

# LOS SISTEMAS DE PAGO Y EL EURO

*Susana Núñez Ramos\**  
*María Luisa Leyva Salmerón\**

Los grandes pagos se han visto convulsionados por el nacimiento de TARGET, un sistema creado de la integración de los sistemas de pago nacionales, gestionados por cada uno de los bancos centrales de la UE y dirigido a conseguir un sistema de grandes pagos interbancarios seguro y eficaz dentro del conjunto de la Unión. El Servicio de Liquidación del Banco de España, el componente español del sistema TARGET, ha llevado a cabo las reformas necesarias para participar en el nuevo sistema de pagos europeo. En el área de los pagos transfronterizos al detalle se pretende una mayor eficacia de los mecanismos existentes, para facilitar la transferencia de fondos efectuada por los empresarios y los consumidores, de manera que éstos puedan beneficiarse, al igual que los ordenantes de grandes pagos, de la introducción del euro. Los sistemas de liquidación de valores han comenzado a registrar profundas modificaciones, puesto que el mercado monetario único y el sistema de pagos integrado exigen la existencia de unos sistemas de registro y de liquidación de valores ágiles, seguros y rápidos para la movilización de los valores tanto en el ámbito nacional, como en el transfronterizo.

**Palabras clave:** *mercados financieros, mercado monetario, medios de pago, compensación bancaria, banco central, UME, directiva CE, BCE.*

**Clasificación JEL:** *E58, G15, G18.*

## 1. Introducción

Quizá pueda cuestionarse la oportunidad de un artículo sobre sistemas de pago, dentro de un número especial dedicado a las políticas económicas del euro. La razón es que, aunque los sistemas de pago no constituyen en sí mismos una política económica, están directamente relacionados tanto con la política monetaria que llevan a cabo los bancos centrales, como con la política supervisora. Los sistemas de pago son un mecanismo esencial para transmi-

tir a los mercados las operaciones de intervención monetaria, y para conseguir unos mercados financieros seguros e integrados.

El Tratado de la Unión Europea asigna al Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) la función de promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago, lo que, a su vez, recoge la Ley de Autonomía del Banco de España. La relevancia de los sistemas de pago es tal, que su funcionamiento no debe dejarse exclusivamente en manos de los mercados o las entidades. Así, los bancos centrales constituyen una pieza clave para velar por unos sistemas seguros y eficientes, no gobernados exclusivamente por el principio del menor coste individual, peligro que podría existir si solamente entraran en juego sus operadores o participantes directos.

---

\* Banco de España.  
Versión de marzo de 2000.

Las razones principales de tales preocupaciones consisten, por una parte, en el nivel creciente del denominado riesgo de sistema, subyacente sobre todo en el ámbito de los grandes pagos, y que podría llegar a materializarse si, mediante un «efecto dominó», el eventual incumplimiento de las obligaciones de pago de un participante se transmitiera sucesivamente a otros participantes, impidiendo la liquidación de los pagos del conjunto del sistema. Constituye, por tanto, un objetivo básico de todos los bancos centrales el control del riesgo de sistema, a través del establecimiento de unas medidas o de unos modelos que permitan minimizar dicho riesgo.

Por otra parte, y, más concretamente, dentro del marco de la unión monetaria europea, el interés de los bancos centrales por el sistema de pagos se debe a la necesidad de disponer del soporte técnico adecuado, tanto a nivel nacional como transfronterizo, para atender las necesidades de la política monetaria única, cuyo impacto se transmite a través del mercado monetario europeo. Por tanto, un segundo objetivo, tan importante como el anterior, es el de disponer de una red de pagos a nivel europeo, altamente segura, rápida y eficiente, que permita la liquidación de las operaciones de política monetaria y las provenientes de los mercados financieros, con independencia de cuál sea la localización geográfica de las entidades contratantes. Los sistemas de pago han de facilitar, con absoluta naturalidad y agilidad, el movimiento transfronterizo de fondos asociados al arbitraje. De esta manera, podrán compensarse los desequilibrios de liquidez entre las diferentes plazas financieras, con la consiguiente igualación de los distintos tipos de interés nacionales dentro del área.

## 2. Los sistemas de pago interbancarios

Los pagos entre las entidades bancarias derivados de las operaciones realizadas por cuenta propia y por la de sus clientes se llevan a cabo a través de los sistemas de pagos interbancarios o sistemas de transferencias de fondos. Estos sistemas se organizan mediante el establecimiento de una serie de normas que regulan los diferentes aspectos legales, operativos y técnicos

asociados al proceso de liquidación de pagos. Dependiendo del tipo de sistema, las normas se establecen reglamentariamente o mediante acuerdos privados entre las partes; en este último caso, generalmente las normas deben ser aprobadas por el banco central, como autoridad supervisora del sistema.

Cada área monetaria cuenta con uno o varios sistemas de pagos. Resultaría absolutamente ineficiente, y seguramente imposible, que cada banco abordara individualmente la gestión de la multitud de sus pagos y cobros originados cada día. Por lo tanto, la existencia de los sistemas de pago se justifica por la necesidad de disponer de unos procedimientos que permitan llevar a cabo los pagos con la menor demora, con el menor riesgo y con el menor coste posibles. La determinación de un procedimiento común y normalizado, aplicado sistemáticamente por todas las entidades de crédito, genera economías de escala y, con ellas, un aumento de la eficiencia y una disminución de los costes. La reducción en la demora y en el riesgo se consiguen estableciendo los modelos de sistemas más adecuados para cada tipo de pago. Así, de antemano se definen las normas a seguir para reducir y resolver las incidencias que puedan presentarse y la entidad que actuará como organismo liquidador del sistema. Dicha entidad concentra la liquidación de los pagos y abre a las entidades participantes una cuenta para los adeudos y abonos resultantes de los pagos. Obviamente, la entidad idónea para actuar como organismo liquidador es el banco central.

El proceso de liquidación de pagos se desarrolla en dos niveles, que a veces pueden superponerse. En el primero de ellos tiene lugar el intercambio de información relativo a los datos de los compromisos de pago introducidos en el sistema. En el segundo nivel tiene lugar la ejecución de la orden de pago por parte del banco liquidador. Suele ser el banco central quien procede a las liquidaciones, mediante los correspondientes asientos de adeudo y abono en las cuentas que las entidades participantes mantienen abiertas en el mismo.

Atendiendo a la clase de órdenes de pago cursadas al banco liquidador, se distingue entre los sistemas brutos y los sistemas netos. En los primeros, se considera que cada orden de pago que recibe el banco liquidador responde a un compromiso indi-

vidual de pago, lo que, en principio, permitirá un tratamiento diferenciado del mismo a lo largo de todo el proceso.

En los sistemas netos, por el contrario, los compromisos individuales de pago son objeto de un proceso previo de compensación, bien entre cada dos entidades, en el caso de los sistemas bilaterales netos, o bien, como es más frecuente, entre todo el conjunto de entidades, por lo que se denominan sistemas multilaterales netos. El resultado final del proceso de compensación de posiciones individuales, normalmente gestionado por una cámara de compensación, es lo que da lugar a la orden neta que llega al banco liquidador. Por consiguiente, en estos sistemas, la liquidación de los compromisos individuales de pago, al ocultar su identidad en una orden neta de pago, queda supeditada a la liquidación de esta última.

Así, la no atención de una orden de pago por el banco liquidador implicará, en un sistema bruto, el incumplimiento de un solo compromiso de pago, mientras que en un sistema neto la falta de pago supondrá, en principio, el incumplimiento del conjunto de compromisos individuales de pago implícitos en la orden no ejecutada.

Atendiendo al esquema temporal previsto para que el banco liquidador asiente en cuenta las órdenes de pago, cabe diferenciar entre los sistemas de liquidación al cierre y los sistemas de liquidación continua. En los primeros, también denominados de liquidación al fin del día, las órdenes de pago recibidas en el transcurso de la sesión de presentación no son liquidadas hasta el cierre de dicha sesión, momento en el cual ya se han recibido todas las órdenes y el banco liquidador, tras los procesos de depuración y control oportunos, procede al asiento en firme<sup>1</sup> de las órdenes recibidas, eliminando aquellas que recaigan sobre una cuenta sin saldo suficiente para atender al pago.

En los sistemas de liquidación continua, el banco liquidador procede a liquidar cada orden en el momento de su recepción,

asentándola en firme o descartándola en ese momento, dependiendo de que exista o no suficiente saldo en la cuenta correspondiente. Sin embargo, las órdenes no atendidas no tienen carácter definitivo hasta el cierre de la sesión de presentación, permaneciendo la orden no liquidada, mientras tanto, en espera de que exista el saldo necesario que permita alcanzar el buen fin de su liquidación. Los sistemas de liquidación continua se conceptúan normalmente como sistemas de pagos secuenciales, en los que prevalece como criterio de prioridad para asentar los pagos la secuencia temporal de su recepción (es decir, primera entrada, primera salida).

Asimismo, los sistemas de liquidación continua pueden identificarse también con los que vienen denominándose sistemas de liquidación en tiempo real, en los que, supuestamente, la evolución del proceso continuo de liquidación permitiría una capacidad de reacción a las entidades participantes, que éstas no tendrían en los sistemas que liquidan al final del día.

Aunque conceptualmente cabrían incluso otras distinciones, lo cierto es que, por razones de sencillez, la catalogación de los sistemas de pago que se suele presentar diferencia solamente los sistemas netos (entendiendo como tales los multilaterales, con liquidación única al cierre de operaciones) y los sistemas brutos con liquidación en tiempo real (continuos y secuenciales). No obstante debe advertirse que, en la práctica, se tiende cada vez más a la organización de sistemas híbridos, en los que conviven características de los diferentes tipos de sistemas que acaban de enunciarse.

La cuestión que cabe plantear es qué sucede en uno u otro tipo de sistema en el supuesto de que falle una entidad, esto es, si no dispone de la liquidez suficiente para cumplir, total o parcialmente, sus obligaciones de pago en la fecha prevista. La posibilidad de que esto suceda es lo que se denomina riesgo de liquidación y, obviamente, está asociado a la liquidación de cualquier pago, con independencia de cuál sea el sistema elegido. Su origen, en principio, es un fallo de liquidez, no necesariamente asociado a un problema de solvencia.

En los sistemas de liquidación de pagos interbancarios, puesto que, en relación al importe de sus pagos, las entidades man-

<sup>1</sup> La expresión asiento en firme se utiliza para expresar el carácter definitivo e irrevocable del pago liquidado mediante dicho asiento y en contraposición a lo que a veces se denomina liquidación provisional de pagos, en la que cabe la posterior revocación ante la eventualidad de determinados supuestos.

tienen saldos muy reducidos en sus cuentas de liquidación en el banco central, el incumplimiento de pago de una entidad puede dar lugar a nuevos incumplimientos de sus entidades de contrapartida si, como es habitual, éstas contaban, para hacer frente a sus correspondientes obligaciones de pago, con los fondos que han dejado de recibir. Esta posibilidad de que los fallos en la liquidación se transmitan sucesivamente de unas entidades a otras y de unos sistemas de liquidación a otros, incluso a nivel internacional, es lo que se denomina riesgo de sistema.

Si el fallo se produce en un sistema neto (con liquidación única al cierre del día), el banco central liquidador, en la medida en que no esté dispuesto a financiar el descubierto en cuenta que generaría la liquidación del pago, procedería a devolver la orden neta de pago y, por consiguiente, dejarían de liquidarse todos los compromisos individuales de pago implícitos en la misma. Ante esta situación, una posible solución sería rehacer la compensación, excluyendo de la orden multilateral neta los compromisos de pago de la entidad fallida. Sin embargo, esta alternativa podría no ser viable en la medida en que las restantes entidades, al enfrentarse a unas posiciones netas inesperadas, derivadas de la nueva compensación, no fueran capaces de hacer frente a las mismas, ante un mercado interbancario ya cerrado o un mercado sin liquidez, como consecuencia del impacto producido por el fallo de la entidad.

En los sistemas brutos con liquidación en tiempo real se considera que el fallo de una entidad tendría una repercusión menor, aunque ello dependerá, en última instancia, de la magnitud y tipo de fallo y del momento de la sesión en que éste se produzca. Pero en general, hay que admitir que en los sistemas brutos el efecto contaminante del fallo de una entidad tendría una incidencia menor, puesto que la propia mecánica del proceso de liquidación, al permitir el asiento en firme, continuo e individualizado de las órdenes de pago, posibilitaría el asiento de un mayor número de pagos entre las restantes entidades e incluso de la propia entidad fallida, hasta el momento en que se hiciera patente su problema.

Sin embargo, a pesar de las aparentes ventajas que, desde el punto de vista del riesgo, presenta la liquidación bruta en tiempo

real, los sistemas de pagos interbancarios se han venido organizando bajo la modalidad de sistemas netos hasta hace poco. Ello se debe a diferentes razones, entre las que básicamente cabría distinguir las dos siguientes. En primer lugar, el hecho de que las entidades de crédito no son especialmente sensibles al riesgo de sistema; al constituir una externalidad, dicho riesgo solamente preocupa a los bancos centrales puesto que ello cae dentro del ámbito de sus competencias como supervisores y responsables últimos de velar por la estabilidad del sistema financiero y del sistema de pagos en su conjunto. En segundo lugar, la compensación de pagos, característica de los sistemas netos, parece el modo más lógico e inmediato de liquidar los pagos interbancarios, particularmente los de mayor importe, dada la enorme desproporción que existe entre el volumen de pagos que cada entidad tiene que realizar en relación al saldo que mantiene en cuenta, sucediendo con frecuencia que el importe medio de cada pago supera incluso el saldo medio mantenido. Como consecuencia de ello, cada entidad, o un número importante de ellas, no puede pagar en tanto no cobre, por lo que si se intentan liquidar los pagos de forma continua el proceso puede acabar bloqueándose. Por tanto, en la práctica, resultaría casi inviable la existencia de sistemas de liquidación en tiempo real si no fueran organizados y gestionados por los propios bancos centrales y, sobre todo, si no fuera porque éstos, a su vez, facilitan la financiación necesaria para propiciar que los pagos puedan asentarse en cuanto se reciban las órdenes correspondientes.

### 3. El sistema TARGET

Al iniciarse los trabajos preparatorios para establecer la unión monetaria europea, los bancos centrales de los países implicados y el Instituto Monetario Europeo, antecesor del Banco Central Europeo, tuvieron que enfrentarse a la organización de un sistema de pagos interbancarios nuevo, que debería cubrir todo el ámbito del área monetaria del euro que se iniciaría pocos años después.

El punto de partida fue la reforma de los sistemas mayoristas de pagos nacionales entonces existentes, muy heterogéneos

entre sí y sin posibilidad de ningún mecanismo de integración entre ellos que permitiera la liquidación de los pagos transfronterizos en las condiciones de seguridad, rapidez y eficiencia que era deseable para el adecuado funcionamiento de la política y de los mercados monetarios. Se procedió, por tanto, a la armonización de los sistemas nacionales estableciendo unas normas comunes que, con carácter de mínimos, deberían cumplir cada uno de ellos.

Aparte de los aspectos operativos y técnicos, la armonización tenía por objeto reforzar la base legal de los sistemas de pagos nacionales con especial atención al riesgo de sistema. En esta cuestión ha desempeñado un papel activo incluso la propia Comisión Europea, mediante la aprobación de la Directiva CE/98/26 sobre la firmeza de la liquidación de los sistemas de pago y de valores, actualmente incorporada al ordenamiento jurídico de la mayoría de los países de la Unión Europea, entre ellos España (Ley 41/1999, de 12 de noviembre).

Ante la preocupación por el riesgo de sistema, los gobernadores de los bancos centrales decidieron establecer y gestionar en sus respectivos países un sistema de pagos brutos con liquidación en tiempo real, con el objeto de canalizar a través del mismo el mayor número posible de grandes pagos. Estos sistemas constituyeron el embrión de lo que más tarde daría lugar a la creación del sistema TARGET, el sistema de pagos interbancarios en euros gestionado por el Sistema Europeo de Bancos Centrales

El denominado Sistema TARGET, acrónimo de *Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer*, consiste en quince sistemas de pagos nacionales, los de los países de la Unión Europea, y el mecanismo de pagos del Banco Central Europeo. Dichos sistemas están conexados por un sistema, llamado *Interlinking*, para la realización de pagos transfronterizos.

La característica fundamental del sistema TARGET es que, tanto en el nivel nacional como en el transfronterizo, sigue el modelo de liquidación bruta en tiempo real. Ello significa, como ya se ha comentado, que las órdenes de pago se asientan en firme, una a una, en el momento de su recepción, siempre que

la entidad pagadora disponga de saldo suficiente en su cuenta en el banco central correspondiente.

Para facilitar que la entidad pagadora disponga siempre de saldo suficiente y evitar, por tanto, que los pagos queden en espera, los bancos centrales se comprometen a prestar, sin coste alguno y sin limitación de importe, la financiación intradía que sea necesaria, pero siempre que la entidad aporte las garantías precisas para respaldar el importe de la financiación facilitada.

La financiación intradía debe ser reembolsada al banco central antes del cierre de operaciones de la fecha. De lo contrario, el crédito intradía se convierte en una financiación hasta el día siguiente, por la que la entidad deberá pagar los intereses correspondientes al tipo de interés establecido por el Eurosistema para el crédito marginal de las facilidades permanentes. Así, si no se devuelve la financiación intradía, ésta pasa de ser gratuita a tener un tipo de interés de 1 punto porcentual por encima del tipo de intervención de la última subasta semanal del Eurosistema.

Las garantías que admite el Eurosistema a estos efectos son los mismos valores y demás activos admitidos para las operaciones de política monetaria. Asimismo, se siguen los mismos procedimientos para su instrumentación, la compraventa doble de valores (repo intradía) o el préstamo con garantía.

El sistema opera exclusivamente en euros y es de uso obligatorio para liquidar las operaciones de política monetaria y, en general, todas aquellas en las que sea contrapartida el Sistema Europeo de Bancos Centrales. Pero, obviamente, las entidades participantes pueden canalizar a través de TARGET cualquier clase de pagos denominados en euros, ya sea por cuenta propia o por la de sus clientes.

TARGET se ha configurado como un sistema descentralizado, que descansa sobre las infraestructuras localizadas en cada uno de los países miembros y en un sistema de cuentas de responsabilidad entre bancos centrales. De esta manera, la liquidación de pagos, ya sean de ámbito nacional o transfronterizo, puede llevarse a cabo sobre las cuentas que las entidades participantes mantienen en su banco central nacional correspondiente. Por

tanto, para la liquidación de un pago transfronterizo, basta con mantener cuenta en un único banco central y ser participante del sistema de pagos. Pueden participar en TARGET todas las entidades que tienen acceso a cualquiera de los sistemas nacionales integrados en el mismo, ya sean de países integrantes de la zona del euro o de países miembros de la Unión Europea no participantes, aunque las condiciones de acceso de estos últimos presentan alguna característica diferencial.

En cuanto al funcionamiento diario, se ha pretendido que las fechas y los horarios en que el sistema está operativo sean suficientemente amplios, con un período coincidente con los sistemas de liquidación de otras monedas, a fin de facilitar la liquidación de los pagos derivados de los mercados de divisas. TARGET funciona todos los días excepto los sábados y domingos y seis días festivos al año, entre los que se incluyen el 1 de enero y el 25 de diciembre. El horario de funcionamiento abarca desde las 7 de la mañana hasta las 6 de la tarde, hora española.

Las tarifas aplicadas a las órdenes de pagos transfronterizos son idénticas en todos los países, basadas en el número de órdenes cursadas por cada participante y de acuerdo con una escala decreciente. Con ello se pretende igualar los costes que soportan las entidades, con independencia del lugar desde donde realizan las operaciones. No obstante, los bancos centrales nacionales pueden aplicar tarifas diferentes por el procesamiento de los pagos nacionales, siempre que no se desvíen significativamente de las anteriores.

#### 4. El Servicio de Liquidación del Banco de España

El Servicio de Liquidación del Banco de España (SLBE) es el componente español del sistema TARGET. Se trata, por tanto, de un sistema de pagos brutos con liquidación en tiempo real, que viene funcionando como tal desde 1997. Hasta esta fecha y desde su creación en 1976, bajo la denominación de Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, constituía un sistema de pagos brutos, pero con liquidación al cierre de operaciones. Desde el inicio del año 1999 el sistema procesa pagos interbancarios exclusivamente en euros, ya sean nacionales o internacionales.

El SLBE tiene algunas características diferenciales respecto a los demás componentes del sistema TARGET, pues no es solamente un sistema de pagos, sino también un sistema de registro de las operaciones contratadas entre sus entidades participantes en los mercados monetario y de deuda pública. De esta forma, diariamente pueden hacerse públicas las estadísticas de importes y tipos de interés cruzados en dichos mercados entre las entidades miembros.

El SLBE tiene 250 participantes, todos ellos entidades de crédito o empresas de servicios de inversión. Para el intercambio de información con el SLBE, las entidades disponen de un sistema de interconexión con el ordenador del Banco de España, a través del cual comunican las operaciones contratadas en los mercados monetario y de deuda pública y demás órdenes de pago, ya sea por cuenta propia o de sus clientes. El sistema de interconexión permite, a la vez, que las entidades puedan consultar en todo momento la evolución del proceso de liquidación de sus pagos (enviados, recibidos, en línea de espera, saldo actualizado en su cuenta, etcétera).

Para liquidar los pagos, las entidades participantes mantienen en el Banco de España una cuenta de tesorería denominada en euros. El saldo medio diario del conjunto de las cuentas de tesorería es aproximadamente de 8.500 millones de euros lo que, en definitiva, constituye el importe que obligatoriamente deben mantener las entidades de crédito por exigencias del coeficiente de reservas mínimas. Aunque las entidades pueden disponer de dicho saldo para realizar pagos durante el día, éste normalmente resulta insuficiente para hacer frente a la liquidación en tiempo real, puesto que se producen desfases temporales entre los pagos y los cobros que afectan a una misma entidad. Para evitar este problema están previstos dos tipos de medidas.

En primer lugar, está la provisión de liquidez intradía, ya comentada para el conjunto del sistema TARGET. En el caso del SLBE, es obviamente el Banco de España quien provee de este tipo de financiación a las entidades participantes. Para su obtención, las entidades pueden utilizar el repo intradía, mediante la venta al Banco de España de valores de deuda pública con el compromiso de su recompra en el transcurso de la misma

sesión. Alternativamente, se puede obtener financiación intradía mediante suscripción de una póliza de activos en garantía, en la que pueden incluirse, mediante su afección o prenda, cualquiera de los valores y demás activos incluidos en las listas de activos admisibles por el Eurosistema para las operaciones de política monetaria. El conjunto de activos incluidos en la póliza de cada entidad, valorado a precios de mercado corregidos según los criterios establecidos a nivel europeo, constituye el importe máximo autorizado que puede alcanzar el descubierto en su cuenta de tesorería. Tal descubierto, siempre garantizado, debe quedar regularizado al cierre de la sesión.

En el supuesto de que la financiación intradía, vía repo o descubierto garantizado, no sea devuelta al Banco de España al cierre de operaciones, se aplica la norma general, ya comentada, de autorizar la financiación hasta el día siguiente, pero con un coste igual al tipo de intervención semanal del Eurosistema incrementado en 1 punto porcentual.

En segundo lugar, está previsto un procedimiento para agilizar el proceso de liquidación en tiempo real, consistente en aplicar fórmulas de compensación entre los pagos que no han podido liquidarse en el momento de su recepción, a fin de evitar que éstos permanezcan en línea de espera. Pueden utilizarse dos mecanismos: el bilateral para pagos entre dos entidades, o el multilateral para el conjunto de todas ellas.

Desde las 7 de la mañana y hasta las 6 de la tarde de cada día, el SLBE viene liquidando en torno a 120 mil millones de euros diarios; importe que incluye tanto los pagos brutos, nacionales y transfronterizos, como los pagos netos procedentes de los sistemas de compensación existentes en España. La sesión diaria se inicia con la liquidación de un primer bloque de operaciones procedentes del mercado de deuda pública cuya contratación, al haber tenido lugar en días anteriores, estaba ya registrada por el sistema antes del inicio de operaciones. En este bloque se incluye también la financiación intradía que, a través de operaciones repo, solicitan las entidades. Posteriormente, se liquidan las operaciones del mercado de depósitos interbancarios que estaban registradas también desde fechas anteriores. Después, a medida que se reciben, se van introduciendo sucesivamente al

proceso de liquidación los restantes pagos correspondientes a las operaciones con fecha valor mismo día.

A las 17 horas, tiene lugar lo que se denomina el precierre. Consiste en la liquidación, previa compensación multilateral, de todas las operaciones que a esta hora están en las listas de espera pendientes de liquidación y que, en su mayoría, corresponden al mercado de deuda pública. A partir de este momento, de conformidad con lo establecido por el Eurosistema, las entidades sólo realizan operaciones de ajuste de su posición de tesorería, de forma que los pagos que se liquidan en la última hora de la sesión son puramente interbancarios, es decir, exclusivamente por cuenta propia y no por la de sus clientes.

A las 18 horas, finaliza la sesión para la comunicación de órdenes de pagos interbancarios. No obstante, durante la media hora siguiente, las entidades pueden realizar un último ajuste de su posición, utilizando como contrapartida a su banco central, ya sea para colocar su sobrante de liquidez o para disponer de financiación hasta el día siguiente. En ambos casos, las entidades utilizan las denominadas facilidades permanentes, de depósito o de crédito, sujetas al tipo de intervención de las subastas semanales del BCE disminuido o incrementado en un punto porcentual, respectivamente.

## 5. La reforma de los sistemas netos

Los gobernadores de los bancos centrales de la Unión Europea admitieron que, simultáneamente con el sistema TARGET, podían convivir sistemas de pagos netos. La condición exigida para que los sistemas netos pudieran continuar funcionando fue que, además de liquidar en el banco central, tenían que cumplir con los principios establecidos para la reducción de riesgos en el denominado informe *Lamfalussy*. Básicamente, las medidas contenidas en dicho informe van en la línea de las que se describen a continuación, distinguiendo tres diferentes niveles.

En el primer nivel, las medidas actúan limitando el endeudamiento neto, es decir, la capacidad neta de pago de cada entidad participante frente a cada una de las demás (límites bilaterales netos) y frente al conjunto del sistema (límite global o multilate-

ral). El establecimiento de estos límites presupone la existencia de otros sistemas netos y, en última instancia, de sistemas brutos en los que tendrán que liquidarse los compromisos de pago que no quepan dentro de dichos límites, lo que equivaldría, por tanto, a trasladar a este último tipo de sistemas los riesgos expulsados de los sistemas netos. Obviamente, la eficacia de esta medida es muy limitada; puesto que no supone más que una restricción cuantitativa del riesgo, sin que exista garantía de pago siquiera dentro de los límites establecidos.

En un segundo nivel, las medidas que se han de establecer tienen por objeto asegurar la liquidación o, lo que es lo mismo, evitar que, si alguna entidad no cuenta con los fondos necesarios para hacer frente a su deuda con el sistema, la liquidación multilateral no deje de realizarse. Para ello, las restantes entidades se comprometen a facilitar crédito a la entidad fallida, normalmente en proporción al límite bilateral que le tienen concedido. Este procedimiento permite eliminar el riesgo de liquidación que se genera dentro del propio sistema neto, puesto que, a través del crédito que otorgan las restantes entidades participantes, podría considerarse, siempre que exista la adecuada base jurídica, que la liquidación multilateral llega a buen fin y que, por tanto, los compromisos individuales de pago implícitos en los saldos netos quedan liquidados. La aplicación de las líneas de crédito, en el supuesto de que fallara una entidad por no tener fondos suficientes para hacer frente a su posición neta deudora, implicaría la realización de un pago adicional por parte de cada una de las restantes entidades a favor de la entidad fallida. Tras dicho pago adicional, la posición deudora de la entidad fallida frente al conjunto del sistema se eliminaría, mientras que el resto de las entidades verían aumentada su posición neta deudora o reducida su posición neta acreedora frente al sistema, por la aplicación respectiva de las líneas bilaterales de crédito. Indudablemente, la efectividad de estas medidas dependería de si las entidades comprometidas a otorgar el crédito a la entidad fallida dispusieran de liquidez suficiente. De no ser así, y si no existen otras medidas de respaldo, la única solución para asegurar la liquidación es que el sistema contemple la posibilidad, cuando se presenten tales fallos de

liquidez, de aplicar las veces que sea necesario el esquema previsto de líneas de crédito.

El tercer nivel de medidas aplicables trata, por una parte, de reforzar las medidas del nivel anterior, y, por otra, de reducir el riesgo de sistema, consecuencia del efecto externo, o contaminante para otros sistemas, y derivado de la desviación producida en las posiciones netas finales tras la aplicación de las líneas bilaterales de crédito. Consiste en la aportación de garantías por parte de cada una de las entidades participantes, en proporción a su límite de endeudamiento frente al conjunto del sistema, a los límites bilaterales que tengan otorgados a las demás entidades o a ambos parámetros a la vez. Las garantías de la entidad fallida servirán para respaldar, hasta donde alcancen y en la proporción correspondiente, los créditos concedidos, en su caso, por las demás entidades participantes. Las garantías de estas últimas entidades, en la medida en que se hagan líquidas en la misma fecha en que tiene lugar el fallo, reducirán la probabilidad de que se desencadenen nuevos incumplimientos de pago. Lógicamente, la capacidad de reducción de estos riesgos dependerá del nivel de garantías aportadas. Normalmente se considera suficiente que las garantías aportadas por todo el conjunto de entidades cubra el riesgo producido en el caso de que falle la entidad que tenga asignado el mayor límite de endeudamiento frente al sistema.

Actualmente, dentro del Eurosistema, existen cuatro sistemas netos de grandes pagos funcionando simultáneamente con TARGET: la Cámara de la Asociación Bancaria del Euro (Euro 1), la *Euro Access Frankfurt, Paris Net Settlement*, y el Servicio Español de Pagos Interbancarios (SEPI). Las cuatro cámaras compensan pagos transfronterizos de gran importe y han sido adaptadas para conseguir el cumplimiento de los «principios Lamfalussy».

De estos cuatro sistemas, Euro 1 es el que absorbe mayor volumen de negocio; procede de la antigua Cámara de Compensación del ECU; se trata de una cámara paneuropea, exclusivamente para pagos transfronterizos en euros. Euro 1 mantiene la cuenta de liquidación y el depósito en garantía en el Banco Central Europeo, institución que, a su vez, es la responsable de su

supervisión. La cámara realiza la compensación y liquidación de las operaciones ordenadas por sus 72 bancos participantes. Los otros tres sistemas canalizan, además de pagos transfronterizos, pagos nacionales.

Durante 1999, la participación de los distintos sistemas en el número total de pagos cursados por los sistemas netos fue del 49 por 100, 34 por 100, 14 por 100 y 3 por 100 en los casos de Euro 1, la cámara alemana, el servicio de París y del sistema español, respectivamente. De la evolución mostrada por los distintos sistemas a lo largo de 1999, destaca la tendencia creciente mostrada por la Cámara de la Asociación Bancaria del Euro, frente a una pérdida de protagonismo de los demás sistemas netos. (Véase Cuadro 1 en el Recuadro).

## 6. Pagos al por menor

La armonización y eficiencia conseguida en los sistemas de grandes pagos es una de las tareas pendientes de introducir en los pagos de pequeña cuantía. No existe una cámara de compensación ni un sistema organizado a nivel europeo para liquidar los pagos transfronterizos al detalle. Estos pagos continúan procesándose prácticamente de la misma forma que venía siendo habitual con anterioridad a la introducción del euro, es decir, a través de los corresponsales bancarios extranjeros. Las liquidaciones son realizadas por las entidades bancarias, mediante la utilización de corresponsalías bilaterales. Las órdenes de pago se ejecutan, según los procedimientos y medios disponibles en cada caso, sin que existan unos principios generales o un mecanismo común para su procesamiento.

Entre las razones que explican la situación se encuentra que hasta muy recientemente los bancos centrales no han tomado iniciativas dirigidas a impulsar la organización de un sistema para los pequeños pagos. Los bancos centrales, como se ha comentado anteriormente, tenían como prioridad máxima la creación de un sistema de liquidación transfronteriza de grandes pagos, para la implantación de la política monetaria única. No obstante, debe advertirse que es la propia banca la que normalmente se encarga de la gestión de los pagos al por menor,

aunque compete a los bancos centrales la supervisión de los mismos.

Por el momento, como no existe una infraestructura y unos métodos armonizados que sustenten los pagos al por menor, el procesamiento de los mismos sigue los citados esquemas de acuerdos bilaterales de corresponsalía entre las entidades financieras, lo que genera una gran diversidad de costes y de repercusión de los mismos sobre el ordenante. Además, por su importancia poco significativa en relación a los grandes pagos transfronterizos, las entidades han tendido a retrasar la introducción de mecanismos automatizados para el tratamiento de los pagos al detalle.

Los factores anteriores suponen unos costes muy elevados para los bancos. Dichos costes, junto con la baja o nula capacidad de negociación del ordenante de un pago de bajo importe, han degenerado en un sistema bastante ineficaz.

En consecuencia, la liquidación transfronteriza de los pequeños pagos se caracteriza por una extremada diversidad según los países y las distintas entidades de crédito, por la aplicación de unos costes altísimos, que pueden alcanzar, a veces, más del 15 por 100 del valor del pago, y por un gran retraso en su ejecución.

La creación del mercado único europeo requiere, sobre todo a partir del 1 de enero de 2002, cuando entren en circulación los billetes y monedas euros, que los pagos transfronterizos realizados por las empresas y consumidores presenten unas características, si no idénticas, sí al menos homogéneas.

Para conseguir dicho objetivo, la Comisión Europea y el Banco Central Europeo están realizando una labor coordinada. En primer lugar, se ha promulgado la Directiva CE/97/5, de 27 de enero de 1997, de transposición obligatoria desde agosto de 1999, que establece unas normas comunes de transparencia y ejecución de órdenes de pago transfronterizas, dirigidas a conseguir una mayor eficiencia de dichos pagos y, con ello, una reducción significativa de sus costes. La Directiva, obligatoria para los pagos inferiores a 50.000 euros, exige que, el 1 de enero de 2002 exista una transparencia sobre el coste de las órdenes de pago para el ordenante de las mismas, que las tari-

**RECUADRO**

**Utilización de TARGET**

Desde el nacimiento del sistema TARGET, hace poco más de un año, las órdenes de pago procesadas a través del mismo no han parado de crecer, en detrimento de la utilización de otros sistemas. En estos momentos

acceden al sistema más de 34.000 entidades de crédito. A pesar de que TARGET es, en principio, más caro que sus sistemas competidores, su rapidez, seguridad y amplio horario parecen imponerse.

**CUADRO 1**  
**PAGOS PROCESADOS POR TARGET Y POR OTROS SISTEMAS INTERBANCARIOS DE TRANSFERENCIA DE FONDOS EN 1999**

A) Número de órdenes	I	II	III	IV
<b>TARGET</b>				
Total pagos				
Volumen total.....	9.756.845	10.289.259	10.759.496	11.452.184
Media diaria.....	154.871	158.296	163.023	176.187
Pagos transfronterizos				
Volumen total.....	1.562.233	1.837.435	1.980.267	2.073.391
Media diaria.....	24.797	28.268	30.004	31.898
Pagos nacionales				
Volumen total.....	8.194.612	8.451.824	8.779.229	9.378.793
Media diaria.....	130.073	130.028	133.019	144.289
<b>Otros sistemas</b>				
<b>Euro 1 (EBA)</b>				
Volumen total.....	3.306.689	4.250.282	4.726.750	5.362.563
Media diaria.....	52.487	65.389	71.617	82.501
<b>Euro Access Frankfurt (EAF)</b>				
Volumen total.....	2.996.555	2.948.742	3.037.469	3.114.109
Media diaria.....	47.564	45.365	46.022	47.909
<b>Paris Net Settlement (PNS)</b>				
Volumen total.....	1.370.755	1.318.159	1.248.698	1.259.603
Media diaria.....	21.758	20.279	18.920	19.379
<b>Servicio Español de Pagos Interbancarios (SEPI)</b>				
Volumen total.....	299.860	289.174	260.327	252.381
Media diaria.....	4.760	4.449	3.944	3.883
B) Importe de las órdenes (m. m. euros)	I	II	III	IV
<b>TARGET</b>				
Total pagos				
Importe total.....	60.703	58.860	58.347	61.561
Media diaria.....	964	906	884	947
Pagos transfronterizos				
Importe total.....	21.969	22.838	23.366	25.063
Media diaria.....	349	351	354	386
Pagos nacionales				
Importe total.....	38.734	36.022	34.981	36.498
Media diaria.....	615	554	530	562
<b>Otros sistemas</b>				
<b>Euro 1 (EBA)</b>				
Total.....	11.000	10.777	11.056	11.382
Media diaria.....	175	166	168	175
<b>Euro Access Frankfurt (EAF)</b>				
Total.....	10.823	9.587	9.331	9.300
Media diaria.....	172	147	141	143
<b>Paris Net Settlement (PNS)</b>				
Total.....	5.767	6.125	5.869	6.280
Media diaria.....	92	94	89	97
<b>Servicio Español de Pagos Interbancarios (SEPI)</b>				
Total.....	340	226	204	171
Media diaria.....	5	3	3	3

FUENTE: Banco Central Europeo.

### RECUADRO (continuación)

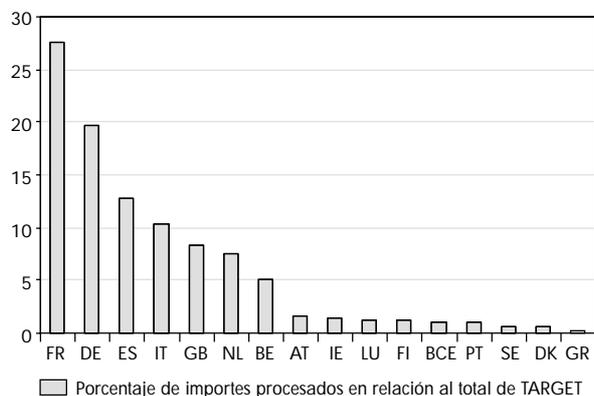
#### Utilización de TARGET

La importancia de la transferencia de fondos a través de TARGET se ha concretado tanto en el volumen o número de operaciones, como en el valor de los pagos de las mismas. Con respecto al número de operaciones (véase Panel A del Cuadro 1), la media diaria se situó en unas 176.000 operaciones, lo que supone más del doble del número de pagos canalizado por el primer competidor de TARGET, el sistema Euro 1 de la Asociación Bancaria del Euro (EBA). Del número total de pagos vía TARGET, un 81 por 100 corresponde a pagos nacionales; el número de

pagos transfronterizos, si bien de menor importancia, vienen registrando, mes a mes, un aumento significativo. En el Panel B del Cuadro 1 se presenta el valor de los pagos procesados por TARGET. Teniendo en cuenta la cuantía de los pagos, la primacía de TARGET resalta y se hace más notoria. En el último trimestre de 1999, el valor medio de las operaciones diarias ascendió a 947 m. m. de euros, frente a los 175 m. m. de euros 1, los 143 m. m. de euros de la Cámara de Francfort y los 97 m. m. de euros procesados por el Sistema de Liquidación Neto de París.

GRAFICO 1

#### UTILIZACION DE TARGET EN 1999 (Distribución por países)



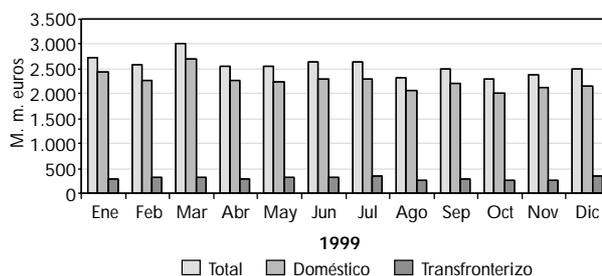
NOTA: Importe de las operaciones domésticas más los pagos transfronterizos enviados.  
FUENTE: Banco Central Europeo.

El país que utiliza TARGET en mayor medida es Francia, con una participación cercana al 30 por 100 del total. A lo largo de 1999, España ha mantenido el tercer lugar en el uso de TARGET. En relación al conjunto, la participación española en el total de pagos procesados fue del 15 por 100 aproximadamente, de los cuales los pagos transfronterizos realizados ascendieron al 4 por 100. (Véase Gráfico 1).

Los datos correspondientes a España están presentados en el Gráfico 2. El componente español de TARGET registra una ligera preponderancia de los pagos recibidos sobre los enviados. El número de pagos transfronterizos procesados, tanto los enviados como los recibidos, ha seguido una tendencia creciente desde el mes de enero de 1999 y, en especial, los pagos recibidos por órdenes de clientes. En 1999, el número medio de operaciones diarias procesadas a través de TARGET ascendió a unas 8.800 de las que un 8 por 100 correspondieron a pagos transfronterizos.

GRAFICO 2

#### COMPONENTE ESPAÑOL DE TARGET



NOTA: Las operaciones transfronterizas se refieren únicamente a los pagos enviados al exterior desde el componente español de TARGET.  
FUENTE: Banco Central Europeo.

En cuanto al importe de las transferencias de fondos diarias en España a través de TARGET, el valor medio del total de operaciones se situó en unos 120 m. m. de euros, de los que 105 m. m. correspondieron a pagos nacionales y 15 m. m. a pagos transfronterizos.

Del total de pagos transfronterizos recibidos por España, un 42 por 100 provino de Alemania, un 12,5 por 100 de Italia, un 11 por 100 de Francia y un 10 por 100 del Reino Unido. Por su parte, los principales receptores de pagos transfronterizos ordenados por España fueron Alemania, con una participación del 36 por 100 y el Reino Unido y Francia, con una participación en el total del 13 por 100 aproximadamente. En términos netos, a través del componente transfronterizo de TARGET, España recibió liquidez de Alemania, del Reino Unido y, en menor medida de Holanda, de Portugal y de Italia, al tiempo que suministró liquidez neta al BCE y a Francia. Los pagos netos entre España y el resto de países no mencionados fue bastante insignificante.

En 1999, los pagos procesados por TARGET en España supusieron el 60 por 100 del número total de grandes pagos interbancarios y el 95 por 100 del importe total de los mismos. El resto de los grandes pagos fueron cursados a través del Servicio Español de Pagos Interbancarios (SEPI).

fas sean cargadas exclusivamente al ordenante y que el retraso máximo de liquidación sea de 6 días hábiles.

En España, la Ley 9/1999, de 12 de abril, sobre el régimen jurídico de las transferencias entre Estados miembros de la Unión Europea, traspone la Directiva Comunitaria. Sin embargo, dentro de los quince, Bélgica, Grecia, Italia y Portugal, todavía no han efectuado la transposición pertinente, lo que refleja lo difícil que resulta avanzar en el proceso de desarrollo de un sistema armonizado de pequeños pagos a nivel europeo.

El Banco Central Europeo, en septiembre de 1999, ha declarado su intención de conseguir unos patrones normalizados para los pagos transfronterizos al detalle, de forma que el coste y el plazo de liquidación de los mismos estén próximos a los de los pagos nacionales. El Banco Central Europeo ha definido unos objetivos muy concretos, a alcanzar el 1 de enero de 2002 a más tardar, como son la ampliación de los servicios de pago, la reducción de los costes y de los tiempos de ejecución y la implantación de unas normas comunes de funcionamiento de las entidades de crédito. En principio, tales objetivos son tarea de las propias entidades. No obstante, si se produjera una dilación en su consecución, el Banco Central Europeo tendería a adoptar una postura más activa, de forma que la moneda única también sea una realidad en el terreno de los pagos al por menor.

## 7. Los sistemas de liquidación de valores

La liquidación de pagos y la de valores guardan un importante paralelismo. Las mismas razones apuntadas en el ámbito de los pagos para la existencia de sistemas de liquidación ágiles, eficientes y seguros prevalecen también en el ámbito de los valores. Asimismo los procedimientos seguidos para la liquidación de ambos tipos de activos son también paralelos. En ambos casos la liquidación tiene lugar mediante la movilización de anotaciones contables, para llevar a cabo el cambio de titularidad que implica la liquidación de cada uno de ellos.

En el caso de los pagos es normalmente el banco central el que, mediante anotaciones contables, traspa los fondos

correspondientes desde la cuenta corriente de tesorería de la entidad pagadora a la entidad acreedora. En el caso de los valores, puesto que éstos se representan mediante anotaciones en cuenta, es la central de anotaciones, (encargada del registro central de los valores), o bien un sistema de liquidación de valores, quien se encarga de hacer las transferencias de valores desde la cuenta de valores del vendedor a la cuenta de valores del comprador. La entidad liquidadora de los valores se encarga además de enviar al sistema de pagos (normalmente al gestionado por el banco central) las órdenes de pagos, brutas o netas, asociadas a la compraventa de valores, con el fin de que la liquidación de pagos y de valores se realice bajo el denominado principio de entrega contra pago. Así, la liquidación de valores queda condicionada a la de pagos, y viceversa, de forma que ambas liquidaciones alcancen simultáneamente el carácter de firmes e irrevocables, para evitar el riesgo de principal del comprador y del vendedor.

No obstante, debe mencionarse un elemento diferencial entre los sistemas de liquidación de pagos y de valores. Se trata de la mayor dificultad de estos últimos para funcionar bajo el esquema de liquidación bruta en tiempo real, sobre todo cuando se trata de emisiones de valores que alcanzan volúmenes de negociación muy altos en relación al saldo en circulación. Cuando esto sucede, es decir cuando los mismos valores están sometidos a un elevado índice de rotación de forma que cambian varias y sucesivas veces de titular por ser objeto de diferentes operaciones de compraventa, la liquidación de los mismos, operación a operación y de forma continua puede resultar incluso más difícil que en el ámbito de los pagos. Dos son las razones que hacen que el proceso de liquidación real de los valores se ralente y que, incluso, se pare. La primera es que mientras que el dinero, siempre que esté expresado en la misma moneda, es absolutamente fungible, en los valores tal fungibilidad sólo se produce dentro de los valores de una misma emisión. La segunda es que, mientras que en el ámbito de los pagos la provisión de financiación intradía puede alcanzar volúmenes muy importantes (incluso ilimitados si los bancos centrales no pusieran la limitación de entregar garantías a cambio), en el ámbito de los

valores ni siquiera está prevista la figura equivalente, es decir, la del préstamo intradía de valores. Esto es debido a la dificultad de designar y encontrar una entidad que disponga de una cartera lo suficientemente importante y diversificada como para poder prestar al sistema los valores necesarios para que el proceso no se detenga. Como resultado, los sistemas de liquidación de valores o bien son sistemas netos puros o responden más a un modelo híbrido, en el que se alternan ciclos de liquidación netos, que se repiten varias veces al día, con procesos de liquidación continua entre cada uno de los ciclos netos.

Al igual que los sistemas de pago, los sistemas de liquidación de valores están experimentando transformaciones profundas. La ejecución de la política monetaria del Banco Central Europeo y la implantación del sistema TARGET han puesto en el punto de mira a los valores, por su función de respaldar las operaciones que las entidades de crédito, incluidas las intradía, realizan con el Eurosistema. En este caso las reformas tienen su origen en las condiciones impuestas por los bancos centrales como usuarios de los sistemas de liquidación de valores y no como reguladores o supervisores de los mismos, puesto que estas funciones no siempre son competencias de los bancos centrales.

No obstante, cabe señalar que el objetivo de la cobertura de riesgos por parte de los bancos centrales nacionales no ha sido el único factor que ha inducido la reforma de los sistemas de liquidación de valores. El establecimiento del euro, al introducir una mayor competitividad tanto entre las entidades como entre los propios sistemas, ha reforzado la necesidad de seguir los criterios de eficiencia y globalización como guías para el desarrollo de los mismos.

Dentro del ámbito de los bancos centrales, la primera medida en este sentido fue la adopción por el Instituto Monetario Europeo, en noviembre de 1997, de una serie de normas de cumplimiento mínimo obligatorio por los sistemas de liquidación de valores, para poder ser utilizados en las operaciones de política monetaria y en las de financiación intradía asociadas al sistema TARGET. Las normas pretendían, como en el caso de los pagos, dotar de una mayor seguridad a los sistemas, una limitación de

los riesgos, una adaptación a los mecanismos de funcionamiento de TARGET, y una armonización del marco legal.

Posteriormente, el Eurosistema ha ido analizando los distintos sistemas de acuerdo con los criterios mencionados. Aquellos sistemas de liquidación de valores que cumplen todos los requisitos establecidos pueden ser utilizados sin ninguna precondición, mientras que los sistemas que adolecen de algún incumplimiento tienen un acceso restringido a las operaciones del Eurosistema. Las limitaciones impuestas desaparecen cuando, tras las revisiones periódicas que se efectúan, se verifica que los sistemas han implantado todas las normas.

Por otra parte, la creciente necesidad del uso transfronterizo de los valores, tanto para operaciones de política monetaria como para las interbancarias del mercado monetario único, ha llevado a un proceso de enlaces entre las centrales liquidadoras de los mismos. Dichos enlaces, para poder ser utilizados por el Eurosistema, han de ser aprobados por su Consejo de Gobierno. Hasta ahora son 53 los enlaces que han pasado satisfactoriamente el examen sobre las condiciones establecidas por el Eurosistema para comprobar que los mismos disponen de la adecuada base operativa, técnica y legal.

La red de enlaces entre centrales liquidadoras pertenecientes a diferentes países de la zona euro permite la movilización de valores entre centrales y, por tanto, entre entidades de contrapartida localizadas en diferentes países que, de esta forma, pueden liquidar las operaciones de compraventa que realicen entre ellas. A su vez, los enlaces permiten que en una central puedan registrarse los valores extranjeros emitidos a través de las centrales incluidas en la red. Así, en cada país se pueden negociar y liquidar dichos valores extranjeros tanto entre entidades nacionales como entre éstas y el correspondiente banco central nacional y utilizando los procedimientos e infraestructuras nacionales. De esta manera los citados enlaces propician no sólo la integración de los mercados financieros, sino también la diversificación de las carteras de valores de las entidades europeas.

Los enlaces efectuados por las centrales españolas están recogidos en el Cuadro 2 pero están en curso más enlaces con otras centrales europeas. La Central de Anotaciones de Deuda Espa-

CUADRO 2

**ENLACES ESPAÑOLES ADMITIDOS POR EL SEBC**

Sistemas españoles	Sistemas extranjeros
CADE .....	Clearstream (Alemania)
CADE .....	SICOVAM (Francia)
CADE .....	Monte Titoli (Italia)
SCLV .....	Monte Titoli (Italia)

NOTAS:

CADE: Central de Anotaciones de Deuda Española.

SCLV: Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

SICOVAM: Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobiliaries.

ñola (CADE), sistema de registro y liquidación de la deuda pública española gestionado por el Banco de España, ha finalizado tres enlaces, con los sistemas de Alemania, Francia e Italia. Por su parte, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV), sistema de liquidación de los valores privados supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, ha realizado un enlace con la central de liquidación italiana.

Por último, es importante destacar que, dentro de las reformas surgidas en los mercados, las centrales depositarias de valores más significativas están desarrollando una serie de iniciativas consistentes en fusiones u otras formas de integración, tendentes a conseguir la primacía en el registro y liquidación de los valores europeos<sup>2</sup>. Si se consolidan dichas iniciativas, se tenderá a una estructura concentrada en un número de centrales bastante reducido, en la que seguramente algunas de ellas se configuraran como centrales supranacionales que absorberán el grueso del negocio internacional. Las restantes centrales mantendrán enlaces con las supranacionales pero su negocio continuará desarrollándose principalmente en el ámbito nacional.

## 8. Conclusiones

Durante los últimos años, los sistemas de pagos han pasado a ser un tema de gran actualidad en el ámbito europeo. La cons-

trucción de un área monetaria nueva ha desencadenado un proceso de análisis y estudio de dichos sistemas, con el fin de llevar a cabo las reformas y mejoras necesarias. Dos han sido las áreas en las que el euro ha impulsado mayores transformaciones: la relativa a los grandes pagos y la que comprende los sistemas de liquidación de valores. En cuanto a los sistemas de pagos al por menor, hay que señalar que su desarrollo está siguiendo una evolución mucho más lenta.

Los grandes pagos se han visto convulsionados por el nacimiento de TARGET, un sistema creado de la integración de los sistemas de pago nacionales gestionados por cada uno de los bancos centrales de la UE, y dirigido a conseguir un sistema de grandes pagos interbancarios seguro y eficaz dentro del conjunto de la Unión. El Servicio de Liquidación del Banco de España, el componente español del sistema TARGET ha llevado a cabo las reformas necesarias para participar en el nuevo sistema de pagos europeo, aunque conservando las características diferenciales respecto a otros sistemas.

A su vez, los pagos transfronterizos al detalle están siendo objeto de una mayor atención por parte de las autoridades europeas, ante la problemática del gran coste y la dilatada tardanza de liquidación que presentan los mismos en comparación con los pagos nacionales. En esta área, se pretende una mayor eficacia de los mecanismos existentes, así como el uso de unos patrones comunes por parte de las distintas entidades bancarias, que faciliten la transferencia de fondos efectuada por los pequeños empresarios y los consumidores, de manera que éstos puedan beneficiarse, al igual que los ordenantes de pagos de gran importe, de la implantación del euro.

Asimismo, los sistemas de liquidación de valores han comenzado a registrar profundas modificaciones, puesto que el mercado monetario único y el sistema de pagos integrado exigen la existencia de unos sistemas de registro y de liquidación de valores ágiles, seguros y rápidos, para la movilización de los valores, tanto en el ámbito nacional como en el transfronterizo.

En definitiva, nos encontramos en una situación verdaderamente interesante de transformaciones profundas, dirigidas hacia la eliminación real de las fronteras en materia de pagos y de liquida-

<sup>2</sup> Las principales iniciativas son, hasta el momento, *Clearstream* (resultado de la fusión de *Cedel* y *Deutsche Börse Clearing*) y una alianza entre *Euroclear* y *SICOVAM*, que podría dar lugar finalmente a una fusión.

ción de los mercados monetarios y financieros europeos. Una vez que el proceso haya finalizado, podremos afirmar que se ha alcanzado la consolidación del área monetaria europea.

### Referencias bibliográficas

- [1] ANGELINI, P. (1993): *On the Economics of Interbank Payment Systems*. Banca d'Italia, 1993.
- [2] BENSTON, G. J. y KAUFMAN, G. G. (1995): «Is the Banking and Payment System Fragile?», *Journal of Financial Services Research*, número 9.
- [3] BCE (1998): *Standards for the Use of EU Securities Settlement Systems in ESCB Credit Operations*, enero.
- [4] BCE (1998): *Assessment of EU Securities Settlement Systems Against the Standards for Their Use in ESCB Credit Operations*, septiembre.
- [5] BCE (1999): *Assessment of Links between Securities Settlement Systems and Updating Assessment of Securities Settlement Systems*, mayo.
- [6] BCE (1999): *Improving Cross-border Retail Payment Services. The Eurosystem's View*, septiembre.
- [7] BIS (1990): *Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries*, noviembre.
- [8] BIS (1997): *Real-Time Gross Settlement Systems*, marzo.
- [9] BIS (2000): *Core Principles for Systemically Important Payment Systems*, febrero.
- [10] BORIO, C. E. V. y BAN DEN BERGH, P. (1993): «The Nature and Management of Payment System Risks: An International Perspective», BIS, *Economic Paper*, número 36.
- [11] CLEARING & NETTING (1994): «Le clearing et le netting. Notions fondamentales», *Revue de la Banque*, número 3.
- [12] EMI (1995): *The TARGET System (Trans-European Real-time Gross Settlement Express Transfer System: A Payment System Arrangement for Stage Three of EMU)*, mayo.
- [13] EMI (1997): *EU Securities Settlement Systems - Issues Related to Stage Three of EMU*, febrero.
- [14] GIL, G. (1999): «La Unión Monetaria Europea: el papel del Banco de España», *Perspectivas del Sistema Financiero*, número 66.
- [15] GIL, G. (1999): «Seis meses de UEM: mercados, pagos y valores», *26 Jornadas de los Mercados Financieros*, Sevilla, junio.
- [16] LOPEZ PEDRUELO, J. (1997): «Cámara de Compensación Bancaria de Madrid: el Servicio Español de Pagos Interbancarios», *Boletín Económico del Banco de España*, noviembre.
- [17] NUÑEZ, S. (1994): *Perspectivas de los sistemas de pagos: una reflexión crítica*, Banco de España, Documento de trabajo, número 9.429.
- [18] ROCHET, J. C. y TIROLE, J. (1995): «Controlling Risk in Payment Systems» en *Prévention des risques dans les Systèmes d'Echanges entre banques*, estudio financiado por la Banque Nationale de París.