
Conferencia de Clausura del Gobernador del Banco de España, Luis Ángel Rojo, en las XXVII Jornadas de Mercados Financieros

La tradicional celebración de estas Jornadas ha servido para la revisión anual de los principales acontecimientos monetarios y financieros. Las grandes transformaciones de los últimos años han sido analizadas desde una amplia pluralidad de puntos de vista y desde la lógica servidumbre al clima de opinión prevaleciente en cada momento.

A pesar del avance que se ha producido en las estadísticas económicas y del impresionante aumento en la información disponible sobre los mercados financieros, la coyuntura económica se conoce con un significativo desfase, de forma que siempre existe una brecha, más o menos importante dependiendo de las circunstancias, entre el clima que se deriva del diagnóstico disponible y la evolución contemporánea de los principales indicadores del panorama económico nacional e internacional.

Este es un factor que en alguna medida también ha influido en el drástico cambio que se ha producido desde la última edición de estas Jornadas de Intermoney en la percepción de la situación internacional. Hace un año la economía mundial seguía sumida en la incertidumbre sembrada por la cadena de acontecimientos que siguieron a la crisis de las economías del sudeste asiático, que alcanzaron su máxima incidencia con la suspensión de la deuda rusa y sus efectos de contagio sobre gran parte de las economías emergentes, sobre todo en Latinoamérica. Sumados a todo ello, la persistencia de las tendencias recesivas en Japón y los temores de un debilitamiento del ritmo de expansión de la economía americana configuraban un panorama de aparentes riesgos deflacionistas que indujeron un significativo cambio de tono de la política monetaria. Los organismos internacionales recomendaron con insistencia la necesidad de contrarrestar los riesgos de una profundización de la inestabilidad financiera y de los factores recesivos mediante una política generosa de suministro de liquidez. Como tuve ocasión de exponer con detalle en este mismo foro el año pasado, este contexto fue un determinante fundamental de la política monetaria practicada por el Banco Central Europeo (BCE) durante los primeros estadios de la Unión Monetaria. El debilitamiento del crecimiento en el área del euro, especialmente perjudicada por la caída de sus exportaciones a terceros países, en un clima de desconfianza de los consumidores e inversores en los países centrales de la zona, y la tendencia a la baja de una tasa de inflación ya muy reducida justificaron un descenso de los tipos de intervención hasta niveles mínimos en la historia reciente.

Solo un año después, el panorama de la economía internacional se ha vuelto abierta-

mente expansivo. Los principales focos de inestabilidad que se cernían sobre los mercados financieros internacionales han desaparecido. Las economías del sudeste asiático se han reactivado con mayor rapidez y energía de lo esperado, ayudadas por las fuertes devaluaciones de sus monedas, las ganancias de productividad generadas por el fuerte ajuste del empleo y los efectos de las medidas de saneamiento adoptadas. Los países latinoamericanos se han beneficiado de unas condiciones de financiación externa menos onerosas y más estables y de una recuperación de la confianza en las economías con mayor potencial de crecimiento. Los temores de un debilitamiento de la expansión norteamericana, lejos de confirmarse, se han visto abiertamente refutados por un dinamismo superior al esperado, en un marco —al que luego me referiré— de fuertes aumentos de productividad

La única excepción a este panorama sigue siendo la economía japonesa, que no ofrece síntomas de recuperación sostenible, atrapada en un complejo entramado de restricciones. La política monetaria parece haber agotado su potencial expansivo, mientras que la posible eficacia de las medidas de carácter fiscal se ve considerablemente mermada por el alto nivel de endeudamiento del sector público, que hace que los aumentos del déficit de las AAPP tengan un efecto negativo sobre la débil confianza del sector privado. Las políticas de reestructuración de su sistema económico se ven frenadas por los temores a que sus efectos iniciales sean predominantemente restrictivos. Y todo ello agravado por la apreciación del yen, alimentada por el deseo de retorno de la fuerte inversión japonesa en el exterior —contrapartida de su débil demanda interna—, que constituye una amenaza adicional de freno a cualquier impulso recuperador.

Así pues, si se prescinde del caso japonés, la economía mundial vive un momento expansivo de carácter generalizado en el que los ritmos de crecimiento de las grandes áreas tienden a converger hacia tasas relativamente elevadas, superando la fuerte asimetría que había prevalecido en los últimos años. En este nuevo escenario, en el que las economías industriales viven el mejor momento de la última década, los riesgos son los contrarios a los que se percibían hace tan solo un año. Aunque las alzas de precios siguen siendo moderadas —una vez que se descuenta el efecto del encarecimiento de la energía—, los peligros de una presión excesiva de la demanda en presencia de fuertes aumentos en los precios de las materias primas son cada vez más evidentes. La simultaneidad de la recuperación tiende a realimentar la expansión a través de los efectos difusores

de los flujos del comercio. La OCDE prevé un aumento del volumen del comercio mundial de un 10,3 % en 2000, tras tasas del orden del 5 % en los últimos años. No es de extrañar que los organismos internacionales hayan empezado a hablar del predominio de los riesgos de recalentamiento en áreas importantes de la economía mundial. El crecimiento estimado para la OCDE en el año 2000 es del 4 %, a pesar de que economías importantes, como Alemania, Italia y el Reino Unido, registren tasas inferiores al 3 %.

La principal amenaza de signo contractivo en el escenario expansivo actual es la posibilidad de que se materialice una severa corrección en las cotizaciones bursátiles, que tendría efectos recesivos inmediatos sobre la economía americana, pero que se expandiría rápidamente a través de su influencia sobre otros mercados de capitales y sobre el nivel de confianza. La aceleración del progreso tecnológico, combinada con la liberalización de los mercados, tiende a aumentar la velocidad de transmisión de los movimientos de los mercados financieros sobre la economía real, acentuando la vulnerabilidad del crecimiento económico frente a las posibles turbulencias financieras.

No obstante, durante los últimos meses se ha ido produciendo una corrección de la sobrevaloración de los títulos vinculados a las nuevas tecnologías —donde este fenómeno era más evidente—. Hasta el día de hoy, este proceso se está produciendo sin grandes perturbaciones, por lo que el peligro de un ajuste brusco que frene drásticamente el gasto de las familias y de las empresas parece haber remitido.

La progresiva consolidación de un nuevo escenario internacional, caracterizado por un dinamismo generalizado, ha llevado a modificar gradualmente el tono de las políticas monetarias para ir adaptando a unas circunstancias en las que han desaparecido las razones que justificaron las medidas expansivas adoptadas hace algo más de un año y en las que, por el contrario, se requiere una actitud más preventiva de los posibles impulsos inflacionistas que pueden derivar del mayor dinamismo de la demanda y de la traslación del encarecimiento de las materias primas. Lógicamente ha sido la Reserva Federal de los Estados Unidos la que ha llevado el liderazgo de este proceso, en consonancia con el vigor mostrado por la economía norteamericana y la aparición de los primeros síntomas de un aumento de las tensiones en el mercado de trabajo y en los precios.

Desde el verano pasado, cuando el tipo de interés de los fondos federales se encontraba en el 4,75 %, la Reserva Federal ha instrumentado cinco subidas consecutivas de un cuarto de punto, y un aumento, el pasado 16 de mayo, de medio punto, que ha colocado el tipo básico de intervención en el 6,5 %. Este cambio tan significativo en el tono de la política monetaria ha venido acompañado de una nueva interpretación de las posibilidades de alcanzar un ritmo de crecimiento no inflacionario más elevado, como consecuencia del desarrollo de las nuevas tecnologías.

No es momento de volver a abordar aquí la relativa solidez o debilidad de los distintos argumentos que se han enunciado para sostener que la aceleración de la innovación tecnológica en los sectores de informática y telecomunicaciones habría dado lugar a un aumento permanente en el ritmo de crecimiento de la productividad que haría posibles ritmos de crecimiento más elevados y descensos mayores de la tasa de paro, sin poner en peligro la estabilidad de los precios. Como tampoco es necesario reiterar las incertidumbres que subsisten sobre el alcance de este fenómeno en la propia economía norteamericana.

Más importante me parece señalar que la aparición de síntomas inflacionistas y el agravamiento de algunos desequilibrios, como la reducción del ahorro privado, el aumento del déficit exterior y el deterioro de la posición financiera neta frente al exterior de la economía americana, han llevado a minar la confianza en una permanente compatibilidad del fuerte dinamismo económico con la estabilidad macroeconómica gracias al influjo benefactor de las nuevas tecnologías.

De hecho, la evolución reciente de la economía americana parece apuntar a que los fenómenos inducidos por la aceleración de la innovación tecnológica tienen también efectos estimulantes de la demanda, y que estos pueden llegar a superar, al menos durante ciertos períodos de tiempo, el incremento de la oferta. Los aumentos de rentabilidad esperados como consecuencia de las nuevas tecnologías pueden llegar a impulsar, a través de la revalorización de los activos reales y financieros, un crecimiento del gasto a una tasa superior al aumento del producto potencial, a pesar de los incrementos de productividad generados.

En consecuencia, la expansión de la economía vinculada a las nuevas tecnologías no parece estar al abrigo del peligro de que aparezcan los viejos problemas que acompañan a las situaciones de exceso de demanda en el terreno de la formación de los precios y de la com-

petitividad exterior. Y la existencia de un mayor margen de crecimiento potencial no exonera a la política económica, en general, y a la monetaria, en particular, de sus funciones estabilizadoras de la demanda. Tienen razón, por tanto, las autoridades americanas al aprovechar la fase expansiva actual para colocar el saldo presupuestario en situación de superávit y avanzar en la reducción del *stock* de la deuda pública. Y tiene razón la Reserva Federal al adoptar un tono más contractivo de la política monetaria, en consonancia no solo con los mayores riesgos inflacionistas detectados, sino también con el mayor nivel del tipo de interés real de equilibrio que se corresponde con la mayor tasa de crecimiento potencial de la economía.

En definitiva, tanto el clima expansivo de la economía mundial como la extensión de los efectos de la incorporación y difusión de las nuevas tecnologías —por el momento, muy concentradas en la economía norteamericana— obligan especialmente a las autoridades económicas y monetarias a procurar que el dinamismo en la demanda se mantenga en línea con el potencial productivo, con el fin de evitar la reaparición de las tensiones inflacionistas y la profundización de los desequilibrios. Estas implicaciones de política económica no son muy originales —en lo que a la regulación de la demanda agregada se refieren—, porque los riesgos macroeconómicos no son muy diferentes en la nueva situación. Ello no supone ignorar que el aprovechamiento de las nuevas oportunidades de aumento de la productividad global y del crecimiento potencial depende de la capacidad de reestructuración de las economías y de reasignación de los factores productivos, para lo cual resulta indispensable una gran flexibilidad de los mercados y una adecuada cualificación de los trabajadores. En estas áreas, la política económica tiene nuevos e importantes cometidos que desempeñar, especialmente en los países con economías más rígidas y desfases importantes en el desarrollo tecnológico y la formación de su población.

* * *

Para la economía española tiene, sin embargo, una especial importancia lo que ocurra en la zona del euro, pues compartimos su política monetaria única y participamos dentro de unos mercados financieros y monetarios altamente integrados. Como ya he dicho, en los últimos doce meses la situación económica del área ha ido mejorando progresivamente, impulsada por la creciente firmeza de la demanda interna y la recuperación de las exportaciones. Sin embargo, el mayor dinamismo económico ha venido también acompañado de la aparición

de tensiones inflacionistas, en un contexto de fuertes incrementos de los precios del petróleo y de debilidad del euro.

La aparición de riesgos para el mantenimiento de la estabilidad de precios en el área de moneda única desde un momento relativamente temprano de la fase de auge cíclico contrasta vivamente con la experiencia de los Estados Unidos en el pasado reciente y viene a reflejar, en definitiva, que los márgenes de la economía europea para crecer de forma sostenida sin incurrir en desequilibrios son considerablemente más limitados que en la economía norteamericana.

Consciente de los factores que podían amenazar el mantenimiento del índice armonizado de precios de consumo por debajo del 2 % en el conjunto de la zona euro, el BCE ha endurecido desde noviembre el tono de la política monetaria. Este cambio de orientación se ha concretado en cinco elevaciones del tipo de interés de las operaciones principales de financiación por un monto global de 175 puntos básicos —la última, una elevación de 50 puntos básicos, decidida ayer—, hasta alcanzar el 4,25 % actual. Con estas medidas, se ha pretendido reducir la holgura de las condiciones monetarias y financieras, cuyo reflejo más evidente lo constituyen la fuerte expansión del crédito, los bajos tipos de interés reales, y los elevados precios de los activos financieros y reales, y salir al paso del peligro de que los aumentos de precios derivados del encarecimiento de la energía y la depreciación del euro pudieran trasladarse a las negociaciones salariales.

Aunque la instrumentación de una política monetaria cada vez menos expansiva en el área del euro ha resultado en un incremento de los tipos de interés a diversos plazos, los diferenciales de tipos han seguido siendo favorables al dólar, como resultado de las aún más intensas subidas de tipos de interés llevadas a cabo por la Reserva Federal en estos últimos meses. Las diferencias de dinamismo económico entre los Estados Unidos y Europa y en el tono de sus respectivas políticas monetarias son factores que subyacen a la depreciación del euro frente al dólar, aunque también ha habido un indudable elemento de sobre-reacción de los mercados que ha empezado a corregirse.

La debilidad del euro ha preocupado lógicamente al BCE, ya que su cotización es un determinante importante de las condiciones monetarias del área, cuya depreciación puede constituir un canal de generación de presiones inflacionistas. Este es un elemento común a toda política monetaria orientada a la estabili-

dad de los precios. En el caso del euro, además, al tratarse de una nueva moneda sobre la que pivota de manera especial la política de integración europea, es inevitable que a las oscilaciones de su tipo de cambio se le atribuyan, aunque sea con poco fundamento, connotaciones indicativas de la confianza de los mercados e incluso del público en el Eurosistema.

En estas circunstancias, el BCE viene practicando acertadamente una política de estrecha vigilancia de la influencia que la cotización del euro pueda tener sobre las tendencias de la inflación, pero evitando, al mismo tiempo, una inquietud excesiva por los movimientos de corto plazo, que podría conducir a un mimetismo frente a los tipos de interés americanos que no estaría justificado por las diferencias prevalentes en las situaciones económicas de una y otra área.

A la larga, el mantenimiento de una política firmemente orientada a la estabilidad de los precios garantizará una cotización del euro en consonancia con el potencial de crecimiento de la zona y con su capacidad para aprovechar plenamente el impulso de las nuevas tecnologías, en un entorno de mercados plenamente liberalizadores. Aunque, para esto último, no cabe duda de que Europa necesita profundizar el proceso de consolidación presupuestaria y acelerar las reformas estructurales enunciadas en las últimas reuniones del Consejo Europeo.

* * *

La política monetaria del Eurosistema se conduce en función de los requerimientos del conjunto del área. Sin embargo, las situaciones de las economías nacionales ni son homogéneas ni se ven afectadas por dicha política de la misma manera. Así, mientras que algunos países —como Alemania o Italia— mantienen unos ritmos de expansión económica inferiores a la media europea, otros —como Irlanda, Holanda o España— muestran un dinamismo económico considerablemente superior.

En nuestro país, tras haber crecido el 3,7 % en 1999, el PIB podría aumentar incluso por encima del 4 % durante el presente año, en un entorno de recuperación de los mercados exteriores, de condiciones monetarias holgadas y con unas expectativas de los agentes muy favorables. El dinamismo económico se ha traducido en una intensa creación de empleo y ha sido compatible con la estabilidad macroeconómica. Estos resultados positivos recompensan el esfuerzo realizado en los últimos años en la instrumentación de unas políticas económicas equilibradas y confirman el potencial de la eco-

nomía española para seguir avanzando en el proceso de convergencia real.

Sin embargo, no debe ignorarse que esta fuerte expansión económica ha venido acompañada de un repunte de la inflación y de un incremento significativo del déficit comercial que, si bien se han visto afectados por elementos de naturaleza transitoria —como el encarecimiento del precio del petróleo—, pueden terminar afectando a la competitividad a medio plazo de la economía española.

Las tensiones de precios se deben, en parte, al tono distendido de las condiciones monetarias prevalecientes en la Unión, que se han manifestado en nuestro país en unos ritmos de expansión del crédito muy elevados —en torno al 19 %-20 %—, peligrosos desde un punto de vista macroeconómico, pero también desde los criterios de prudencia que deben regir las decisiones de las entidades de crédito, y en un descenso muy pronunciado de los tipos de interés reales en los últimos años.

La reciente trayectoria alcista de los tipos de intervención del BCE y la paulatina reducción de las divergencias cíclicas con otros países de la Unión Monetaria pueden propiciar en el futuro una mayor sintonía entre el tono de la política monetaria única y el grado de restricción requerido por la economía española. Sin embargo, ello no debe restar importancia a la necesidad de acelerar el proceso de consolidación presupuestaria y seguir profundizando en las reformas estructurales, a fin de que la economía española evolucione de manera coherente con los requisitos de estabilidad que se derivan de nuestra pertenencia a un área monetariamente integrada. Solo así será posible asegurar un ritmo de crecimiento económico sostenido y seguir avanzando en la senda de convergencia real.

* * *

Una vez repasado el panorama económico y financiero actual, me permitirán que pase a referirme a los desarrollos recientes en los mercados financieros europeos que, tras el inicio de la Unión Monetaria, han experimentado un notable proceso de transformación, continuando así la tendencia hacia una mayor consolidación e integración que ya se había advertido en los últimos años.

La introducción del euro, con la consiguiente supresión del riesgo de tipo de cambio, ha contribuido a acelerar dichas tendencias y ha propiciado un marco más apropiado para que los mercados financieros europeos puedan asimi-

lar rápidamente los efectos que los desarrollos de la tecnología de la información están teniendo en las estructuras financieras de los países industrializados. Todo ello se ha producido en el marco de un proceso de transformación tanto en la negociación como en la compensación y liquidación de las operaciones de los distintos mercados, aunque los ritmos de avance distan de ser similares en los diferentes tramos o en las distintas fases operativas.

Obviamente, el establecimiento de la moneda única ha tenido sus efectos más rápidos y directos en el grado de integración que han alcanzado los mercados monetarios, especialmente en los segmentos de depósitos interbancarios sin garantías y en los productos derivados, como los *swaps* de tipos de interés. Ello se ha producido como consecuencia de la instrumentación de la política monetaria del BCE y del buen funcionamiento de TARGET.

El notable grado de integración del mercado monetario es perceptible en el aumento de las transacciones transfronterizas, cuya negociación supone más de la mitad de la actividad del mercado, y en que los tipos de interés, especialmente en los plazos más cortos, son prácticamente iguales en los diferentes países. Por el contrario, otros segmentos del mercado monetario, especialmente el de operaciones *repo*, han registrado un avance mucho más limitado en su proceso de integración. Ello viene explicado por las dificultades de movilización transfronteriza de las garantías, la falta de armonización en los documentos jurídicos utilizados, el distinto tratamiento fiscal de este instrumento financiero, así como las diferencias en los tipos de interés y en la liquidez de los activos subyacentes que se utilizan como garantías. Igualmente, los mercados de letras del Tesoro, pagarés de empresa o certificados de depósitos han experimentado un proceso de integración más lenta, mientras que, en el mercado de renta fija, el hecho más significativo durante 1999 ha sido el fuerte crecimiento de las emisiones realizadas por las empresas privadas —no financieras—, que han acudido más a los mercados de emisión, especialmente para financiar procesos de fusiones y adquisiciones.

En los mercados de renta variable ha seguido aumentando la capitalización bursátil y se ha asistido al establecimiento en las principales plazas bursátiles europeas de un «nuevo mercado» para las empresas de rápido crecimiento, con normas de cotización y negociación diferentes a las de los mercados tradicionales. A su vez, se están constituyendo nuevas plataformas de negociación electrónica, lo que contribuye al establecimiento de un entorno más competitivo, caracterizado por una información

más abundante, unos menores costes de transacción y la eliminación de las barreras de entrada existentes.

Este proceso innovador ha propiciado que los miembros tradicionales del mercado se estén adaptando, ofreciendo, igualmente, opciones electrónicas para la contratación y modificando sus estructuras de gobierno, caracterizadas, hasta ahora, por una estructura mutual, que ofrecía privilegios a los miembros del mercado, a través de los cuales se debían intermediar todas las operaciones. En su adaptación hacia lo que será un mercado más amplio y menos segmentado en el ámbito territorial se debe destacar también el creciente protagonismo de las fusiones y alianzas estratégicas entre los participantes tradicionales del mercado.

En cambio, los mercados de renta fija han experimentado transformaciones más graduales, dado que, a diferencia de la contratación bursátil desarrollada en mercados organizados, la negociación bilateral está mucho más extendida. No obstante, también en los mercados de deuda, tanto primarios como secundarios, se observa una creciente presencia de sistemas electrónicos de negociación, apoyados en los desarrollos vinculados a Internet.

Me parece asimismo relevante destacar que, tras el establecimiento de la Unión Monetaria, se han podido observar ciertos avances en el proceso de consolidación de los sistemas de liquidación y compensación, si bien resulta todavía prematuro intuir la velocidad y el desenlace de dicho proceso, que habrá de conducir al establecimiento de una o dos grandes plataformas pan-europeas. El Eurosistema, si bien ha adoptado un papel activo para impulsar la movilización transfronteriza de valores, se ha mantenido escrupulosamente neutral respecto al desarrollo del proceso de consolidación, que debe, en todo caso, ser dirigido por el propio mercado.

Resulta evidente, por tanto, que el establecimiento de la Unión Monetaria ha proporcionado un claro impulso a la tendencia a la integración de los mercados financieros europeos y los ha hecho más receptivos a las innovaciones propiciadas por los avances en la tecnología de las comunicaciones. La rápida reducción de los costes de negociación y el establecimiento de nuevas plataformas están induciendo un cambio notable de la estructura de los mercados tradicionales.

* * *

La rápida integración alcanzada entre los mercados monetarios y la eficaz interconexión

de los sistemas de pagos nacionales han resultado de vital importancia para garantizar la homogeneidad de las condiciones monetarias en el conjunto del área del euro y la eficacia en la instrumentación de la política monetaria.

Como saben ustedes, el BCE ha adoptado un marco operativo que se articula en torno a tres elementos básicos: el coeficiente de caja, las facilidades permanentes de crédito y depósito, y las operaciones de mercado abierto. Así, mientras que las facilidades permanentes conforman un corredor por el que, en condiciones normales, discurre el tipo de interés interbancario a un día, el coeficiente de caja contribuye a estabilizar la evolución de este último, al permitir que las propias entidades absorban el impacto de las perturbaciones de liquidez. Las operaciones de mercado abierto, por su parte, son el principal instrumento para el control de los tipos de interés y la gestión de la liquidez del mercado, y desempeñan, asimismo, un papel crucial para la señalización del tono deseado de la política monetaria.

En líneas generales, el marco operativo de la política monetaria única ha funcionado de modo satisfactorio. El nivel fijado para el coeficiente de caja ha garantizado una demanda suficiente de liquidez por parte de las entidades, al tiempo que la decisión del Consejo de Gobierno de remunerar los depósitos obligatorios ha minimizado su impacto negativo sobre la competitividad de las entidades de crédito del área del euro. Los tipos de interés del mercado monetario y, en particular, el tipo de interés interbancario a un día han mantenido un elevado grado de estabilidad y, con la excepción de los primeros días de 1999 y de los días de cierre de los períodos de mantenimiento del coeficiente de caja, el recurso a las facilidades permanentes ha sido mínimo. Por último, el manejo del tipo de interés de las subastas a tipo fijo ha permitido señalar de forma clara los cambios en el tono de la política monetaria.

Esta valoración general positiva no ha de ocultar, sin embargo, que existen aspectos mejorables en el marco operativo. En este sentido, querría referirme a continuación a los problemas derivados del comportamiento de las entidades en las subastas a tipo fijo que, hasta la fecha, ha venido realizando el BCE.

Como seguramente saben, las entidades han tendido a presentar en estas subastas pujas por un valor muy superior a sus necesidades agregadas de liquidez, de modo que el BCE ha debido aplicar fuertes tasas de racionamiento o prorrateo que, en las últimas semanas, han llegado a ser inferiores al 1 %. Esta es, sin duda, una situación poco deseable. Este

procedimiento de subasta prima a las entidades que, por diversas razones, disponen de un mayor volumen de colateral en sus carteras y que, en consecuencia, pueden obtener un beneficio intermediando entre los bancos centrales nacionales y las entidades que disponen de un menor volumen de activos de garantía, lo que puede suponer un tratamiento no equitativo. Además, el elevado prorrateo y su alta variabilidad generan mucha incertidumbre sobre la liquidez que las entidades individuales pueden obtener a través de las subastas.

Consciente de la situación, el Consejo de Gobierno del BCE había adoptado a lo largo de este año y medio varias decisiones encaminadas a paliar este problema de *overbidding*. Así, con objeto de limitar los efectos derivados de la desigual distribución de los activos de garantía entre las entidades, en febrero de 1999 se clarificó que la obligación de garantizar los préstamos recibidos de los bancos centrales nacionales afectaba a las cantidades efectivamente prestadas y no a las cantidades solicitadas a través de las pujas.

Posteriormente, con la intención de reducir los beneficios derivados de la labor de intermediación entre los bancos centrales nacionales y las entidades con menores dotaciones de liquidez, desincentivando así el *overbidding*, el Consejo decidió acometer una política de provisión de liquidez que redujera el diferencial entre el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés del mercado interbancario.

Finalmente, ante los escasos resultados de las medidas anteriores, el Consejo de Gobierno decidió, en su reunión de ayer, instrumentar las futuras operaciones principales de financiación mediante subastas a tipo variable. Como es bien sabido, estas subastas resultan plenamente compatibles con los principios de mercado, toda vez que las entidades especifican el precio que están dispuestas a pagar por los fondos que demandan. En consecuencia, las instituciones con menores dotaciones relativas de colateral están en disposición de asegurarse la adecuada cobertura de sus necesidades pujando a un precio ligeramente superior, sin necesidad de realizar pronósticos más o menos aventurados sobre el grado de racionamiento que aplicará el BCE ni, por tanto, de correr riesgos innecesarios en términos de su capacidad para garantizar la liquidez efectivamente obtenida.

Quiero subrayar que la sustitución de las subastas a tipo fijo no menoscaba, en absoluto, la capacidad de las operaciones principales de financiación para cumplir las funciones que le

asigna el diseño actual del marco operativo, puesto que, según confirma la experiencia de otros bancos centrales, las subastas a tipo variable permiten igualmente un control eficaz de los tipos de interés y una gestión adecuada de la liquidez.

A su vez, con objeto de que la sustitución del tipo de interés fijo preanunciado por el BCE por el tipo marginal de la subasta a tipo variable no debilite la capacidad del nuevo procedimiento de subasta para señalar el tono de la política monetaria, se ha decidido anunciar previamente a la realización de cada subasta el tipo de interés mínimo que los bancos centrales están dispuestos a aceptar en las pujas. De esta forma, se proporcionará una señal clara que permita al mercado discernir qué movimientos en el tipo marginal de la subasta responden de manera genuina a la intención del BCE de modificar el tono de la política monetaria y qué movimientos responden, por el contrario, a cambios en las condiciones de demanda de la liquidez. De este modo, posibles discrepancias entre el tipo mínimo y el tipo marginal reflejarán exclusivamente condiciones de demanda, de igual manera que lo hacían en el pasado las discrepancias entre el tipo interbancario a un día y el de las subastas a tipo fijo.

En todo caso, hay que subrayar que el paso de las subastas a tipo fijo a un sistema de subastas a tipos de interés variable —paso que se producirá a partir del próximo 27 de junio— es simplemente una modificación instrumental y no implica una variación en el tono o grado de restricción de la política monetaria única.

* * *

Me gustaría concluir subrayando, como hice en los dos últimos años en los que tracé un balance de las transformaciones registradas por los mercados monetarios y financieros españoles —con motivo del XXV aniversario de estas Jornadas en 1998— y del inicio de la Unión Monetaria —en 1999—, el papel que los mercados financieros han desempeñado en la mejora de la intermediación financiera y en el logro de la estabilidad macroeconómica. La economía española y el bienestar de sus ciudadanos se han beneficiado de los progresos realizados en estas áreas, que permiten aspirar a un futuro económico mejor, que, sin embargo, no estará libre de problemas y de retos importantes tanto para las autoridades como para los profesionales de los mercados.

9.6.2000.