
Conferencia del Gobernador del Banco de España, Luis Ángel Rojo, en la clausura de la XXV edición de las Jornadas de Mercado Monetario

Tras habernos reunido varios años en los actos de clausura de estas Jornadas bajo la incertidumbre de si, por una parte, la Unión Monetaria podría constituirse en las fechas previstas y si, por otra, España estaría en condiciones de incorporarse a la Unión desde un primer momento, es doblemente afortunado que *Inter-money* pueda celebrar el XXV aniversario de las Jornadas de Mercado Monetario pocos días después de haber recibido respuestas definitivas ambos problemas: la Unión Monetaria se iniciará el 1 de enero del año próximo con once países y España estará entre los países miembros fundadores de la Unión.

Se ha cerrado así, con éxito notable, una etapa de convergencia de la economía española con los países más estables del área de la Unión Europea; y se inicia, al mismo tiempo, un período que promete acentuar el dinamismo de la integración política y económica en Europa y que ofrece a nuestro país grandes oportunidades cuyo aprovechamiento dependerá de nuestra capacidad de adaptación y cambio en un mundo crecientemente competitivo y abierto.

El XXV aniversario de estas Jornadas ayuda, sin embargo, a soslayar las periodificaciones, siempre artificiales, de la Historia e induce a contemplar un largo proceso en el que este país ha vivido profundas transformaciones institucionales y estructurales, demográficas y tecnológicas, y ha experimentado grandes cambios en las ideas y las creencias, en los hábitos y las actitudes sociales. Tal vez podamos aprovechar este aniversario para recordar un aspecto modesto, pero relevante, de ese gran proceso de cambio: el relativo al ámbito monetario y financiero; porque estas Jornadas se iniciaron, hace veinticinco años, coincidiendo con los primeros pasos dados por el Banco de España para introducir unos instrumentos que permitieran desarrollar una política monetaria moderna en nuestro país.

Se estaba viviendo, en aquellos primeros años setenta, un período de graves perturbaciones monetarias y cambiarias, resultantes, primero, de la crisis del dólar y del consiguiente aumento de la liquidez en Europa y, más tarde, de la primera gran subida del precio del petróleo. La política monetaria hasta entonces practicada, basada en instrumentos engorrosos y carentes de flexibilidad, resultaba manifiestamente inadecuada en tan difíciles circunstancias; se hacía preciso pasar a una política monetaria activa, basada en el control continuo de la liquidez a través de un mercado interbancario amplio y eficiente. Esto suponía, sin embargo, una innovación profunda en un sistema caracterizado por la proliferación de

controles e intervenciones; requería la adopción de nuevas técnicas y nuevas actitudes, y un diálogo continuo entre el Banco de España y las entidades bancarias. Las Jornadas de Mercado Monetario nacieron como consecuencia de esa necesidad de diálogo; sus primeras ediciones no reunían a cientos de asistentes como ahora, sino tan solo a unas pocas decenas de personas de la banca y del Banco de España interesadas en la nueva experiencia y afectadas por ella.

Aquel fue el comienzo de un largo camino que, a través de la creación y ampliación de mercados, de la liberalización de los precios, de la eliminación de intervenciones y de una creciente apertura al exterior que culminó con la liberalización plena de los movimientos de capitales en el marco de la creación del Mercado Interior Comunitario, acabó conduciendo a la conformación del actual sistema bancario español desregulado, competitivo y eficiente; un camino que se vería ampliado con la transformación y el desarrollo de los mercados de valores, y reforzado y alentado por las innovaciones financieras; un camino que, desde luego, no fue sencillo ni lineal, porque tuvo que afrontar muchas dificultades que impusieron, en ocasiones, retrocesos transitorios superados con nuevos avances.

Durante los años setenta se abordaron las transformaciones imprescindibles para el buen funcionamiento de un auténtico mercado monetario en el que el Banco de España pudiera ejercer el control de la liquidez por procedimientos de mercado abierto. Para ello hubo que eliminar los viejos mecanismos de refinanciación automática de las entidades de crédito, reformar el coeficiente de caja, establecer nuevos instrumentos para la provisión de liquidez de base del sistema, crear el marco regulador y los medios técnicos adecuados para la negociación y formación de precios en el mercado interbancario y, en fin, ir adaptando gradualmente los instrumentos de intervención del Banco de España a las nuevas condiciones que iban surgiendo.

Esta mejora de los procedimientos operativos resultaba, sin embargo, insuficiente si no se avanzaba, a la vez, en la capacidad de transmisión de las condiciones imperantes en los mercados monetarios al comportamiento del conjunto de las disponibilidades líquidas y de la financiación global de la economía. Por ello, la puesta en marcha de los mercados monetarios españoles condujo a la progresiva liberalización de los tipos de interés de toda la gama de operaciones activas y pasivas de los intermediarios financieros e hizo patente la necesidad de eliminar los mecanismos de finan-

ciación privilegiada del sector público y su sustitución por unos mercados de deuda que permitiesen la financiación ortodoxa de los abultados déficit públicos que empezaban a emerger.

Los desequilibrios importantes y persistentes de las cuentas públicas estaban generando, en efecto, unas necesidades crecientes de financiación del Estado que resultaban difíciles de absorber sin incurrir en procesos de desestabilización macroeconómica. Se pretendió hacer compatibles, en la medida de lo posible, el mantenimiento del control de la liquidez y el proceso liberalizador del sistema con la búsqueda de soluciones a la creciente demanda pública de recursos financieros; sin embargo, la urgencia por resolver problemas agudos de financiación, evitando el recurso a la monetización, impuso —como he señalado antes— retrocesos transitorios en la liberalización financiera. En efecto, en ausencia de unos mercados de deuda pública a la altura de las necesidades de financiación del Estado, la creciente apelación del Tesoro al Banco de España obligaba, si había de mantenerse el control de la liquidez, a captar recursos para el Tesoro Público a través del sistema bancario. El Banco de España procedió, en un principio y con tal objetivo, a emitir pasivos a tipos de mercado que colocaba en el sistema bancario; pero este procedimiento no era sostenible durante mucho tiempo, de modo que se acabó recurriendo a la utilización de un coeficiente de caja muy elevado con un tramo remunerado a tipos de interés muy inferiores a los del mercado.

Las distorsiones que esta situación implicaba llevaron a introducir las reformas en el ámbito de los valores públicos que hicieran posible la financiación del Tesoro con procedimientos e instrumentos de mercado. La progresiva aceptación por el Tesoro de la necesidad de financiarse por cauces ortodoxos puso de manifiesto que la colocación de saldos crecientes de deuda pública desbordaba la capacidad de los mercados tradicionales para absorber y negociar las emisiones dentro del marco bursátil. Ello explica que los pagarés del Tesoro, instrumento fundamental durante gran parte de los años ochenta, se contrataran principalmente a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero del Banco de España, aunque existiera un segmento de negociación bursátil; y ello explica también que, partiendo de este precedente, se pasara, en 1987, al Sistema de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado, a partir del cual se han desarrollado los mercados de deuda anotada, que han alcanzado un grado muy elevado de eficacia y han suministrado una gran flexibilidad a la financiación del Tesoro.

Paralelamente, la aparición de importantes carteras de deuda pública, tanto en poder del público como, sobre todo, del sistema bancario, financiadas estas últimas de forma creciente mediante cesiones temporales a menor plazo, puso de manifiesto la existencia de riesgos de tipo de interés de considerable cuantía. La necesidad de facilitar operaciones de cobertura frente a estos riesgos impulsó la aparición de los mercados organizados de derivados financieros —futuros y opciones—, que, inicialmente, utilizaban la deuda pública negociable como único activo subyacente. Con ello se completaba la nervadura básica de los nuevos mercados financieros organizados, que han colocado a España en una situación muy competitiva dentro del espacio financiero europeo.

La progresiva aceptación por parte del Tesoro de la necesidad de financiarse por cauces ortodoxos —que culminó, ya en los años noventa y en el camino hacia la Unión Monetaria, con la prohibición comunitaria de cualquier tipo de financiación privilegiada— y la ampliación de los mercados de deuda permitieron volver a la senda de la liberalización. El coeficiente de caja pudo ser reducido a niveles próximos a los que se requieren desde un punto de vista técnico —aunque hubo que emitir y colocar en la banca certificados del Banco de España, con un calendario paulatino de amortizaciones, para esterilizar la liquidez liberada mediante la baja del coeficiente para evitar el fuerte crecimiento de las magnitudes monetarias que hubiera resultado en otro caso—. Paralelamente, y en especial tras el ingreso de España en la Comunidad Económica Europea, se profundizó en la supresión de barreras de entrada al negocio bancario y se continuó avanzando en la desregulación de la vertiente externa del sistema financiero con un desmantelamiento gradual de los controles de capitales, hasta alcanzar un régimen de plena libertad en las transacciones financieras con el exterior en los primeros años noventa.

La liberalización de los mercados internos de capitales se inició con cierto retraso, pero ha tenido un alcance muy amplio. La Ley del Mercado de Valores de 1988 y el desarrollo reglamentario posterior pusieron en marcha una profunda modernización del sector, supervisada y alentada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. El desarrollo de los mercados de capitales ha experimentado un enorme dinamismo en los últimos años. La reforma de dicha Ley, actualmente en avanzado trámite parlamentario, enmarcada en la adaptación de la legislación española a las exigencias del Mercado Único europeo de servicios financieros, supone un nuevo impulso liberalizador, especialmente en lo que respecta a la libertad de

establecimiento y de prestación de servicios, a la transparencia del mercado y a la difusión de información.

En definitiva, las dificultades y los retrocesos transitorios no deben ocultar la perspectiva de la tendencia dominante a lo largo del período hacia la completa liberalización del sistema financiero. De hecho, el sistema financiero se encuentra hoy entre las ramas de la economía española que, con mayor prontitud y extensión, se han adaptado a los procedimientos de libre mercado. En poco más de veinte años hemos pasado de un sistema financiero cuya actividad se encontraba enormemente encorsetada por numerosas regulaciones y restricciones a la fijación de precios y a las decisiones de inversión y financiación, a un sistema básicamente liberalizado, donde las regulaciones que perviven se justifican por consideraciones exclusivamente de naturaleza prudencial y de protección de los demandantes de servicios financieros.

En este contexto de liberalización, expansión y diversificación progresiva del sistema financiero, se ha ido configurando un modelo de instrumentación de la política monetaria asentado en dos pilares fundamentales: la asignación de un papel prioritario a los mecanismos de mercado y la selección de un conjunto de instrumentos diseñados para incidir de manera precisa sobre los tipos de interés a corto plazo en el mercado interbancario de depósitos. En este sentido, cuando se han comparado los modelos de instrumentación monetaria de los distintos bancos centrales europeos en el marco del trabajo preparatorio para la Unión Monetaria, el español ha resultado ser uno de los más sólidamente asentados en los procedimientos de mercado.

El seguimiento de un modelo basado exclusivamente en operaciones de mercado abierto explica la preferencia que el Banco de España ha mostrado por la utilización de las transacciones temporales de activos con el sistema crediticio, frente a sistemas alternativos tradicionales basados en el bloqueo de valores. Este modelo operativo ha aliviado las restricciones en la gestión de las carteras de las entidades. A su vez, en situaciones de falta de liquidez al final del día, se ha optado, generalmente, por la reapertura del mercado interbancario, con objeto de que la financiación necesaria fuese proporcionada por otra entidad de crédito. Dentro de la misma línea de actuación, la reducción del coeficiente de caja hasta el 2 % actual ha incentivado una gestión de la liquidez más ajustada por parte de las entidades. La canalización de las operaciones diarias a través de un número reducido de creadores de mercado ha

alentado, por su parte, la expansión de los mercados secundarios.

Estas medidas, junto al dinamismo y profesionalidad de los operadores, han dado lugar a un comportamiento muy satisfactorio del mercado, que ha redundado en beneficio de los propios agentes y en un funcionamiento eficiente de la instrumentación de la política monetaria. Las siguientes cifras me parecen particularmente elocuentes. En el promedio de los últimos cinco años, comparados con los cinco anteriores, la liquidez y amplitud del mercado interbancario de depósitos se han multiplicado por tres. Los resultados para el mercado de deuda pública son todavía más llamativos: en el mismo período de referencia, la liquidez se ha multiplicado por cinco, y la amplitud, por nueve.

Las líneas básicas de avance y los problemas de este proceso que he esbozado con unos cuantos trazos pueden seguirse en la documentación que refleja el contenido de las Jornadas de Mercado Monetario a lo largo del período. Esa documentación recoge exposiciones de motivos y proyectos de actuación, y también críticas y discusiones que han contribuido a conformar el proceso de transformación de nuestro sistema financiero. Las Jornadas de Mercado Monetario no han sido receptoras pasivas de las explicaciones de las autoridades; han sido un foro de debate en el que se han podido aclarar ideas y en el que han surgido sugerencias útiles para lo que había de ser un proyecto común. Y es preciso dejar, hoy, constancia de ello.

No hay que pensar, desde luego, que este proceso de flexibilización del sistema financiero español haya sido un fenómeno aislado, nacido del voluntarismo y del ingenio nacionales. Se encuadra, por el contrario, como bien saben ustedes, en un contexto general mucho más amplio, en el que los cambios en las ideas inspiradoras de las políticas económicas y los avances tecnológicos han llevado, en un lapso de tiempo bastante corto, desde unos sistemas financieros nacionales muy regulados y relativamente cerrados, a un sistema global caracterizado por muy bajos grados de regulación en los ámbitos nacionales y por una liberalización muy elevada en los movimientos de capitales a través de las fronteras. Sí cabe decir, sin embargo, que el camino que teníamos por delante era más largo y más difícil que en la mayoría de los países desarrollados; y que lo hemos recorrido con decisión y con relativa rapidez.

Si hace veinticinco años nos preocupaban los efectos negativos de los controles y las intervenciones, ahora nos inquietan, con cierta

periodicidad, los posibles efectos sistémicos de la transmisión y el contagio de problemas surgidos en áreas relevantes de una economía mundial globalizada. Tales inquietudes no bastan, sin embargo, para compensar el hecho básico de que el paso a un sistema financiero mundial desregulado y altamente competitivo ha conducido a un descenso de los costes reales de la intermediación financiera, ha facilitado las transferencias de tecnología, ha favorecido las oportunidades ofrecidas por un comercio internacional crecientemente libre y ha contribuido a mejorar, por tanto, la asignación de los recursos en el ámbito mundial. No cabe prever, por tanto, una marcha atrás en el proceso, de modo que los diversos agentes económicos han de extraer las consecuencias relevantes de esa evolución.

Para las entidades financieras ello supone preocuparse de su eficacia y su competitividad, pero también reforzar el análisis y el control de sus riesgos y evitar movimientos miméticos que, como la reciente crisis asiática ha mostrado, pueden llevar a fuertes pérdidas —que no han afectado, ciertamente, a entidades españolas—; las entidades financieras tienen mayores oportunidades de beneficio en el contexto actual, pero también están expuestas a sufrir consecuencias más dramáticas en el caso de cometer errores. Por lo mismo, los supervisores financieros —del Fondo Monetario Internacional hacia abajo— han de reforzar sus medios de vigilancia e información, en un esfuerzo por prevenir las crisis, y han de buscar una cooperación y una coordinación internacionales mayores, en un mundo en el que la supervisión centrada en el ámbito nacional tiene cada vez más limitaciones. Los gobiernos, por su parte, han ido comprendiendo que sus políticas económicas han perdido grados notorios de autonomía en un sistema internacional de estas características, porque, si bien los mercados tienden a premiar las políticas virtuosas, también tienden a castigar las políticas que estiman equivocadas con reacciones rápidas, a veces excesivas y siempre de consecuencias muy costosas. Y, así, las políticas macroeconómicas de estabilización han tendido a abrirse paso con firmeza en todas partes a lo largo de los últimos quince años.

El proyecto de creación de una Unión Monetaria en Europa hay que entenderlo, claro está, en el marco de este proceso de transformación de la economía mundial. El establecimiento de un área de moneda única con una política monetaria común inspirada en el criterio de estabilidad y con políticas fiscales que, aun conservando su carácter nacional, estarán sometidas a serias restricciones, favorecerá el desarrollo del Mercado Único comunitario y protegerá a

los países miembros del área frente a las perturbaciones financieras. Y, así, los últimos años del proceso español de transformaciones monetarias y financieras que he tratado de esbozar brevemente han estado dominados por el esfuerzo de adaptarnos a las condiciones iniciales requeridas para participar en ese proyecto. La concesión del estatuto de autonomía al Banco de España ha permitido desarrollar una política monetaria firmemente orientada al logro de la estabilidad de los precios; la política de consolidación fiscal practicada por el Gobierno ha contribuido a la realización de ese objetivo y ha llevado a una revisión sustancial de las expectativas de los mercados respecto de la economía española, con el consiguiente efecto favorable sobre los niveles de los tipos de interés en todos los plazos. El resultado de todo ello ha sido un éxito que ha disipado incertidumbres y escepticismos.

Estamos, en definitiva, a las puertas de la Unión Monetaria. Ya han sido anunciados los tipos de cambio bilaterales que servirán de base para la fijación de los tipos de conversión definitivos de las diferentes monedas del área respecto del euro; de este modo se ha introducido un importante elemento de desaliento de las tensiones cambiarias para el resto del año actual. El Banco Central Europeo, una vez constituidos sus órganos de gobierno, ha iniciado ya sus actividades para ultimar —a partir de los trabajos realizados por el Instituto Monetario Europeo en los tres últimos años— los preparativos requeridos para que la Unión Monetaria pueda entrar en funcionamiento al comenzar el año próximo. Los bancos centrales nacionales del área, por su parte, deberán comprobar, en los próximos meses y bajo la supervisión del Banco Central Europeo, el correcto funcionamiento de los sistemas y mecanismos de pagos que han venido poniendo a punto de forma coordinada y de acuerdo con las directrices emanadas del Instituto Monetario Europeo; y deberán adaptar, en lo que resta de año, sus instrumentos de política monetaria al esquema que finalmente decida el Banco Central Europeo para la política monetaria común.

A pesar de la complejidad que entraña toda esta tarea, la labor realizada durante estos últimos años por el Instituto Monetario Europeo, los bancos centrales nacionales y los intermediarios financieros, en las adaptaciones que a estos últimos les corresponden, permite contemplar esta fase última de paso a la Unión Monetaria con tranquilidad. El Banco Central Europeo ratificará, con toda seguridad, la gran mayoría del trabajo preparatorio realizado, que se expresa en propuestas ya cerradas, por el Instituto Monetario Europeo, aunque en el caso de algunas cuestiones tendrá que optar entre

las alternativas que quedaron abiertas en su momento.

Desde el punto de vista técnico, el Sistema Europeo de Bancos Centrales dispondrá de todos los instrumentos necesarios —incluidas las innovaciones más recientes— para ejecutar eficazmente sus decisiones. Igualmente, las condiciones macroeconómicas en el conjunto del área del euro, que prevalecerán al inicio de la Unión Monetaria, serán propicias para el desarrollo de la política monetaria única, ya que la inflación media del área se situará, previsiblemente, por debajo de la tasa compatible con lo que normalmente se entiende por estabilidad de precios. Hay, sin duda, posiciones cíclicas distintas en los diversos países del área; pero el encuentro con el tipo de interés a corto plazo común a la zona euro debería producirse sin graves problemas, aunque, eso sí, con la colaboración de la política fiscal, diferenciada según la situación cíclica de cada país. Por lo demás, los ambiciosos planes de consolidación presupuestaria anunciados por los gobiernos de los Estados Miembros, en línea con los requerimientos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, auguran una combinación favorable de políticas monetaria y fiscal, y cabe esperar que las reformas proyectadas para flexibilizar los mercados de bienes, servicios y de trabajo — más avanzadas en algunos países que en otros— faciliten la labor de la política monetaria.

En este entorno macroeconómico, el Banco Central Europeo desarrollará una estrategia de política monetaria que su Consejo de Gobierno tendrá que concretar en la segunda parte de este año, pero sobre la que ya existe acuerdo en cuanto a los elementos fundamentales que debe contener: la cuantificación en términos de inflación de lo que se entiende por la estabilidad de precios, la publicación de objetivos específicos que permitan evaluar los resultados de política monetaria, el uso de un conjunto amplio de indicadores, la asignación de una atención especial a la evolución de los agregados monetarios —ya sean objetivos intermedios o indicadores— y la utilización por parte del Banco Central Europeo de proyecciones sobre la evolución de los precios y de otras variables económicas.

Por lo que se refiere al marco operativo de la política monetaria única, no me detendré en describir los distintos procedimientos y herramientas del nuevo esquema de instrumentación, ya que supongo que son sobradamente conocidos por ustedes tras la labor de divulgación realizada por el Instituto Monetario Europeo y el propio Banco de España. Prestaré atención, no obstante, a algunos aspectos de la for-

ma en que previsiblemente operará el Sistema Europeo de Bancos Centrales que pueden resultar particularmente novedosos y tener implicaciones sobre la actuación de los agentes en los mercados monetarios.

A diferencia de la situación actual, en la que el Banco de España ejerce una presencia muy activa en el mercado interbancario, con frecuentes operaciones diarias de ajuste de liquidez, es probable que el Sistema Europeo de Bancos Centrales concentre, en general, sus operaciones en las subastas regulares semanales y mensuales, atribuyendo un carácter más excepcional a las intervenciones de ajuste o *fine tuning*. La introducción de las facilidades permanentes y las posibilidades de que el coeficiente de caja establezca las necesidades de liquidez de las entidades —con la excepción, quizás, de los últimos días del período de mantenimiento—, junto con el menor efecto que cabe esperar que tengan los *shocks* de liquidez nacionales en un mercado monetario europeo integrado, son factores que permitirán alcanzar una reducida variabilidad de los tipos de interés a corto plazo sin necesidad de recurrir a la realización frecuente de operaciones de ajuste. De este modo, se favorecerá, además, la ejecución descentralizada de la política monetaria única mediante un modelo de subastas universales en las que todas las entidades podrán acceder por sí mismas a la mayor parte de las operaciones que van a realizar los bancos centrales.

En este marco, las entidades deberán acostumbrarse a realizar una gestión más activa de sus saldos de activos de caja en el período entre las distintas subastas regulares. Esta gestión se verá facilitada por las características del coeficiente de caja que previsiblemente introducirá el Banco Central Europeo, si bien es esta una cuestión todavía pendiente de la decisión final de su Consejo de Gobierno.

En principio, el nuevo método de cómputo del coeficiente de caja aliviará las tareas de envío de información de las entidades al Banco de España. Por otra parte, al triplicarse la longitud del período de mantenimiento (que pasa de diez días a un mes), las posibilidades que van a tener las entidades de transferir los excesos de liquidez o financiar los defectos de liquidez se amplían. Además, el perfecto conocimiento de la cifra de activos de caja necesarios para cumplir el coeficiente desde el comienzo del período de mantenimiento reducirá la incertidumbre que rodea la gestión de la liquidez de las entidades. A ello también ayudará la existencia de facilidades permanentes de crédito y depósito que aminorarán el posible coste de oportunidad de los desajustes de liquidez que puedan sufrir las entidades.

Un aspecto que tiene especial importancia para las entidades españolas es la adaptación a las exigencias de garantías que comporta la participación tanto en el sistema de pagos brutos en tiempo real, en el que se sustentará el mercado monetario europeo, como en las operaciones del Sistema Europeo de Bancos Centrales, cuyos préstamos deberán estar siempre respaldados con el colateral adecuado.

En el pasado reciente, se han producido en el mercado monetario español algunos episodios de insuficiencia de garantías como consecuencia de la sustitución de depósitos bancarios por cesiones temporales de activos a los fondos de inversión, en un contexto de marcada preferencia del público por las participaciones en estos fondos, de fuerte demanda de crédito y de escaso desarrollo de los mercados de renta fija privada. Las tensiones provocadas por estos episodios —en ocasiones agravadas en torno a las fechas de los pagos de cupón de la deuda pública— se han traducido en un recurso excesivo a la financiación externa.

En el futuro inmediato, será imprescindible que las entidades cuenten con una cartera suficiente de los activos admitidos como garantías por el Sistema Europeo de Bancos Centrales, ya que, en otro caso, la repetición de estos episodios podría perjudicar al segmento español del mercado monetario. Para avanzar en esta línea resultará de gran utilidad impulsar la titulación de créditos hipotecarios, así como aprovechar la nueva regulación de los fondos de titulización de activos recientemente aprobada por el Consejo de Ministros, que facilitará la movilización de otros créditos al sector privado. De esta forma, se podrán satisfacer la demanda de títulos de los fondos de inversión y las mayores necesidades de colateral de las entidades, sin generar tensiones en el mercado monetario ni perjudicar al crédito bancario.

Es muy importante, por lo tanto, que las entidades evalúen con anticipación la cartera de activos de garantía que necesitarán en el nuevo marco operativo y que adopten las estrategias apropiadas para poder atender adecuadamente dichas necesidades.

Concluyo, con estas observaciones, esta ya larga exposición y vuelvo a mi punto de partida. La Unión Monetaria va a traer nuevos retos a nuestro sistema financiero; pero este ha experimentado cambios tan profundos en un período relativamente breve y los agentes del sistema han mostrado tal capacidad de ajuste con éxito a esos cambios, que debemos contemplar el futuro con tranquilidad. Este presentará más elementos de continuidad que de ruptura res-

pecto del proceso de transformaciones que hemos vivido en el pasado reciente, que nos ha traído a un buen punto de partida y que yo he querido recordar hoy; y no hay razón alguna para pensar que nuestro sistema vaya a desperdiciar las oportunidades que la Unión Monetaria le va a ofrecer.

De ello nos irán dando cuenta las sucesivas Jornadas de Mercado Monetario, cuya XXV edición queda clausurada en este punto.

Muchas gracias.

Madrid, 5 de junio de 1998.