

Ana María Calvache Martínez*

LA MOVILIZACIÓN DE LOS ACTIVOS DE GARANTÍA NEGOCIABLES DE FORMA TRANSFRONTERIZA EN EL CONTEXTO DEL EUROSISTEMA

Una parte importante de la cartera de activos de las entidades financieras es utilizada como garantía en las operaciones de crédito con su Banco central. En el contexto del Eurosistema todas las operaciones de crédito (ya sean de política monetaria y crédito intradía) deberán estar respaldadas por unos activos de garantía considerados «admisibles» conforme a unos criterios armonizados. Esta garantía permite a los Bancos centrales estar protegidos frente a posibles pérdidas derivadas del incumplimiento de las entidades en devolver la financiación. El Eurosistema admite como garantía valores negociables y no negociables y permite que estos activos se aporten de forma doméstica o transfronteriza. En la actualidad, alrededor del 26 por 100 de los activos de garantía aportados a los Bancos centrales del Eurosistema son transferidos de forma transfronteriza. La finalidad de este artículo es analizar el marco actual del Eurosistema en relación a la aportación de activos negociables de forma transfronteriza en sus operaciones de crédito, cuáles son los canales a través de los cuales se podrían aportar dichos activos y finalmente cuáles son los retos y desafíos de cara al futuro.

Palabras clave: Bancos centrales, Unión Europea, liquidación de valores, activos de garantía.

Clasificación JEL: E58, G15, G18, G21.

1. Introducción

Una parte importante de la cartera de activos de las entidades financieras es utilizada como garantía de las

operaciones de crédito con su Banco central. La mayoría de los Bancos centrales de las economías avanzadas han evitado la concesión de préstamos sin garantía atendiendo a razones de seguridad y eficiencia¹.

* Doctora en Economía por la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la UNED.
Versión de noviembre de 2017.

¹ BINDSEIL, U.; CORSI, M.; SAHEL, B. y VISSER, A. (2017). «The Eurosystem collateral framework explained», *Occasional Paper Series*, nº 189, mayo, p. 10. BCE.

En el caso concreto del Eurosistema, el art. 18 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) obliga a que «todas» las operaciones de crédito del Eurosistema estén respaldadas por unos activos de garantía adecuados.

Se consideran «operaciones de crédito del Eurosistema» en este artículo tanto las operaciones de política monetaria² como las de crédito intradía. Para recibir la financiación las entidades tendrán que aportar como garantía al Eurosistema unos activos considerados «admisibles» (activos de garantía o colateral). Esta garantía protege al Eurosistema frente a posibles pérdidas derivadas del incumplimiento de la contrapartida en la devolución de la financiación. Sin la aportación de garantías suficientes dicho incumplimiento podría derivar en un riesgo reputacional para el Eurosistema e incluso en una amenaza a su independencia³. En este contexto, el Eurosistema ha definido un marco armonizado para los activos de garantía *Eurosystem Collateral Framework* (ESCF), en el que se establecen unos criterios de admisibilidad o elegibilidad armonizados, unas medidas de control de riesgo, unas normas de valoración y unos mecanismos de movilización para dichos activos.

En el marco del Eurosistema destacamos dos aspectos: *i*) las entidades podrán aportar como garantía tanto valores negociables como no negociables y *ii*) estos activos podrán aportarse de forma doméstica o de forma transfronteriza. En un entorno cada vez más globalizado, las carteras de valores de las entidades financieras están ampliamente diversificadas internacionalmente, compuestas en gran parte por valores denominados en distintas monedas y emitidos en diferentes jurisdicciones. Por ello, a las entidades financieras les resulta de gran interés poder aportar esos valores como garantía en las operaciones de crédito con su Banco central.

² Incluyendo las «operaciones de mercado abierto» y las «facilidades marginales».

³ ECB (2007). «The collateral framework of the Federal Reserve System, the Bank of Japan and the Eurosystem», *Monthly Bulletin*, Octubre.

La posibilidad de aportar activos de forma transfronteriza no es algo particular del Eurosistema, sino que hoy por hoy gran parte de los Bancos centrales de las economías avanzadas admiten como garantía valores extranjeros emitidos en otras jurisdicciones, denominados en otras monedas y/o depositados o liquidados en Depositarios Centrales de Valores extranjeros⁴.

La finalidad de este artículo es analizar el marco actual del Eurosistema respecto a la aportación/movilización de «activos negociables de forma transfronteriza» como garantía de sus operaciones de crédito, valorando cuáles serían los retos y desafíos de cara al futuro. Con este objetivo, en el apartado 2 se comenta un informe del Comité de Sistemas de Pagos y Liquidación (CPSS) que ha servido de guía a los Bancos centrales sobre la posible aceptación de activos de garantía de forma transfronteriza. En el apartado 3 se analiza cuándo considera el Eurosistema que un activo se moviliza de forma transfronteriza, destacando en el apartado 4 los criterios de admisibilidad del Eurosistema más relevantes para este análisis. En los apartados 5 y 6 se estudian cuáles son los canales de movilización transfronteriza admisibles por el Eurosistema para los activos negociables, así como el grado de utilización de cada uno de ellos. En el apartado 7 se analizan las iniciativas actualmente en curso y en el apartado 8 se analiza la posibilidad de que se aporten activos negociables de forma transfronteriza en otro tipo de operaciones de financiación del Eurosistema. Finalmente se alcanzan una serie de conclusiones.

2. Informe del Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (2006)

A principios de 2004, los gobernadores del G10 solicitaron que tres comités de Basilea (el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación, el Comité sobre el

⁴ De hecho, no solo el Eurosistema admite activos de garantía de forma transfronteriza sino que también es admitido por muchos otros Bancos centrales y entre ellos los Bancos centrales de Inglaterra, Suecia, Suiza o la propia Reserva Federal.

Sistema Financiero Global y el Comité sobre Supervisión Bancaria) analizaran el tema de la provisión de liquidez y sus posibles implicaciones para los Bancos centrales. Dado que lo habitual es que los Bancos centrales provean una financiación garantizada, estas cuestiones de provisión de liquidez están estrechamente relacionadas con las políticas de colateral de los Bancos centrales. En este contexto, el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación, o conocido por sus siglas en inglés Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS)⁵, encargó a un grupo de trabajo que analizara los acuerdos institucionales a través de los cuales los Bancos centrales aceptan como garantía activos extranjeros o aportados de forma transfronteriza, tanto en situaciones rutinarias como de emergencia.

En el año 2006, el CPSS publicó un informe titulado *Cross-border collateral arrangements*⁶, que tiene como objetivo servir de guía a los Bancos centrales a la hora de analizar o revisar los beneficios y costes asociados con la aceptación de activos de garantía de forma transfronteriza.

El informe comienza definiendo claramente qué se entiende por «activo de garantía extranjero» (*foreign collateral*) o «de uso transfronterizo» (*used cross-border collateral*). En concreto, considera que es aquel en el que al menos uno de los siguientes aspectos es de naturaleza extranjera respecto a la jurisdicción del Banco central prestamista: la moneda de denominación, la jurisdicción donde está localizado el activo de garantía o la jurisdicción donde está establecido el emisor.

Respecto al contenido del informe, éste en primer lugar examina algunos factores a nivel internacional que han impulsado la demanda de activos de garantía de forma transfronteriza. En segundo lugar, analiza aquellas consideraciones políticas que deberían

ser tenidas en cuenta por un Banco central a la hora de valorar la aceptación de estos activos extranjeros y revisa cuáles son los acuerdos/mecanismos de movilización utilizados por los Bancos centrales. Y finalmente, el informe resalta la importancia de una mayor coordinación y cooperación entre los Bancos centrales del G10 en la implementación de sus políticas individuales y en el tratamiento de las necesidades comunes.

Respecto a las políticas sobre la aceptación de activos de garantía extranjeros, el informe señala que estas políticas son diferentes de un Banco central a otro: por ejemplo, mientras algunos Bancos centrales no admiten activos de garantía extranjeros, otros solo lo admiten en situaciones rutinarias o solo en situaciones de emergencia, y otros en ambos contextos. El informe llega a la conclusión de que no existe una política única óptima para todos los Bancos centrales respecto a la aceptación de activos de garantía de forma transfronteriza en situaciones rutinarias y/o de emergencia, y que lo más adecuado sería que cada Banco central adoptara una solución a medida atendiendo a sus particulares circunstancias. Esto es, cada Banco central debería tener en cuenta en primer lugar las necesidades específicas de su sistema financiero (atendiendo por ejemplo al tamaño y la orientación internacionales de su sistema bancario, a la importancia y grado de integración de los mercados locales, a la demanda de liquidez a nivel local en relación al tamaño de sus mercados de deuda local, etc.) y, en segundo lugar, debería valorar los beneficios y costes derivados de tal decisión (por ejemplo, evaluando los efectos que tendría sobre los riesgos sistémicos globales y la estabilidad financiera, sobre la implementación de la política monetaria, sobre el adecuado funcionamiento de los sistemas de pago, y sobre la competencia en los mercados financieros y entre los participantes en los sistemas de pago). Otros factores clave a la hora de sopesar los beneficios y los costes de tal decisión pueden ser las cuestiones fiscales o los posibles conflictos entre legislaciones.

⁵ Este Comité ha cambiado su denominación recientemente por el de «Comité de Pagos e Infraestructuras de Mercado» (CPMI) y bajo los auspicios del BIS tiene como objetivo apoyar a los Bancos centrales y a las autoridades responsables de los temas relacionados con las infraestructuras de liquidación de valores y efectivo. Para ello generalmente realiza análisis y emite recomendaciones.

⁶ CPSS (2006). «Cross-border collateral arrangements», enero.

Según el informe, la aceptación de activos de garantía extranjeros puede conllevar una serie de ventajas e inconvenientes. Como posibles ventajas el informe destaca, entre otras: *i)* puede ser una respuesta política efectiva ante la escasez de activos de garantía domésticos en ciertas jurisdicciones; *ii)* permite al Banco central disponer de un *pool* de valores diversificado a efectos de riesgos; y *iii)* podría ayudar a reducir los costes y facilitar la gestión de las garantías de las entidades, especialmente de las más activas internacionalmente. Además, su aceptación en situaciones de emergencia podría facilitar la absorción de los *shocks* financieros contribuyendo al mantenimiento de la estabilidad financiera y a la mitigación del riesgo sistémico.

Entre las posibles desventajas el informe señala las siguientes: *i)* podría aumentar la demanda de activos de garantía denominados en ciertas monedas, emitidos por ciertos Gobiernos y/o localizados en determinados centros financieros, lo que podría tener un efecto negativo sobre los mercados más pequeños y/o las monedas más débiles; *ii)* podría poner en situación de desventaja competitiva a los participantes del mercado con carteras locales o menos diversificadas internacionalmente; y *iii)* podría aumentar la interdependencia entre los mercados e infraestructuras de los distintos países, facilitando así el contagio en situaciones de crisis.

Por otro lado, como hemos indicado, el informe identifica cinco posibles acuerdos institucionales o canales de movilización a través de los cuales los Bancos centrales pueden aceptar colateral extranjero de una forma rutinaria o de emergencia. Estos son: *i)* el modelo de corresponsalía entre Bancos centrales, *ii)* el modelo de garantía, *iii)* los enlaces entre los Sistemas de Liquidación de Valores (en adelante SLV), *iv)* el acceso remoto a los SLV, y *v)* el sistema de gestión de colateral. Además, se señalan algunos criterios que deberían ser tenidos en cuenta por los Bancos centrales a la hora de elegir implantar alguno de estos canales de movilización (entre otros, la velocidad de procesamiento, la accesibilidad, la cobertura geográfica o la aceptabilidad por los participantes del mercado).

Finalmente, el informe resalta la importancia de una mayor cooperación y coordinación entre los Bancos centrales e identifica una serie de posibles acciones a seguir. Por ejemplo, los Bancos centrales podrían colaborar en la eliminación de los obstáculos legales y operativos para una movilización transfronteriza eficiente y segura de estos activos, podrían promover iniciativas privadas que favorezcan la interoperabilidad, resistencia y disponibilidad horaria de las infraestructuras, o podrían apoyar a otros Bancos centrales que pretendan implantar un nuevo canal de movilización. Este informe ha servido de referencia a todos los Bancos centrales y al propio Eurosistema a la hora de mejorar o revisar su política sobre la movilización de activos de garantía extranjeros.

3. Uso transfronterizo de los activos de garantía en el Eurosistema

El Eurosistema es uno de los Bancos centrales que puede admitir como garantía de sus operaciones de crédito activos negociables y no negociables de forma transfronteriza. En este sentido el Eurosistema establece su propia definición sobre qué considera una aportación doméstica y transfronteriza de activos de garantía, lo que es objeto de análisis en este apartado.

En el Eurosistema rige el principio de descentralización de acceso al crédito, lo que quiere decir que toda entidad de contrapartida del Eurosistema tendrá que solicitar la financiación que necesita al Banco Central Nacional (BCN) del país en el cual está establecida. Además, la entidad aportará como garantía a su respectivo BCN unos activos suficientes y adecuados.

Como hemos señalado, los BCN no admitirán cualquier activo como garantía sino solo aquellos que cumplan unos criterios de admisibilidad armonizados, establecidos por el Eurosistema. Estos criterios son públicos y se encuentran recogidos en la «Orientación UE 2015/510 del BCE de 19 de diciembre de 2014 sobre la aplicación del marco de la política monetaria del Eurosistema» (en adelante «Documentación General de Política Monetaria»).

Estos criterios armonizados son distintos según se trate de activos negociables o no negociables. En el caso de los activos negociables, los criterios se refieren, entre otros aspectos, por ejemplo al tipo de activo, al lugar de emisión, a la moneda de denominación, a la residencia del emisor, al tipo de emisor o avalista, a los mercados de negociación aceptables y a los procedimientos de liquidación. Para los activos no negociables se definen otros criterios de elegibilidad diferentes (que hacen referencia al tipo de activo, legislación aplicable, importe mínimo de los créditos, etc.). Hay que señalar que a la hora de valorar si el activo se va a utilizar de forma doméstica o transfronteriza en el contexto del Eurosistema habrá que tener en cuenta en particular algunos de estos criterios⁷.

Conforme a la Documentación General de Política Monetaria del Eurosistema se considera de «uso nacional» la aportación como garantía, por una entidad de contrapartida establecida en un Estado miembro cuya moneda es el euro, de activos negociables emitidos y mantenidos en el Estado miembro de su BCN de origen. Si se trata de activos no negociables se considera de «uso nacional» la aportación: *i)* de créditos, si el acuerdo correspondiente está regido por las leyes del Estado miembro de su BCN de origen, *ii)* de instrumentos de renta fija con garantía hipotecaria emitidos al por menor (RMBD)⁸ por entidades establecidas en el Estado miembro del BCN de origen; y *iii)* de instrumentos de renta fija no negociable respaldados por créditos admisibles emitidos y mantenidos en el Estado miembro de su BCN de origen.

Y se considera «uso transfronterizo» la aportación por una entidad de contrapartida a su BCN de origen de los siguientes activos de garantía:

- Activos negociables mantenidos en otro Estado miembro cuya moneda es el euro.

- Activos negociables emitidos en otro Estado miembro y mantenidos en el Estado miembro de su BCN de origen.

- Créditos cuyo contrato se rija por las leyes de otro Estado miembro cuya moneda es el euro, distinto del de su BCN de origen.

- Instrumentos de renta fija con garantía hipotecaria emitidos al por menor, conforme a los procedimientos aplicables al Modelo de Corresponsalía entre Bancos Centrales (MCBC).

- Instrumentos de renta fija no negociable respaldados por créditos admisibles (DECC)⁹ emitidos y mantenidos en otro Estado miembro cuya moneda es el euro, distinto del Estado miembro del BCN de origen.

Por lo tanto, en el caso concreto de los activos negociables (recogido en los dos primeros puntos), los criterios de elegibilidad relevantes para valorar si los activos se usan de forma doméstica o transfronteriza con el Eurosistema son: el lugar de liquidación (donde son mantenidos los activos negociables) y el lugar de la emisión. No siendo determinante aisladamente a estos efectos la moneda de denominación, ni la residencia del emisor¹⁰. En el siguiente apartado analizaremos estos cuatro criterios de elegibilidad del Eurosistema para los activos negociables.

4. Movilización transfronteriza y criterios de admisibilidad

Para que los activos negociables sean considerados admisibles por el Eurosistema deben cumplir todos los criterios de admisibilidad o elegibilidad establecidos en la Documentación General (DG). No obstante, de cara a evaluar cuándo se considera que un activo se moviliza de forma transfronteriza vamos a centrarnos en el

⁷ Conforme a estos criterios, el Eurosistema dispone de una lista única de activos admisibles común a todas las operaciones del crédito. Y además, a efectos de transparencia, el BCE publica en su dirección en Internet una lista actualizada de los activos «negociables» admisibles.

⁸ *Retail Mortgage Backed Debt* (RMBD).

⁹ *Non-marketable debt instruments backed by eligible credit claims* (DECC).

¹⁰ Esto es: un activo negociable denominado en dólares estadounidenses, cuyo emisor resida en Francia, pero que haya sido emitido y esté depositado en España, podría aportarse como garantía por una entidad de contrapartida española al Banco de España y se consideraría por el Eurosistema como una movilización doméstica.

análisis de cuatro de estos criterios (esto es, moneda de denominación, lugar de emisión, residencia del emisor y lugar de liquidación)¹¹. Dentro del marco regulador de los activos de garantía para las operaciones de crédito del Eurosistema podemos diferenciar dos partes:

- Un marco permanente de activos de garantía del Eurosistema, recogido en la Orientación del BCE (UE) 2015/510 de 19 de diciembre de 2014 sobre la aplicación del marco de la política monetaria del Eurosistema (Documentación General de Política Monetaria).
- Un marco temporal de activos de garantía, recogido en la Orientación de 9 de julio de 2014 sobre medidas temporales adicionales en relación a las operaciones de refinanciación del Eurosistema y elegibilidad de los activos de garantía.

Conforme al marco permanente y analizando estos cuatro criterios solo se admiten como garantía de las operaciones rutinarias valores denominados en euros o en una de las antiguas monedas de los Estados miembro cuya moneda sea el euro. Además, en el caso de los valores negociables, se exige que estos se emitan en el Espacio Económico Europeo (EEE)¹² con un Banco central o con un SLV que haya sido evaluado positivamente por el Eurosistema, que además se mantengan y liquiden en la eurozona, y que el emisor esté establecido en el EEE o en países del G10 no pertenecientes al EEE¹³.

¹¹ Existen otros criterios de elegibilidad del Eurosistema para los activos negociables que aunque no se consideran relevantes a efectos de valorar su uso transfronterizo pueden ser de interés a la hora de valorar la dimensión internacional de dicho activo, como son: los mercados aceptables donde se negocia y la ubicación del avalista (ambos criterios regulados en los art. 68 y 70 de la DG). Así por ejemplo un valor podría utilizarse de forma doméstica con un BCN, aun cuando el valor fuese negociado en un mercado regulado establecido en otro país de la UE. Estos criterios no han sido considerados en este análisis.

¹² Será el EEE salvo algunas excepciones. Por ejemplo, para los instrumentos de deuda emitidos o garantizados por una sociedad no financiera a los que un sistema ECAI aceptado no haya proporcionado una calificación crediticia del emisor o avalista, el lugar de emisión deberá ser la eurozona. También existen algunos requisitos especiales para los instrumentos de deuda internacional emitidos a través de Euroclear Bank o Clearstream Banking Luxembourg.

¹³ Esto, salvo algunos casos particulares, para ciertos instrumentos recogidos en la Documentación General de Política Monetaria.

Dentro del marco permanente de activos de garantía también se regula la aportación de activos de garantía en situaciones de emergencia¹⁴. Se establece que en estos casos, el Consejo de Gobierno del BCE puede optar por aceptar como activos de garantía de sus operaciones de crédito tradicionales algunos instrumentos de renta fija negociables emitidos por las Administraciones centrales de países del G10 no pertenecientes a la eurozona (esto es, Canadá, EE UU, Suiza, Suecia, Japón y Reino Unido) y denominados en sus respectivas monedas nacionales (dólar canadiense, dólar estadounidense, franco suizo, corona sueca, yen japonés y libra esterlina). Una vez tomada la decisión, el Consejo de Gobierno del BCE informará a las entidades de contrapartida de: *i)* los criterios de admisibilidad; *ii)* los procedimientos de selección y movilización; *iii)* las fuentes y principios de valoración; *iv)* las medidas de control de riesgos; y *v)* el procedimiento de liquidación, que sean de aplicación. Por tanto, para los activos negociables aportados en situaciones de emergencia se permite que estos se puedan emitir, mantener y liquidar fuera del EEE.

Según el informe del CPSS de 2006 antes citado, el marco de activos de garantía en situaciones de emergencia debería estar bien definido y detallado con antelación (p.ej. el mecanismo de movilización, los posibles usuarios, los tipos de activos aceptables, etc.) y ser probado regularmente con los Bancos centrales extranjeros implicados. La comunicación al público de ciertos detalles de forma previa a su activación podría tener implicaciones negativas para el entorno financiero que no serían deseables (en cuanto por ejemplo a riesgo moral y competencia), por lo que muchos Bancos centrales prefieren en la actualidad mantener la confidencialidad respecto a los mismos.

Respecto al marco temporal, el Consejo de Gobierno del BCE decidió en septiembre de 2012 que, hasta comunicación en contrario, las entidades

¹⁴ El marco de activos de garantía en situaciones de emergencia está recogido en el Título VII, artículo 137 de la Documentación General de Política Monetaria y titulado «Aceptación de activos de garantía no denominados en euros en casos imprevistos».

CUADRO 1

**COMPARATIVA DE LOS MARCOS PERMANENTE, TEMPORAL Y DE EMERGENCIA
EN RELACIÓN A LA MONEDA DE DENOMINACIÓN
DE LOS ACTIVOS NEGOCIABLES ADMISIBLES**

Crterios de admisibilidad	Marco permanente	Marco Temporal	Marco de emergencia
Moneda	Euros*	Dólar estadounidense, libra esterlina Yen japonés	Dólar estadounidense Corona sueca Libra esterlina Yen japonés Franco suizo Dólar canadiense
Lugar de emisión	EEE	Eurozona	Países del G10 no del euro (EE UU, Suecia, Reino Unido, Japón, Suiza y Canadá)
Lugar de liquidación	Eurozona	Eurozona	Países del G10 no del euro (EE UU, Suecia, Reino Unido, Japón, Suiza y Canadá)
Ubicación del emisor	En el EEE o en países del G10 no pertenecientes al EEE**	EEE	Administraciones centrales de países del G10 no de la eurozona (EE UU, Suecia, Reino Unido, Japón, Suiza y Canadá)
Movilización	Doméstica y transfronteriza (mediante algún canal regulado en la DG)	Doméstica y transfronteriza (mediante algún canal regulado en la DG)	Procedimiento de liquidación y movilización (será el que comunique el BCE al activar la facilidad)

NOTAS: *En euros o en una de las antiguas monedas de los Estados miembro cuya moneda sea el euro. ** Países del EEE más Canadá, EE UU, Japón y Suiza. ***Orientación (UE) 2015/510 del BCE de 19 de diciembre de 2014 sobre la aplicación del marco de la política monetaria del Eurosistema (Orientación sobre la DG) (BCE/2014/60), refundición.

FUENTE: Elaboración propia a partir de la Documentación General de Política Monetaria*.**

de contrapartida podrían utilizar temporalmente instrumentos de renta fija negociable denominados en dólares estadounidenses, libras esterlinas y yenes japoneses. La finalidad de esta medida era aumentar el volumen de activos de garantía admisibles para las entidades ante la situación de crisis, y replica una decisión anterior similar que fue aplicable entre octubre de 2008 y diciembre de 2010¹⁵. Como requisitos para estos activos negociables temporales se establece:

i) que se emitan y mantengan/liquiden en la eurozona, *ii)* que el emisor esté establecido en el EEE, y *iii)* que se cumplan los criterios generales de admisibilidad de los activos negociables del Eurosistema recogidos en la Documentación General de Política Monetaria.

Todos estos activos negociables admisibles para el Eurosistema, ya estén denominados en euros o en moneda extranjera conforme al marco permanente o temporal del Eurosistema, se podrán aportar rutinariamente para respaldar todo tipo de operaciones de crédito del Eurosistema, ya sean operaciones de política monetaria o de crédito intradía (Cuadro 1).

¹⁵ *Guideline 9 July 2014 on additional temporary measures relating to Eurosystem refinancing operations and eligibility of collateral.* Artículo 7.

5. Canales de movilización transfronteriza de los activos negociables en el contexto del Eurosistema

El Eurosistema ha diseñado una serie de canales para la aportación de valores negociables de forma transfronteriza que se podrán utilizar en todas las «operaciones de crédito del Eurosistema», tanto en las operaciones de política monetaria¹⁶ como en las de crédito intradía¹⁷. Hasta mayo de 2014 el Eurosistema admitía solo los siguientes canales aún hoy vigentes:

— El Modelo de Corresponsalía entre Bancos Centrales,

— Los enlaces entre los SLV¹⁸ que hayan sido evaluados favorablemente conforme a un Marco de

evaluación de usuario del Eurosistema para estos SLV y enlaces (en adelante enlaces admisibles),

— A través de una cuenta de un BCN en un SLV situado en un país que no sea el del BCN en cuestión¹⁹. Este canal será autorizado caso por caso y de forma excepcional por el Eurosistema. Además, este canal se puede combinar con el modelo de enlaces entre los SLV.

En 2014 el Eurosistema introdujo dos mejoras que han hecho más eficiente la aportación de activos de forma transfronteriza, y que son las siguientes:

- La eliminación del requerimiento de la repatriación en el MCBC, lo cual ha permitido la utilización de un nuevo canal de movilización conocido como MCBC con enlaces.

- Los servicios tripartitos transfronterizos para la gestión de los activos de garantía (*cross-border triparty services*).

En todos estos canales de movilización transfronteriza para los activos negociables participan en mayor o menor medida los Bancos centrales y los SLV. Su papel y grado de participación serán distintos en los distintos canales. En cualquier caso el Eurosistema siempre actuará en este contexto como usuario de los SLV y tomador de las garantías, y las entidades de contrapartida como proveedores de los activos de garantía y transferirán los activos negociables admisibles al Banco central a través de las cuentas de valores de un SLV admisible²⁰. Los SLV o los enlaces entre los SLV para ser admisibles tendrán que haber sido valorados positivamente conforme al «Marco de Evaluación de Usuario del Eurosistema» para estos SLV y enlaces (Eurosystem's User Assessment Framework, UAF)²¹. Esto permitirá asegurar un campo de juego

¹⁶ Si bien pueden utilizarse estos canales para las operaciones convencionales y no convencionales de política monetaria (incluyendo las LTRO y las TLTRO), no obstante existen ciertas particularidades respecto al «Programa de Compra de Activos». Cada programa determina los tipos de activos que serían elegibles bajo el mismo, pero no detalla los canales a través de los cuales podrían liquidarse dichas compras, pudiendo utilizarse unos mecanismos/canales distintos de los que se han citado en este documento como admisibles para las operaciones de crédito del Eurosistema, y pudiendo estar incluso más cerca de los utilizados para la liquidación de las operaciones de la gestión de cartera de los BCN del Eurosistema.

¹⁷ Un caso particular de operación de crédito intradía fuera del ámbito de este artículo es el de la autocolateralización en T2S (TARGET2-Securities). La autocolateralización en T2S se inicia cuando el comprador de valores no tiene suficientes fondos para liquidar dicha operación en la plataforma T2S. Se concede automáticamente y no genera liquidez sobrante. Hay dos tipos de autocolateralización: autocolateralización de Banco central en caso de que el crédito sea aportado por el Banco central, y autocolateralización de clientes en caso de que el proveedor del crédito sea un banco de pagos. Cuando los valores que sirvan de garantía en la autocolateralización en T2S sean aportados de forma transfronteriza solo podrá usarse el modelo de enlaces y no el MCBC ni ningún otro canal de movilización. Ver Deutsche Bundesbank (2013). «T2S auto-collateralisation», 19 noviembre, p. 42.

¹⁸ Un SLV, según el «Reglamento (UE) N° 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 23 de julio de 2014 sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los Depositarios Centrales de Valores», es un sistema cuya actividad consiste en ejecutar órdenes de transferencia tanto libre de pago como contra pago. Un Depositario Central de Valores (DCV) es una persona jurídica que gestiona un sistema de liquidación de valores y que presta al menos otro de los servicios básicos enumerados en el anexo 1, sección A del citado Reglamento. Esto es, el registro inicial de los valores en un sistema de anotaciones en cuenta (servicio de notaría) o la provisión y mantenimiento de cuentas de valores en el nivel superior de tenencia (servicio central de mantenimiento).

¹⁹ Ver art. 148.3 de la Documentación General y <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/coll/html/index.en.html>

²⁰ Art 148.6 de la Documentación General: las entidades de contrapartida que no tengan una cuenta de custodia en un BCN, ni una cuenta de valores en un SLV que haya sido evaluado favorablemente con arreglo al Marco de Evaluación de Usuario del Eurosistema podrán liquidar las operaciones a través de la cuenta de liquidación de valores o de la cuenta de custodia de una entidad de crédito corresponsal.

²¹ A diciembre de 2017 este marco se encuentra recogido en: ECB (2014). «Framework for the assessment of Securities Settlement Systems and links to determine their eligibility for use in Eurosystem Credit Operations», enero 2014.

equitativo para los SLV que operan con el Eurosistema y evitará que los Bancos centrales asuman riesgos inapropiados al tratar con estas infraestructuras. Los agentes tripartitos que operan con el Eurosistema también deben ser positivamente evaluados conforme a unos estándares determinados aplicables, tanto si operan de forma doméstica como transfronteriza²². Como resultado de dicha evaluación el Eurosistema puede emitir una serie de recomendaciones a los SLV y/o a sus enlaces o los agentes tripartitos. El Eurosistema revisa regularmente dichas evaluaciones y controla la implementación de las citadas recomendaciones.

A continuación se analizarán detalladamente cada uno de los canales de movilización transfronteriza admitidos por el Eurosistema, señalando cuál es el papel del Banco central y de los SLV en cada uno de ellos. Además se diferenciarán aspectos tan relevantes como: *i)* desde qué fecha es admitido cada canal de movilización, *ii)* si se trata de canales resultantes de la iniciativa del sector privado o canales específicamente contruidos por el Eurosistema para cubrir esta necesidad concreta, *iii)* si el canal es aceptado de forma general o solo en ciertos casos específicamente autorizados por el Consejo de Gobierno del BCE, o *iv)* si el canal es el resultado de la combinación de otros canales admisibles.

El Modelo de Corresponsalía entre Bancos Centrales

El Modelo de Corresponsalía entre Bancos Centrales, MCBC (o más conocido por sus siglas en inglés Correspondent Central Banking Model, CCBM) fue establecido por el Eurosistema en 1999 al comienzo de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria, para asegurar que todos los activos negociables y no negociables elegibles para las

operaciones de crédito del Eurosistema pudieran ser aportados por todas las entidades de contrapartida con independencia de dónde estuvieran situados los activos o dichas contrapartidas. El Eurosistema tuvo que implantar este modelo ante la incapacidad de las infraestructuras privadas del mercado de cubrir de forma completa esta necesidad. Se señalaba, no obstante, que el MCBC se establecía con carácter provisional a la espera de ser sustituido por alguna iniciativa del mercado²³. Actualmente, si bien los enlaces entre los SLV del EEE representan un canal alternativo al MCBC expresamente admitido por el Consejo de Gobierno del BCE, la red de enlaces elegibles actualmente no es tan amplia como para cubrir todas las posibles conexiones entre los países de la eurozona y así desplazar al MCBC. De hecho, y como veremos más adelante, el MCBC ha sido y sigue siendo 18 años después el canal transfronterizo más ampliamente utilizado por las entidades de contrapartida del Eurosistema. Además, hay que señalar que este modelo MCBC también está disponible para las contrapartidas de los BCN de Dinamarca, Suecia e Inglaterra gracias a la firma de un acuerdo específico con aquellos Bancos centrales.

El funcionamiento del MCBC ha sido básicamente el siguiente: conforme al principio de descentralización de acceso al crédito, toda entidad solicitará el crédito a su respectivo BCN; en el MCBC este BCN actuará como Banco Central Prestamista (BCP); la entidad le entregará como garantía valores negociables emitidos o depositados/liquidados en un SLV admisible de otro país del área euro, actuando el Banco central de aquel país como Banco Central

²²ECB (2017). «Eurosystem standards for the use of triparty agents in Eurosystem credit operations». https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.eurosystem_standards_use_TPAs.pdf

²³El Eurosistema distingue como activos no negociables entre: a) créditos (*credit claims*), b) instrumentos de renta fija con garantía hipotecaria emitidos al por menor (*retail mortgage-backed debt instruments - RMBDs*) y c) instrumentos de deuda respaldados por créditos elegibles (*debt instruments backed by eligible credit claims - DECCs*). Para la movilización transfronteriza de los dos primeros activos no negociables se han establecido unos procedimientos específicos en el MCBC. Respecto a la movilización transfronteriza de los DECC se seguirán procedimientos similares a los de los activos negociables y solo podrá mobilizarse vía el MCBC estándar.

RECUADRO 1

FUNCIONAMIENTO DEL MCBC ESTÁNDAR

Supongamos que una entidad de crédito española desea obtener crédito del Banco de España (Banco Central Prestamista) aportando activos negociables emitidos y mantenidos por el SLV italiano (Monte Titoli).

Paso 1 - La entidad de contrapartida española contacta con el Banco de España (BCP) para pedirle financiación, comunicándole que intenta usar el MCBC para movilizar los activos negociables que mantiene en Italia.

Paso 2 - Sobre la base de la información aportada por la contrapartida, el Banco de España envía un mensaje a Banca d'Italia pidiéndole que reciba en su nombre valores italianos de la entidad de contrapartida. Al mismo tiempo, la contrapartida da instrucciones para que sus activos negociables sean transferidos a una cuenta gestionada por Banca d'Italia en Monte Titoli (también puede instruir a su custodio en Italia para que lo haga si la contrapartidas no tienen cuenta directa allí). En este ejemplo, por lo tanto, Banca d'Italia actúa como BCC para el Banco de España, que es el BCP.

Paso 3 - Una vez que Banca d'Italia haya recibido el mensaje del Banco de España, tomará todas las acciones necesarias para asegurar que los activos negociables lleguen a su cuenta en Monte Titoli (p.ej. case). Mientras, la contrapartida (o su custodio) entrega los activos negociables italianos a la cuenta de Banca d'Italia, de acuerdo a los procedimientos de entrega de Monte Titoli.

Paso 4 - Si la liquidación se efectúa con éxito, Monte Titoli envía un mensaje de confirmación a Banca d'Italia.

Paso 5 - Después, Banca d'Italia envía una notificación del recibo al Banco de España. Banca d'Italia mantiene los valores por cuenta del Banco de España, actuando así como su custodio o corresponsal.

Paso 6 - Habiendo recibido la notificación del recibo, el Banco de España concede el crédito a la entidad de contrapartida española.

FUENTE: ECB (2017). *Correspondent Central Banking Model: Procedures for Eurosystem Counterparties*, enero.

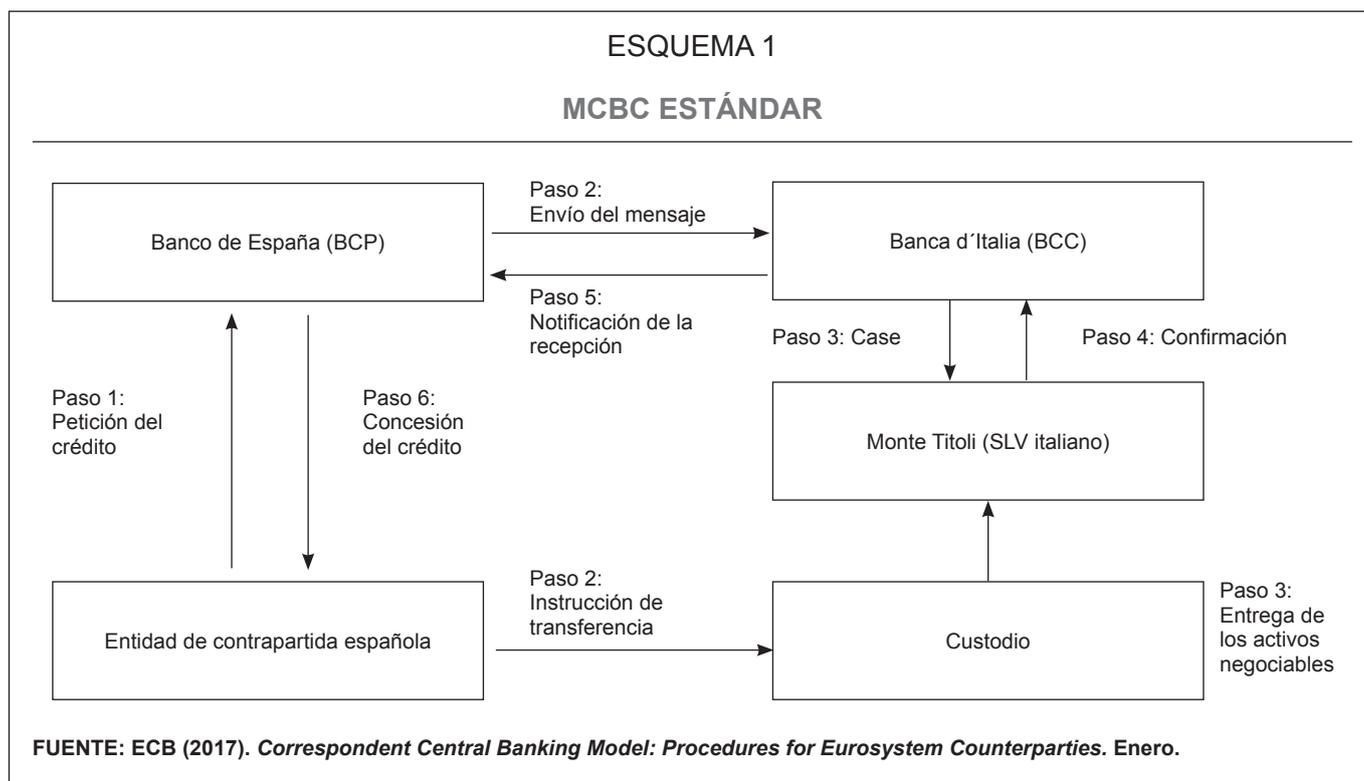
Corresponsal (BCC); el BCC mantendrá dichos valores por cuenta del BCP. Hasta mayo de 2014 el BCC era siempre el Banco central del país del SLV donde se emitían los valores y así cada uno de estos valores tenía un solo BCC²⁴. Con la eliminación del requerimiento de la repatriación se abrieron nuevas opciones que veremos más adelante. Este modelo tal cual se describe en este apartado, hoy se conoce como MCBC estándar (Recuadro 1 y Esquema 1).

Por tanto, como se aprecia en el Esquema 1, en el MCBC la relación transfronteriza se da entre los dos BCN (Banco de España y Banca d'Italia), mientras

que la liquidación de la operación con valores se lleva a cabo en un único SLV (Monte Titoli). En este modelo será una condición necesaria que el SLV sea admisible para el Eurosistema (esto es, que haya sido evaluado positivamente conforme al Marco de Evaluación de Usuario del Eurosistema y que este SLV esté publicado en la lista de SLV admisibles del BCE. A fecha de 6 de febrero de 2017 el BCE ha publicado una lista con 21 SLV admisibles.

A la hora de utilizar el MCBC, debe tenerse en cuenta que las prácticas de mercado varían entre países. Como ya sabemos, las contrapartidas del Eurosistema podrán utilizar diversas técnicas de «colateralización» para los activos negociables (repo y prenda) y distintos métodos de tenencia de los activos de garantía (sistema de fondo común o *pooling* y sistema de

²⁴ Sin embargo, para activos internacionales emitidos simultáneamente en Euroclear Bank y Clearstream Banking Luxembourg (CBL), el BC de Bélgica actúa como BCC para las tenencias en Euroclear Bank y el Banco central de Luxemburgo actúa como BCC para las tenencias en CBL.



identificación individual o *earmarking*). En el MCBC, en el caso de que el BCC ofreciera varias técnicas, se aplicará la que elija el BCP, teniendo en cuenta las preferencias del BCC. La responsabilidad de la elección del método de mantenimiento de los activos de garantía corresponde exclusivamente al BCP.

El uso de este MCBC no es gratuito para las entidades de contrapartida, y de hecho estas deberán abonar una comisión armonizada en la eurozona²⁵. Con el fin de asegurar que el MCBC funcionara de forma puntual y eficiente, el Consejo de Gobierno del BCE decidió que desde enero de 2014 el BCP y el BCC deberían llevar a cabo sus procesamientos internos

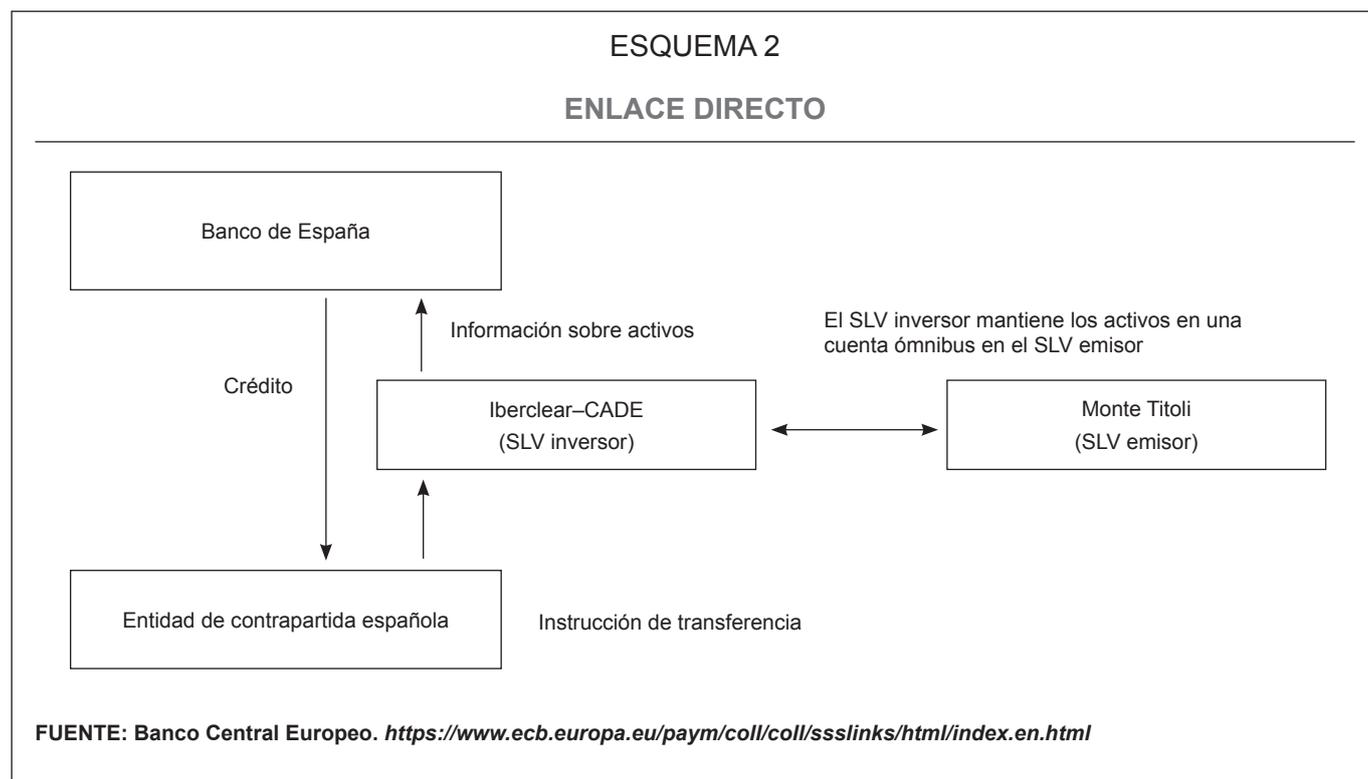
²⁵La comisión armonizada a nivel del Eurosistema para el MCBC es de 30 euros por cada entrega de activos a su BCP y una comisión por servicio del 0,0069 por 100 anual sobre el valor nominal de los activos mantenidos cada mes, en concepto de gastos de custodia y administración. El BCP podrá también cargar una comisión local. Estas comisiones son cargadas por el BCP mensualmente y son utilizadas para cubrir los costes del BCC.

en este modelo como mucho en 30 minutos. Además, los bancos custodios involucrados en este modelo han asumido unas buenas prácticas (*best practices*) con el fin de hacer más eficiente la movilización a través del MCBC. El Banco de España actúa como BCC y como BCP en el MCBC estándar.

Los enlaces entre sistemas de liquidación de valores

El Eurosistema admite los enlaces entre SLV del EEE como canal de movilización para los activos negociables²⁶, siempre que los SLV implicados y los propios enlaces sean admisibles (esto es, que hayan sido positivamente evaluados conforme al Marco de

²⁶ Los créditos y RMBD que son activos no negociables se movilizarán de conformidad con unos procedimientos específicos del MCBC, ya que no pueden transferirse a través de los enlaces entre los SLV.



Evaluación de Usuario del Eurosistema para los SLV y los enlaces) y que estén en la lista de SLV o de enlaces admisibles que publica el BCE. Los enlaces entre los SLV consisten en un conjunto de acuerdos técnicos y legales para la transferencia de los activos negociables entre estos SLV mediante un proceso de anotación en cuenta.

Hay dos tipos de enlaces admisibles para las operaciones de crédito del Eurosistema.

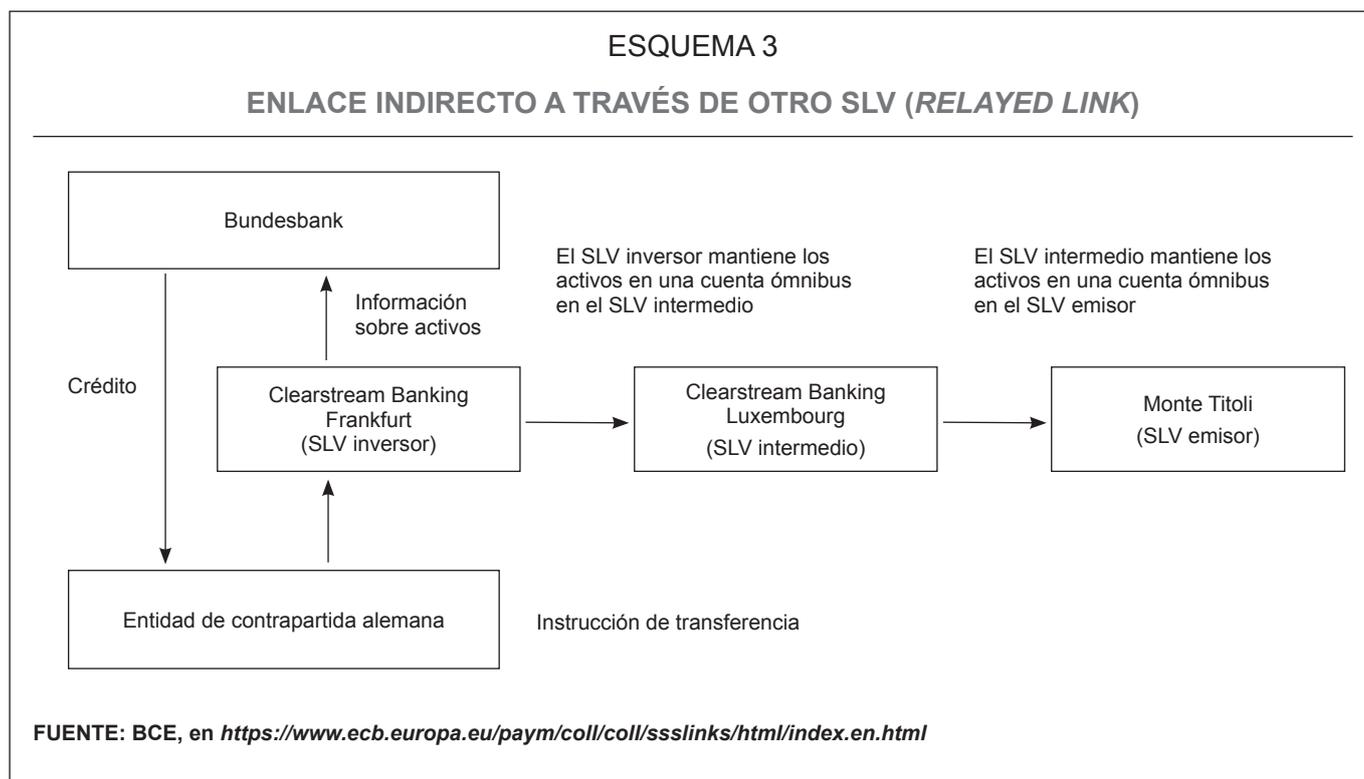
- Los enlaces directos (Esquema 2): son enlaces entre dos SLV admisibles sin implicar a un intermediario (*direct links*)²⁷. El enlace directo implica un

acuerdo entre dos SLV operados por un DCV o un DCVI que conlleva la apertura de una cuenta ómnibus por el DCVI del SLV inversor en otro DCVI que opera el SLV emisor²⁸, para facilitar la transferencia de valores emitidos en el DCVI que opera el SLV emisor desde los participantes en el SLV emisor a los participantes en el SLV inversor. El SLV emisor es el SLV operado por un DCV donde los valores son emitidos o inmovilizados.

El enlace directo entre dos SLV es unilateral cuando es usado únicamente para la transferencia de valores de un SLV a otro y nunca en sentido contrario. Y será bilateral cuando la transferencia de valores puede realizarse desde cualquiera de los sistemas hacia el otro, pudiendo movilizarse los valores en ambos sentidos. En algunos casos, el enlace directo puede ser

²⁷ ECB (2014). «Framework for the assessment of SSSs and links to determine their eligibility for use in Eurosystem credit operations», enero 2014, p. 17: «un Depositario Central de Valores Internacional (DCVI) es un DCV que fue originalmente establecido para liquidar operaciones con eurobonos y que ahora es activo también en la liquidación de valores negociados internacionalmente por varios mercados domésticos en distintas monedas. Actualmente, hay dos DCVI localizados en la UE: Clearstream Banking Luxembourg en Luxemburgo y Euroclear Bank en Bélgica.

²⁸El SLV inversor recibe la transferencia de los valores del SLV emisor y es el SLV donde los valores son mantenidos, dado que existe un enlace elegible entre el SLV emisor y el SLV inversor.



operado, lo que significa que una tercera parte, generalmente un banco custodio, opera la cuenta en el DCV del SLV emisor por cuenta del DCV del SLV inversor²⁹. El Eurosistema admite los enlaces directos evaluados positivamente como canal de movilización desde 1999.

- Los enlaces indirectos a través de otro SLV actuando como intermediario (*relayed links*) (Esquema 3) son acuerdos contractuales y técnicos que permiten a dos SLV que no están directamente conectados (uno actuando como SLV emisor y otro como SLV inversor) mantener y movilizar valores entre sí a través de al menos un tercer SLV que actúa como intermediario (intermedio). Estos enlaces elegibles son admitidos para las operaciones de crédito

²⁹En adelante y a efectos de simplificar, hablaremos simplemente de SLV emisor y SLV inversor, sin hacer referencia a que serían operados por DCV (que serían los que realmente abrirían las cuentas y mantendrían los valores en custodia).

del Eurosistema desde el año 2005. El Eurosistema solo admite aquellos enlaces indirectos en los que el intermediario sea un SLV. Si el intermediario es un banco custodio estos se llamarán enlaces indirectos (*indirect links*) y no son admisibles por el Eurosistema para sus operaciones de crédito. Los enlaces *relayed* involucran pues, al menos, a tres SLV admisibles: el SLV inversor, SLV emisor y SLV intermediario. Con la excepción de los enlaces en TARGET2-Securities (T2S), la longitud de los enlaces *relayed* está limitada a dos enlaces directos, estando implicados como máximo tres SLV admisibles.

Recordemos que T2S es uno de los mayores proyectos de infraestructura del Eurosistema que proporciona una plataforma única paneuropea, facilitando la liquidación centralizada en dinero del Banco central de las operaciones de valores en euros o en otras monedas. En T2S podemos distinguir los enlaces internos (*T2S internal links or in-in links*) y enlaces internos/

externos (*in-out links*). Un enlace interno en T2S es un acuerdo donde todos los SLV involucrados en el enlace participan en T2S. La longitud de los enlaces internos en T2S no está limitada a nivel técnico a tres SLV para su uso en las operaciones de crédito del Eurosistema sino que se podrían admitir largas cadenas de enlaces. Un T2S *in-out link* es un acuerdo donde al menos uno de los SLV involucrados en el enlace participa en T2S y al menos uno (pero no más de dos) de los SLV involucrados en el enlace no participa en T2S. Los enlaces *in-out en T2S* para ser elegibles para las operaciones de crédito del Eurosistema pueden estar compuestos de hasta un máximo de dos SLV no participando en T2S, además de varios SLV participando en T2S³⁰.

Mientras el MCBC solo puede utilizarse en operaciones de crédito con el Eurosistema, los enlaces admisibles son una iniciativa privada y podrán utilizarse también en otras operaciones con valores privados fuera del contexto del Eurosistema.

Otro aspecto importante a señalar es que el Eurosistema permite que los enlaces admisibles sean entre SLV del EEE y no solo de la eurozona. No obstante, dado el requerimiento de la Documentación General de Política Monetaria de que los valores se liquiden en la eurozona, un SLV del EEE de fuera de la eurozona nunca podrá actuar como SLV inversor en un enlace admisible por el Eurosistema, sino únicamente como SLV emisor o como SLV intermediario³¹. Los SLV del EEE de fuera del euro para poder utilizarse en operaciones de crédito del Eurosistema también deben ser evaluados positivamente conforme

al Marco de Evaluación de Usuario del Eurosistema antes citado, y también los enlaces en los que dichos SLV participan.

El BCE publica en su dirección en Internet la lista actualizada de los enlaces admisibles directos e «indirectos a través de un SLV». A fecha de 9 de octubre de 2017 había 64 enlaces directos admisibles por el Eurosistema³². De ellos 13 son operados y hay tres enlaces directos entre SLV de la eurozona con SLV del EEE de fuera de la eurozona, actuando estos últimos como SLV emisor³³. Además, a esta fecha el SLV español Iberclear-ARCO actuando como SLV inversor tiene cinco enlaces elegibles con otros SLV de la eurozona actuando como SLV emisor (en concreto con los SLV de Italia, Alemania, Francia, Holanda y Austria). De ellos tres son bilaterales (con los SLV de Italia, Alemania y Francia) y los otros dos son unilaterales (con los SLV de Holanda y Austria)³⁴. A fecha de 9 de octubre de 2017 hay 18 enlaces *relayed* admisibles por el Eurosistema implicando únicamente cuatro SLV admisibles actuando como SLV inversor. En dos de ellos participa un SLV del EEE de fuera de la eurozona (en uno como SLV emisor y en otro como SLV intermedio)³⁵. España a esa fecha no cuenta con ningún enlace

³² <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/coll/ssslinks/html/index.en.html>. Datos obtenidos a 3 de diciembre de 2017.

³³ «VP Securities A/S» es actualmente el único SLV del EEE de fuera del euro que ha sido evaluado como admisible por el Eurosistema. Es el SLV de Dinamarca. Hay tres enlaces directos admisibles con «VP Securities», que son los siguientes: i) Euroclear Bank con VP Securities A/S, ii) Clearstream Banking Frankfurt con VP Securities A/S, y iii) Clearstream Banking Luxembourg con VP Securities A/S. Actuando VP Securities A/S en todos ellos como SLV emisor.

³⁴ En los enlaces bilaterales Iberclear-ARCO actuará como SLV emisor o como SLV inversor. Permitiendo tanto la salida de valores registrados en Iberclear-ARCO hacia el SLV extranjero como la entrada de los valores extranjeros registrados en el SLV extranjero hacia Iberclear-ARCO. En los enlaces unilaterales Iberclear-ARCO solo actuará como SLV-inversor, produciéndose la entrada de los valores registrados en el SLV extranjero hacia Iberclear-ARCO.

³⁵ En particular, los enlaces admisibles *relayed* con participación de SLV del EEE de fuera del euro son los dos siguientes a fecha de abril de 2017: i) Euroclear Bank-VP Securities A/S Dinamarca-VP Luxemburgo y ii) Clearstream Banking Frankfurt AG Creation- Clearstream Banking SA-VP Securities A/S Dinamarca. En el primero, VP Securities A/S Dinamarca actúa como SLV intermedio y en el otro como SLV emisor.

³⁰ ECB (2014). «Framework for the assessment of securities settlement systems and links to determine their eligibility for use in Eurosystem credit operations», enero 2014, pp. 17-18.

³¹ Según el nuevo Marco de Evaluación de Usuario del Eurosistema, antes de la evaluación de un enlace que involucre a SLV del EEE de fuera del euro hay que hacer previamente un análisis costes-beneficios (*business case analysis*) y que este resulte positivo (teniéndose en cuenta, por ejemplo, los valores emitidos en aquel SLV en euros que serían potencialmente elegibles conforme a los criterios del Eurosistema, el número de entidades de contrapartida del Eurosistema que tendrían esos valores allí depositados y la cantidad de tales tenencias).

elegible indirecto a través de un SLV (esto es, no cuenta con ningún *relayed link*)³⁶.

De cara al futuro es cierto que T2S facilitará y hará más eficiente el uso de los enlaces entre los SLV como canal de movilización e incitará la firma de nuevos acuerdos de enlace en la eurozona, pudiendo reducir la utilización del MCBC. No obstante, en la actualidad podemos afirmar tres cosas:

— Hoy por hoy la red de enlaces admisibles no es lo suficientemente amplia como para conectar entre sí a todos los países de la eurozona ni para conseguir desplazar al MCBC como principal canal de movilización del Eurosistema. Por tanto, la persistencia del MCBC (o al menos de una solución aportada por el Eurosistema) por el momento se hace imprescindible.

— La apertura de enlaces no solo depende de la facilidad que T2S aporte a nivel técnico sino que obedece también a otros factores extrínsecos (como la demanda del mercado de ese nuevo enlace y a otras razones estratégicas de los propios SLV).

— Y finalmente, la apertura de un enlace no es garantía de su utilización en las operaciones de crédito del Eurosistema. Aun abriéndose un nuevo enlace admisible puede ser que las entidades prefieran no utilizar este canal con su BCN (o utilizarlo en menor medida que otro canal admisible).

No obstante, como veremos, las iniciativas señaladas en el apartado 7 de este artículo pueden suponer un importante cambio en la situación actual.

El Modelo de Corresponsalía entre Bancos Centrales con enlaces

Desde el establecimiento del MCBC en 1999 hasta 2014 el requerimiento de la repatriación había sido un rasgo intrínseco a este canal de movilización.

Este requerimiento de la repatriación implicaba que para aportar valores a través del MCBC, estos tenían que

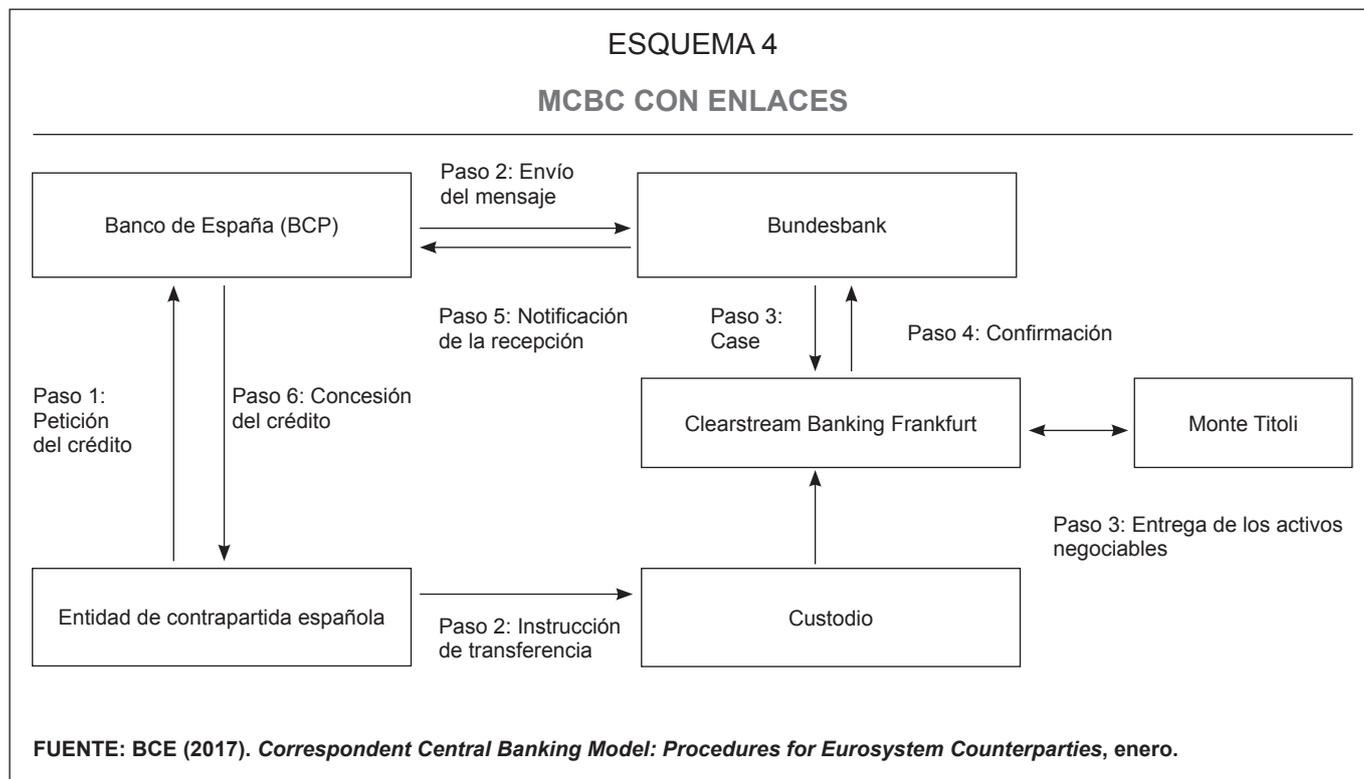
estar depositados en el SLV donde se emitieron (SLV emisor) y si estaban depositados en un SLV inversor deberían ser «repatriados» al SLV emisor para poder ser aportados desde allí a través del MCBC. De este modo se evitaban complicaciones legales y operativas³⁷. Sin embargo se observó que el mantenimiento de este requerimiento durante años estaba favoreciendo la fragmentación de las tenencias de activos de garantías de las entidades, pues tenían que mantener los valores de cada país en su respectivo SLV emisor para poder aportarlos al Eurosistema. Así que, atendiendo a una petición del mercado en mayo de 2014, el Eurosistema decidió eliminar el requerimiento de la repatriación, lo que ha permitido una serie de ventajas³⁸, entre las que destacan las siguientes:

- Reduce los costes de las entidades derivados de tener que repatriar los valores al SLV emisor y permite una mayor eficiencia operativa.
- Abre un nuevo canal para movilizar el colateral transfronterizo con el Eurosistema que es el conocido como «MCBC con enlaces» (Esquema 4), el cual estaba inoperativo hasta el momento. Además con la eliminación de este requerimiento, el BCC no será necesariamente el BCN del SLV emisor sino que cuando los valores se aporten a través del MCBC con enlaces, el BCC será el BCN del país donde se encuentra el SLV inversor.
- Reduce la fragmentación y facilita que las entidades puedan tener sus carteras de activos más centralizadas en el depósito central de valores que ellos decidan.
- Facilita el uso eficiente de los servicios tripartitos transfronterizos, que se comentarán más adelante.

³⁷ Por ejemplo, con el requerimiento de la repatriación, si una entidad de contrapartida española deseaba aportar como garantía al Banco de España a través del MCBC valores negociables emitidos en el SLV italiano, dichos valores deberían necesariamente estar depositados en el SLV italiano, actuando el Banco central de Italia como BCC. Si los valores italianos estaban depositados en el SLV alemán (Clearstream Banking Frankfurt) deberían ser repatriados previamente al SLV italiano para poder aportarse al Banco de España a través del MCBC. Lo que sería posible gracias a la existencia de un enlace entre el SLV italiano y el SLV alemán.

³⁸ BANCO DE ESPAÑA (2014). «La política de colateral del Eurosistema: cambios recientes», XXI reunión del Grupo Nacional de Usuarios de TARGET2-Securities, Madrid, 6 de febrero de 2014. http://www.bde.es/ffweb/bde/INF/MenuVertical/SistemasDePago/doc_trabajo/ficheros/es/GNU_06.02.2014_Políticas_Colateral.pdf

³⁶ <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/coll/ssslinks/html/index.en.html>. Datos obtenidos el 3 de diciembre de 2017.



- Aumenta el volumen de colateral elegible. La eliminación de este requerimiento implica entre otras cosas que se puedan aportar de forma efectiva al Eurosistema valores emitidos en países del EEE de fuera del euro (lo que hasta ese momento no era posible en la práctica). Esto era debido a que el requerimiento de la repatriación impedía el cumplimiento simultáneo de dos condiciones exigidas en la Documentación General: *i*) que el lugar de la liquidación de los activos de garantía sea el área euro, y *ii*) que los activos de garantía sean igualmente disponibles a todas las contrapartidas del Eurosistema.

— En concreto, la primera condición (liquidación en la eurozona) no se cumplía, ya que con el requerimiento de la repatriación los valores tenían que estar localizados o ser repatriados al SLV emisor del EEE de fuera del euro para ser aportados desde allí a través del MCBC. En tal caso, la liquidación de la operación no se produciría en el área euro como exigía la Documentación General (sino en ese país del EEE

de fuera del euro). Por tanto estos valores no podían aportarse a través del MCBC, pues no se cumpliría ese requerimiento de la Documentación General.

— Respecto a la segunda condición (que los valores fueran igualmente accesibles a todas las contrapartidas de la eurozona): dado que con el requerimiento de la repatriación estos valores emitidos en países del EEE de fuera del euro no podían aportarse a través del MCBC, la única opción era movilizarlos por medio de enlaces. Pero estos SLV de fuera del euro no tienen enlaces con todos los SLV del área euro, por lo que los valores de esos países no eran igualmente accesibles para todas las contrapartidas de la eurozona.

Con la eliminación del requerimiento de la repatriación, estos activos de garantía del EEE de fuera del euro pueden aportarse por el MCBC con enlaces y, por tanto, pueden liquidarse en la eurozona y están igualmente disponibles para todas las contrapartidas del Eurosistema.

Desde el inicio del MCBC con enlaces en 2014 hasta junio de 2017 el Banco de España solo ha actuado como BCP en el modelo de MCBC con enlaces, actuando los Bancos centrales de Bélgica y Luxemburgo como BCC con el Banco de España.

Los servicios tripartitos para la gestión de las garantías del Eurosistema

Los servicios tripartitos en la gestión del colateral (*tri-party collateral management services*) consisten en que en el contexto de una operación contra garantías (relación principal)³⁹, el tomador (*collateral taker*) y/o el proveedor de esos activos de garantía (*collateral provider*) subcontratan ciertas funciones de gestión de las garantías a una tercera parte a cambio de una comisión. Esta tercera parte es el agente tripartito (TPA, *triparty agent*) y generalmente es un banco custodio, o bien un DCV nacional o internacional. Será en los acuerdos que firmen los clientes con el agente tripartito donde fijaran ciertos aspectos del servicio a recibir, como: el tipo de colateral aceptable, el *rating* aceptable, las fuentes de precios para valorarlo, los recortes aplicables, los límites de concentración y los vínculos estrechos aceptables, etc. Entre las funciones que pueden realizar estos agentes tripartitos por cuenta de sus clientes destacan las siguientes: la selección de los valores, la comprobación de la aceptabilidad de los valores, la valoración de los activos, la sustitución de los valores, el procesamiento de los eventos corporativos, etc. Estos servicios permiten optimizar el uso de las carteras de valores de los clientes cuando se utilizan como garantía de distintas operaciones de crédito y exposiciones (tales como repos, préstamos de valores, crédito de Banco central, préstamos asegurados, exposiciones derivadas de operaciones OTC, etc.)⁴⁰.

³⁹ Operaciones repo, operaciones de préstamo de valores, operaciones de crédito contra garantías, requerimientos de márgenes frente a una entidad de contrapartida central o bilaterales, etc.

⁴⁰ El informe del CPMI de 2014 titulado *Development in collateral management services* comenta los recientes desarrollos e innovaciones de los proveedores de estos servicios, las ventajas que implican, y los riesgos presentes y potenciales.

En el contexto de las operaciones de crédito del Eurosistema, las entidades de contrapartida actúan como proveedores de activos de garantía y los BCN del Eurosistema como tomadores de activos de garantía. Hasta 2014 solo algunos BCN aceptaban la intermediación de agentes tripartitos en la gestión de las garantías de sus operaciones de crédito domésticas. El hecho de que no fuera aceptado por todos los BCN suponía una importante limitación desde el punto de vista de la igualdad de condiciones para todas las contrapartidas del Eurosistema (*level playing field*). El Eurosistema, atendiendo a la demanda del mercado decidió aceptar los servicios tripartitos transfronterizos a partir del 29 de septiembre de 2014⁴¹, con sujeción a una serie de requisitos:

— El agente tripartito⁴² solo podrá ser un DCV o un DCVI declarado elegible para las operaciones de crédito del Eurosistema pero no un banco custodio. Además, no se admitirá cualquier agente tripartito de forma transfronteriza, sino solo aquellos evaluados positivamente por el Eurosistema y aprobados como admisibles para utilizarse en las operaciones de crédito del Eurosistema. Estos agentes tripartitos, actuando de forma doméstica o transfronteriza, se evaluarán conforme a unos estándares del Eurosistema. El objetivo de estos estándares es asegurar la eficiencia y seguridad de estos servicios en relación a las operaciones de crédito del Eurosistema.

— El resultado positivo de la evaluación permitirá que el agente tripartito sea considerado elegible para las operaciones de crédito del Eurosistema⁴³.

⁴¹ Este modelo viene recogido en el informe del CPSS de 2006 titulado «Cross-border collateral arrangements». El nombre del canal en el informe es: «Recourse to a collateral management system» (CMS).

⁴² «Agente tripartito» es un DCVI operando un SLV elegible que ha celebrado un contrato con un BCN por el que se obliga a prestar ciertos servicios de gestión de activos de garantía como agente de ese BCN.

⁴³ Según la DG, si un agente tripartito no cumple estos estándares de usuario, puede todavía ser usado en el contexto de las operaciones de crédito, posiblemente de forma limitada y solo bajo la condición de que se adopten medidas adecuadas contra los riesgos hasta que dichos estándares sean cumplidos al completo. El Eurosistema puede emitir recomendaciones al agente tripartito que le permitan conseguir un cumplimiento completo con los estándares de usuario. Para asegurar el continuo cumplimiento con estos estándares de usuario el Eurosistema regularmente lleva a cabo revisiones de evaluación y controla la implantación de sus recomendaciones por los agentes tripartitos.

— La prestación de estos servicios tripartitos transfronterizos se basará en el MCBC.

— El Eurosistema por el momento solo admite tres modelos para la prestación de estos servicios transfronterizos al Eurosistema. Las principales diferencias entre estos tres modelos se refieren a aspectos técnicos, tales como tipos de mensajes y procedimientos operativos.

— El agente tripartito solo podrá realizar unas determinadas funciones de gestión de garantías delegadas y por cuenta del Eurosistema. En concreto, los agentes tripartitos prestan los siguientes servicios por cuenta del Eurosistema: *i)* comprobación y verificación de la elegibilidad de los activos contra la lista de activos negociables publicada diariamente en la página web del BCE, *ii)* valoración diaria de los activos de garantía (basada en la información enviada por el BCN relevante al TPA), *iii)* comprobación de la admisibilidad de los canales de movilización, *iv)* comprobación de la existencia de vínculos estrechos en los activos de garantía aportados, y *v)* procesamiento de pagos relacionados con los eventos corporativos⁴⁴.

— Los BCN deberán facilitar su utilización siempre que exista demanda del mercado. Así, apoyarán, además de los servicios tripartitos domésticos (cuando el DCV ofrezca el servicio), uno más de los modelos tripartitos transfronterizos aceptables cuyos servicios sean demandados por las contrapartidas domésticas.

Actualmente el Eurosistema publica en su página web la lista de agentes tripartitos que pueden ser utilizados de forma transfronteriza por las entidades de contrapartida. A fecha de noviembre de 2017 son los siguientes: Clearstream Banking Frankfurt (Modelo 1), Clearstream Banking Luxembourg (Modelo 2), y Euroclear Bank Belgium, Euroclear France (Modelo 3).

También el Eurosistema publica la lista de los agentes tripartitos que están disponibles de forma doméstica en las operaciones de crédito. A diciembre de 2017 son los siguientes: Euroclear Bank (Bélgica), Euroclear France (Francia), Clearstream Banking Frankfurt

(Alemania), Monte Titoli (Italia), Clearstream Banking Luxembourg (Luxemburgo) e Iberclear (España)⁴⁵.

La aceptación de estos servicios por el Eurosistema permitirá una serie de ventajas, como:

— La accesibilidad de estos servicios a todas las contrapartidas del Eurosistema (*level playing field*),

— Mayor eficiencia en la gestión de los activos de garantía,

— La reducción del riesgo de «*liquidity constraints*» derivado de la escasez de activos de garantía, contribuyendo así a la estabilidad financiera.

No obstante, hay que señalar que actualmente las entidades de contrapartida que usan estos servicios tripartitos transfronterizos con el Eurosistema tendrán que pagar, además de las comisiones del agente tripartito, las comisiones del MCBC para estos servicios⁴⁶.

Finalmente señalar que en el caso de España, las entidades de contrapartida españolas en sus operaciones de crédito con el Banco de España podrán pues hacer uso a nivel doméstico del servicio tripartito de gestión de garantías de Iberclear y a nivel transfronterizo podrán utilizar el servicio tripartito desarrollado por el DCV alemán⁴⁷ (XEMAC), actuando el Bundesbank como BCC a través del MCBC.

Acceso directo o acceso remoto

Este canal es uno de los canales analizados en el informe del CPSS⁴⁸ y consiste en que un BCN, para

⁴⁵ En <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/coll/triparty/html/index.en.html>. Datos obtenidos el 3 de diciembre de 2017. En el caso de Iberclear, según datos obtenidos a 3 de diciembre de 2017, se señala que el servicio estará indisponible hasta nueva comunicación.

⁴⁶ A las entidades se les cobra una comisión por transacción de 30 euros por cada cambio procesado en la cantidad global (*global amount*) cuando el cambio sea iniciado por ellas. También se les carga una comisión de servicio de 50 euros mensuales por cada TPA utilizado.

⁴⁷ El DCV alemán es Clearstream Banking Frankfurt y en este caso actúa como agente tripartito. Ver Aplicación Técnica n° 1/2016, Servicio de Corresponsalia de Activos.

⁴⁸ Este comité es hoy conocido como el Comité de Pagos e Infraestructuras de Mercado, CPIM. Es un comité bajo los auspicios del BIS que apoya a los Bancos centrales y autoridades encargadas de estas cuestiones y emite recomendaciones y realiza análisis.

⁴⁴ ECB (2017). *Eurosystem standards for the use of triparty agents in Eurosystem credit operations*, septiembre, p. 1.

recibir los activos de garantía en sus operaciones de política monetaria y crédito intradía, utiliza una cuenta de valores abierta a su nombre en un SLV situado en otro país de la eurozona⁴⁹. Este acceso directo o remoto requiere que el Banco central tenga un gran conocimiento sobre el funcionamiento del SLV extranjero, lo que implica unos costes operativos para el Banco central.

Este canal del acceso remoto está prohibido en el caso del Eurosistema y, por tanto, no se permite como norma general a todos los BCN del Eurosistema, sino que tiene que ser autorizado excepcionalmente y caso por caso por el Consejo de Gobierno del BCE. La posible motivación para restringir el uso de este canal es que el Eurosistema mantenga una posición neutral frente los distintos DCVI de la eurozona, evitando la señalización negativa que podría dar al mercado el hecho de que los BCN usaran con predominancia su cuenta sobre un determinado DCVI frente a los demás (pudiendo distorsionar la competencia). Además, si en pro de la neutralidad todos los BCN tuvieran que tener cuenta en todos los DCVI, esto podría incrementar los costes⁵⁰.

La primera vez que se autorizó fue en 1999⁵¹. En concreto, en 1999 se autorizó al Banco Central de Holanda (De Nederlandsche Bank) a utilizar su cuenta en Euroclear Bank (el DCVI belga) para liquidar

operaciones garantizadas con eurobonos emitidos en aquel DCVI⁵². También en agosto del año 2000 se autorizó al Banco central de Irlanda a abrir una cuenta similar en el DCVI Euroclear Bank. Esta cuenta puede utilizarse para todos los activos admisibles que mantenga el BCN de Irlanda en Euroclear Bank⁵³, incluidos aquellos activos admisibles que se le transfieran a través de enlaces admisibles entre Euroclear Bank y otros SLV. Actualmente, no se ha publicado más información sobre qué otros BCN del Eurosistema podrían estar autorizados. El Banco de España no está autorizado para utilizar el acceso remoto a un SLV extranjero en las operaciones de crédito.

Señalar que esta restricción del acceso remoto para las operaciones de crédito no opera en las operaciones de gestión de cartera de los BCN del Eurosistema; dicho de otro modo, los Bancos centrales son libres de establecer una relación directa como miembros de un SLV para sus operaciones de gestión de reservas⁵⁴.

En conclusión, como puede observarse, el Eurosistema admite actualmente una amplia gama de canales de movilización, y todos ellos están entre los identificados en el informe del CPSS de 2006. Algunos de estos canales, como el MCBC estándar o los enlaces directos, son admisibles desde de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria. De forma continua el Eurosistema se ha ido esforzando por mejorar la movilización del colateral en sus operaciones de crédito, aceptando paulatinamente nuevos canales (como los *relayed links* en 2005 o los servicios

⁴⁹ Ver art. 148.3 y 148.4 de la DG y <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/coll/html/index.en.html>

⁵⁰ CPSS (2006). «Cross-border collateral arrangements», enero, p. 25. «Aunque en principio los Bancos centrales podrían tener acceso a varios SLV, hoy en la práctica solo existe *business case* para el acceso remoto a los dos DCVI: Euroclear Bank y Clearstream Banking Luxembourg, ya que estos son dos sistemas donde se centraliza una gran cantidad del colateral extranjero. El atractivo del acceso remoto a estos DCVI puede ser mayor si se combina con el modelo de enlaces entre SLV. Sin embargo, los Bancos centrales que opten por el acceso remoto quizás consideren en qué medida su elección puede enviar una señalización al mercado, desafiando el *level playing field*. Además, el acceso remoto requiere que el Banco central tenga un gran conocimiento sobre el funcionamiento del SLV extranjero, lo que implica unos costes operativos para el Banco central».

⁵¹ Speech by Tommaso Padoa-Schioppa, Member of the Executive Board of the European Central Bank, Sibos, Múnich, 13 de septiembre de 1999.

⁵² https://www.dnb.nl/en/payments/Securities-transactions-and-collateral-management/050_aanleverenenbewaren/index.jsp

⁵³ CPSS (2006). «Cross-border collateral arrangements», enero, pp. 25-26. «Esto fue debido a que el SLV nacional irlandés cesó sus operaciones hace algún tiempo. De hecho, para este caso el Eurosistema habla de un *access abroad* más que de un *remote access*. De forma similar, con la adquisición de algunos SLV nacionales por Euroclear, se hicieron algunas excepciones para los Bancos centrales que usaban estos SLV nacionales para sus operaciones de garantía, concediendo virtualmente una forma de *grandfathering* o exención por derechos adquiridos para no perjudicar las relaciones comerciales desarrolladas tradicionalmente».

⁵⁴ CPSS (2006). «Cross-border collateral arrangements», enero, pp. 25-26, nota a pie de página n° 23.

CUADRO 2

TOTAL ACTIVOS DE GARANTÍA APORTADOS AL EUROSISTEMA DE FORMA DOMÉSTICA Y TRANSFRONTERIZA, 2017

Activos de garantía	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiembre	Porcentajes septiembre
Doméstico	1.285,4	1.272,7	1.261,6	1.258,2	1.262,0	1.237,5	74
Transfronterizo	457,6	454,0	453,3	439,8	434,1	422,6	26
Total	1.743,0	1.726,7	1.714,9	1.698,0	1.696,1	1.660,1	100

FUENTE: BCE. Datos en miles de millones de euros, valor después de recortes. https://www.ecb.europa.eu/stats/payment_statistics/cross-border_collateral/html/coll1.en.html. Datos obtenidos a 4 de diciembre de 2017.

tripartitos en 2014) y combinaciones de ellos (CCBM con enlaces en 2014).

Los objetivos del Eurosistema al introducir estas mejoras han sido potenciar la seguridad y eficiencia en la movilización de los activos de garantía, pero siempre sujeto a dos limitaciones: *i)* no interferir con las posibles iniciativas privadas (como muestra el hecho de que el MCBC se creó con carácter provisional a la espera de ser superado por alguna iniciativa privada del mercado, lo que aún no ha sucedido); y *ii)* ser neutral respecto a la competencia entre las infraestructuras de liquidación (como muestra el hecho de que el acceso remoto solo se admita con carácter excepcional).

6. Datos relativos a la movilización de activos de garantía de forma transfronteriza

Cada entidad de contrapartida que desee movilizar activos de garantía de forma transfronteriza elegirá para cada operación de crédito con su BCN el canal o los canales que desea utilizar, atendiendo a razones estratégicas o de eficiencia y costes. Además, hay que tener en cuenta que no todos los canales mencionados admisibles por el Eurosistema están disponibles en todos los países de la eurozona. El único canal disponible por igual en todos los países de la eurozona es

el MCBC. Así, por ejemplo, en España las entidades de contrapartida españolas que van a pedir financiación al Banco de España pueden usar los siguientes canales transfronterizos para la movilización de sus activos de garantía: el MCBC, el MCBC con enlaces, el MCBC con servicios tripartitos pero solo mediante el Modelo 1 con Clearstream Banking Frankfurt y cinco enlaces directos elegibles del SLV español (Iberclear-ARCO) con otros SLV elegibles de la eurozona. No pueden utilizar, por no estar disponibles, los *relayed links*, ni el de acceso directo, ni tampoco el MCBC con servicios tripartitos que no sea mediante el Modelo 1 (esto es, con otro agente tripartito que no sea el DCV alemán Clearstream Banking Frankfurt).

Los activos de garantía aportados de forma transfronteriza tienen un peso importante en el Eurosistema, de forma que en las operaciones de crédito del Eurosistema a fecha de septiembre de 2017, el 26 por 100 de los activos de garantía entregados al Eurosistema se aportaron de forma transfronteriza (y el 74 por 100 de forma doméstica). Estos porcentajes se han venido manteniendo estables a lo largo de 2016 y 2017 (Cuadro 2).

Como puede observarse, el uso del colateral doméstico y transfronterizo está disminuyendo. Actualmente no existe información pública desagregada sobre

CUADRO 3

DATOS DE LOS CANALES DE MOVILIZACIÓN TRANSFRONTERIZA, 2017

Canales de movilización transfronteriza	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiembre	Porcentajes septiembre
MCBC	218,3	217,7	217,6	212,0	209,4	207,2	49
MCBC con enlaces	42,7	41,6	42,9	41,2	46,9	45,1	11
Enlaces directos	116,7	120,8	122,1	118,0	109,6	106,3	25
Enlaces <i>relayed</i>	42,3	34,4	33,9	32,0	31,9	30,0	7
Otros (acceso directo)	37,6	39,5	36,8	36,5	36,3	34,0	8
Total transfronterizo	457,6	454,0	453,3	439,8	434,1	422,6	100

FUENTE: BCE. Datos en miles de millones de euros, valor después de recortes. Obtenidos a 4 de diciembre de 2017. https://www.ecb.europa.eu/stats/payment_statistics/cross-border_collateral/html/coll1.en.html.

cuáles serían estos datos y porcentajes en los distintos Bancos centrales de la eurozona.

En el Cuadro 3 podemos observar cuáles fueron los canales más utilizados por el Eurosistema para la movilización de los activos de garantía de forma transfronteriza a fecha de septiembre de 2017 y en los meses anteriores.

Se puede concluir que de todos los activos de garantía aportados al Eurosistema de forma transfronteriza el canal más utilizado fue el MCBC, a través del cual se movilizaron en septiembre de 2017 el 60 por 100 de los activos de garantía aportados de forma transfronteriza. En concreto, el 49 por 100 a través del MCBC estándar y el 11 por 100 a través del MCBC con enlaces. No existen datos publicados sobre la utilización del MCBC con servicios tripartitos, que están englobados dentro de estos datos y cuyo uso es en la actualidad bastante limitado. El siguiente canal más utilizado sería los enlaces directos (25 por 100), seguido de los *relayed links* (7 por 100) y finalmente el acceso directo (8 por 100). Como hemos señalado, el acceso directo solo es utilizado en algunos países, representando para aquellos países un porcentaje muy elevado de los activos de garantía aportados. Respecto a la

evolución a lo largo de estos meses vemos que el uso del MCBC estándar va disminuyendo mientras que aumenta el uso del MCBC con enlaces. También ha ido disminuyendo el uso del modelo de enlaces.

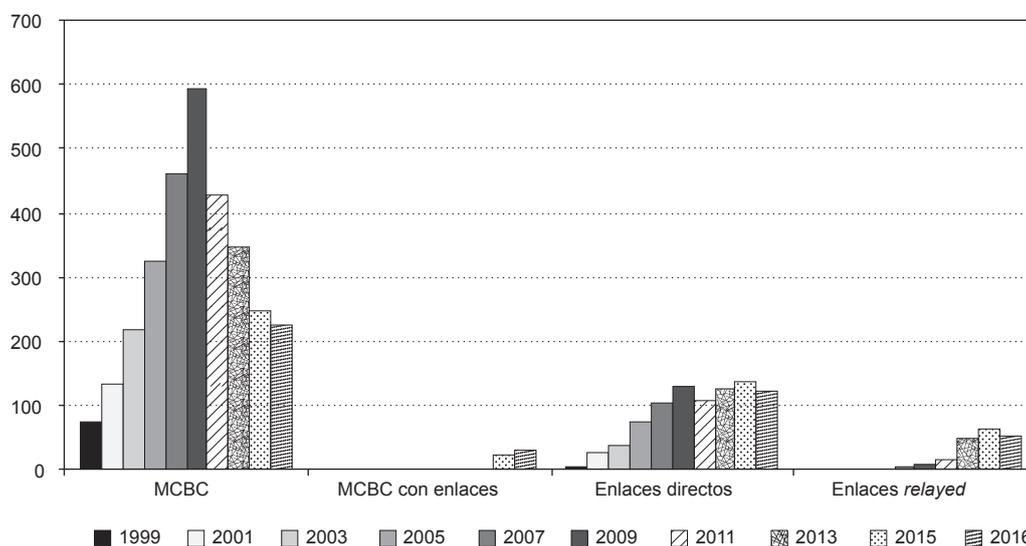
Aunque tal como puede observarse en el Gráfico 1 el MCBC ha ido disminuyendo su utilización desde 2009, aún sigue siendo el canal de movilización transfronteriza más utilizado en las operaciones de crédito del Eurosistema. El uso de los enlaces ha ido en aumento de forma progresiva a lo largo del período de referencia aunque todavía alcanzando unos valores notablemente inferiores a los del MCBC.

Conforme a los datos publicados por el BCE, y como se observa en el Gráfico 2, considerando el volumen total de los activos de garantía movilizadas de forma transfronteriza con el Eurosistema a fecha de septiembre de 2017, observamos que el BCN que utiliza el mayor volumen de activos movilizadas de forma transfronteriza por los distintos canales es el BCN alemán (42 por 100), seguido de los BCN de Francia (18 por 100), Italia (9 por 100) y Holanda (7 por 100). Siendo este porcentaje en el caso del Banco de España del 4 por 100.

Conforme a lo señalado en el Gráfico 3 a septiembre de 2017, los activos de garantía que más se han

GRÁFICO 1

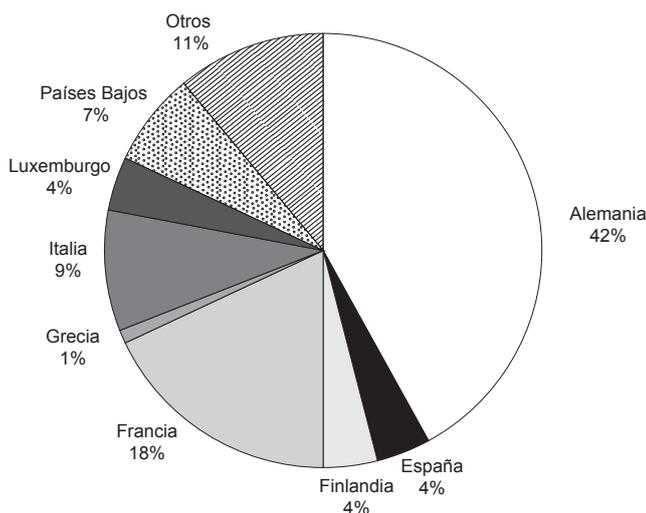
EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA UTILIZACIÓN DE LOS DISTINTOS CANALES DESDE 1999



FUENTE: BCE (promedios anuales: valor antes de recortes entre 1999-2013 y valor después de recortes de 2014 en adelante). Datos en miles de millones de euros, obtenidos a 4 de diciembre de 2017. https://www.ecb.europa.eu/stats/payment_statistics/cross-border_collateral/html/coll4.en.html.

GRÁFICO 2

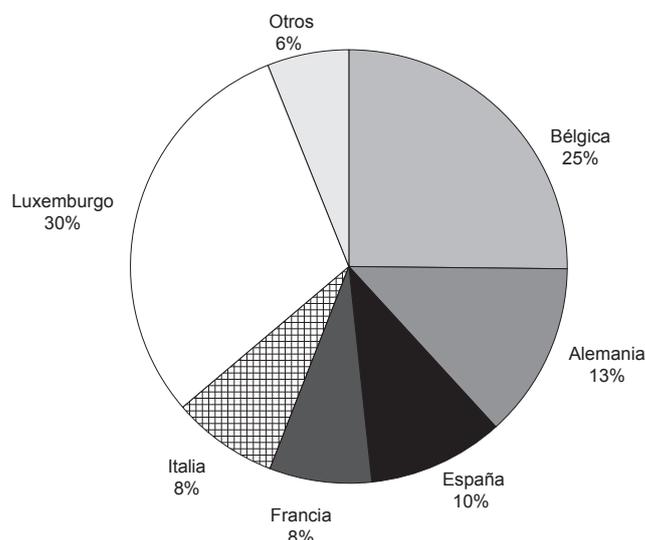
PRINCIPALES BANCOS CENTRALES FINANCIADORES CON ACTIVOS DE GARANTÍA APORTADOS DE FORMA TRANSFRONTERIZA, SEPTIEMBRE 2017



FUENTE: BCE. https://www.ecb.europa.eu/stats/payment_statistics/cross-border_collateral/html/coll3.en.html. Datos obtenidos a 4 de diciembre de 2007.

GRÁFICO 3

IMPORTANCIA DE LOS ACTIVOS DE GARANTÍA POR PAÍS DE EMISIÓN, SEPTIEMBRE 2017



FUENTE: BCE. https://www.ecb.europa.eu/stats/payment_statistics/cross-border_collateral/html/coll2.en.html.

movilizado de forma transfronteriza en el contexto de las operaciones de crédito del Eurosistema han sido los emitidos en Luxemburgo (30 por 100), Bélgica (25 por 100), Alemania (13 por 100) y España (10 por 100).

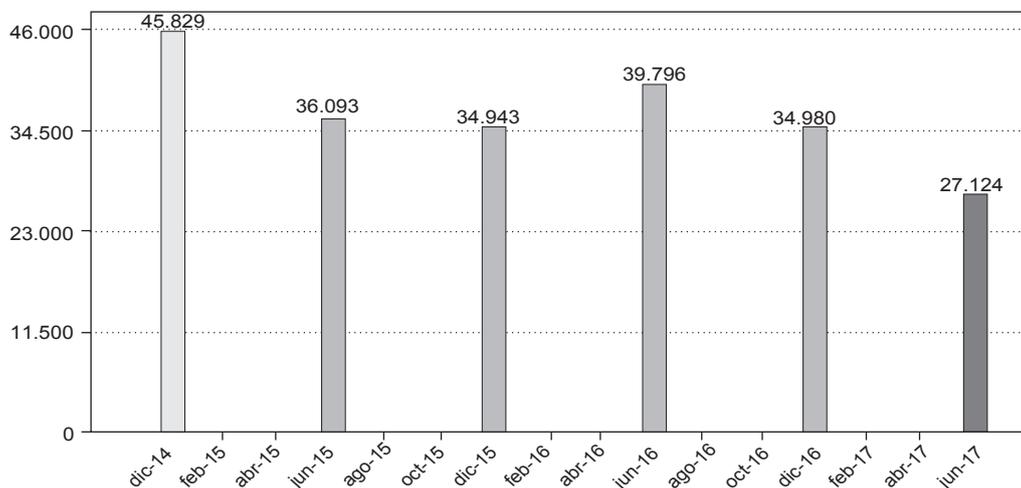
En el caso de España, vemos que los datos publicados por el Banco de España respecto a los canales de movilización transfronteriza se refieren únicamente al canal del MCBC, cuantificando el papel del Banco de España como Banco Central Corresponsal y como Banco Central Prestamista. Así, se indica que el volumen de valores españoles movilizados a través del MCBC actuando el Banco de España como Banco Central Corresponsal, a junio de 2017 fue de 27.124 millones de euros (Gráfico 4). Los principales BCP que recibieron como garantía los valores españoles fueron los BCN de Alemania (41,40 por 100), Francia (25,74 por 100) y Luxemburgo (11,90 por 100).

Respecto al papel del Banco de España como Banco Central Prestamista, observamos que este es inferior

a su papel como BCC, considerando el volumen de valores a junio de 2017. De hecho, a esa fecha se aportaron al Banco de España como BCP valores extranjeros a través del MCBC por un valor de 19.034 millones de euros (Gráfico 5). Los principales BCC, actuando el Banco de España como prestamista fueron los BCN de Bélgica (52,54 por 100), Portugal (28,79 por 100), Luxemburgo (9,85 por 100) e Italia (8,82 por 100). Hay que destacar además que el 57,65 por 100 se aportó al Banco de España a través del MCBC estándar y el 42,35 por 100 a través del MCBC con enlaces. En el caso del MCBC con enlaces solo actuaron como BCC frente al Banco de España dos BCN: los BCN de Bélgica (95,06 por 100) y Luxemburgo (4,94 por 100). Finalmente señalar que los enlaces más utilizados en el MCBC con enlaces, actuando el Banco de España como BCP fueron los enlaces de Euroclear Bank con Monte Titoli y de Clearstream Banking Luxembourg con Monte Titoli.

GRÁFICO 4

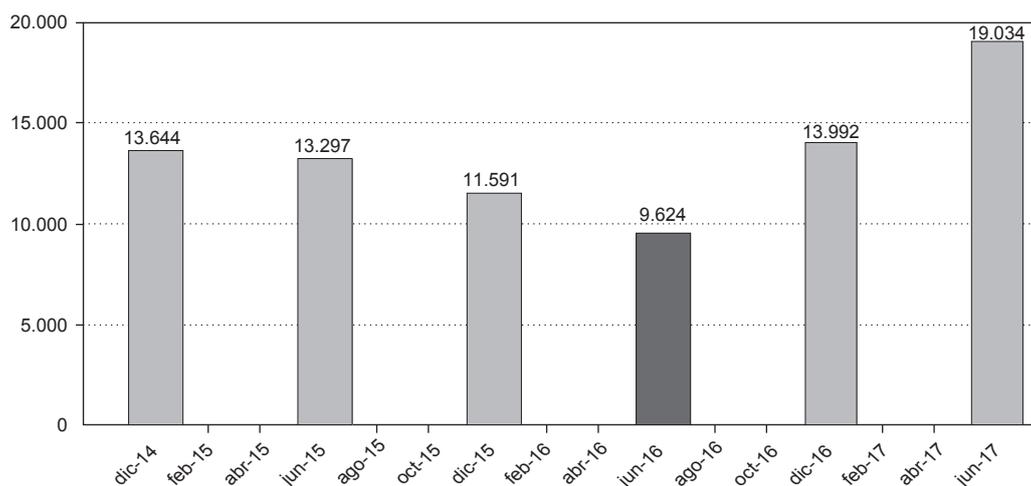
EVOLUCIÓN SEMESTRAL DE LOS SALDOS.
BANCO DE ESPAÑA COMO BANCO CENTRAL CORRESPONSAL



FUENTE: BANCO DE ESPAÑA. <https://www.bde.es/f/webbde/SPA/sispago/ccbm/ficheros/es/Corresponsal-word.pdf>. Datos obtenidos a 3 de diciembre de 2017.

GRÁFICO 5

EVOLUCIÓN SEMESTRAL DE LOS SALDOS.
BANCO DE ESPAÑA COMO BANCO CENTRAL PRESTAMISTA



FUENTE: BANCO DE ESPAÑA. Datos obtenidos a 3 de diciembre de 2017. <https://www.bde.es/f/webbde/SPA/sispago/ccbm/ficheros/es/Prestamista-word.pdf>

7. Retos y desafíos del Eurosistema de cara al futuro: Eurosystem Collateral Management System (ECMS)

El Eurosistema no solo recibe en garantía los activos negociables de forma transfronteriza y actúa como usuario y evaluador de los SLV, enlaces y TPA, sino que realiza una función de gestión de dicho colateral (*collateral management*). Así, por ejemplo comprueba su elegibilidad, los valora, les aplica unas medidas de control de riesgos, hace comprobaciones de posibles vínculos estrechos, comprueba la suficiencia en cuanto a su importe, comprueba que vinieron por un canal elegible, reclama posibles ajustes de valoración (*margin call*) y gestiona los posibles cobros de cupones. También gestiona igualmente el colateral recibido de forma doméstica. Para ello, cada BCN cuenta con su propio sistema de gestión de colateral.

El Eurosistema en la actualidad sigue realizando notables esfuerzos por hacer más eficiente y segura la movilización y la gestión de dichos activos de garantía, mejorando sus servicios y racionalizando sus infraestructuras. En este sentido se han puesto de relevancia ciertos aspectos que se podrían mejorar en la actualidad:

— Por un lado, actualmente cada BCN cuenta con su propio sistema de gestión de activos de garantía, lo que supone una fragmentación a nivel de infraestructura.

— Además, los procedimientos para la movilización y gestión de activos domésticos son distintos que los procedimientos para la movilización y gestión de activos aportados de forma transfronteriza, lo que añade una complejidad adicional.

— Y por último, si bien el Eurosistema ha establecido un marco armonizado para los activos de garantía (en cuanto a criterios de elegibilidad de los activos, medidas de control de riesgo y mecanismos de movilización), aún existe cierta heterogeneidad en los procedimientos y procesos para la gestión de estos activos de garantía de los distintos Bancos centrales

y en los servicios prestados a las entidades de contrapartida.

Así, desde septiembre de 2016 y hasta finales de 2017 el Eurosistema ha estado investigando la posibilidad de establecer un sistema común para la movilización y gestión de los activos de garantía del Eurosistema que reemplazaría a los 19 sistemas locales existentes. Este sistema se denomina Eurosystem Collateral Management System. Durante esta fase de investigación un grupo de trabajo interno del Eurosistema ha definido unos requerimientos de usuario y ha valorado los beneficios y costes de desarrollar el nuevo sistema⁵⁵. Como resultado, el 6 de diciembre de 2017 el Consejo de Gobierno del BCE ha aprobado comenzar el desarrollo del sistema ECMS, configurándolo como una plataforma única armonizada para las operaciones de colateralización a lo largo del Eurosistema, que reemplazará a los 19 sistemas existentes en los 19 BCN. Por tanto, en este proyecto ECMS participaran todos los BCN de la eurozona. Comienza así la fase de realización o desarrollo del proyecto a la que seguirá posteriormente una fase operativa. Entre otras ventajas, el ECMS permitirá reducir la fragmentación del mercado, garantizar un trato equitativo a las entidades de contrapartida con independencia del país donde estén establecidas, permitirá una movilización más fácil y eficiente del colateral a nivel doméstico y transfronterizo y contribuirá al objetivo de la Comisión Europea de la unión de los mercados de capitales europeos.

La entrada en funcionamiento del ECMS está planeada para noviembre de 2022 y el Banco de España junto con los Bancos centrales de Francia, Alemania e Italia serán los proveedores de servicio de este proyecto. El ECMS incluirá en la mayor medida posible funciones y procesos que estén armonizados con el fin de aumentar la eficiencia del posible sistema común.

⁵⁵ https://www.ecb.europa.eu/paym/initiatives/shared/docs/d1b46-ami-seco-2017-07-04-05_item_4_impact_of_ecms_on_market_participants.pdf?549996440041a2447b5de38eaae4141c

Con este objetivo, en el Eurosistema se está trabajando por alcanzar una mayor armonización.

También el 6 de diciembre el Consejo de Gobierno del BCE aprobó el lanzamiento de otro proyecto consistente en la consolidación del sistema de liquidación bruto y en tiempo real del Eurosistema llamado TARGET2 (T2) y de la plataforma de liquidación de valores TARGET2-Securities (T2S). Este proyecto conocido como T2-T2S Consolidation mejorará la liquidación de los valores y del efectivo. Además, será lanzado un año antes que el ECMS (en 2021) y los proveedores de servicio serán también el Banco de España junto con los Bancos centrales de Francia, Alemania e Italia. Ambos proyectos están interrelacionados en tanto en cuanto que la aportación de activos de garantía contra la financiación en dinero del Banco central está relacionada con la liquidación de valores y del efectivo. Ambos proyectos permitirán modernizar los sistemas existentes, aumentar la eficiencia y facilitar la integración de los mercados financieros en Europa.

Otra cuestión importante es que el Eurosistema está valorando la posibilidad de establecer una política que obligue a liquidar en T2S las operaciones de movilización de activos de garantía de las operaciones de crédito del Eurosistema. Esto es, el Eurosistema, sujeto a la aprobación por el Consejo de Gobierno, recibiría los valores negociables como garantía en sus operaciones de crédito exclusivamente en las cuentas de valores mantenidas en un DCV participante en T2S. Esta política no afectaría ni implicaría ningún requerimiento sobre la localización de las tenencias de valores de las contrapartidas o sobre las cuentas de las contrapartidas⁵⁶. Se prevé que esta política llegaría a ser efectiva con la entrada en funcionamiento del ECMS. El Eurosistema se ha puesto en contacto con el mercado a través de AMI-SeCo (Advisory Group on

Market Infrastructures for Securities and Collateral)⁵⁷ para conocer su opinión sobre esta posible política y su potencial impacto. Inicialmente la mayoría se ha mostrado de acuerdo con la propuesta del Eurosistema y en general son positivos con los efectos a largo plazo de tal política en cuanto a la integración del mercado, armonización y *level playing field*.

El mercado en el contexto de AMI-SeCo también está realizando importantes esfuerzos de armonización en lo relativo a la gestión de los activos de garantía⁵⁸. El futuro ECMS se beneficiará de estos esfuerzos de armonización del mercado.

Todos estos proyectos en curso supondrán un cambio importante en el contexto de la movilización de los activos del Eurosistema para los próximos años.

⁵⁷ Los grupos de contacto del Eurosistema con el mercado en relación a las infraestructuras de valores han sido reorganizados, de forma que el antiguo grupo COGESI (Contact Group on Euro Securities Infrastructures) y el Grupo Consultivo de T2S han sido reemplazados por AMI-SeCo (Advisory Group on Market Infrastructures for Securities and Collateral) que es un grupo consultivo sobre las infraestructuras del mercado de valores presidido por el BCE. Entre sus responsabilidades este grupo aconseja al Eurosistema sobre cuestiones relacionadas con la compensación y liquidación de valores y la gestión de los activos de garantía. También le aconseja sobre cuestiones relacionadas con T2S. El Eurosistema además informará a AMI-SeCo de los desarrollos relativos al ECMS. Los miembros de AMI-SeCo son representantes de los bancos privados activos en la UE, los usuarios de T2S, las infraestructuras del mercado (esto es, DCV y entidades de contrapartida central) y los BCN del Eurosistema. También pueden asistir como observadores representantes de las asociaciones de la industria, la Comisión Europea, la ESMA y los BCN.

⁵⁸ En marzo de 2017 AMI-SeCo aprobó el mandato revisado del grupo llamado Harmonisation Steering Group (HSG). Este HSG está por debajo de AMI-SeCo y le aconseja sobre cuestiones relativas a la armonización de la gestión de colateral y a la compensación y liquidación de valores. Además seguirá trabajando sobre la armonización de T2S. El HSG entregará un informe de progreso a AMI-SeCo al menos anualmente, que será publicado en la página web del BCE y será enviado al CdG para información. Los miembros del HSG serán miembros de AMI-SeCo o del MIB (Market Infrastructure Board). Dada la complejidad del trabajo el HSG acordó establecer un grupo de trabajo de menor nivel sobre la armonización en la gestión del colateral que es la «Task Force on Collateral Management Harmonization- CMH-TF». Esta CMH-TF presentará una lista de las existentes barreras a una eficiente gestión de colateral y una serie de actividades de armonización para superar dichas barreras. Además establecerá el orden de prioridad de dichas actividades en base a una metodología de priorización transparente. A su vez, para facilitar el trabajo de esta Task Force se han establecido cinco subgrupos de trabajo (el primero sobre los servicios de gestión de colateral tripartitos, el segundo sobre los eventos corporativos, formularios fiscales y gestión de colateral no en euros, el tercero sobre la gestión de colateral bilateral y los ajustes por valoración o *margin calls*, el cuarto sobre los procesos de *reporting* y comisiones y los *cut-off times* y el quinto sobre los datos estáticos y dinámicos de colateral).

⁵⁶ Que son cuentas de valores desde las cuales las contrapartidas de política monetaria transfieren sus valores a los BCN del Eurosistema para movilizar tales valores como garantía de las operaciones de crédito.

8. Otros casos recientes de aportación de activos de garantía: Asistencia de Liquidez de Emergencia

Aparte de la financiación concedida por el Eurosistema en sus operaciones de crédito (política monetaria y crédito intradía), los BCN del Eurosistema pueden conceder en situaciones de emergencia un tipo especial de financiación conocida como Asistencia de Liquidez de Emergencia (o por sus siglas en inglés *Emergency Liquidity Assistance*, ELA). En este apartado se analizará si se podrían aportar activos de garantía negociables de forma transfronteriza en estas operaciones y bajo qué reglas.

La financiación ELA no es una operación de política monetaria, ni de crédito intradía del Eurosistema y no viene regulada en la Documentación General. En primer lugar, se concederá únicamente a ciertas entidades financieras que afronten problemas temporales de liquidez (y no de solvencia). Se trata pues de entidades que tienen dificultades para conseguir financiación por otros medios (esto es, tienen dificultades de acceso al mercado y, o bien no disponen de suficientes activos de garantía admisibles bajo el marco de garantía de las operaciones de crédito del Eurosistema, o bien su estatus como entidad de contrapartida de política monetaria ha sido suspendido por razones de prudencia⁵⁹). La responsabilidad en la provisión de ELA descansa en el BCN que concede la financiación y esto significa que los costes y riesgos derivados de la provisión de ELA serán soportados por el BCN financiador y no por el conjunto del Eurosistema. Así en estas operaciones ELA, el BCN del Eurosistema provee: *i)* dinero del Banco central, *y/o ii)* cualquier otra asistencia que pueda llevar a un aumento de dinero del Banco central de una entidad financiera o de un grupo de instituciones financieras solventes que afrontan

problemas temporales de liquidez. Además, es de esperar conforme a lo expuesto que estas operaciones ELA deberían estar respaldadas mediante la aportación por parte de la entidad financiera de unos activos de garantía suficientes.

Tradicionalmente los Bancos centrales estuvieron reticentes a publicar su política particular sobre el ELA para evitar el riesgo moral (*moral hazard*)⁶⁰ y unos posibles efectos adversos sobre el funcionamiento del mercado. Esta falta de transparencia se enmarcaba en lo que se puede llamar una «ambigüedad constructiva». Sin embargo, en la actualidad la política del Eurosistema sobre el ELA parece moverse desde la propuesta de ambigüedad constructiva tradicional a una propuesta más abierta y transparente. Así lo demuestra el hecho de que se haya publicado «el Acuerdo de ELA del Eurosistema»⁶¹ en la página web del BCE. Este acuerdo establece unos principios generales a seguir por los BCN cuando concedan ELA pero no entra a determinar ciertos detalles como qué activos de garantía se podrían aportar, cuál sería su valoración, ni cuáles serían los canales admisibles para su movilización. Estos detalles según puede entenderse serán decididos autónomamente por el BCN que concede la financiación ELA y que será quien soportará los riesgos y costes de la operación. Lo habitual es que para facilitar esta financiación en situaciones de emergencia los Bancos Centrales Nacionales admitan una gama de activos de garantía para las operaciones ELA más amplia que para las operaciones de crédito del Eurosistema⁶². Además, otra particularidad es que

⁶⁰ MAGNUS, M. y XIROU, A. (2017). *Briefing: Emergency Liquidity Assistance- moving away from «constructive ambiguity»?*. 2 de marzo, 2017, p. 2. Parlamento Europeo. El riesgo moral está limitado por el hecho de que el ELA tiene un precio: por un lado, esta financiación está sujeta a un tipo de interés penalizador, y por otro lado el recurso al ELA es percibido como una señal a los mercados de que el banco está en problemas, lo que supone un estigma que los bancos tratan de evitar.

⁶¹ ECB (2017). *Agreement on Emergency Liquidity Assistance*, 17 de mayo. Esta publicación sustituye al documento sobre los procedimientos que rigen la provisión de liquidez de emergencia que ha estado disponible en el sitio web del BCE desde octubre de 2013.

⁶² ECB (2017). *Occasional Paper Series* n°189: «The Eurosystem collateral framework explained», mayo 2017, pp. 17-18.

⁵⁹ Speech by Peter Praet (2016). «The ECB and its role as lender of last resort during the crisis», at the Committee on Capital Markets Regulation conference on the lender of last resort- and international perspective, Washington DC, 10 February 2016, p.2.

el marco de colateral para el ELA de cada BCN no está rígidamente definido *ex ante*, con lo que podrá adaptarse a la situación de crisis de cada entidad concreta. Sería de esperar que cada Banco central también valorara el canal o los canales de movilización de colateral utilizados como un posible factor de riesgo.

Señalar que cuando un BCN realiza una operación ELA tendrá que informar o consultar al BCE con el fin de asegurar que la operación ELA no interfiere con la política monetaria única del Eurosistema, ni con los objetivos y tareas del SEBC⁶³. En cualquier caso el BCN deberá siempre informar al BCE de los detalles de cualquier operación ELA, incluyendo el volumen de ELA, los activos de garantía contra los cuales se concede dicha financiación, la valoración y los recortes de valoración aplicables a dichas garantías y otros posibles detalles. El BCN tiene la opción de comunicar públicamente cuál ha sido la provisión agregada de ELA en su país. En tal caso, el BCN debe notificar con antelación al Consejo de Gobierno el plan de comunicación y el contenido de la propuesta de comunicación. La comunicación puede contener información del límite de ELA, de la cantidad de ELA aportada por el BCN y otra información relevante, cuando se considere útil para facilitar una adecuada percepción por el público. El Consejo de Gobierno puede objetar al plan de comunicación y al contenido de la misma, en base a las implicaciones sobre la estabilidad financiera y la confianza en el área euro. Hasta ahora no hay precedente de que se haya publicado ningún tipo de información sobre los activos de garantía aportados en las operaciones ELA o sobre los canales de movilización, al tratarse de información confidencial de naturaleza sensible que podría afectar a la competitividad de la entidad o a la estabilidad financiera.

En la reciente crisis del Banco Popular se ha puesto de manifiesto la gran importancia que supone una adecuada y puntual movilización de los activos de

garantía, especialmente en situaciones de emergencia. A continuación recogemos la información contenida en distintos medios de prensa.

Según algunas fuentes se trató de una crisis de liquidez y no de solvencia, que justificaba la concesión de financiación ELA por parte del Banco de España, y como se detalla a continuación parece que no se pudo conceder todo el ELA que el Banco Popular necesitaba por problemas relacionados con la movilización puntual de los activos de garantía.

Recordemos que inicialmente fuentes del antiguo equipo gestor del Popular señalaron en la prensa que el Banco Popular ofreció garantías por importe de 40.000 millones de euros en activos en el marco del programa de Asistencia de Liquidez de Emergencia (ELA), y se le concedió una línea de liquidez de unos 3.800 millones de euros el día 5 de junio⁶⁴. Pero este importe se volatilizó rápidamente ante la fuga masiva de depósitos minoristas y de grandes instituciones (como comunidades autónomas y ayuntamientos) que sufrió la entidad. Ante la salida masiva de depósitos, el Popular solicitó el 6 de junio otra línea de emergencia, pero no le fue concedida por falta de activos de garantía, según explicó el propio ministro de Economía, Industria y Competitividad, Luis de Guindos, en el Congreso.

Según algunos medios, el gobernador del Banco de España, en la Comisión de Investigación del Congreso sobre la crisis financiera, negó en julio de 2017 que el Banco Popular presentase garantías por importe de 40.000 millones de euros para obtener liquidez, sino que esa cifra representaba los activos en balance de la entidad que eran susceptibles de haber sido utilizados como garantía, en el caso de que cumplieran todos los requisitos legales y hubieran sido presentados⁶⁵.

⁶³ El Consejo de Gobierno del BCE puede objetar o restringir la provisión de ELA en línea con los Estatutos del SEBC y del BCE. Se controla que la provisión se cumple con la prohibición de financiación monetaria que aplica al Eurosistema y que está recogida en el Tratado.

⁶⁴ *Europa Press*, Madrid, 24 de junio 2017.

⁶⁵ *Europa Press*, Madrid, 12 de julio 2017. Según la prensa el Banco de España ha estado a la espera de alcanzar un acuerdo con el Banco Central Europeo para poder publicar con detalle las garantías que realmente fueron presentadas por el Banco Popular en los días previos a su resolución. Aunque ésta podría ser información sensible difícil de publicar.

Lo que es indudable es que los Bancos centrales solo pueden prestar liquidez en función de las garantías que les presenten las entidades. Y en este sentido, el Banco de España comentó que al Banco Popular se le otorgó toda la liquidez que se pudo con las garantías que presentaron⁶⁶. Parece que las garantías presentadas por el Banco Popular fueron «relativamente pocas», por lo que la autoridad bancaria «sospechó» que el banco tenía «potencialmente más garantías».

Poco después, según la prensa, un comunicado difundido por el Banco de España hizo la matización de que la entidad tenía algunos activos más que podrían haber sido utilizados como garantía del ELA si la entidad los hubiera movilizado a tiempo, antes de que ella misma se declarara inviable. También se señaló no obstante, que el volumen de esos activos muy probablemente no hubiera cambiado la situación más que de modo transitorio.

Por lo tanto, el Banco de España otorgó toda la liquidez que pudo con las garantías que le presentó el Banco Popular. Según el propio Subgobernador, movilizar garantías no es tan sencillo⁶⁷. Es necesario mover activos de diferentes países y es cada entidad, y no el supervisor, el que debe estar preparado para ello⁶⁸.

En definitiva, se puede concluir que ante una crisis temporal de liquidez de una entidad que justifique

tener que recurrir a la facilidad de emergencia con su Banco central, esta entidad debe ser capaz de prever con suficiente antelación cuáles son y serán sus necesidades efectivas de liquidez y, lo que es igualmente importante, debe estar preparada para poder movilizar de forma segura y puntual a su Banco central activos de garantía suficientes para respaldar dicha facilidad.

9. Conclusiones

Como se ha analizado en este artículo, el Eurosistema ha establecido un marco seguro y eficiente para la movilización y gestión de los activos negociables de garantía de forma transfronteriza en sus operaciones de crédito (política monetaria y crédito intradía), detallando minuciosamente una serie de canales de movilización admisibles para estas operaciones y estableciendo una serie de requerimientos y estándares para los mismos. Además, desde un principio el Eurosistema ha venido realizando grandes esfuerzos por mejorar y potenciar este marco, adaptándose a las nuevas demandas y necesidades del mercado. Destacan entre otras iniciativas, la eliminación del requerimiento de la repatriación en el MCBC, la aceptación del MCBC con enlaces, la admisibilidad de los servicios tripartitos transfronterizos, la aceptación de enlaces *related* y más recientemente el desarrollo de un sistema gestión de colateral común (ECMS). Estos esfuerzos han ido en paralelo con la mejora de los canales de movilización domésticos y con los intentos de armonización de los procedimientos nacionales por parte de los BCN.

Si bien los objetivos de estas mejoras por parte del Eurosistema han sido aumentar la eficiencia y la seguridad en la movilización y gestión de los activos negociables de garantía y asegurar un campo de juego equitativo para las entidades de contrapartida (*level playing field*), es importante señalar que el Eurosistema las ha llevado a cabo bajo la limitación de no interferir con las posibles iniciativas privadas y de no distorsionar la competencia entre las infraestructuras de liquidación.

⁶⁶ Conferencia del subgobernador del Banco de España en el seminario «La Cuarta Revolución. ¿Cómo afecta la agenda digital a la economía y a la industria?» organizado en la Universidad Menéndez Pelayo (UIMP) por la Asociación de Periodistas de Información Económica (APIE). «Sí, sospecho que tenía potencialmente más garantía, porque lo que nos trajeron fue relativamente poco; se puede sospechar que el Banco Popular tendría más. ¿Por qué no trajeron más garantías? Esa es una pregunta que no puedo responder. No sé si tiraron la toalla antes de tiempo o no (los gestores del Popular). La existencia de más garantías habría dado lugar a más liquidez, no sé si para horas o minutos, pero eso estaba en función de la retirada de capital por parte de los depositantes. Dudo que la situación de los accionistas hubiera cambiado un ápice», ha asegurado el subgobernador del Banco de España, en declaraciones recogidas por Efe.

⁶⁷ Según el periódico *El Confidencial* «Saracho no consiguió más liquidez para salvar el Popular por falta de documentación», 13 de julio de 2017. «El Popular no contaba con la documentación necesaria para aportar las garantías que el Banco central exige a cambio de esa liquidez».

⁶⁸ *Expansión*: «El Banco de España afirma que el Popular tenía más garantías de las que presentó», 23 junio 2017.

La aportación de activos de garantía de forma transfronteriza al Eurosistema tienen un peso importante en el conjunto de activos aportados por las entidades de contrapartida (un 26 por 100), y en este sentido el Modelo de Corresponsalía entre Bancos centrales sigue siendo aún hoy el canal de movilización admisible más utilizado por el Eurosistema (49 por 100 el MCBC estándar y el 60 por 100 si se incluye además el MCBC con enlaces).

La gravedad de la reciente crisis financiera y la respuesta extraordinaria de los Bancos centrales aumentando las operaciones de inyección de liquidez han puesto a prueba la eficacia y seguridad de estos canales de movilización transfronteriza de los activos de garantía. Sin duda su funcionamiento ha sido satisfactorio, facilitando la ejecución de la política monetaria y contribuyendo a salvaguardar la estabilidad financiera. De igual forma, ha funcionado de manera eficiente la aportación de garantías para las operaciones de asistencia de financiación de emergencia de los BCN. El canal de movilización es un factor de riesgo que ha sido debidamente considerado por el Eurosistema en sus operaciones de política monetaria y crédito intradía y que también debería ser considerado en todas las demás operaciones de financiación del Eurosistema, incluyendo algunas medidas no convencionales, y en la asistencia de liquidez de emergencia.

Se puede confiar que en el futuro los Bancos centrales del Eurosistema continuarán con una actitud proactiva para mejorar la movilización y gestión de estos activos negociables de garantía. Pero el éxito de la actuación de los Bancos centrales requiere además del compromiso de las infraestructuras de liquidación de valores del mercado y de las entidades financieras en tres aspectos: *i)* colaborando con el Eurosistema en sus posibles nuevas iniciativas y en su esfuerzo armonizador en relación a la movilización y gestión de las garantías; *ii)* adaptándose puntualmente a las posibles mejoras y requerimientos del Eurosistema, y *iii)* en el caso de las entidades financieras además,

estando preparadas con la necesaria antelación para la aportación efectiva y puntual de activos de garantía suficientes tanto en situaciones rutinarias como extraordinarias. El esfuerzo conjunto de las entidades financieras, las infraestructuras de liquidación y de los Bancos centrales del Eurosistema permitirá mantener la confianza en el euro y garantizar la estabilidad del sistema financiero.

Referencias bibliográficas

- [1] BANCO CENTRAL EUROPEO (2007). «The Collateral Framework of the Federal Reserve System, the Bank of Japan and the Eurosystem». *ECB Monthly Bulletin*. Octubre.
- [2] BANCO CENTRAL EUROPEO (2009). *Glossary of Terms Related to Payment, Clearing and Settlement Systems*. Diciembre.
- [3] BANCO CENTRAL EUROPEO (2013). «The Eurosystem Collateral Framework Through the Crisis». *Monthly Bulletin*. Julio 2013.
- [4] BANCO CENTRAL EUROPEO (2014a). *Guideline 9 July 2014 on Additional Temporary Measures Relating to Eurosystem Refinancing Operations and Eligibility of Collateral*. ECB.
- [5] BANCO CENTRAL EUROPEO (2014b). *Framework for the Assessment of SSSs and Links to Determine their Eligibility for Use in Eurosystem Credit Operations*. Enero.
- [6] BANCO CENTRAL EUROPEO (2016). *Annual Report 2016*. ECB.
- [7] BANCO CENTRAL EUROPEO (2017a). «The Eurosystem Collateral Framework Explained». *Occasional Paper Series*, nº 189, mayo.
- [8] BANCO CENTRAL EUROPEO (2017b). *Agreement on Emergency Liquidity Assistance*, 17, mayo.
- [9] BANCO CENTRAL EUROPEO (2017c). *Correspondent Central Banking Model: Procedures for Eurosystem Counterparties*. Enero.
- [10] BANCO CENTRAL EUROPEO (2017d). *Eurosystem Standards for the Use of Triparty Agents in Eurosystem Credit Operations*. Septiembre.
- [11] BANCO CENTRAL EUROPEO (2017e). «Eurosystem Deliberations on Mobilisation of Collateral for Use in Eurosystem Credit Operations». *AMI-SeCo Workshop on Eurosystem Deliberations on Taking Collateral*. 11 mayo, Madrid. BCE.
- [12] BANCO DE ESPAÑA (2014). «La política de colateral del Eurosistema: cambios recientes». *XXI Reunión del Grupo Nacional de Usuarios de TARGET2-SECURITIES*. Recupera-

do el 6 de febrero de 2014 de: http://www.bde.es/f/webbde/INF/MenuVertical/SistemasDePago/doc_trabajo/ficheros/es/GNU_06.02.2014_Políticas_Colateral.pdf

[13] BANCO DE ESPAÑA (2016). *Aplicación Técnica AT-nº 1/2016*, Servicio de Corresponsalía de Activos, enero.

[14] CALVACHE MARTÍNEZ, A. M. (2006). «Modelo para la integración de las centrales depositarias de valores en la Unión Europea: El modelo E-ASSET». *Perspectivas del Sistema Financiero*, nº 88, pp. 49-68.

[15] CALVACHE MARTÍNEZ, A. M. (2007). «La integración de las Centrales Depositarias de Valores en la Unión Europea: un desafío urgente». *Información Comercial Española, Revista de Economía*, nº 835, marzo-abril 2007.

[16] CALVACHE MARTÍNEZ, A. M. (2011). «Impacto de CCBM2 en las Centrales Depositarias y en las contrapartidas y los «triparty services». Sesión informativa de Banco de España sobre CCBM2, Madrid, 2 de junio.

[17] COMITÉ DE SISTEMAS DE PAGOS Y LIQUIDACIÓN (2006). *Cross-border Collateral Arrangements*. CPSS. Enero.

[18] COMISIÓN DE PAGOS E INFRAESTRUCTURAS DE MERCADO (CPMI). (2014). *Development in Collateral Management Services*. Septiembre. CPMI.

[19] DEUTSCHE BUNDESBANK (2013). *T2S auto-collateralisation*, 19. Noviembre.

[20] MAGNUS, M. y XIROU, A. (2017). *Briefing: Emergency Liquidity Assistance- Moving Away from 'constructive ambiguity'?* 2 de marzo. Editado por el Parlamento Europeo.

[21] PRAET, P. (2016). «The ECB and its Role as Lender of Last Resort During the Crisis». *At the Committee on Capital Markets Regulation Conference on the lender of last resort and international perspective*, Washington DC, 10 Febrero.

[22] UNIÓN EUROPEA (2014a). *Reglamento (UE) No 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 23 de julio de 2014 sobre «la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores»*. UE, Bruselas.

[23] UNIÓN EUROPEA (2014b). *Orientación (UE) 2015/510 del BCE de 19 de diciembre de 2014 sobre la aplicación del marco de la política monetaria del Eurosistema (Orientación sobre la Documentación General) (BCE/2014/60)-refundición*.

