

---

## Conferencia de clausura del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, en las XXIX Jornadas de Mercados Financieros

Es para mí una gran satisfacción venir a Zaragoza para clausurar estas jornadas organizadas por Intermoney, que cuentan ya con una prolongada tradición y que constituyen un foro de discusión de gran interés para todos los participantes en los mercados financieros. Permítanme que aproveche esta oportunidad para exponer algunas ideas sobre la evolución de la política monetaria en la zona del euro y la trayectoria reciente de la economía española, deteniéndome en los nuevos retos a los que deberá hacer frente en el futuro próximo.

La introducción de los billetes y monedas en euros a comienzos de este año ha constituido, quizá, la muestra más visible del establecimiento de una unión monetaria en Europa. La operación de canje de las antiguas monedas nacionales —que ha tenido una complejidad logística considerable y cuyos preparativos y puesta en práctica han absorbido muchos recursos en los últimos años— se culminó con un éxito notable gracias al trabajo y la colaboración prestados por los numerosos agentes involucrados en el proceso, entre los que las entidades financieras han desempeñado un papel esencial. Creo que la ausencia de incidentes relevantes durante el período de transición y la buena acogida de la nueva moneda por parte de los ciudadanos europeos —a pesar de la incomodidad que supone el cambio de la unidad de cuenta habitual— son la mejor recompensa a esos esfuerzos.

Aunque para gran parte de la sociedad la Unión Monetaria solo se ha percibido como una realidad a partir del 1 de enero de este año, cuando hemos podido empezar a utilizar el euro en todas nuestras transacciones diarias, la moneda única cuenta ya, como saben, con una historia de casi tres años y medio, período en el que ha sido utilizada en un número creciente de transacciones financieras en todas las partes del mundo, ha sido elegida como moneda de denominación de un volumen sustancial de emisiones de diversos instrumentos financieros y ha pasado a ocupar una parte significativa de las carteras de los principales inversores internacionales y de las reservas exteriores de buena parte de los bancos centrales.

Desde el 1 de enero de 1999, los países que forman la Unión Económica y Monetaria comparten una política monetaria común, cuya orientación ha venido determinada por el objetivo prioritario, establecido en el Tratado de la Unión Europea, de garantizar la estabilidad de precios. Ello obedece al convencimiento —que emana tanto de la experiencia como de la investigación académica— de que, para maximizar el bienestar, las acciones de la política económica no deben venir determinadas por el in-

tento de alcanzar altos ritmos de crecimiento a corto plazo a cualquier precio, sino que han de centrarse en lograr aumentos del producto sostenidos y perdurables, esto es, deben procurar, sobre todo, el incremento del potencial de crecimiento de la economía.

La política monetaria tiene también una capacidad limitada para modular las fluctuaciones cíclicas, en el corto plazo, mientras que resulta una herramienta eficaz para influir sobre la evolución de los precios en el medio plazo. Desde el punto de vista del bienestar colectivo, resulta adecuado asignar a la política monetaria la misión de lograr y mantener la estabilidad de precios, ya que la inflación distorsiona la asignación de los recursos y, por lo tanto, reduce el producto potencial de la economía.

Para facilitar la consecución de este objetivo, el Tratado de la UE incorpora una serie de principios que inspiraron el marco institucional de la política monetaria del Eurosistema y su estrategia actual. Así, se abogó por que las autoridades monetarias tuvieran un alto grado de independencia de los poderes públicos, de forma que se evitaran interferencias que alteraran el normal desenvolvimiento del proceso de toma de decisiones. Como contrapeso a esta autonomía, se consideró esencial que el Eurosistema fuera transparente y rindiera cuentas ante la sociedad sobre el grado y el modo de cumplimiento de las tareas encomendadas, explicando las razones que motivan sus decisiones y exponiendo regularmente su evaluación de la situación económica. A este respecto, quiero destacar que la transparencia no debe verse solo como la contrapartida que, en un sistema democrático, se exige por la concesión de independencia funcional a una institución pública, sino que también es crucial desde el punto de vista de la eficacia de la política monetaria. Debe subrayarse que, cuanto mejor entiendan los agentes los elementos en los que se basa el Banco Central para tomar sus decisiones, más fácil será que las expectativas de los agentes se asienten sobre unas bases sólidas y que evolucionen de manera coherente con los objetivos de la autoridad monetaria, facilitando de este modo el adecuado funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Creo que el Eurosistema ha dado ya muestras probadas del máximo interés que presta al perfeccionamiento de su política de comunicación.

La necesidad de mantener un adecuado flujo de información con la opinión pública sobre el análisis que sustenta las decisiones aparece reforzada por la ausencia de objetivos cuantitativos precisos en el esquema estratégico del Eurosistema. De hecho, aunque la política mo-

netaria tiene un objetivo prioritario inequívoco, sobre el que debe basarse la valoración de las actuaciones del Banco Central, la definición de estabilidad de precios adoptada por el BCE incorpora una dosis apreciable de flexibilidad. En particular, se establece como una meta de medio plazo, compatible, por lo tanto, con incrementos de los precios que sitúen transitoriamente la inflación por encima de la referencia, del 2%, que contiene la propia definición. Por otra parte, el BCE dispone de un cierto margen de maniobra para decidir la distribución en el tiempo de los ajustes precisos en los tipos de intervención para adecuar el tono de la política monetaria al requerido para el cumplimiento del objetivo. Resulta, por lo tanto, coherente con el mandato del BCE que este tipo de decisiones estratégicas se adopten, como en la práctica se hace, teniendo en cuenta su impacto previsible sobre las condiciones generales de la economía.

Pero, además de un cierto grado de flexibilidad estratégica, el Banco Central Europeo precisa, como ingrediente necesario para el adecuado cumplimiento de su función, de la suficiente flexibilidad analítica. Esta resulta especialmente necesaria en un mundo, como el actual, donde los cambios en las relaciones económicas pueden ser rápidos y bruscos, debido, entre otros factores, a la creciente interdependencia de las economías y a la incorporación de los avances tecnológicos recientes en los procesos productivos, cuyos efectos sobre el desarrollo de la actividad económica están aún lejos de poder ser evaluados con precisión.

En el caso europeo, además, la integración económica y la moneda única han supuesto, con toda probabilidad, un cambio estructural en los determinantes de las decisiones económicas de los agentes que dificulta, en una medida mayor que la habitual, la utilización en el diseño de la política monetaria de modelos estimados con datos históricos. En estas condiciones, es lógico que el Eurosistema utilice un enfoque pragmático que dé cabida a una pluralidad de indicadores y herramientas técnicas que puedan facilitar la evaluación de las perspectivas de inflación de la economía, y que evite la utilización mecanicista de un modelo o esquema analítico concretos.

Creo que las decisiones de política monetaria efectuadas por el Eurosistema —en especial, en el último año— son un buen ejemplo de esta flexibilidad a la que me acabo de referir. Durante 2001, la zona del euro sufrió el impacto de diversas perturbaciones, que, en gran medida, fueron comunes a la economía mundial, como el encarecimiento del petróleo, la caída de las cotizaciones bursátiles, la crisis del

sector de la alta tecnología y telecomunicaciones, y la desaceleración del comercio mundial. Finalmente, los sucesos del 11 de septiembre provocaron una brusca caída de la confianza de empresas y familias en todo el mundo.

Algunos de estos *shocks*, como el del petróleo, junto con otros propios de la economía europea, como los que afectaron al sector ganadero, condujeron a un incremento notorio de la inflación observada durante el año 2000 y los primeros meses de 2001, coincidiendo con los primeros síntomas de debilitamiento de la actividad. En estas condiciones, pese al deterioro de la situación inflacionista, la consideración del carácter eminentemente transitorio de las perturbaciones sufridas y los indicios de desaceleración de la demanda interna propiciaron que el BCE relajara el tono de la política monetaria, primero, de forma modesta, en mayo y agosto, y, luego, de modo más intenso, en septiembre y noviembre, tras los atentados terroristas en EEUU y el consiguiente deterioro adicional de las perspectivas de crecimiento.

Durante 2001, además, se observó una aceleración de M3, que es el agregado monetario escogido como principal indicador de la evolución de la liquidez en la zona del euro. El Eurosistema, sin embargo, evitó una interpretación mecanicista del aumento progresivo de la desviación ante el crecimiento de M3 y el valor de referencia, del 4,5%, establecido para esta variable.

Por el contrario, del análisis de los datos se concluyó que, en gran medida, ese comportamiento de los activos líquidos era fruto del clima de incertidumbre existente en los mercados financieros, que había impulsado desplazamientos de cartera desde inversiones de mayor riesgo y menor liquidez —como las acciones— hacia activos líquidos incluidos en la definición de M3. Esto suponía que el aumento pronunciado de este agregado no conllevaba la anticipación de decisiones de gasto potencialmente inflacionistas, por lo que la evolución del indicador monetario no cuestionaba la conveniencia de relajar el tono de la política monetaria.

En el momento actual vuelve a presentarse una situación económica compleja, en la que la valoración a medio plazo de las perspectivas de inflación reviste, como ocurre habitualmente en los periodos de cambio de la fase cíclica de la economía, una especial dificultad. Los indicadores más recientes sobre la actividad permiten determinar que la desaceleración tocó fondo a finales del año pasado y detectan un aumento gradual del crecimiento en la zona del euro, si bien subsisten incertidumbres sobre la intensidad y el alcance de la recuperación.

Por otra parte, la trayectoria reciente de la inflación ha sido peor que la esperada, aunque, de nuevo, los factores que explican ese deterioro relativo parecen, en principio, transitorios. Son los casos de la evolución del precio del crudo y de los posibles efectos inflacionistas del proceso de canje, que, aunque limitados, podrían ser algo superiores a los inicialmente estimados. Por tanto, en los próximos meses, el Eurosistema deberá mantener una actitud especialmente vigilante, con el fin de asegurar la compatibilidad entre el tono de la política monetaria y las perspectivas de mantenimiento de la estabilidad de precios. Por ello, resulta muy relevante la evolución salarial, pues una ruptura de la pauta de moderación de los últimos años conllevaría un impacto alcista persistente sobre la tasa de inflación. No se les oculta que las negociaciones salariales en algunos países ofrecen, en este sentido, resultados algo preocupantes.

En línea con la argumentación anterior, el consejo de Gobierno del Banco Central Europeo, en la reunión de ayer, decidió no mover los tipos de interés, y en el comunicado creo que se pueden destacar tres ideas básicas:

En primer lugar, a pesar de la última estimación de inflación que supone una bajada al 2% en mayo, la evolución de los precios ha sido peor de lo esperado y las perspectivas, ahora, son menos satisfactorias de lo que se suponía hace unos meses.

En segundo lugar, aunque los datos que están apareciendo son consistentes con el escenario esperado de una gradual recuperación, el panorama económico mantiene elementos de incertidumbre.

En consecuencia, se argumentaba la necesidad de acumular más evidencia antes de poder hacer una valoración completa de los riesgos inflacionistas en el medio plazo, y se destacaba la importancia de que los elementos transitorios de las subidas de precios pasadas no se enquisten en nuestras economías.

Por todo ello, la decisión fue no mover los tipos de interés y permanecer vigilantes a la evolución de los factores que determinan las perspectivas de la inflación.

En todo caso, el nivel de los tipos de interés ha sido y continúa siendo propicio para favorecer un aumento del dinamismo de la actividad económica. Desde la decisión adoptada en mayo de 2001 de reducir los tipos de interés por primera vez en la última fase de desaceleración cíclica hasta noviembre, cuando el BCE aplicó el último recorte, los tipos de interés de

las operaciones principales de financiación descendieron 150 puntos básicos, con lo que los tipos reales se han venido situando en niveles próximos a los mínimos de las últimas décadas en el conjunto de las economías que forman la UEM. Es innegable que estas condiciones monetarias han contribuido a moderar el alcance y a reducir la duración de la fase de desaceleración cíclica. Así, pese a la brusca ralentización de la actividad, el período de relativa atonía de la actividad productiva parece haber sido breve y en algunos países, entre los que se encuentra España, el producto no ha dejado de mostrar tasas de crecimiento positivas.

De hecho, y con ello paso a la segunda parte de mi intervención, si examinamos detenidamente la evolución reciente de la economía española, observamos que, en los últimos años, ha mostrado un comportamiento más favorable que en anteriores episodios. En especial, en contra de lo que venía siendo una regularidad del ciclo de negocios en España, la desaceleración no ha impedido mantener tasas de crecimiento del producto y del empleo superiores a las medias de la UEM, por lo que no se ha detenido el proceso de convergencia real hacia los niveles más altos de renta *per cápita* de otros países europeos.

Detrás de este cambio de comportamiento se encuentran diversos factores, entre los que habría que destacar el mantenimiento de un alto grado de estabilidad macroeconómica —conseguido gracias a la convergencia nominal y la posterior incorporación a la UEM y a los avances registrados en el terreno de la consolidación fiscal—, la relativa moderación salarial y la aplicación de reformas estructurales en los mercados de bienes y factores. Estos elementos permitieron que durante la etapa de fuerte aumento del PIB entre 1997 y 2000 no se acumularan, como en períodos expansivos previos, grandes desequilibrios macroeconómicos, que, en el pasado, debían ser depurados en las fases de desaceleración, provocando caídas intensas de la demanda y del empleo.

De este modo, la favorable evolución de la economía española responde, en parte, a factores estructurales asociados al nuevo marco institucional en el que se insertan y que, por sí mismos, deben contribuir a facilitar mejoras permanentes en el bienestar de los ciudadanos. Sin embargo, el mantenimiento de tasas de crecimiento elevadas en los últimos años es, también, la consecuencia del efecto expansivo del propio proceso de adaptación de nuestra economía al nuevo entorno, que deberá ir dando paso a factores de naturaleza más estable para proseguir el avance en la convergencia real a un ritmo no inferior al actual.

En particular, la sustancial disminución registrada en los tipos de interés nominales y reales y la mejora en las perspectivas de renta que ha conllevado el ingreso en la UEM, ha propiciado un incremento del valor de la riqueza del sector privado y favorecido un pronunciado aumento del endeudamiento de las familias y las empresas no financieras, que se ha traducido en incrementos notorios del consumo y, en menor medida, de la inversión.

Este aumento del recurso a la financiación ajena de los agentes debe interpretarse como una adaptación razonable de sus decisiones al nuevo escenario, donde tanto los menores costes financieros como las mejores perspectivas de ingresos permiten la sostenibilidad de *ratios* de deuda superiores.

De hecho, puede comprobarse que la aceleración de la demanda de financiación ajena del sector privado en España no ha hecho más que aproximar su *ratio* de deuda sobre el PIB a los niveles, más elevados, que presentan otros países europeos. Al mismo tiempo, las cargas por pagos por intereses como en concepto de amortización del principal, se han incrementado, en términos de la renta disponible, solo de forma moderada, como consecuencia de la reducción de los tipos de interés.

Sin embargo, aunque la posición patrimonial del sector privado no ha sufrido un deterioro apreciable, habida cuenta de las perspectivas que presenta nuestra economía, los cambios producidos en su composición resultan ilustrativos desde el punto de vista del análisis económico. Así, aunque el ingreso en la UEM tiende a reducir, en general, el tamaño y la frecuencia de perturbaciones adversas sobre la renta o el coste de la deuda, el aumento del endeudamiento necesariamente incrementa la exposición de los agentes a ese tipo de *shocks*. Por otra parte, en la medida en que gran parte del aumento de la deuda se ha materializado en la adquisición de inmuebles, en el caso de las familias, y de participaciones en compañías extranjeras, en el caso de las empresas, la posición financiera del sector se ve, lógicamente, influida por las fluctuaciones que experimente el valor de esos activos. Finalmente, aunque, como he comentado, la carga financiera, en términos de la renta, apenas se ha incrementado, cabe esperar una mayor sensibilidad del consumo y la inversión ante factores que ocasionen un incremento adicional del esfuerzo requerido para hacer frente a los compromisos financieros adquiridos.

En todo caso, es indudable que el mayor endeudamiento del sector privado ha contribuido

a sostener la demanda interna en los últimos años, favoreciendo que la economía española creciera a un ritmo superior al de la zona del euro, incluso en un período —como el año 2001— de desaceleración. Sin embargo, aumentos del endeudamiento como los observados no son sostenibles de forma indefinida. Por tanto, es necesario preguntarse sobre los factores que pueden permitir a la economía española mantener elevadas tasas de crecimiento, que permitan seguir avanzando en el proceso de convergencia real. En este sentido, la evidencia acumulada en los últimos años ofrece algunos elementos que invitan, cuando menos, a la reflexión.

Un primer elemento es el comportamiento de la inversión en bienes de equipo, que mostró un modesto dinamismo en el último ciclo, a pesar de los reducidos tipos de interés, de la favorable evolución de la demanda final de la economía y de la difusión de las nuevas tecnologías ligadas a la informática y las telecomunicaciones. Asimismo, se ha observado un aumento muy modesto de la productividad del trabajo. En cierta medida, la evolución de esta variable refleja una utilización más intensa de la mano de obra disponible como consecuencia de las reformas emprendidas en el mercado laboral, que han permitido un mejor aprovechamiento de la dotación relativa de factores productivos de nuestra economía. Sin embargo, el limitado dinamismo de la inversión en equipo en algunos sectores podría llegar a dificultar, a medio plazo, la continuidad de la pauta de elevado crecimiento e intensa creación de empleo.

De hecho, la persistencia de un diferencial de inflación con la zona euro apunta a la posible aparición, en el futuro, de un problema de competitividad de la economía española. Aunque las causas que provocan ese diferencial son diversas, recientemente ha vuelto a cobrar fuerza el fenómeno de la inflación dual, caracterizado por una inflación en los sectores protegidos de la competencia significativamente más alta que la que muestran, en general, otros países de la UEM y los sectores nacionales productores de bienes comercializables.

Para resolver estos problemas resulta necesaria la continuidad de una política macroeconómica orientada a la estabilidad, pero también la adopción de nuevas reformas estructurales. Considerando que la política monetaria solo puede dar respuesta a los problemas que plantea la zona del euro en su conjunto y sin olvidar la contribución que debe hacer la política presupuestaria —manteniendo unas finanzas saneadas, promoviendo la inversión y la eficiencia en el gasto público, y eliminando las distorsiones impositivas—, parece claro que el grueso

de los esfuerzos debe concentrarse en eliminar las barreras que dañan los mecanismos de ajuste de la economía y desincentivan la ampliación y modernización del aparato productivo. El objetivo debe ser, por tanto, crear un marco propicio para la inversión, que promueva el incremento de la productividad y el empleo, y mejore la capacidad de adaptación de las empresas a los cambios en el entorno económico.

Creo que de la capacidad que mostremos para hacer frente a estos retos depende crucialmente la medida en la que nuestra economía pueda aprovechar plenamente las considerables oportunidades que se han abierto con nuestra integración en la UEM.

En el desarrollo de estos retos, los mercados financieros desempeñan un papel fundamental. A lo largo del último año, estos han mostrado un notable grado de resistencia frente al conjunto de perturbaciones a los que se han visto sometidos y por ello han contribuido al favorable comportamiento de la economía en su conjunto.

A la situación de desaceleración sincronizada de las principales economías, se unieron perturbaciones tan importantes y variadas como las derivadas de las subidas bruscas de los precios del petróleo, la rápida corrección de la denominada burbuja tecnológica, impactos en el sector alimenticio como la fiebre aftosa y las vacas locas, el 11 de septiembre, crisis en Turquía y Argentina, Enron y otras crisis corporativas importantes.

Como decía, frente a estas perturbaciones los mercados financieros han funcionado satisfactoriamente mostrando la importancia de los avances logrados en materia de integración de mercados, mejoras en capacidad de negociación, avances en la gestión y diversificación de riesgos, en la solvencia de sus principales operadores y materia de transparencia.

Pero también ha habido sombras en el funcionamiento de los mercados financieros, me refiero al conjunto de debilidades puestas de manifiesto en el denominado caso Enron. La relevancia y significación de este caso se debe a que los problemas puestas de manifiesto no son específicos de un caso puntual; por el contrario, el caso Enron presenta un conjunto de debilidades de carácter más institucional y sistémico, que de una forma u otra se han manifestado en otras empresas y mercados; también en algunos aspectos, en el nuestro.

Este caso ha sido analizado por otros ponentes en estas jornadas y por ello solo me gustaría añadir que su análisis debe servir de

estímulo para que todos —empresas, reguladores, supervisores, analistas y auditores— busquemos las respuestas más apropiadas a los problemas que plantea. El buen gobierno efectivo de las entidades con estructuras y cultura que lo apoye, la resolución apropiada de conflictos de intereses, unas prácticas contables que respondan a los principios de prudencia y reflejo de la realidad económica, unas prácticas de consolidación de las estructuras relevantes del grupo que refleje apropiadamente sus riesgos, información de calidad transmitida con transparencia al mercado y analizada de forma independiente por los analistas, etc. Son elementos indispensables para el mantenimiento de la confianza y el correcto funcionamiento de los mercados financieros.

Permítanme que pase ahora a la última parte de mi intervención, relativa al desarrollo en los mercados financieros españoles. Durante el período transcurrido desde la última edición de estas jornadas, los mercados financieros españoles han alcanzado logros destacables en su proceso de adaptación a los cambios registrados en Europa. Recordemos brevemente los logros a los que me estoy refiriendo.

En junio de 2001 se firmaba el «Protocolo de Mercados Españoles», en el que se sentaban las bases para la integración de los distintos mercados de valores y de los diversos sistemas de registro, compensación y liquidación españoles. Ocho meses más tarde, en febrero de 2002, se ha constituido formalmente «Bolsas y Mercados Españoles», el ámbito societario en el que deberá materializarse la integración.

Naturalmente, un esfuerzo de integración tan amplio ha debido desarrollarse en diferentes etapas. Así, recordemos que en julio del pasado año ya habían fructificado los esfuerzos de MEFF, AIAF y SENAF con la creación del *holding* que agrupaba a estas tres sociedades. Por otra parte, en torno a esas mismas fechas, se daba también un paso importante en el proceso de creación del futuro depositario central de valores de España, al unificarse bajo la plataforma de la Central de Anotaciones de Deuda Pública los dos principales sistemas de registro y liquidación de renta fija pública y privada que operaban en nuestro país.

Como resultado de todo este proceso, en fechas próximas el *holding* «Bolsas y Mercados Españoles» integrará el mercado de Futuros sobre Cítricos (FC&M), el *holding* MEFF-AIAF-SENAF, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, así como las Bolsas de Barcelona, Bilbao, Madrid y Valencia. La Central de Anotaciones de Deuda Pública —CADE— se incorporará tan pronto concluya la tramita-

ción parlamentaria de la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, que debe autorizar la «fusión» efectiva en la futura Iberclear del depositario central gestionado por el Banco de España con el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores. En todo caso, es preciso señalar que la Promotora Iberclear ha desarrollado los trabajos preparatorios que le fueron encomendados como sociedad impulsora de la futura sociedad de gestión de sistemas del *holding*.

El especial interés para el Banco de este último hito en la integración de los mercados españoles merecerá unas consideraciones concretas más adelante. Pero antes permítanme que exponga brevemente mi percepción del contexto en el que surge el *holding* «Bolsas y Mercados Españoles».

Los mercados de valores de todo el mundo vienen experimentando en los últimos años profundas transformaciones como resultado de dos fuerzas principales: la globalización y la revolución en las tecnologías informáticas y de comunicaciones. En Europa, además, el lanzamiento del euro ha potenciado la urgencia de un espacio financiero común. El aumento de la competencia que estos hechos han generado ha acentuado, a su vez, la tendencia hacia la consolidación de la oferta nacional de servicios de contratación y poscontratación de valores.

En definitiva, el «mercado de mercados», un concepto en sí mismo escurridizo, ha tomado cuerpo en nuestro acervo económico. En este concepto englobamos planteamientos tan diversos como el (posteriormente fallido) proyecto de fusión entre Deutsche Börse y la London Stock Exchange, la expansión de Euroclear y de la Bolsa de París a través de Euronext integrando horizontalmente conjuntos homogéneos de contratación o bloques uniformes de registro y liquidación en sociedades independientes y especializadas, el crecimiento sostenido de MTS en Europa como mercado dedicado únicamente a la negociación de deuda pública o la integración vertical adoptada por la Deutsche Börse. En las primeras ponencias de esta mañana se han debatido estos aspectos con la intervención de protagonistas relevantes en estos proyectos.

La diversidad de estrategias que he apuntado muestra que el modelo de organización al que debe responder la industria de los mercados de valores es una cuestión todavía abierta. En ocasiones, ni siquiera el papel de los distintos actores parece estar claramente definido, como demuestran las recientes polémicas suscitadas en Europa respecto a las prácticas de «internalización» de órdenes provocadas por el

proyecto de concentrar la contratación de órdenes en los mercados organizados de valores, en detrimento de sistemas menos formales de negociación de títulos. Y esta indefinición en cuanto al modelo de los mercados, conviene subrayarlo, no es únicamente un rasgo europeo. Los ecos que nos llegan de Estados Unidos confirman la ausencia de paradigmas inequívocos sobre esta cuestión.

En este contexto de incertidumbre sobre el modelo futuro de integración de los mercados de valores europeos, la iniciativa adoptada por los mercados españoles de dotarse de tamaño no puede ser sino bienvenida. Resulta evidente que con ello se refuerza directamente su poder negociador de cara a cualquier hipotética alianza futura.

Sin embargo, junto con las ventajas de este importante proyecto conviene tener presente riesgos que debemos evitar.

En primer lugar, cabe señalar que la adquisición de dimensión no puede convertirse en un objetivo en sí mismo, sino que debe ser un instrumento de mejora en la gestión. El aumento de tamaño podría crear una ficción de éxito puramente transitorio si no se materializa en estrategias, avances prácticos y resultados concretos en la mejora de la gestión y de la organización de las distintas sociedades agrupadas.

En segundo lugar, la estructura corporativa en forma de *holding* que presenta el proyecto «Bolsa y Mercados Españoles», no debiera constituir un impedimento para efectuar una gestión integral del mismo aprovechando las sinergias y economías de escala subyacentes en los mercados y sistemas. A juzgar por el tono de consenso que ha presidido la formación del *holding*, parecen estar justificados los mejores augurios en ese sentido.

Finalmente, recordemos que los mercados financieros solo pueden funcionar sobre la base de la transparencia y de la plena confianza del público en una trayectoria impecable. En este sentido, parece deseable que la creación del *holding* de los mercados españoles y su eventual salida a Bolsa debieran aprovecharse para acrecentar la confianza en el mismo de los inversores finales. Con ello quiero destacar que el cuidado del bien público que debe presidir el funcionamiento de un mercado organizado oficial y el nivel de exigencia demandado por los supervisores no debieran verse sustancialmente alterados por la constitución del *holding*.

Permítanme, ahora sí, que, al hilo de la cautela anterior, explique cuál es el papel del Banco de España en este proyecto.

Actualmente, el Banco cuenta con un representante en el Consejo de Administración del Holding. Naturalmente, nuestra presencia en ese órgano de dirección constituye un anticipo de la participación que mantendremos en su capital, una vez que se haya producido el traspaso e integración de CADE en el conglomerado de los mercados españoles.

Pues bien, esa presencia en el capital del *holding* trata de recoger la aportación de activos del Banco y de promover, al tiempo, una transición ordenada en la gestión de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores. Para entender más claramente este argumento, conviene evocar brevemente los antecedentes del proceso de consolidación de los sistemas de poscontratación de valores en España.

Desde su creación, en 1987, el Mercado de Deuda Pública Anotada ha estado estructurado en torno a CADE, la Central de Anotaciones, un sistema de registro, compensación y liquidación que ha recibido el reconocimiento nacional e internacional. Este logro ha sido posible, obviamente, gracias al impulso común de todas las partes implicadas: el Tesoro Público español, los miembros del mercado de deuda y el Banco de España.

Los nuevos tiempos no han alterado la adecuación de las soluciones técnicas de acuerdo a las cuales ha venido siendo gestionado CADE. Sí resulta algo desfasada, sin embargo, la fragmentación bajo la que opera en nuestro país la industria del depósito central de valores, en contraste con la consolidación que ya hace años se viene registrando en Europa. En ese contexto, el Banco de España acordó, junto con el SCLV, la creación en junio de 2000 de Iberclear, cuyo papel de promoción ya he mencionado anteriormente.

Me interesa destacar de nuevo que el enfoque técnico desde el que se concibe la gestión de un depositario central y de un sistema de liquidación no ha variado. En realidad, los sucesivos informes de expertos que, desde distintas perspectivas, han analizado la problemática de la liquidación de valores han reforzado nuestra convicción en la conveniencia de no supeditar la liquidación de los títulos a su contratación y de aplicar los estándares más modernos a los procesos de registro y anotación.

Ello nos permitirá mejorar el asiento de las operaciones transfronterizas y nos dará la base operativa para crear una cámara de contrapartida que cubra no solo derivados, sino también valores de renta fija y variable.

Es de sobra conocida la importancia que se concede a las contrapartidas centrales en la arquitectura de los mercados financieros europeos. No voy a insistir más en ello en estos momentos. Tan solo deseo recordar con este ejemplo un principio más general: la armonización de la infraestructura de nuestros mercados con los estándares internacionales exige aceptar compromisos y cambios, y la creación del *holding* es un magnífico augurio en este sentido.

En el Banco de España estamos convencidos de que los sistemas españoles de registro,

compensación y liquidación de valores tienen la capacidad y la potencialidad suficientes para ofrecer servicios de calidad y adaptados a los nuevos tiempos. Naturalmente, este es un reto al que el Banco de España sigue brindando todo su apoyo. Mientras tanto, debemos animar desde aquí a que Iberclear aborde la última fase de su proyecto, en la que se deberán comenzar a adoptar las medidas e iniciativas que han sido objeto de preparación mientras ha actuado como promotora.

7.6.2002.