

ASPECTOS JURÍDICOS DE LA EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA EN EL ÁREA DEL EURO, CON ESPECIAL REFERENCIA A ESPAÑA

Antonio PAREDES MOLINER*

SUMARIO: I. Introducción: el proceso de integración europea en el ámbito de la política monetaria: el Banco Central Europeo, el Sistema Europeo de Bancos Centrales y el Eurosistema. II. Objetivos y funciones básicas del Eurosistema. III. Instrumentos de política monetaria. IV. Procedimientos. V. Entidades de contrapartida. VI. Activos de garantía. VII. Bibliografía.

I. INTRODUCCIÓN: EL PROCESO DE INTEGRACIÓN EUROPEA EN EL ÁMBITO DE LA POLÍTICA MONETARIA: EL BANCO CENTRAL EUROPEO, EL SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES Y EL EUROSISTEMA

El proceso de integración europea iniciado en 1951 con el Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea del Carbón y del Acero (CECA), ha dado un salto cualitativo con el comienzo el 1o. de enero de 1999 de la tercera etapa de la unión económica y monetaria, cuyas manifestaciones más visibles han sido la creación del Banco Central Europeo, del Sistema Europeo de Bancos Centrales y el nacimiento del euro como moneda única de todos los Estados de la eurozona.

El Banco Central Europeo es una institución europea que nació en junio de 1998 y que está dotada personalidad jurídica propia de acuerdo con el derecho público internacional. Se creó mediante la suscripción de su capi-

* Asesor jurídico del Banco de España.

tal social por todos los bancos centrales nacionales de la Unión Europea, con arreglo a una clave de participación definida en función de la población y el PIB de los respectivos Estados miembros de los mencionados bancos centrales nacionales. Así, el Banco de España tiene el 7.77% del capital social del Banco Central Europeo, el Deutsche Bundesbank el 21.13%, el Banco de Francia el 14.87%, el Banco de Inglaterra el 14.38% y el Banco de Italia el 13.05%, por citar a los más grandes.

El Sistema Europeo de Bancos Centrales está formado por el Banco Central Europeo y los veinticinco bancos centrales nacionales de los Estados miembros de la Unión Europea y, a diferencia del Banco Central Europeo, carece de personalidad jurídica.

Las actividades del Banco Central Europeo y del Sistema Europeo de Bancos Centrales se desarrollan de conformidad con el Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea y los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, que es uno de los protocolos anexos al citado Tratado. Los órganos del gobierno del Banco Central Europeo son su Consejo de Gobierno y su Comité Ejecutivo.

A partir del 1o. de enero de 1999, el Banco Central Europeo asumió la responsabilidad de la política monetaria del área del euro, esto es, de los doce Estados miembros que han adoptado el euro como moneda única (Alemania, Francia, Italia, España, Países Bajos, Bélgica, Austria, Finlandia, Grecia, Portugal, Luxemburgo e Irlanda). Dicha zona del euro constituye la segunda zona económica más extensa del mundo después de Estados Unidos. La transferencia de la responsabilidad de la política monetaria desde los doce bancos centrales nacionales que han adoptado el euro como moneda única, a una nueva institución supranacional, el Banco Central Europeo ha constituido un hito en el largo y complejo proceso de integración de los países europeos.

Además de los términos Banco Central Europeo o BCE y Sistema Europeo de Bancos Centrales o SEBC, establecidos por el Tratado de la Unión Europea (o Tratado de Maastricht, firmado el 7 de febrero de 1992), existe otro término, el Eurosistema, que se ha acuñado en la práctica para referirse al conjunto formado por el Banco Central Europeo más los doce bancos centrales de los Estados miembros que han adoptado el euro como moneda única. Se trata, por tanto, de un término creado por la necesidad de referirse aisladamente Banco Central Europeo y a los citados bancos centrales de la zona del euro, por contraposición a aquellos bancos centrales de los Esta-

dos miembros de la Unión Europea que no han adoptado el euro como moneda única. Este término Eurosistema ha tenido un primer refrendo normativo mediante su inclusión en el Reglamento del Banco Central Europeo.

II. OBJETIVOS Y FUNCIONES BÁSICAS DEL EUROSISTEMA

El objetivo principal del Eurosistema es mantener la estabilidad de precios, tal y como queda definido en el artículo 105(1) del Tratado (que no se refiere expresamente al Eurosistema sino a todo el conjunto del Sistema Europeo de Bancos Centrales dado que su redacción se basó en que, en última instancia, todos los Estados miembros de la UE adoptarían el euro).

Sin perjuicio de este objetivo de mantener la estabilidad de precios, el Eurosistema debe apoyar las políticas económicas generales de la Comunidad Europea. En la consecución de estos objetivos, el Eurosistema ha de actuar con arreglo al principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, fomentando una asignación eficiente de los recursos.

Por lo tanto, el Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea establece claramente unos objetivos prioritarios para el Eurosistema, atribuyendo una importancia primordial a la estabilidad de precios.

Con arreglo a lo previsto en el artículo 105(2) del Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea, las funciones básicas del Eurosistema son:

1. Definir y ejecutar la política monetaria de la Comunidad.
2. Realizar operaciones de divisas.
3. Poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los Estados miembros.
4. Promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago.

Aparte de estas funciones, el artículo 106 del Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea ha atribuido al Banco Central Europeo la facultad exclusiva de autorizar la emisión de los billetes en la Comunidad, estableciendo que los billetes emitidos por el referido Banco Central Europeo y por los demás Bancos Centrales Nacionales de la UE son los únicos billetes de curso legal en la Comunidad. Igualmente, dicho Tratado asigna al Banco Central Europeo otras funciones como son las de contribuir a la buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la esta-

bilidad del sistema financiero, recopilar la información estadística del Eurosistema y desarrollar labores de cooperación internacional en el ámbito de sus funciones.

Principios aplicables a la ejecución de la política monetaria

Además de los principios recogidos en el artículo 105(2) del Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea a los que hemos hecho referencia, el marco operativo de ejecución de la política monetaria única del Eurosistema se guía por otros principios, como el de la eficiencia operativa, que tiene prioridad sobre los demás principios. La eficiencia operativa sería la capacidad del marco operativo de transmitir las decisiones de política monetaria a los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario con la mayor precisión y rapidez posibles. A su vez, estos tipos de interés repercutirían sobre el nivel de precios a medio y largo plazo, a través de los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

Otros importantes principios del marco operativo son la necesidad de garantizar el trato equitativo de las entidades financieras y la armonización de las normas y procedimientos en toda la zona del euro. Las entidades de crédito deben recibir el mismo trato, independientemente de su tamaño y localización. La armonización de las normas y procedimientos contribuye a garantizar la igualdad de trato, al ofrecerse condiciones idénticas a todas las entidades de crédito de la zona del euro que realizan operaciones con el Eurosistema.

Finalmente, otro principio del Eurosistema de gran trascendencia en relación con la política monetaria es la descentralización de su ejecución. Las operaciones de política monetaria del Eurosistema se ejecutan, normalmente, a través de los bancos centrales nacionales, lo que significa que el Banco Central Europeo es responsable de la coordinación de las operaciones y los bancos centrales nacionales, de su realización.

Por otro lado, el marco operativo debe aplicar otros principios como sencillez, transparencia, continuidad, seguridad y eficiencia en los costes.

III. INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA

Para alcanzar el objetivo fundamental de la política monetaria, que no es otro que lograr la estabilidad de precios, el Eurosistema dispone de una serie de instrumentos básicos de política monetaria. Estos instrumentos son:

- a) Las operaciones de mercado abierto.
- b) Las facilidades permanentes de crédito y de depósito.
- c) Las reservas mínimas.

Los dos primeros instrumentos de política monetaria se encuentran regulados en la Orientación del Banco Central Europeo BCE/2000/7, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema.

Vamos a interrumpir aquí brevemente la exposición para explicar someramente qué son las orientaciones. Las orientaciones son normas dictadas por el Banco Central Europeo, en aplicación de lo previsto en el artículo 14.3 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, cuya naturaleza refleja el principio de descentralización que rige la actuación del citado Sistema Europeo de Bancos Centrales en el ejercicio de muchas de sus competencias (entre las que se encuentra la ejecución de la política monetaria). Se trata de normas dirigidas a los bancos centrales nacionales cuyo contenido debe ser incorporado a los diferentes ordenamientos jurídicos nacionales mediante instrumentos jurídicos elaborados y aprobados por dichos bancos centrales nacionales. En consecuencia, las orientaciones vinculan directamente a los bancos centrales nacionales, sin crear derechos y obligaciones en relación con terceras partes. Los bancos centrales nacionales deben obtener un resultado armonizado a través de la transposición del contenido de las orientaciones a sus respectivos ordenamientos jurídicos, teniendo libertad en la elección de los medios a utilizar para ello.

Volviendo a retomar nuestra exposición, el contenido de la Orientación BCE/2000/7, ha sido transpuesto al ordenamiento jurídico español, en lo relativo a las operaciones de mercado abierto y a las facilidades de crédito y de depósito, mediante las Cláusulas Generales Aplicables a las Operaciones de Política Monetaria del Banco de España. Estas Cláusulas Generales constituyen unas condiciones generales de la contratación, aprobadas por la Comisión Ejecutiva del Banco de España y publicadas en *Boletín Oficial del Estado*. Las mismas contienen los aspectos esenciales comunes aplicables a las operaciones de mercado abierto y a las facilidades permanentes que ofrece el Banco de España. Además de estas Cláusulas Generales,

existe una serie de Contratos modelos que establecen las normas aplicables a cada uno de los tipos de operaciones de política monetaria que realiza el Banco de España.

Junto a estas operaciones de mercado abierto, que se enmarcan dentro del ámbito del derecho privado, los Estatutos establecen también un instrumento de control monetario diseñado en cuanto obligación de naturaleza administrativa y, como tal, susceptible de sanción en caso de incumplimiento. Este instrumento de control monetario son las reservas mínimas —lo que antiguamente se conocía como el coeficiente de caja o encaje legal—.

La Orientación BCE/2000/7, de 31 de agosto, contiene un capítulo relativo a las reservas mínimas, sin embargo, este capítulo tiene una naturaleza meramente descriptiva. Es decir, no tiene carácter vinculante, puesto que la normativa que regula las reservas mínimas se encuentra contenida en el artículo 19 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y en reglamentos del Consejo de la Comunidad Europea y del Banco Central Europeo, a los que haremos referencia con más detalle posteriormente.

Vamos a pasar a continuación a estudiar con detenimiento cada uno de los instrumentos de política monetaria del Eurosistema a los que hemos hecho referencia más arriba. Para ello, comenzaremos por:

1. Las operaciones de mercado abierto

Constituyen los instrumentos fundamentales de ejecución de la política monetaria única. En estas operaciones los bancos centrales nacionales acuden a las operaciones típicas de financiación de los mercados, y por ello utilizan normalmente instrumentos de naturaleza contractual.

El Eurosistema dispone de cinco tipos de instrumentos para la realización de operaciones de mercado abierto:

1. Las operaciones temporales.
2. Operaciones simples o en firme.
3. La emisión de certificados de deuda.
4. *Swaps* de divisas, y
5. La captación de depósitos a plazo fijo.

A. Las operaciones temporales

Entrando en el estudio de las operaciones temporales, hemos de decir que son los instrumentos más importantes para la ejecución de la política

monetaria única. Desde un punto de vista jurídico se realizan dos tipos de negocios:

- El préstamo con garantía de activos.
- El repo o reporto, que en derecho español se denominan operaciones dobles o simultáneas y de compraventa con pacto de recompra.

En este último caso, la diferencia entre el precio de adquisición y el precio de recompra equivale al interés devengado por la cantidad de dinero entregada, hasta el vencimiento de la operación, es decir, el precio de recompra incluye el interés correspondiente. El tipo de interés de una operación temporal en forma de préstamo garantizado se determina aplicando el tipo de interés pactado al crédito durante el plazo de la operación.

Con relación a las operaciones de préstamo con garantía de activos, hemos de indicar que las garantías deben tener una naturaleza real, es decir, las mismas han de recaer sobre un activo y otorgarle al beneficiario un poder inmediato, real y efectivo sobre el mencionado activo. Como veremos más adelante, el Eurosistema acepta como garantía de sus operaciones de política monetaria un amplio conjunto de activos.

Para la constitución de estas garantías prendarias que aseguran el cumplimiento de sus operaciones de política monetaria, el Banco de España utiliza dos negocios jurídicos de garantía real. Por un lado, emplea la prenda de valores y otros activos y, por otro, la pignoración de los derechos de crédito derivados de los préstamos y créditos no hipotecarios que las entidades tienen en su activo y que desean entregar en garantía. Esta pignoración de derechos de crédito se realiza a través del negocio jurídico de la afección de préstamos y créditos no hipotecarios en garantía de las operaciones de los bancos centrales, que fue creada en 1998, en la Ley de Introducción del Euro y cuya regulación pasó posteriormente a la Ley de Autonomía del Banco de España.

Así, para la realización de estas operaciones de crédito con garantía de activos, el Banco de España tiene dos modelos de contratos que firma con sus contrapartes de política monetaria. Por un lado, el modelo de Contrato de Crédito con Prenda de Valores y otros Activos y, por otro, los modelos oficiales de afección de préstamos y créditos no hipotecarios, por los que se constituye el derecho de garantía real de la afección sobre los derechos de crédito derivados de los mismos.

Finalmente, hay que indicar que para realizar sus operaciones dobles o simultáneas y de compraventa con pacto de recompra con sus contrapartes de política monetaria, el Banco de España ha elaborado un modelo de Contrato Marco para Operaciones Temporales Dobles.

B. Operaciones simples o en firme

Las operaciones simples de mercado abierto son operaciones en las que el Eurosistema realiza compras o ventas simples de activos.

Estas operaciones suponen la plena transferencia de la propiedad del vendedor al comprador, sin que exista ninguna transferencia asociada en sentido contrario. Se realizan con arreglo a las convenciones de mercado del instrumento de renta fija utilizado en la transacción.

Las operaciones simples pueden servir para inyectar liquidez (compras) o absorberla (ventas), no tienen periodicidad normalizada y se ejecutan de forma descentralizada mediante procedimientos bilaterales (aunque el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo puede decidir que, en circunstancias excepcionales, el Banco Central Europeo pueda llevar a cabo operaciones simples de ajuste).

Finalmente, hay que indicar que no se impone ninguna restricción *a priori* con respecto a las entidades de contrapartida que pueden participar en este tipo de operaciones y que, normalmente, sólo se admiten activos de la lista “uno” para la realización de las mismas.

C. La emisión de certificados de deuda

Los certificados de deuda se utilizan para ajustar la posición estructural del Eurosistema frente al sector financiero y, así, crear (o ampliar) el déficit de liquidez del mercado.

Estos certificados constituyen una obligación del Banco Central Europeo frente al tenedor. Se emiten y mantienen en forma de anotaciones en cuenta en centrales depositarias de valores de la zona del euro, sin que el Eurosistema imponga ninguna restricción en cuanto a su transferibilidad.

Los certificados se emiten a descuento, es decir, por debajo de su valor nominal y, a su vencimiento, se amortizan por el nominal. La diferencia entre la cantidad emitida y la amortizada equivale a los intereses devengados por la cantidad emitida, al tipo de interés acordado durante el plazo de emisión del certificado.

Este instrumento de política monetaria se utiliza con el fin de absorber liquidez del mercado; tiene un plazo de vencimiento inferior a doce meses y se emite mediante subastas estándar.

D. Swaps *de divisas*

Los *swaps* de divisas realizados con fines de política monetaria consisten en operaciones simultáneas al contado y a plazo de euros contra divisas. Se utilizan con fines de ajuste, principalmente para regular la situación de liquidez en el mercado y controlar los tipos de interés.

Los *swaps* de divisas son operaciones en las que el Eurosistema compra (o vende) euros al contado contra una divisa y, simultáneamente, los vende (o compra) a plazo, en una fecha especificada.

En general, el Eurosistema opera sólo con las principales monedas y de conformidad con las prácticas habituales del mercado. En cada *swap* de divisas, el Eurosistema y las entidades de contrapartida acuerdan los puntos *swap* de la operación. Los puntos *swap* son la diferencia entre el tipo de cambio de la operación a plazo y el tipo de cambio de la operación al contado. Los puntos *swap* del euro frente a la divisa se cotizan de acuerdo con las convenciones generales del mercado.

Los *swaps* pueden ser operaciones de absorción o de inyección de liquidez y no tienen ni periodicidad ni vencimiento normalizado. Se ejecutan mediante subastas rápidas o procedimientos bilaterales y de forma descentralizada (aunque el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo puede decidir que, en circunstancias excepcionales, el Banco Central Europeo pueda llevar a cabo operaciones de *swap* de forma bilateral).

Para la realización de estas operaciones con sus contrapartes, el Banco de España no ha redactado ningún documento propio, sino que ha adoptado el modelo elaborado por el Banco Central Europeo en colaboración con todos los bancos centrales nacionales del Eurosistema. Este modelo se denomina *Master Foreign Exchange Swap*.

E. *La captación de depósitos a plazo fijo*

El Eurosistema puede proponer a las entidades de contrapartida que constituyan depósitos remunerados a plazo fijo en el Banco Central Nacional del Estado miembro en el que están establecidas. La captación de depó-

sitos a plazo fijo se contempla sólo para absorber la liquidez del mercado con fines de ajuste.

Los depósitos constituidos por las entidades de contrapartida son depósitos a plazo y tipo de interés fijos. Los bancos centrales nacionales no proporcionan a cambio de estos depósitos ningún activo de garantía.

Este instrumento se utiliza para absorber liquidez y no tiene periodicidad ni vencimiento normalizado.

Por regla general, la toma de los depósitos se realiza mediante subastas rápidas, aunque no se excluye la posibilidad de utilizar procedimientos bilaterales. Los depósitos se contratan de forma descentralizada por los bancos centrales nacionales.

Hasta aquí, hemos visto una primera clasificación de las operaciones de mercado abierto que lleva a cabo el Eurosistema en ejecución de la política monetaria. Sin embargo, esta clasificación no es la única. Efectivamente, atendiendo a sus objetivos, regularidad y procedimientos, las operaciones de mercado abierto del Eurosistema pueden clasificarse en otras cuatro categorías, que son las siguientes:

1. Las operaciones principales de financiación.
2. Las operaciones de financiación a plazo más largo.
3. Las operaciones de ajuste.
4. Además, el Eurosistema puede realizar operaciones estructurales.

a. Las operaciones principales de financiación

Las operaciones principales de financiación son las operaciones de mercado abierto más importantes realizadas por el Eurosistema, pues desempeñan un papel primordial para alcanzar los objetivos de control de los tipos de interés, gestión de la situación de liquidez en el mercado y señalización de la orientación de la política monetaria. También constituyen la principal fuente de financiación del sector financiero.

Estas operaciones se utilizan para inyectar liquidez al mercado y se ejecutan regularmente cada semana mediante subastas estándar. Todas las entidades de contrapartida que cumplan los criterios generales de selección pueden presentar sus pujas en las subastas correspondientes, y tanto los activos de la lista “uno” como los de la lista “dos” (que veremos más adelante) pueden utilizarse en cuanto activos de garantía.

b. Las operaciones de financiación a plazo más largo

El Eurosistema también realiza operaciones regulares de financiación, normalmente con vencimiento a tres meses, para proporcionar financiación adicional a plazo más largo al sector financiero. Estas operaciones representan sólo una pequeña parte del volumen total de financiación concedido. En general, con estas operaciones el Eurosistema no pretende enviar señales al mercado y, por lo tanto, actúa normalmente como aceptante de tipos de interés. Por consiguiente, estas operaciones se ejecutan en términos normales mediante subastas estándar a tipo de interés variable, señalando, con antelación, el Banco Central Europeo el volumen de dinero que va a adjudicar en las subastas siguientes. En circunstancias excepcionales, el Eurosistema puede llevar a cabo también operaciones de financiación a plazo más largo mediante subastas a tipo de interés fijo.

Estas operaciones se emplean para inyectar liquidez en el mercado, se ejecutan regularmente cada mes y tienen un vencimiento de tres meses.

También se llevan a cabo de una manera descentralizada por los bancos centrales nacionales, teniendo acceso a las mismas todas las entidades de contrapartida que cumplan los criterios generales de selección del Eurosistema, que pueden aportar en garantía tanto activos de la lista “uno” como de la lista “dos”.

c. Las operaciones de ajuste

El Eurosistema puede realizar operaciones de ajuste mediante operaciones temporales de mercado abierto. Las operaciones de ajuste tienen por objeto regular la situación de liquidez del mercado y controlar los tipos de interés, en particular para suavizar los efectos que en dichos tipos causan las fluctuaciones inesperadas de liquidez.

Dada la posibilidad de que haya que adoptar rápidamente medidas en caso de que el mercado evolucione de forma imprevista, es conveniente mantener un alto grado de flexibilidad al seleccionar los procedimientos y las características operativas de estas transacciones de ajuste.

Las operaciones de ajuste pueden adoptar la forma de operaciones de absorción o de inyección de liquidez y no tienen periodicidad ni vencimiento normalizado. Cuando se ejecutan para inyectar liquidez se realizan normalmente a través de subastas rápidas (aunque no se excluye la posibi-

lidad de utilizar procedimientos bilaterales). Por el contrario, cuando lo que se persigue es absorber liquidez se utilizan procedimientos bilaterales.

d. *Operaciones estructurales*

El Eurosistema puede realizar operaciones estructurales mediante operaciones temporales de mercado abierto, con el fin de modificar su posición estructural frente al sector financiero.

Se trata de operaciones de inyección de liquidez, que pueden realizarse de forma periódica o no periódica y que no tienen vencimiento normalizado *a priori*, ejecutándose mediante subastas estándar.

Cerramos ahora el estudio de las operaciones de mercado abierto que realiza el Eurosistema, con la doble clasificación que hemos visto más arriba y pasamos a analizar otro de los instrumentos de política monetaria:

2. *Las facilidades permanentes*

El Eurosistema dispone de dos tipos de facilidades permanentes: la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito.

A. *La facilidad marginal de crédito*

Las entidades de contrapartida de las operaciones de política monetaria del Eurosistema pueden utilizar la facilidad marginal de crédito para obtener liquidez de los bancos centrales nacionales a un día, a un tipo de interés predeterminado, contra la entrega de activos de garantía. Esta facilidad tiene por objeto satisfacer las necesidades transitorias de liquidez de las entidades. En circunstancias normales, el tipo de interés de este instrumento constituye un límite superior para el tipo de interés de mercado a un día. Las condiciones de la facilidad marginal de crédito son idénticas para toda la zona del euro.

Los bancos centrales nacionales pueden proporcionar liquidez mediante la facilidad de crédito: 1) a través de cesiones temporales de activos a un día, en las que la propiedad del activo se transfiere al acreedor, al tiempo que las partes acuerdan efectuar la operación inversa, mediante la reventa del activo al deudor, al siguiente día hábil, o 2) a través de préstamos a un día garantizados, en los que se constituye una garantía susceptible de eje-

cución sobre los activos, pero el deudor conserva la propiedad del activo siempre que cumpla su obligación principal.

Las entidades que satisfacen los criterios generales de acceso a las operaciones de política monetaria pueden ser contrapartes de la facilidad marginal de crédito. El acceso a esta facilidad lo proporciona el Banco Central Nacional del Estado miembro en el que la entidad se encuentre establecida. Sólo se puede acceder a la facilidad marginal de crédito en los días en que están operativos los sistemas nacionales de pago brutos en tiempo real (SLBTR) y los sistemas de liquidación de valores (SLV) respectivos.

Al final de cada sesión, las posiciones deudoras intradía de las entidades en la cuenta de liquidación abierta en los bancos centrales nacionales son consideradas automáticamente como una solicitud de recurso a la facilidad marginal de crédito.

Una entidad de contrapartida también puede tener acceso a la facilidad marginal de crédito enviando una solicitud al banco central nacional del Estado miembro en el que esté establecida. Para que dicho banco procese la solicitud el mismo día, ésta deberá recibirse a más tardar 30 minutos después de la hora de cierre efectivo de TARGET (esto es, en general, a las 18:00 horas). El sistema TARGET es el sistema de pagos bruto en tiempo real (o RTGS en sus sílabas en inglés) de la Eurozona a través del cual se ejecuta la política monetaria. Está formado por la unión de todos los sistemas de pago brutos en tiempo real de cada uno de los Estados miembros de la Eurozona, conectados entre sí mediante los “interlinks”.

En la solicitud del crédito debe concretarse su importe así como los activos que se entregarán como garantía de la operación, si éstos no se hubieran depositado previamente en el banco central nacional.

Salvo el requisito de presentar suficientes activos de garantía, no existe limitación en cuanto al volumen de fondos que se puede obtener mediante la facilidad marginal de crédito.

El vencimiento de los créditos concedidos con arreglo a esta facilidad es de un día. Las entidades de contrapartida que participan directamente en TARGET rembolsan los créditos al día siguiente, en el momento de su apertura.

El Eurosistema anuncia con antelación el tipo de interés que aplica a estas operaciones de crédito. Sin embargo, el mismo puede ser modificado en cualquier momento, aunque nunca con efectos anteriores al siguiente día hábil. Los intereses de esta facilidad se pagan al rembolsar el crédito.

El acceso a la facilidad de crédito se concede sólo de conformidad con los objetivos y las consideraciones generales de política monetaria del Eurosistema. En consecuencia, el Banco Central Europeo puede suspender la misma o modificar sus condiciones cuando lo considere adecuado.

B. La facilidad de depósito

Las entidades de contrapartida pueden utilizar la facilidad de depósito para efectuar depósitos a un día en los bancos centrales nacionales, que se remuneran a un tipo de interés establecido con anterioridad. En circunstancias normales, el tipo de interés de esta facilidad representa un límite inferior para el tipo de interés de mercado a un día. Las condiciones de la facilidad de depósito son idénticas para toda la zona del euro.

Los depósitos a un día de las entidades de contrapartida se remuneran a un tipo de interés fijo. No se ofrece a las entidades ningún activo de garantía a cambio del efectivo depositado.

Todas entidades que tienen acceso a las operaciones de política monetaria pueden ser contrapartes de la facilidad de depósito. El acceso a esta facilidad lo proporciona el banco central nacional del Estado miembro en el que la entidad se encuentre establecida. Sólo se puede acceder a la facilidad de depósito en los días en que están operativos los respectivos SLBTR.

Para acceder a la facilidad de depósito, la entidad de contrapartida debe enviar una solicitud al banco central nacional del Estado miembro en el que se encuentre establecida. En la solicitud debe concretarse el importe del depósito, sin que exista limitación en cuanto a su volumen.

El plazo de los depósitos correspondientes a esta facilidad es de un día. Para las entidades de contrapartida que participan directamente en TARGET, los depósitos vencen al día siguiente en que esté operativo el correspondiente SLBTR, en el momento de su apertura.

El Eurosistema anuncia con antelación el tipo de interés que aplica a estas operaciones de depósito. Sin embargo, el mismo puede ser modificado en cualquier momento, aunque nunca con efectos anteriores al siguiente día hábil. La remuneración de los depósitos se abona a su vencimiento.

El acceso a esta facilidad se concede sólo de conformidad con los objetivos y las consideraciones generales de la política monetaria del Banco Central Europeo. En consecuencia, el Banco Central Europeo puede suspender la misma o modificar sus condiciones cuando lo considere adecuado.

3. *Reservas mínimas*

Han sustituido al antiguo coeficiente de caja también llamado encaje legal. El sistema de reservas mínimas del Eurosistema se aplica a todas las entidades de crédito de la zona del euro y tiene como objetivos primordiales estabilizar los tipos de interés del mercado monetario y crear (o aumentar) el déficit estructural de liquidez (asegurando su dependencia de las operaciones de financiación y drenaje del Eurosistema y facilitando, de ese modo, una efectiva ejecución de la política monetaria por parte de este último).

Recordamos aquí que este instrumento de política monetaria se ha diseñado como una obligación de carácter administrativo, cuyo incumplimiento da origen, como veremos, a la imposición de una sanción. El mismo está regulado en el artículo 19.1 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales, que establece que el Banco Central Europeo puede exigir a las entidades de crédito establecidas en los Estados miembros el mantenimiento de unas reservas mínimas en los bancos centrales nacionales del Eurosistema. Otras disposiciones aplicables a las reservas mínimas son: 1) el Reglamento (CE) núm. 2531/98 del Consejo, de 23 de noviembre de 1998, relativo a la aplicación de las reservas mínimas por el Banco Central Europeo, y 2) el Reglamento (CE) núm. 1745/2003 del Banco Central Europeo, de 12 de septiembre de 2003, relativo a la aplicación de las reservas mínimas (BCE/2003/9).

El importe de las reservas mínimas que cada entidad debe mantener, se calcula en función de su base de reservas.

El sistema de reservas mínimas del Eurosistema permite a las entidades de contrapartida hacer uso de un mecanismo de promedios, lo que supone que el cumplimiento de las reservas obligatorias se determina como la media de los saldos mantenidos por las entidades en sus cuentas de reservas al final de cada día durante el periodo de mantenimiento. Las reservas obligatorias mantenidas por las entidades se remuneran al tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema.

El mantenimiento de reservas mínimas se exige a todas las entidades de crédito establecidas en los Estados miembros de la Eurozona. Esto supone que las sucursales en la zona del euro de entidades que no tengan domicilio legal en dicha zona también estarán sujetas al sistema de reservas mínimas. Sin embargo, las sucursales situadas fuera de la zona del euro pertenecientes a entidades de crédito establecidas en esta zona no estarán sujetas a dicho sistema.

Las entidades quedarán automáticamente exentas de las exigencias de reservas desde el comienzo del periodo de mantenimiento en el que se les retire la licencia, o renuncien a ella, o en el que una autoridad judicial o cualquier otra autoridad competente de un Estado miembro participante decida someterlas a un proceso de liquidación. Igualmente, el Banco Central Europeo puede también, de manera no discriminatoria, eximir a las entidades del cumplimiento de las reservas obligatorias, si los objetivos que persigue el referido sistema no se alcanzan mediante su imposición a estas entidades concretas.

El Banco Central Europeo elabora y mantiene una lista de entidades sujetas a la obligación de mantener reservas mínimas. Asimismo, publica una lista de entidades exentas de dicha obligación por razones distintas a las de estar sujetas a procesos de saneamiento.

Asimismo, el Banco Central Europeo hace público un calendario de los periodos de mantenimiento de reservas al menos tres meses antes de que comience cada año. El periodo de mantenimiento comienza el día en que se liquida la primera operación principal de financiación posterior a la reunión del Consejo de Gobierno en la que está previsto efectuar la valoración mensual de la orientación de la política monetaria. En circunstancias especiales, el calendario publicado puede ser modificado, dependiendo, entre otros factores, de los cambios en el calendario de reuniones del Consejo de Gobierno.

Las entidades deben mantener sus reservas mínimas en una o varias cuentas de reservas en el banco central nacional del Estado miembro en el que estén radicadas. Si una entidad tiene más de un establecimiento en un Estado miembro, la oficina central es responsable de cumplir las reservas mínimas obligatorias totales de todos los establecimientos de la entidad en dicho Estado miembro. Una entidad que tenga establecimientos en más de un Estado miembro tendrá que mantener en el Banco Central Nacional de cada uno de esos Estados unas reservas mínimas calculadas en relación con su base de reservas en el Estado miembro correspondiente.

Las reservas mínimas se remuneran al tipo de interés medio, durante el periodo de mantenimiento, del tipo marginal que aplica el Banco Central Europeo a las operaciones principales de financiación, ponderado por el número de días naturales del citado periodo. Las reservas que excedan el nivel mínimo exigido no se remuneran. La remuneración se liquida el segundo día después de concluido el periodo de mantenimiento en el que se haya devengado.

Son las propias entidades sujetas al cumplimiento de reservas mínimas las que calculan las partidas de la base de reservas computables para la aplicación de las reservas mínimas y las comunican a los bancos centrales nacionales, dentro del marco general de las estadísticas monetarias y bancarias del Eurosistema.

Se considera que una entidad ha incumplido sus exigencias de reservas mínimas si, durante el periodo de mantenimiento, el saldo medio de su cuenta o cuentas de reservas al final del día es menor que las reservas obligatorias que tendría que mantener en dicho periodo.

Cuando una entidad incumpla total o parcialmente las exigencias de reservas, el Banco Central Europeo, de conformidad con el Reglamento (CE) núm. 2531/98 del Consejo, puede imponer alguna de las siguientes sanciones:

- un pago de hasta cinco puntos porcentuales por encima del tipo de interés de la facilidad marginal de crédito, aplicado a las reservas mínimas que dicha entidad no haya podido aportar, o
- un pago de hasta el doble del tipo de interés de la facilidad marginal de crédito, aplicado a las reservas mínimas que dicha entidad no haya podido aportar, o
- la exigencia a la entidad en cuestión de constituir un depósito no remunerado en el Banco Central Europeo o en los bancos centrales nacionales de hasta el triple de las reservas mínimas que dicha entidad no haya podido aportar.

Cuando una entidad incumpla otras obligaciones impuestas en virtud de los reglamentos y las decisiones del Banco Central Europeo relativos al sistema de reservas mínimas del Eurosistema (por ejemplo, si los datos pertinentes no se transmiten a tiempo o son inexactos), el Banco Central Europeo está facultado para imponer sanciones, de conformidad con el Reglamento (CE) núm. 2532/98 del Consejo, de 23 de noviembre de 1998, relativo a las competencias del Banco Central Europeo para imponer sanciones y al Reglamento (CE) núm. 2157/99 del Banco Central Europeo, de 23 de septiembre de 1999, relativo a las competencias del Banco Central Europeo para imponer sanciones (BCE/1999/4).

Además, en el caso de infracciones graves en el cumplimiento de las exigencias de reservas mínimas, el Eurosistema puede suspender el acceso de las entidades de contrapartida a las operaciones de mercado abierto.

Con esto finalizamos el estudio de los instrumentos de política monetaria del Eurosistema y pasamos a analizar otros aspectos de la misma como son sus procedimientos de ejecución, la entidades de contrapartida que tiene acceso a las mismas y los activos admisibles como garantía de dichas operaciones de política monetaria.

IV. PROCEDIMIENTOS

Las operaciones de mercado abierto del Eurosistema se realizan normalmente mediante procedimientos de subasta. El Eurosistema distingue dos tipos de procedimientos de subasta: subastas estándar y subastas rápidas. En ambos casos, los procedimientos son idénticos, salvo en lo que se refiere a la duración de las fases y al número de entidades de contrapartida.

Para las subastas estándar, el plazo máximo transcurrido entre el anuncio de la subasta y la notificación del resultado de la adjudicación es de 24 horas. Todas las entidades que cumplen los criterios generales de acceso a las operaciones de política monetaria pueden participar en las subastas estándar. Las subastas rápidas se ejecutan en 90 minutos. El Eurosistema puede seleccionar un número limitado de entidades para participar en las subastas rápidas. El término “procedimientos bilaterales” hace referencia a los casos en que el Eurosistema realiza una transacción con una o varias entidades de contrapartida sin que medie una subasta.

V. ENTIDADES DE CONTRAPARTIDA

Las entidades que actúan como contrapartida del Eurosistema en las operaciones de política monetaria deben cumplir ciertos criterios de selección. Estos criterios se definen de manera que se permita el acceso a las operaciones de política monetaria del Eurosistema a un gran número de entidades, se promueva su trato equitativo en la zona del euro y se garantice que dichas entidades cumplan determinados requisitos de tipo operativo y prudencial:

- Así, sólo las entidades sujetas al sistema de reservas mínimas del Eurosistema, de conformidad con el artículo 19.1 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales, pueden actuar como entidades de contrapartida. Las entidades que estén exentas de las obliga-

ciones derivadas del sistema de reservas mínimas del Eurosistema no pueden acceder a las facilidades permanentes ni participar en las operaciones de mercado abierto del Eurosistema.

- Las entidades de contrapartida deben ser financieramente solventes. Asimismo, deben estar sujetas, como mínimo, a una supervisión armonizada por parte de las autoridades nacionales en el ámbito de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo (EEE).¹ Sin embargo, las entidades que sean solventes y que estén sujetas a algún tipo de supervisión nacional no armonizada, pero comparable, también pueden ser aceptadas como entidades de contrapartida, por ejemplo, las sucursales en la zona del euro de entidades cuya oficina principal se encuentre fuera del EEE.
- Las entidades de contrapartida deben cumplir ciertos criterios de tipo operativo que se especifican en las disposiciones normativas o acuerdos contractuales correspondientes aplicados por los respectivos bancos centrales nacionales (o el Banco Central Europeo), con el fin de garantizar una ejecución eficiente de las operaciones de política monetaria del Eurosistema.

Estos criterios generales de selección son uniformes para toda la zona del euro, de manera que las entidades que cumplan los mismos pueden:

- acceder a las facilidades permanentes del Eurosistema, y
- participar en las operaciones de mercado abierto del Eurosistema instrumentadas mediante subastas estándar.

Una entidad sólo puede acceder a las facilidades permanentes y participar en las operaciones de mercado abierto del Eurosistema instrumentadas mediante subastas estándar a través del banco central nacional del Estado miembro en el que esté radicada. En caso de que una entidad tenga establecimientos (oficina principal o sucursales) en más de un Estado miembro, cada establecimiento puede participar en estas operaciones a través del Banco Central Nacional del Estado miembro donde se encuentre ubicada,

¹ Los Acuerdos de Oporto de 2 de mayo de 1992 y de Bruselas de 17 de marzo de 1993 crearon un Espacio Económico Europeo (EEA). Desde el año 2000, en el citado Espacio concurren en igualdad de condiciones de competencia las entidades financieras de los Estados miembros de la Unión Europea y de Estados de la EFTA (Islandia, Liechtenstein y Noruega).

aunque, en cada Estado miembro, sólo un establecimiento (la oficina principal o la sucursal designada) puede presentar pujas para las subastas.

VI. ACTIVOS DE GARANTÍA

El artículo 18.1 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales permite que el Banco Central Europeo y los Bancos Centrales Nacionales operen en los mercados financieros, comprando y vendiendo activos de garantía mediante operaciones simples o cesiones temporales, y exige que todas las operaciones de crédito del Eurosistema se efectúen contra la entrega de activos de garantía adecuados.

En consecuencia, todas las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema requieren activos de garantía proporcionados por las entidades de contrapartida, bien mediante la transferencia de la propiedad de los activos (en el caso de las operaciones simples o de las cesiones temporales), o bien mediante la constitución de prenda sobre los activos correspondientes (en el caso de los préstamos garantizados), que ya hemos estudiado más arriba.

El Eurosistema ha impuesto una serie de requisitos a los activos de garantía para que puedan ser seleccionados en sus operaciones de política monetaria, con el fin de evitar pérdidas en dichas operaciones, garantizar el trato equitativo de las entidades de contrapartida y promover la eficiencia operativa.

Al inicio de la Unión Económica y Monetaria hubo que prestar atención a las diferencias existentes entre las estructuras financieras de los distintos Estados miembros. Por tanto, y principalmente a efectos internos del Eurosistema, se hizo una distinción entre dos categorías de activos que pueden ser seleccionados para las operaciones de política monetaria del Eurosistema. Estas dos categorías se denominan lista “uno” y lista “dos”:

- la lista “uno” incluye los instrumentos de renta fija negociables que cumplen los criterios de selección especificados por el Banco Central Europeo para el conjunto de la zona del euro, y
- la lista “dos” incluye otros activos, negociables y no negociables, que son de particular importancia para los distintos mercados financieros y sistemas bancarios nacionales, y cuyos criterios de selección son establecidos por los bancos centrales nacionales de conformidad con los requisitos mínimos definidos por el Banco Central Europeo.

Los criterios de selección específicos para los activos de la lista “dos”, que aplican los respectivos bancos nacionales, están sujetos a la aprobación del Banco Central Europeo.

No hay diferencia alguna entre las dos listas por lo que respecta a la calidad de los activos y a su utilización en los distintos tipos de operaciones de política monetaria del Eurosistema (excepto por el hecho de que el Eurosistema no emplea, por regla general, los activos de la lista “dos” en las operaciones simples). Los activos que pueden emplearse como garantía en las operaciones de política monetaria del Eurosistema pueden utilizarse también para garantizar el crédito intradía.

El Eurosistema está trabajando actualmente en la introducción de una lista única de activos de garantía para las operaciones de crédito del Eurosistema (en lo sucesivo la “lista única”). La lista única se introducirá gradualmente y terminará por sustituir el sistema actual de dos listas de activos de garantía. La mayor parte de los activos admitidos actualmente en la lista “dos” también lo serán en la lista única. Los pocos activos de la lista “dos” que no cumplan los criterios de selección para ser admitidos en la lista única se retirarán paulatinamente.

El primer paso hacia el establecimiento de la lista única comprende las siguientes medidas:

a) En primer lugar, se ha incorporado a la lista “uno” una nueva categoría de activos no admitidos anteriormente. En concreto se trata de los instrumentos de renta fija denominados en euros emitidos por entidades radicadas en países del Grupo de los Diez (G-10) que no forman parte del Espacio Económico Europeo (EEE).

b) En segundo lugar, se han perfeccionado los criterios que deben cumplir los mercados no regulados para que los activos negociados en los mismos puedan ser admitidos por el Eurosistema. Los instrumentos de renta fija negociados en mercados no regulados que no se consideren aceptables seguirán siendo admisibles sólo hasta mayo de 2007.

c) Finalmente, se ha producido la retirada de las acciones incluidas en las listas “dos” de aquellos países en las que estaban admitidas.

Posteriormente se efectuarán más cambios, con el fin de implantar la lista única.

Así, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo ha aprobado la inclusión en la lista única de los préstamos bancarios de todos los países de la zona del euro y de los instrumentos de renta fija no negociables con garantía hipotecaria (entre los que actualmente sólo están admitidos los pagarés hipo-

tecarios irlandeses). Las modalidades y el momento exactos para la admisión de los préstamos bancarios están siendo todavía objeto de estudio, y se comunicarán a su debido tiempo a los operadores del mercado, una vez que se hayan resuelto las cuestiones pendientes relativas a su implantación.

1. *Activos de la lista “uno”*

El Banco Central Europeo establece y mantiene una lista “uno” de activos financieros. Esta lista es pública.

Los certificados de deuda emitidos por el Banco Central Europeo se incluyen en la lista “uno”. Los certificados de deuda emitidos por los bancos centrales nacionales antes de la introducción del euro en sus respectivos Estados miembros se incluyen también en esta lista.

Los criterios de selección que se aplican al resto de los activos de la lista “uno” son los siguientes:

- Deben ser instrumentos de renta fija que tengan un principal fijo no sometido a condiciones y cuyo cupón no pueda dar lugar a un flujo financiero negativo. Además, el cupón tiene que ser un cupón cero, un cupón fijo, o un cupón variable ligado a un tipo de interés de referencia.
- Deben presentar una elevada calidad crediticia. Para evaluar esta calidad, el Eurosistema tiene en cuenta, entre otras cosas, las calificaciones crediticias realizadas por agencias especializadas, las garantías proporcionadas por avalistas solventes, así como determinados criterios institucionales que garanticen a los tenedores de instrumentos un alto nivel de protección.
- Deben ser transferibles en forma de anotaciones en cuenta.
- Deben estar depositados, registrados o emitidos en el EEE en un banco central o en una Central Depositaria de Valores (CDV) que cumpla los criterios mínimos establecidos por el Banco Central Europeo. Deben ser liquidados en la zona del euro a través de una cuenta abierta en el Eurosistema o en un SLV que cumpla los requisitos establecidos por el Banco Central Europeo (de modo que su ejecución y liquidación estén sujetas a la legislación de un país de la zona del euro). Si la CDV en la que se emite el activo es distinta del SLV en el que se mantiene, las dos instituciones habrán de estar conectadas mediante un enlace aceptado por el Banco Central Europeo.

- Deben estar denominados en euros.
- Deben estar emitidos (o garantizados) por entidades establecidas en el EEE. Los instrumentos de renta fija también pueden ser emitidos por entidades establecidas en los países del G-10 no pertenecientes al EEE.

En ese último caso, los instrumentos de renta fija sólo pueden ser considerados admisibles si el Eurosistema determina que sus derechos quedarían protegidos por la legislación de los respectivos países del G-10 no pertenecientes al EEE de manera adecuada. Para establecer el nivel de protección del que disfrutaría el Eurosistema, el mismo exige la presentación de un dictamen legal que debe seguir un modelo establecido al efecto, antes de que los activos puedan ser considerados aceptables.

- Deben estar registrados o cotizar en un mercado regulado, tal como se define en la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, o estar registrados o cotizar o negociarse en ciertos mercados no regulados, que cumplan con los requisitos que establezca el Eurosistema al efecto. La evaluación de los mercados no regulados realizada por el Eurosistema se basa en tres principios: seguridad, transparencia y accesibilidad. Además, el Eurosistema puede tener en cuenta la liquidez de los activos en el mercado para seleccionar los distintos instrumentos de renta fija.

Aunque estén incluidos en la lista “uno”, una entidad de contrapartida no puede aportar como activos de garantía instrumentos de renta fija emitidos o garantizados por dicha entidad, o por cualquier otra con la que ésta tenga vínculos estrechos.

Los activos de la lista “uno” pueden utilizarse en todas las operaciones de política monetaria basadas en activos de garantía, es decir, las operaciones de mercado abierto temporales y simples y la facilidad marginal de crédito.

2. *Activos de la lista “dos”*

Además de los instrumentos de renta fija que cumplen los criterios de selección de la lista “uno”, los bancos centrales nacionales pueden incluir en la lista “dos” otros activos que son de particular importancia para los

mercados financieros y los sistemas bancarios de sus respectivos países. Los bancos centrales nacionales adoptan los criterios de selección de los activos de la lista “dos” de conformidad con unos requisitos mínimos. Los criterios nacionales de selección de los activos de la lista “dos” están sujetos a la aprobación del Banco Central Europeo. Los bancos centrales nacionales establecen y mantienen las listas “dos” nacionales de activos que pueden ser utilizados como garantía en operaciones de política monetaria. Estas listas son públicas.

Los activos de la lista “dos” tienen que cumplir los siguientes criterios mínimos de selección:

- Deben ser instrumentos de renta fija (negociables o no negociables) que tengan un principal fijo no sometido a condiciones y un cupón que no pueda dar lugar a un flujo financiero negativo. Además, el cupón ha de ser un cupón cero, un cupón fijo, o un cupón variable ligado a un tipo de interés de referencia.
- Deben ser instrumentos de renta fija emitidos (o garantizados) por entidades que el banco central nacional considere solventes.
- Deben ser fácilmente accesibles para el Banco Central Nacional que los ha incluido en su lista “dos”.
- Deben estar situados en la zona del euro (de forma que su ejecución y liquidación se encuentren sujetas a la legislación de un país de la zona).
- Deben estar denominados en euros.
- Deben estar emitidos (o garantizados) por entidades establecidas en la zona del euro.

Aunque hayan sido incluidos en la lista “dos”, una entidad de contrapartida no puede presentar como activos de garantía instrumentos de renta fija emitidos por dicha entidad o por cualquier otra entidad con la que ésta tenga vínculos estrechos.

Los activos de la lista “dos” pueden utilizarse como activos de garantía para las operaciones temporales de mercado abierto y para la facilidad marginal de crédito. No suelen utilizarse en las operaciones simples del Eurosistema.

3. Medidas de control de riesgos

Las medidas de control de riesgos se aplican a los activos que garantizan las operaciones de política monetaria del Eurosistema, para protegerlo del

riesgo de incurrir en pérdidas en caso de que hubiera que ejecutar los citados activos de garantía, por un incumplimiento de una entidad de contrapartida. Las medidas de control de riesgos que puede aplicar el Eurosistema son las siguientes:

A. *Recortes de valoración*

El Eurosistema aplica “recortes” en la valoración de los activos de garantía. Esto supone que el valor del activo de garantía se calcula como el valor de mercado de dicho activo menos un cierto porcentaje (recorte).

B. *Márgenes de variación (ajuste a mercado)*

El Eurosistema exige que se mantenga en el tiempo el valor de mercado, ajustado por el recorte de valoración, de los activos de garantía utilizados en las operaciones temporales de inyección de liquidez.

Esto supone que, si el valor de los activos de garantía, calculado periódicamente, cae por debajo de un cierto nivel, el banco central nacional tiene que exigir a las entidades de contrapartida que proporcionen activos adicionales o efectivo (es decir, que ajusten los márgenes). Igualmente, si el valor de los activos de garantía, tras su reevaluación, excede cierto nivel, la entidad de contrapartida puede recuperar los activos en exceso o el correspondiente efectivo.

Otras posibles medidas de control de riesgo que el Eurosistema podría aplicar (aunque en la actualidad no lo haga) son:

- Márgenes iniciales. El Eurosistema puede aplicar márgenes iniciales en las operaciones temporales de inyección de liquidez. En caso de que los aplique, las entidades de contrapartida deben aportar activos de garantía cuyo valor sea, como mínimo, igual a la liquidez proporcionada por el Eurosistema más el valor del margen inicial.
- Límites en relación con los emisores/deudores o avalistas. El Eurosistema puede aplicar límites de riesgo frente a determinados emisores, deudores o avalistas.
- Garantías adicionales. Para aceptar ciertos activos, el Eurosistema puede exigir garantías adicionales de entidades solventes.
- Exclusión. El Eurosistema puede excluir determinados activos de su utilización en las operaciones de política monetaria.

4. *Utilización transfronteriza*

Las entidades que actúan como contrapartida del Eurosistema pueden utilizar los activos de garantía de forma transfronteriza, es decir, pueden obtener fondos del banco central nacional del Estado miembro en el que se encuentren establecidas, haciendo uso de activos situados en otro Estado miembro. El uso transfronterizo de activos de garantía debe ser posible en toda la zona del euro en cualquier tipo de operaciones en las que el Eurosistema inyecte liquidez.

Los bancos centrales nacionales (y el Banco Central Europeo) han desarrollado dos mecanismos que permiten el uso transfronterizo de todos los activos de garantía emitidos o depositados en la zona del euro.

A. Modelo de corresponsalía entre bancos centrales

El primero de estos dos mecanismos es el denominado Modelo de Corresponsalía entre Bancos Centrales (MCBC), en el que cada Banco Central actúa como custodio (“corresponsal”) para el resto de bancos centrales nacionales (y para el Banco Central Europeo) en relación con los activos aceptados en su central depositaria local o en su sistema de liquidación.

B. Enlaces entre sistemas de liquidación de valores

Además del Modelo de Corresponsalía entre Bancos Centrales, pueden utilizarse enlaces admitidos entre los SLV de la UE para el uso transfronterizo de valores.

Un enlace entre dos SLV permite a un participante en un SLV mantener valores emitidos en otro SLV sin participar en este último. Antes de que dichos enlaces puedan utilizarse con el fin de transferir activos de garantía para las operaciones de crédito del Eurosistema han de ser evaluados y aprobados de conformidad con los criterios de utilización de los SLV aprobados por el BCE.

Desde la perspectiva del Eurosistema, el Modelo de Corresponsalía entre Bancos Centrales y los enlaces entre los SLV de la UE desempeñan la misma función, esto es, permitir que las entidades de contrapartida utilicen los activos de garantía de forma transfronteriza, con el fin de obtener crédito de su Banco Central local, aunque estos activos hayan sido registrados en un SLV de otro país. El Modelo de Corresponsalía entre Bancos Centrales y los enlaces entre SLV realizan esta función de diferentes formas. Si se

hace uso del Modelo de Corresponsalía entre Bancos Centrales, la relación transfronteriza se establece entre los bancos centrales nacionales, que actúan entre sí como custodios. Si se emplean los enlaces, la relación se establece entre los SLV, que abren cuentas ómnibus entre sí.

VII. BIBLIOGRAFÍA

- BANCO CENTRAL EUROPEO, *Legal aspects of the European Systems of Central Banks. Liber Amicorum Paolo Zamboni Garavelli*, Francfort del Meno, 2005.
- , *La política monetaria única en la tercera fase: documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema*, Francfort del Meno, 2003.
- CONLLEDO LANTERO, Fernando, “Las reformas legislativas que la Unión Económica y Monetaria exige para nuestro sistema financiero”, *Noticias de la Unión Europea*, núm. 175-176, agosto-septiembre de 1999.
- PAREJO, José Alberto *et al.*, *Manual de sistema financiero español*, 17a. ed., Madrid, Ariel Economía, 2004.
- PAREDES MOLINER, Antonio, “Las operaciones de garantía a favor del Banco de España, del Banco Central Europeo y de otros bancos centrales de la Unión Europea”, *Comentarios a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, Madrid, Thomson-Aranzadi, 2003.
- PRIEGO PÉREZ, Francisco Javier, “La ejecución de la política monetaria por el Sistema Europeo de Bancos Centrales”, *Noticias de la Unión Europea*, núm. 175-176, agosto-septiembre de 1999.
- ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando, *Derecho del mercado financiero*, 3a. ed., Madrid, Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, 2005.