

Los bancos centrales nacionales ante la moneda única

José Luis Malo de Molina

EL proceso de unión económica y monetaria alcanzará su culminación cuando comience la tercera fase, lo que ocurrirá, según el calendario acordado, el 1 de enero de 1999. A partir de entonces, los países que hayan alcanzado un grado de convergencia adecuado, y que así lo deseen, pasarán a tener una moneda única y una política monetaria común. El diseño de esta política monetaria única engloba tanto aspectos estratégicos (objetivos, indicadores, proceso de toma de decisiones), como aspectos instrumentales (variables a utilizar como objetivos operativos a corto plazo, operaciones y procedimientos para la ejecución de la política monetaria, etc.). Este es, por definición, el elemento clave de la Unión Económica y Monetaria (UEM) y, en consecuencia, los bancos centrales de los países de la Unión Europea (UE) y el Instituto Monetario Europeo (IME) están trabajando para tenerlo todo preparado el 1 de enero de 1999.

Las dificultades de la tarea son manifiestas y empiezan por el propio hecho de que las decisiones finales no pueden ser tomadas por el IME, sino por el Banco Central Europeo (BCE), cuando se constituya. Esto no puede ocurrir hasta que se decidan —en los primeros meses de 1998— los países que accederán a la tercera fase de la UEM. Dado que la política monetaria única debe ser plenamente operativa el 1 de enero de 1999, el BCE dispone de muy poco tiempo para decidir e implantar el sistema que se elija. La tarea del IME ha de ser, por tanto, anticipar la mayor parte posible del trabajo preparatorio, aunque manteniendo abiertas las opciones que se vayan analizando, porque sólo el BCE puede tomar la decisión correspondiente. Esto, evidentemente, aumenta la complejidad y laboriosidad de los trabajos del IME.

Por otra parte, los países candidatos al acceso a la tercera fase presentan, en la actualidad, diferencias notables en aspectos muy relevantes para la política monetaria, como es el caso de sus respec-

José Luis Malo de Molina es Director General del Banco de España.

tivas estructuras financieras, lo que, a su vez, afecta a la forma en la que opera en los distintos países el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Debido a ello y a otras razones históricas e institucionales, existen también diferencias en las estrategias de política monetaria y en los instrumentos y las prácticas para su ejecución. Por último, el diseño de la política monetaria única tiene que tratar de anticipar y tener en cuenta las condiciones económicas que probablemente prevalecerán en la tercera fase. Ello obliga a prever diferentes eventualidades, entre las que no cabe excluir la aparición de perturbaciones de cierta magnitud, que afecten a los mercados financieros y a la transmisión de la política monetaria.

El IME ha optado por un enfoque muy pragmático que trata de definir las opciones sobre las que debe pronunciarse el BCE, pero sin multiplicar el trabajo preparatorio hasta el infinito. Para ello, el IME ha realizado un examen preliminar de las cuestiones *a priori* más importantes y ha llegado a las conclusiones siguientes:

En primer lugar, que los elementos fundamentales para el establecimiento de una política monetaria única son: a) la definición de un objetivo único de política monetaria para el conjunto de la UE; b) un proceso centralizado de toma de decisiones; y c) un tipo de interés a muy corto plazo único en toda el área, lo que a su vez requiere un vínculo entre los distintos mercados interbancarios que asegure un arbitraje rápido y fluido. Para lograr esto último, se ha puesto en marcha el diseño de un sistema que asegure la conexión entre los sistemas nacionales de grandes pagos (TARGET). Estos sistemas deben armonizarse previamente entre sí, sobre la base, ya acordada, de operar en términos brutos y en tiempo real.

En segundo lugar, un repaso a las distintas estrategias posibles de política monetaria redujo las opciones a dos: el seguimiento de un objetivo intermedio, fijado en términos del crecimiento de un agregado monetario; el seguimiento directo de un objetivo de inflación.

Por otra parte, se ha llegado a la conclusión de que los aspectos relativos a la estrategia y la instrumentación de la política monetaria son, básicamente, separables. Es decir, con un mismo esquema de instrumentos y procedimientos se puede conseguir, con parecida eficacia, el cumplimiento de los objetivos de política monetaria, expresados ya sea en términos de tasa de inflación, ya sea de crecimiento de la cantidad de dinero.

En consecuencia, y dado que la preparación del nuevo esquema de instrumentación de la política monetaria requiere un período de tiempo más largo que la definición de su estrategia, el IME ha

decidido concentrar sus esfuerzos en aquella cuestión. En la actualidad, se está perfilando un esquema de instrumentos y procedimientos de política monetaria, cuyos aspectos técnicos están ya relativamente delineados. A partir de ahora, y mientras continúan estas tareas, se están comenzando a estudiar en profundidad las opciones estratégicas.

Elementos de la estrategia de la política monetaria única

El IME llegó pronto a la conclusión de que, de entre las posibles estrategias de política monetaria, sólo dos cumplían los requisitos necesarios: el seguimiento de un objetivo intermedio, establecido en términos de un agregado monetario amplio, y el seguimiento directo de objetivos de inflación. El IME ha publicado ya dos informes en los que se especifican el marco operativo y los principales elementos de la estrategia de política monetaria única del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC).

Existen, sin duda, puntos de vista distintos acerca de cuál es la estrategia más apropiada. Unos países consideran que el seguimiento de agregados monetarios plantea, *a priori*, diversas ventajas. La principal se refiere al mayor control de los agregados monetarios, que contrasta con la existencia de canales de transmisión largos y complejos —y muy poco conocidos para el conjunto de la UE— desde los tipos de interés a los precios. Además, la adopción de objetivos monetarios permitiría, según sus partidarios, que el futuro BCE heredara, en mayor medida, la credibilidad acumulada por el Bundesbank —el banco central nacional con mayor reputación antiinflacionista y que sigue una estrategia de este tipo—. Asimismo, señalan que es probable que la demanda de dinero para el conjunto de la UE sea más estable que para cada uno de los países individuales, dado que los *shocks* locales tenderán a compensarse en el área de la UE.

Por el contrario, otros países señalan la vulnerabilidad de la relación entre los agregados monetarios y los precios, en un contexto de mercados financieros ágiles y desarrollados y de libertad absoluta de movimientos de capitales. De hecho, el deterioro de esta relación, crucial para utilizar el dinero como un objetivo intermedio, ha llevado a cierto número de países a abandonar esta estrategia en los últimos años, pasándose, en la mayor parte de los casos, a un objetivo de inflación. Estos mismos países otorgan, por otra parte, una gran importancia a la posibilidad de que en el período inmediatamente anterior y posterior al inicio de la tercera fase, se

produzcan intensos desplazamientos financieros que dificultarían la fijación de objetivos en términos de la cantidad de dinero y/o podrían hacer imposible su cumplimiento. En estas condiciones, la credibilidad del recién constituido BCE podría verse muy dañada, afectando a medio y largo plazo a la eficacia de la política monetaria que instrumente.

La discusión técnica entre ambas posturas no ha podido ser concluyente. Se han aportado algunos estudios empíricos, de carácter tentativo, pero su significación es reducida, debido a la dificultad de trasladar la experiencia pasada a un entorno completamente nuevo. Por ello, el IME ha dejado abiertas ambas opciones consideradas, subrayando las similitudes existentes entre ellas. Es preferible que la decisión se adopte por el BCE cuando se conozcan mejor las circunstancias concretas de la situación económica y monetaria de entonces.

Por otra parte, desde nuestra propia experiencia en España, donde hemos usado primero un esquema de agregados monetarios y, tras un deterioro paulatino de su significación, otro basado en objetivos de inflación —que funciona de forma satisfactoria— parece deducirse la conveniencia de mantener, al menos al principio, un cierto eclecticismo. Cualquiera que sea el esquema de objetivos que se establezca, el BCE no puede diseñar y ejecutar sus decisiones de política monetaria atendiendo sólo a la variable objetivo. Por el contrario, debe evaluar un conjunto relativamente amplio de indicadores, cuyo peso puede variar, pero no su composición básica. Así, por ejemplo, si se establece un objetivo en términos de agregados monetarios, el banco central debe valorar las perspectivas inflacionistas. Si se establece un objetivo de inflación, la evolución de los agregados monetarios aporta información valiosa sobre las condiciones financieras y las perspectivas de la demanda y los precios.

En consecuencia, debe seguir trabajándose con un esquema relativamente abierto, según las líneas siguientes: una vez identificadas las estrategias que resultan razonables *a priori*, es decir las dos analizadas anteriormente, habría que determinar las variables que el BCE debe tener a su disposición para la toma de decisiones bajo cualquiera de ellas. Para ello, será preciso contrastar empíricamente la información que diferentes indicadores aportan sobre la evolución futura de los precios, cuáles de entre ellos aportan información complementaria, etc. y, finalmente, acordar la lista concreta de variables e indicadores que deben ser armonizados en todos los países y elaborados de forma agregada para el conjunto de la UE.

Esta tarea ha de complementarse con un conjunto de estudios que ayuden al BCE a valorar adecuadamente los distintos aspectos de la decisión que deberá adoptar antes del 1 de enero de 1999. Ante todo, parece necesario disponer de una evaluación de las propiedades de los distintos agregados monetarios y crediticios, en términos de su estabilidad a corto y largo plazo y de su controlabilidad. A su vez, dichos agregados deberían construirse agrupando distintos conjuntos de países, para observar la sensibilidad de los resultados a las diferentes configuraciones del área del euro.

Por otra parte, será conveniente analizar el funcionamiento del proceso de transmisión de la política monetaria al nivel del conjunto de la UE y su desarrollo en el pasado reciente, con el propósito de evaluar, de la manera más precisa posible, cómo y con qué retrasos las variaciones en los tipos de interés tendrán efectos sobre las variables finales. Finalmente, habrá que estudiar la naturaleza y el posible alcance de las perturbaciones que puedan originarse en el período inicial de la tercera fase; los efectos sobre la credibilidad de las diferentes estrategias, en caso de no cumplimiento de los objetivos anunciados; y las relaciones entre los países incluidos en el área del euro (*in*) y los excluidos (*out*), así como las implicaciones para la coordinación entre unos y otros de las diferentes maneras de formular los objetivos.

El conjunto de estos trabajos y análisis deberá proporcionar una base sólida para sustentar la decisión que debe adoptar el BCE en los momentos finales de la segunda fase y garantizar que el mismo disponga de un esquema de política monetaria correcto para su aplicación el 1 de enero de 1999.

Según la experiencia española, dos cuestiones tienen gran relevancia. En primer lugar, es fundamental reforzar la transparencia y la credibilidad del BCE desde su inicio. Por ello, con independencia de los términos en que se formule el objetivo (inflación o agregado monetario amplio) es indispensable que el BCE ofrezca una referencia explícita y cuantificada de su objetivo final, concretando lo que debe entenderse por estabilidad de precios. Además, el BCE deberá anunciar las variables o indicadores que considera relevantes para la política monetaria, y publicar informes regulares sobre el desarrollo y perspectivas de la inflación, con referencia a la información que proporcionen estos indicadores. En segundo lugar, la definición de los agregados monetarios que se considere más aproximada al grado de liquidez de la economía es y seguirá siendo una variable clave para la política monetaria. Aunque no se fijen objetivos intermedios de agregados monetarios, éstos debe-

rían ser seguidos y analizados, como indicadores muy relevantes, dentro del conjunto de variables que sirvan de base para las decisiones de política monetaria.

El marco operativo de la política monetaria

En lo que se refiere a la instrumentación de la política monetaria, la preparación está más avanzada; se han logrado ya unos acuerdos generales sobre el modelo de instrumentación y otros, más específicos, sobre los instrumentos que deben prepararse.

Entre los primeros pueden destacarse los siguientes: la variable operativa en torno a la que el BCE centrará su intervención será un tipo de interés a muy corto plazo, según es la práctica actual en la casi totalidad de los países desarrollados. Además, la instrumentación de la política monetaria se llevará a cabo de manera básicamente descentralizada, a través de los distintos bancos centrales nacionales. Con ello, se pretende aprovechar el conocimiento específico que cada banco central tiene de sus mercados y de las instituciones que operan en ellos. El BCE tomará las decisiones sobre el nivel de los tipos de interés y sobre el uso de unos u otros instrumentos, y los bancos centrales nacionales serán los que ejecuten las operaciones. Como es lógico, todos los bancos centrales nacionales dispondrán de los mismos instrumentos, con características armonizadas. Las diferencias existentes entre los distintos sistemas financieros sólo deben dar lugar a diferencias en las contrapartidas que cada banco central nacional acepte, y en el tipo de instrumento financiero que utilice en estas operaciones, siempre dentro de unas orientaciones básicas acordadas por el BCE. Por último, y según prescriben el tratado de Maastricht y los estatutos del BCE, todas las operaciones de política monetaria se realizarán con la garantía de un colateral adecuado.

En cuanto a los acuerdos concretos sobre instrumentos, en el seno del IME se ha decidido preparar un conjunto armonizado que permita al BCE, en su momento, configurar su propio esquema operativo. Estos instrumentos son:

– Primero, una facilidad de crédito marginal a un día, a tipo superior al de mercado, que permita a las entidades, al final del día, cubrir sus desfases de liquidez. Este instrumento, similar en muchos aspectos al préstamo Lombardo del Bundesbank, no estaría sujeto a límites o cuotas, de manera que constituiría, en circunstancias normales, el techo de los tipos a muy corto plazo.

– Segundo, una facilidad de depósito a un día, normalmente a tipo inferior al de mercado, para la colocación de los excedentes de liquidez de las entidades. Tampoco estaría sujeta a ningún límite, de forma que marcaría el límite inferior de los tipos de interés a un día.

Estos dos instrumentos estarían a disposición de las entidades de crédito, que tomarían la iniciativa de utilizarlos y establecerían en la práctica una banda dentro de la cual fluctuarían los tipos de interés a un día. La modificación de los tipos de estos instrumentos serviría también para transmitir señales al mercado, sin afectar, necesariamente, a los tipos efectivamente negociados en cada momento.

– El tercer instrumento básico lo constituyen las operaciones de mercado abierto; estas operaciones representarían el grueso de la intervención del BCE y, mediante ellas, se conducirían los tipos de interés de mercado dentro del corredor establecido por la facilidad de crédito y la de depósito. Las operaciones de mercado abierto tendrían dos modalidades principales: por un lado, operaciones regulares, que se organizarían mediante subastas de repos (adquisiciones o cesiones temporales de activos) periódicas (semanales o quincenales), a las que tendría acceso un conjunto amplio de entidades (de forma similar a las subastas decenales españolas) y, por otro, operaciones de ajuste de precisión o *fine tuning*, instrumentadas de manera similar, pero normalmente a plazo de un día y con un conjunto más reducido de entidades.

Las operaciones regulares serían, en condiciones normales, de inyección de liquidez; el BCE suministraría, a través de ellas, la mayor parte de la liquidez que el sistema necesitara y su tipo de interés tendría un carácter señalizador del tono de la política monetaria. Las operaciones de *fine tuning* podrían ser de inyección o drenaje y se orientarían a disminuir la variabilidad de los tipos de interés a un día en torno al nivel deseado.

El IME va a abordar, además, los preparativos para que el BCE, pueda, de manera más esporádica, realizar otras operaciones: compra-ventas de valores a vencimiento, swaps de divisas, emisión de papel propio y captación de depósitos a tipos de mercado.

– El cuarto instrumento es la implantación de un coeficiente de caja armonizado. Hasta este momento, se ha acordado que este coeficiente se calcule de forma que no obligue a constituir un esquema de información específico, de manera que los datos sobre los pasivos computables se puedan calcular sobre informaciones estadísticas ya disponibles por el BCE.

La cuestión del coeficiente de caja ha dado lugar a arduas discusiones, centradas sobre la finalidad de este instrumento. La mayor parte de los países opinan que su función principal debe ser contribuir a estabilizar los tipos de interés en los mercados monetarios. Sin embargo, otros países han puesto más hincapié en la capacidad del coeficiente de caja para influir en la demanda de dinero (función de "control monetario"), introduciendo un margen entre la rentabilidad de los instrumentos sujetos a coeficiente de caja (considerados como "dinero") y los excluidos.

El peso que se asigne a una u otra función tiene gran relevancia para las características concretas que adopte el coeficiente. Así, por ejemplo, si se da una gran importancia a la función de "control monetario", el coeficiente de caja no debe remunerarse —o devengar un tipo de interés claramente por debajo del de mercado—. De ello resulta que la definición de las entidades sujetas a coeficiente debería ser muy amplia, para evitar distorsiones, y que el conjunto de los pasivos computables debería aproximarse lo más posible a la definición de agregado monetario que se pretenda controlar. En contrapartida, si prima la función de "estabilización de los mercados monetarios", lo que resulta relevante es que, en el conjunto del sistema, las entidades dispongan de una masa de activos de caja suficiente para compensar las perturbaciones más significativas; a este respecto es indiferente que estos activos se remuneren o no, así como la base de pasivos y de entidades.

La definición precisa del coeficiente de caja se está abordando de manera que quede abierta la posibilidad de que sirva para ambas funciones. La elección entre uno y otro modelo, así como el nivel del coeficiente y su remuneración, son decisiones que corresponde tomar al BCE.

Además del conjunto de instrumentos que el BCE tendrá a su disposición, el IME debe pronunciarse sobre otra serie de aspectos, entre los que destacan los tres siguientes: el colateral a utilizar en las operaciones de regulación monetaria; las entidades que podrán ser contrapartida del banco central; y el llamado "acceso remoto" a los instrumentos de política monetaria.

Las discusiones acerca del colateral contra el que podrá operar el BCE han sido complejas y prolongadas y reflejan el conflicto entre, por un lado, la necesidad de armonizar las prácticas de los bancos centrales nacionales a fin de evitar distorsiones y discriminaciones y, por otro, la diversidad de los mercados y prácticas financieras existentes en los distintos países. En este contexto, se ha llegado al

acuerdo de dividir los instrumentos financieros que el BCE puede aceptar como colateral en dos listas. La primera incluye los instrumentos de deuda, pública o privada, de alta calidad, negociados en mercados suficientemente líquidos y depositados en algún país de la UEM. La segunda lista ha sido creada para acomodar las prácticas de algunos países que realizan en la actualidad una cantidad importante de operaciones de intervención monetaria con instrumentos que no se adaptan a los requisitos establecidos para la primera lista. Esta segunda se construirá según unas directrices que dará el IME, de acuerdo con las cuales los bancos centrales nacionales propondrán la inclusión de aquellos instrumentos que se acomodan a las necesidades de sus prácticas nacionales.

En cuanto a las entidades con las que operen los bancos centrales, el trabajo está lo suficientemente adelantado como para llegar muy pronto a una definición precisa. Dejando a salvo las diferencias nacionales respecto al concepto de institución financiera y sus características legales e institucionales, es obvio que debe aplicarse el mismo criterio en todos los países. Los instrumentos básicos de la política monetaria —coeficiente de caja, facilidades de crédito y depósito, subastas regulares de repos— deben estar disponibles para un conjunto amplio de entidades, articulado en torno a aquellas que emitan depósitos o sustitutivos próximos de estos. Sin embargo, no es fácil trazar la frontera en esta capacidad de sustitución, ni pronunciarse sobre si el ámbito de entidades sujetas a coeficiente de caja debe coincidir con el de las entidades que tengan acceso a los otros instrumentos de la política monetaria. Lógicamente, para las operaciones repos de *fine tuning* u otras esporádicas, el número de entidades operativas debería ser más reducido, lo que obliga a que su selección se haga con criterios objetivos predefinidos, como por ejemplo su cuota de participación en los mercados monetarios.

Por último, queda un asunto de gran importancia: el denominado "acceso remoto" a los instrumentos de política monetaria. Esta posibilidad se refiere a si las entidades autorizadas a actuar como contrapartidas de los bancos centrales pueden acceder a la financiación o a las facilidades de depósito de un banco central de un país en el que no tengan establecimiento permanente. De manera similar en el caso del coeficiente de caja, si para su cumplimiento se van a computar los activos mantenidos en dichos bancos centrales.

Las opiniones a este respecto están divididas. Por un lado, cabe plantearse la utilidad real del acceso remoto en un contexto en el que todos los bancos centrales nacionales realizan las mismas operaciones a los mismos tipos de interés, los sistemas de pagos nacionales

están suficientemente armonizados y existe una comunicación fluida entre ellos que garantiza transferencias rápidas y baratas y, por tanto, permite el arbitraje entre distintos países. Si las ventajas que ofrece el acceso remoto no son significativas, cobran mayor relevancia los problemas que genera, en términos de costes de transmisión, entre los diferentes bancos centrales nacionales, de una información, potencialmente muy voluminosa, sobre la situación de las entidades que pretendan el acceso remoto a cada operación. Queda, por otra parte, pendiente de analizar si el acceso remoto puede incentivar el desplazamiento de la actividad financiera y hasta qué punto podría contribuir a intensificar posibles flujos desestabilizadores durante el comienzo de la tercera fase de la UEM. Sin embargo, los partidarios de esta opción señalan que el acceso remoto sería un incentivo muy poderoso para mejorar la eficacia del sistema en su conjunto y para eliminar las posibles imperfecciones locales. No obstante, esta opción por el momento ha quedado aparcada hasta que se constituya el BCE, aunque ello no quiere decir que vaya a ser definitivamente excluida.

Una buena parte del camino para el diseño de un esquema de instrumentación de la política monetaria en la tercera fase de la UEM se ha recorrido ya. Quedan, sin embargo, muchas tareas pendientes: definir las características concretas de los instrumentos financieros y valores que serán aceptados en las dos listas de colateral, decidir las entidades que tendrán acceso a los instrumentos de política monetaria, la articulación internacional de las operaciones, etc... Al mismo tiempo, los países que aspiran a acceder a la UEM en 1999 deben emprender las adaptaciones necesarias —que, en algunos casos, serán de bastante calado—, y que implican no sólo al banco central, sino también a las entidades financieras. El objetivo es que, de acuerdo con el tratado, a finales de 1997 se encuentren preparadas todas las regulaciones necesarias. En diciembre de 1997 y en junio de 1998 se harán informes sobre el cumplimiento, por parte de los bancos centrales, de las adaptaciones requeridas. En los meses finales de 1998 se harán las pruebas del sistema, de forma que se encuentre plenamente rodado y operativo el 1 de enero de 1999.

Adaptación de los procesos operativos de España

Por lo que se refiere a la situación de nuestro país, el Banco de España ha tomado la decisión clara de adaptar nuestro esquema operativo al que finalmente adopte el IME. Ello es así porque aspiramos a entrar en la UEM junto con los países que accedan a ella

en la primera ronda, y esta adaptación es un requisito imprescindible para poder participar en la política monetaria única. Incluso en el caso de que España quedara fuera de este grupo inicial, es claro que armonizar nuestras prácticas con el área del euro reportaría ventajas: reafirmaría nuestro compromiso de cumplir con todos los requerimientos para entrar en la Unión y, sobre todo, permitiría que nuestros agentes y mercados tuvieran una adaptación y una experiencia que podría ser muy valiosa cuando hubieran de integrarse al área de la moneda única y competir mucho más directamente con los de otros países.

En el aspecto práctico, esta adaptación tendrá, sin duda, algunas dificultades. Las principales no residen en los instrumentos: el mecanismo de crédito marginal y el de depósito pueden implantarse con facilidad y en poco tiempo. Tampoco existen problemas significativos para adaptar nuestras operaciones de mercado abierto (subastas decenales o intervención diaria) a unas especificaciones que pudieran ser levemente distintas. El coeficiente de caja no plantea dificultades notables, aparte de las de carácter puramente técnico, derivadas de cambiar el flujo de información; aunque éste será menos exigente que el actual, los cambios necesarios en las aplicaciones informáticas llevarán algún tiempo. Si se produjeran modificaciones en el ámbito de las entidades que pueden acceder a las operaciones de política monetaria, o que estén sujetas al coeficiente de caja, no se presentarían problemas significativos, aunque si este ámbito se amplía, la adaptación requeriría un período relativamente prolongado de preparación. Parece, en consecuencia, que la cuestión más difícil se refiere al colateral que las entidades utilicen en sus operaciones con el Banco de España y, en concreto, al uso de papel privado.

El Banco de España, actualmente, interviene en los mercados contra deuda pública y contra sus propios certificados de depósito en poder de las entidades. Las razones son puramente de eficacia operativa. Los mercados secundarios de deuda son, en España como en otros países, mucho más líquidos, profundos y eficaces que los de valores privados. En la actualidad, el Banco de España está preparando los cambios necesarios para utilizar papel privado como garantía de los descubiertos intradía en el nuevo sistema de pagos y como colateral en las operaciones de política monetaria. Se establecerá, al principio, un mecanismo de pignoración de papel privado, pero la solución a largo plazo pasa por procurar que los mercados de valores privados alcancen un grado de desarrollo superior que permita realizar operaciones similares a las que se pueden



efectuar en los mercados de deuda pública. Aunque las dificultades de esta tarea son muchas y las soluciones, en su mayor parte, quedan fuera del ámbito de competencias del Banco de España, el desarrollo de estos mercados tendría consecuencias muy positivas para el propio sector privado y para los mercados financieros en nuestro país. Entre otras razones, porque si no conseguimos un mercado eficaz de valores de renta fija emitidos por empresas, cuando exista una única moneda se multiplicarán los incentivos —y se reducirán enormemente las dificultades— para que las empresas españolas más importantes emitan y negocien sus valores en otras plazas financieras. Ésta es una tarea común a la que el Banco de España contribuirá en la medida de su capacidad. La aceptación por el Banco de España en sus operaciones de valores privados con ciertas características mínimas de calidad y liquidez, en pie de igualdad con la deuda pública, será un incentivo importante para que las entidades adquieran y mantengan estos valores en sus carteras, impulsando, a su vez, su emisión y negociación.