentro de los europeos, los españoles

se encuentran en una situación de atraso relativo bastante notoria. Por las repercusiones que esta situación tiene respecto a un asunto que mencionaré después, voy a detenerme en ella.

La estrechez de nuestros mercados de valores de renta fija privados, combinada, en el año 1997 y 1998, con un incremento en la demanda de financiación y una reducción en los fondos disponibles vía depósitos, por su desplazamiento hacia fondos de inversión, ha llevado a las entidades a la utilización de financiación exterior en volúmenes importantes (en estos momentos, el endeudamiento en moneda extranjera alcanza los 7 billones). Esto genera una situación de dependencia, y de posible debilidad, que debería ser preocupante para las entidades individuales y, desde luego, lo es para el sistema en su conjunto. La movilización de activos bancarios mediante titulización, la emisión de otros títulos en mercados nacionales, el posible estímulo a la actividad emisora en nuestro mercado de las empresas no financieras, la ampliación de la «cultura de *ratings*», son las formas más adecuadas de lograr una situación más estable, y que además iría en el sentido de la transformación que, previsiblemente, va a propiciar la Unión Monetaria Europea.

En efecto, la UME, con todas las características de cambio que incorpora, va a producir un impulso fuerte en el desarrollo de mercados de valores, en detrimento del mercado de crédito, que ha sido predominante en el suministro de financiación en la mayor parte de los países europeos, y desde luego en el nuestro.

Por el lado de la demanda de títulos, los inversores estaban muy centrados en títulos públicos, y en su jerarquía de normas de inversión la divisa de denominación jugaba un papel crucial; ahora este elemento ha desaparecido, y factores tales como riesgo de crédito y liquidez de mercados adquieren mayor relevancia. Con la Unión y la evolución descrita en los mercados de deuda pública, la atención va a desplazarse a la búsqueda de otros mercados con rentabilidades más altas que permitan la obtención de mayores beneficios para los clientes y partícipes en los fondos. Así pues, el desplazamiento hacia inversiones en agencias, en mercados emergentes, en activos hipotecarios, municipalidades, etc. es un proceso previsible pero que no está exento de riesgos.

Por el lado de la oferta, igualmente se van a registrar cambios en el mismo sentido, ya que la eliminación de las restricciones que fragmentaban los mercados, y con ello el acceso de los inversores, están

desapareciendo muy rápidamente. Todo este proceso hacia mercados menos conocidos implica riesgos importantes, y debería ir acompañado de una ampliación de la práctica de los *ratings* como elemento que podría paliar parte de los mismos, aunque no todos, ya que los emisores de *ratings* también son empresas sometidas a incertidumbre, aunque ésta sea el material de su trabajo.

El proceso anteriormente apuntado —mayor integración, mayor competencia entre los agentes de mercado, etc.—, que conduce a una mayor homogeneidad regulatoria, una internacionalización creciente y desintermediación, producirá necesariamente un cambio en las estrategias de las empresas financieras.

Es posible que a corto plazo las exigencias del cambio inmediato puedan producir una concentración de los esfuerzos en hacer todo lo posible por ser capaces de superar aquél con éxito; pero, una vez adentrados en la UME, los problemas de estrategia a más largo plazo reclamarán la atención general. En este punto, a pesar de los deseos de todo el mundo, no se puede pronosticar nada definitivo. Es claro, creo yo, que no va a existir una estrategia única, ya que los cambios en las diferentes áreas de negocio van a ser distintos, como lo son los tipos de instituciones y sus proyectos. Habrá, pues, un solo mercado integrado pero, previsiblemente, con diferentes tipos de instituciones.

En ésta y en otras áreas, las opiniones que se formulan con demasiada seguridad tienen detrás, en ocasiones, respetables estrategias de las empresas que las emiten y que les hacen presentar como ineluctables líneas de desarrollo que ellas mismas están promocionando. La realidad es que la situación será cambiante en función de a qué tipo de entidades nos estemos refiriendo, cuáles sean sus objetivos, etcétera.

No es descabellado pensar que en la UME van a convivir distintos tipos de bancos con diferentes estrategias, que en unos casos pueden aconsejar fusiones, como en el caso de bancos dedicados a áreas de negocios en las que el tamaño es imprescindible (negocios al por mayor, mercados de cambios), y en otros, formas de asociación distintas que posibilitarán la existencia de bancos de tamaño pequeño y mediano que tendrán un campo de actuación determinado. En este sentido, podrían mencionarse, según señala la literatura al respecto, los enfoques de «nichos»: por productos (custodia, hipotecarios, medios de pago, productos al por menor, etc.); por localización (local,

regional); por estrategias de cooperación, etcétera. Pero todos ellos, en general, pasarán por un proceso de consolidación importante.

El incremento de la competencia, posiblemente el único seguro en todo el proceso, está claro que producirá reajustes en la actual estructura de las empresas financieras, pero no es menos seguro que el tamaño no es siempre sinónimo de mayores beneficios; al igual que concentración no equivale a profundidad, liquidez y eficacia de los mercados. Ambos procesos –tamaño de instituciones y concentración de mercados– pueden producir efectos no deseados en el funcionamiento de los mercados: excesivo desarrollo del *too big to fail*, que puede potenciar estrategias más arriesgadas, y concentraciones que acenúan el problema de crisis y riesgo sistémico. En cualquier caso, y a pesar de los problemas que puede acarrear una concentración excesiva, es necesario ser conscientes también de los riesgos, quizá todavía más graves, de una estrategia disgregadora, y en este sentido hay que insistir en la necesidad de que cada país concentre sus esfuerzos y capacidades en proyectos comunes, evitando que por debajo del nivel nacional se intenten crear “centros financieros potentes”, que contribuirían a dispersar esfuerzos, conduciendo a un camino sin salida.

Quisiera terminar esta parte con una llamada de atención sobre un tema que no pretendo desarrollar, pero que está de actualidad en estos últimos meses, y que enlaza muy bien con parte de lo mencionado antes. Los procesos de integración de mercados, la búsqueda de nuevas fuentes de beneficio ante la maduración de los sistemas tradicionales, la incursión en territorios desconocidos en cuanto a riesgos potenciales, la concentración en grandes unidades que tiendan a desarrollar estrategias menos conservadoras y la reestructuración que se va a producir en las empresas financieras, hacen perentorio que, por un lado, éstas tengan reglas adecuadas e incentivos para la precisa valoración de riesgos de crédito y de mercado en situaciones de cambio, y, por otro, que los supervisores reaccionen adecuadamente a este desafío. En este sentido, y dentro del marco de la UME, los responsables directos de estas materias siguen siendo los BCN y todo parece indicar que lo seguirán siendo. Cabe pensar, pues, que la UME no entorpecerá la actual estructura de funcionamiento, sino que más bien favorecerá la cooperación –necesaria siempre, pero mucho más en casos de problemas en las nuevas unidades bancarias supranacionales, que el proceso de UME sin duda potenciará–, dejando a los BCN como artífices principales de la gestión de estos problemas. En este sentido, los actuales canales de comunica-

ción ya existentes entre los supervisores, la red de *memorandums of understanding* bilaterales establecidos y la creación del Subcomité de Supervisión Bancaria, establecido en el BCE como centro de consulta entre supervisores, constituyen una sólida base para hacer frente a todos estos problemas.

III. LOS PROBLEMAS DEL PROCESO DE TRANSICIÓN

Quiero terminar con una serie de consideraciones sobre el problema de las garantías, y dar cuenta de cómo ha transcurrido el período de transición, muy intenso en los últimos meses del pasado año 1998, y que culminó en el fin de semana que marcó la divisiória entre 1998 y 1999.

1. Distribución de la liquidez y el problema de las garantías

Es un hecho comúnmente aceptado que la política monetaria alcanza su mayor efectividad cuando actúa en una situación en la que el sistema financiero se encuentra en una posición de endeudamiento con el banco central. Los cálculos realizados, mediante el análisis de todos los sistemas de los once países miembros de la UME, muestran que todo el sistema de la Unión se encuentra globalmente en situación de déficit de liquidez, esto es, en una situación idónea para el ejercicio de la política monetaria, sin que sea necesario arbitrar ninguno de los mecanismos previstos para absorción de liquidez.

El análisis individualizado de los países integrantes muestra situaciones muy distintas entre unos y otros, siendo España uno de los países que registran mayor déficit. Ante una situación como ésta, la argumentación académica indica que, desde el punto de vista de la política monetaria, esta situación es irrelevante, ya que el funcionamiento de los mercados monetarios arbitrará los flujos, distribuyendo la liquidez según las necesidades.

Ahora bien, en un momento como el inicial de la constitución de la UME, esta argumentación tiene puntos débiles, al sustentarse sobre un supuesto incierto: el funcionamiento perfecto del mercado de flujos. A corto plazo, porque la perfecta integración de los mercados distará de ser una realidad inmediata (basta recordar lo que se ha mencionado en la primera parte sobre la integración de los mercados monetarios). Además, el posible desarrollo del mercado de RP, que podría facilitar la integración rápida, no es

posible de una manera inmediata, ya que no existe un sistema de las características del TARGET para la transmisión de valores. Por último, no debe olvidarse que el TARGET es sólo uno de los sistemas posibles para la utilización en la transmisión de fondos, y no todos los alternativos, igualmente utilizables dependiendo de la estrategia de las entidades, funcionarán con igual rapidez.

Pero es que aunque todos los problemas antes mencionados estuviesen resueltos, y los mecanismos de mercado funcionasen eficazmente, el sistema distaría de ser neutral para el desarrollo de los diferentes sistemas financieros. Los sistemas financieros que, por cualquier razón, fuesen continuamente prestatarios se encontrarían en una clara situación de dependencia, y serían los sistemas financieros, o instituciones, prestamistas los que con mayor facilidad desarrollarían líneas de negocio más productivas, aprovechando una situación de partida "positivamente discriminada".

Las consideraciones anteriores tienen especial relevancia en nuestro caso, ya que al abultado déficit de liquidez antes mencionado se une una alarmante escasez de garantías. Este problema tiene dos aspectos: el de las garantías necesarias para operaciones intradía y el de aquellas necesarias para operaciones de política monetaria, que, en principio, pueden ser las mismas. Analicémoslos por separado.

El proceso de transformación de nuestro sistema de pagos, que se inició en mayo de 1997, ha culminado en enero de 1998 con el establecimiento de dos ciclos de cierre en la Central de Anotaciones. El aporte de liquidez diario que supone este mecanismo, en torno a los 5 billones/día, resuelve una gran parte del problema de las garantías en lo que a financiación intradía se refiere, pero es sólo una solución a medias, ya que siguen apareciendo colas debido a que un buen número de entidades sigue funcionando como si todavía estuviesen en un sistema con firmeza sólo al final del día, dando lugar a que se produzcan atascos y retrasos, sobre todo en el mercado interbancario y en la Cámara. El problema de las colas está agravado por la enorme desproporción, en algunas entidades, entre el giro operativo y los saldos medios de su cuenta de tesorería, que constituye un terreno fértil para la aparición de problemas.

En cuanto al segundo aspecto, las garantías existentes son completamente insuficientes, como todos los agentes del mercado conocen por experiencia propia. Esta situación puede tener consecuencias muy graves para nuestro sistema financiero, ya que activará, de no resolverse, un proceso de deslocaliza-

ción de nuestro mercado de depósitos. La obtención de la liquidez deseada dependerá del volumen disponible de garantías, y la inexistencia de éstas hará que las necesidades deban cubrirse con préstamos obtenidos de otras entidades, lógicamente del exterior. Para estos préstamos no hacen falta garantías, pero, con independencia de los riesgos que comportan para la estructura financiera de las entidades, la dificultad de su consecución será creciente a medida que lo sea el volumen de endeudamiento alcanzado.

La consecuencia lógica de este proceso es que los bancos españoles pasarán a depender, en último extremo, de otro BCN. El papel del Banco de España en el reparto de liquidez del BCE se irá reduciendo, y con ello el papel de las instituciones españolas, no sólo en la ejecución de la política monetaria común, sino también en la capacidad para generar negocio de nuestro sistema financiero en su conjunto.

Durante los últimos meses de 1998 hemos estado trabajando en diversas líneas con el fin de aportar alguna solución a este problema. En este punto, una cosa debe quedar completamente clara: con independencia de lo que las autoridades monetarias u otras hagan por resolver este problema, la actuación más decisiva dependerá de las propias instituciones; aunque es cierto, por otro lado, que las rectoras de los diferentes mercados pueden ayudar a diseñar unas reglas de juego que no obstaculicen, e incluso, estimulen los desarrollos adecuados.

¿Qué se ha hecho en este sentido?

a) Revisión de las listas de garantías. Para introducir activos susceptibles de ser utilizados como garantía, éstos tienen que cumplir unas determinadas condiciones generales ya conocidas y especificadas en la *Documentación General*. Al margen de éstas, se admiten algunas excepciones, y acogiéndonos a ellas hemos incluido los títulos emitidos por las comunidades autónomas (incluso sin la existencia de *rating*) y las cédulas hipotecarias. Pueden ser también incluidos bonos emitidos por entidades financieras, pero con restricciones adicionales (*rating* a la emisión, cotización en mercado regulado, cumplimiento de la directiva de folletos de emisión). Es ésta una línea pendiente de desarrollo, que podría aportar un volumen importante de garantías, ya que las existentes de este tipo carecen en su mayoría de *rating* a la emisión y, por lo tanto, son inutilizables.

En lo que al Banco de España respecta, el 4 de noviembre de 1998 hemos empezado a aplicar los nuevos criterios de valoración de garantías, que, al ser

menos estrictos, aunque mucho más engorrosos, que los que comenzamos a aplicar nosotros en mayo de 1997, amplían la capacidad de las mismas garantías para respaldar un mayor volumen de préstamo.

b) Con independencia de todas las medidas parciales que se arbitren, lo cierto es que nuestros mercados de renta fija tienen un desarrollo insuficiente, aunque en estos momentos empiezan a dar síntomas de alguna vitalidad. Por ahora, la deuda pública es el activo predominante, y lo seguirá siendo por algún tiempo. No obstante, su tendencia es al decrecimiento si, como es de esperar, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento cumple sus objetivos. De aquí el énfasis que es necesario poner en el desarrollo de los mercados privados de renta fija.

Estos mercados se encuentran trabajando con sistemas heterogéneos, y el paso definitivo de todos ellos a anotaciones, su funcionamiento mediante saldos, la unificación de sistemas de registro, etc., son líneas que, de acuerdo con el protocolo firmado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y los órganos rectores de estos mercados, deberían ponerse en práctica sin pérdida de tiempo.

Sólo medidas de este tipo aportarían una masa de activos susceptible de paliar el problema; mientras tanto, puede suponer una ayuda la integración de los activos negociados, hoy en día, en estos mercados en el ciclo de la política monetaria, en la medida en que esto potenciase su desarrollo. En estos momentos, y una vez superadas las dificultades técnicas y legales, ya estamos utilizando en las operaciones de política monetaria, vía simultánea, los valores negociados en la Bolsa de Barcelona y, sobre todo, en la AIAF.

Por lo que a la AIAF se refiere, cabe decir que su reciente incorporación es muy prometedora. En este momento (noviembre 98), el saldo vivo de valores de AIAF susceptibles de ser utilizados como garantía es de 2,6 billones, y el saldo efectivamente aportado en las subastas vivas es superior a 400.000 millones; básicamente, bonos de titulación hipotecaria, hasta el momento. La reducción del saldo vivo que deben tener las emisiones utilizables, que ha pasado de 10.000 a 5.000 millones, y la inclusión de Matadores, harán que produzca con rapidez un incremento importante de garantías utilizables, que podrá alcanzar los 4 billones de pesetas. La participación más importante en esta última cifra corresponde a los bonos y obligaciones (51 por 100), seguidos por los bonos Matador (30 por 100) y bonos de titulación hipotecaria (13 por 100). Participan por el momento quince entidades, que aportan estos títulos como garantía de

sus peticiones en las subastas, ahora semanales. Creo que todos debemos felicitarnos por la culminación de este proceso, útil al mismo tiempo para el desarrollo de la política monetaria y para los mercados de renta fija privada.

c) Durante los últimos meses, hemos venido insistiendo en la titulación de activos como una fuente de garantías inmejorable en la medida en que dicho proceso "produce" unos activos que automáticamente acceden a la lista 1, y a los que, además, no se les aplican las cláusulas del vínculo vigentes para los restantes (los valores emitidos o garantizados por la contrapartida o emitidos por entidades participadas no se admiten).

Si bien es cierto que en este aspecto nuestro atraso relativo es importante, no lo es menos que en el último año el proceso de titulación ha dado un salto importante, por ahora básicamente de titulación hipotecaria, pero ya ha empezado la titulación de otra clase de activos. Los BTH verificados por la CNMV, que no llegaban a los 100.000 millones de pesetas en cada uno de los cuatro años anteriores a 1998, han alcanzado en este último año un volumen superior a los 400.000 millones, existiendo un volumen adicional importante que está, por así decirlo, en camino.

Conviene no olvidar que, con independencia del efecto virtuoso de la titulación como generadora de activos, los beneficiosos efectos para la movilización de balances —un aspecto en el que estamos claramente atrasados— y para la limpieza y ordenación de éstos, que produce un proceso de este tipo hacen de por sí valioso tal proceso.

d) Con independencia de la potenciación de las vías antes mencionadas, necesarias además para el desarrollo de los mercados de renta fija, hemos decidido plantear como complementaria la utilización de determinados préstamos bancarios como garantía en las operaciones de política monetaria. En este sentido, hemos planteado al BCE la posibilidad de activar esta parte de los balances al igual que lo vienen haciendo otros dos países de la Unión.

El proceso de discusión no es sencillo por varias razones: primero, porque la inclusión de estos préstamos en la lista 2 implica que puedan ser utilizados por cualquier otra contrapartida no española, y esto supone que su utilización debe estar exenta de cualquier riesgo de que esta garantía pueda ser atacada por cualquier tipo de proceso judicial, y además es necesario desarrollar una variante del modelo de co-

responsabilidad de BCN que permita su utilización; segundo, porque a no ser que el país en cuestión —es decir, nosotros en este caso— disponga de un sistema de valoración de empresas suficientemente sofisticado, sólo aquellas que tengan un *rating* lo suficientemente elevado y aprobado por el BCE serían susceptibles de ser utilizadas. Resueltas las cuestiones anteriores, y parece que estamos en el buen camino, utilizaremos préstamos bancarios a empresas públicas o privadas, no financieras, como garantía. Inicialmente, estos préstamos deberán ser superiores a 3.000 millones y tener un *rating* elevado. Así pues, ya desde ahora sería conveniente que las entidades interesadas fuesen “preparando” las carteras disponibles que desean utilizar. En cualquier caso, en breve anunciaremos detalles adicionales en cuanto al respaldo documental y jurídico necesario.

Con independencia de todas las medidas que se están articulando a corto plazo para hacer frente a las dificultades que esta escasez de garantías puede plantear, la única solución duradera a medio plazo es el desarrollo de nuestros mercados de renta fija privada. Este proceso tendrá que ir de la mano del desarrollo de los *ratings*, muy retrasados también en nuestro país, al margen del sector financiero, pero que constituirán un elemento imprescindible para discriminar riesgos en los mercados de emisión que van a desarrollarse previsiblemente.

Recordando lo que se ha comentado en la primera parte del trabajo, no parece aventurado pronosticar un desarrollo significativo de los mercados de renta fija en Europa, lo cual acentúa la necesidad de desarrollos más acelerados en el nuestro. La tarea de impulsar estos mercados compete a la CNMV y, desde luego, también a los órganos rectores de los mismos, al menos en la creación de un marco operativo favorable al desarrollo de las transacciones; pero es mucho más importante la actuación de las entidades, y no sólo financieras, aunque, por razones obvias, a ellas me esté refiriendo aquí. Dada nuestra situación de debilidad relativa, el tiempo apremia.

2. El final del proceso de transición

Como es bien conocido, el proceso de transformación de nuestros sistemas, que comenzó en mayo de 1997 con el inicio de la transformación de nuestro sistema de pagos, se ha acelerado en los últimos meses con una serie de cambios operativos. Dado que todos estos cambios implican modificaciones en la forma de operar de las entidades y rupturas, a veces importantes, de prácticas muy arraigadas, hemos creído

conveniente adelantar su aplicación, no sin antes discutirlos con las entidades en las reuniones periódicas que estamos manteniendo. Con ello se trató de evitar además la acumulación de novedades en las fechas de principios de 1999.

No merece la pena detenerse con detalle en descripciones de asuntos que son bien conocidos, y por ello bastará con enumerar los cambios de instrumentación producidos en los últimos meses:

a) Modificación de los procedimientos de realización de las subastas. Un primer paso consistió en modificaciones puramente internas que permitirían, en su momento, que se pueda actuar con todos los tipos de subasta previstos en la *Documentación General*; estos cambios permitieron incorporar los títulos pignoralos al proceso de subastas. Un paso posterior muy reciente fue el cambio de periodicidad y la adaptación a lo que es el calendario del Banco Central Europeo.

b) Después de un proceso largo, se ha terminado la incorporación a las subastas vía simultánea de las garantías constituidas por títulos de renta fija privada cotizados en AIAF, y deuda pública de la Generalidad cotizados en la Bolsa de Barcelona.

c) Se ha cambiado el procedimiento de cómputo del coeficiente de caja y sus períodos de mantenimiento.

d) Hemos publicado los tipos de las facilidades permanentes, que fijan la posible banda de fluctuación de los tipos de interés, y el Banco ha dejado de estar diariamente en el mercado.

e) Hemos aplicado los esquemas de valoración diaria de garantías y cargado o abonado en las cuentas de tesorería las cantidades resultantes de dichas valoraciones. Este cambio supone una suavización de las condiciones que el Banco estableció el año pasado, cuando empezamos a admitir títulos distintos de la deuda pública (el descuento en las acciones pasa del 50 al 25 por 100, y las obligaciones privadas del 20 ó 10 por 100 a un entorno del 2 por 100).

Con los cambios anteriores, hemos terminado prácticamente nuestra adaptación operativa y nos enfrentamos con el largo fin de semana de la transición, sobre el que me gustaría hacer algunos comentarios para terminar.

A medida que la fecha se aproxima, se desarrolla una floreciente industria de diseño de sofisticados planes de contingencia, generadores de estructuras

burocráticas que corren el peligro de desviar esfuerzos de los lugares donde realmente deberían estar aplicándose. No se trata, obvio debería ser decirlo, de minimizar la importancia del proceso, sino más bien de encontrar un punto de equilibrio entre brillantes fantasías y el trabajo pie a tierra, quizá poco lucido a corto plazo, pero el único que en realidad puede salvar la transición de los sistemas.

Tanto en planes concertados con el BCE como por nuestra propia cuenta, o en contacto con las entidades (recuérdese el fin de semana dedicado a la redenominación completa del Banco, incluyendo operativa en euros; o las pruebas realizadas de redenominación de deuda con participación de todas las entidades, por sólo mencionar algunos aspectos), hemos estado poniendo a punto todos los mecanismos que soportan el funcionamiento de los mercados. Cabe pensar que todas las entidades, en su ámbito interno y en áreas no relacionadas directamente con los procesos que nosotros podemos controlar, están actuando de forma similar. Si esto es así, se puede enfrentar el cambio con relativa tranquilidad; si no, no habrá procedimiento de emergencia capaz de resolverlo.

Es cierto que, aun habiendo hecho todo lo adecuado, es necesario prevenir la aparición de incidencias, y en este sentido estamos trabajando en el seno del BCE, donde se ha creado un Comité de Expertos que diseñará un procedimiento de seguimiento, y así lo están haciendo también las asociaciones.

El fin de semana va a incluir un amplísimo número de operaciones con diferente grado de repercusión sobre el conjunto. Desde el Banco Central, los puntos claves van a ser las condiciones de liquidez en los primeros días de la Unión y los problemas que puedan surgir con los colaterales, dado lo complicado del proceso de redenominación de las deudas y otros valores. En ambos puntos hemos hecho todo lo posible por asegurar un resultado satisfactorio, tanto mediante las

pruebas antes mencionadas como con la adaptación a lo que será el nuevo coeficiente de caja.

Además de los planes para resolver incidencias, que, insisto, deben ser sencillos y centrados en algunos puntos clave, todos, SEBC y entidades, deberemos estar dispuestos a adoptar actitudes flexibles durante este período que se adecuen a la situación de excepcionalidad del mismo. En este sentido, el SEBC, que, al no tener experiencia propia, es un desconocido para los mercados, deberá tratar, por un lado, de tranquilizar sobre cuál va a ser su política en esta situación, asegurando la flexibilidad operativa ante cualquier emergencia mediante su actuación a través de los BCN. Por nuestra parte, como un componente de dicha estructura, estamos defendiendo esta postura que permita actuaciones *ad hoc*, que no serán las habituales una vez superada la transición.

Pero no todo, ni siquiera lo más importante, depende del SEBC; las entidades privadas son los verdaderos agentes de los mercados, y en este sentido tienen una responsabilidad muy importante. Pueden facilitar el cambio de muy diversas formas: preparando los organismos internos para que evalúen las diferentes situaciones, respetando escrupulosamente nuestras recomendaciones sobre horarios para el día 31, tratando de evitar al máximo posible todas las transacciones con ejecución el día 4 de enero, cubriéndose suficientemente en liquidez ante las incertidumbres de los primeros días, recordando que ningún proceso se va a parar porque una entidad concreta tenga problemas (que no puedan resolverse en un tiempo prudencial), y que podrá quedarse marginada, etcétera. El proceso será indudablemente complicado, pero esperamos que perfectamente superable, y al tiempo confiamos en que nos deje con fuerzas suficientes para el período siguiente, que va a tener sin duda sus propios afanes y va a requerir, como varias veces he puesto de manifiesto a lo largo del trabajo, adaptaciones y cambios muy importantes.