

---

# El mercado interbancario ante la Unión Monetaria Europea

## 1. INTRODUCCIÓN

El proceso de unión monetaria que se está llevando a cabo dentro de la Unión Europea introduce una serie de cambios en el sistema financiero español cuyas consecuencias en distintos ámbitos deben ser analizadas.

En este artículo, se reflexiona sobre la posible evolución del mercado interbancario de depósitos en los próximos años. Las conclusiones que se puedan obtener sobre este mercado serán aplicables (evidentemente, con ciertos matices) a otros mercados interbancarios, como pueden ser el de permutas financieras (SWAPs) y el de FRAs.

Para llevar adelante esta tarea, se recurre al estudio de varios mercados de depósitos interbancarios. Por un lado, se considera necesario explicitar las características actuales del mercado español (apartado 2) y, por otro, se comentan brevemente también las características básicas de los mercados francés, alemán, británico, italiano y estadounidense (apartado 3). Además, se tienen en cuenta aquellas modificaciones del entorno que se piensa serán de mayor importancia en el futuro desarrollo del citado mercado (apartado 4). Dichos cambios son, en concreto, la introducción del euro, el establecimiento del sistema de grandes pagos denominado TARGET y la modificación del esquema de instrumentación de la política monetaria única. Finalmente, en el apartado 5 se recogen las conclusiones.

## 2. EL MERCADO INTERBANCARIO ESPAÑOL

Una característica común a todos los mercados interbancarios de depósitos es la negociación a plazos muy cortos y, de hecho, la concentración de la operativa en transacciones cuyo vencimiento se sitúa en el siguiente día hábil a la fecha de contratación (1). Por ello, tanto en este apartado como en los siguientes, las cifras que se aportan se refieren a este tipo de operaciones.

Asimismo, cualquier mercado interbancario de depósitos está estrechamente ligado a la forma de actuar del banco emisor. Todas las características de estos mercados, desde los volúmenes de negociación hasta la variabilidad de los tipos de interés, están, de alguna manera, relacionadas con la forma que el banco central tiene

---

(1) Evidentemente, si en lugar de prestar atención a la negociación se atiende a los saldos vivos por plazos, la importancia cuantitativa de los plazos más largos aumenta considerablemente.

de instrumentar la política monetaria (frecuencia de las subastas regulares, frecuencia de las operaciones de ajuste, estabilidad de los tipos de intervención, número de contrapartidas, etc.).

Tal como está organizado nuestro mercado, una entidad ha de estar adherida al Servicio Telefónico del Mercado de Dinero (STMD) para poder participar en el mismo. En nuestro país, al cierre de 1997, existían 307 entidades de depósito, de las que 159 eran bancos, 51 eran cajas de ahorros y 97 eran cooperativas de crédito; dadas de alta en el STMD para operar en el mercado interbancario de depósitos hay en la actualidad 226 entidades [entre las que se halla el Instituto de Crédito Oficial (ICO), que, en términos estrictos, no es una entidad de depósito]. En concreto, se trata de 137 bancos, 51 cajas de ahorros y 37 cooperativas de crédito. Como se desprende de las cifras anteriores, es en el sector de cooperativas de crédito donde la utilización del mercado interbancario de depósitos es porcentualmente menor.

Este uso más reducido del mercado se debe a que estas entidades generalmente entienden que los costes (derivados del proceso de búsqueda, comisiones, gestión, etc.) superan a los beneficios (que conllevaría una gestión más dinámica de la tesorería). El hecho de que las entidades de tamaño reducido, o bien no accedan al mercado interbancario de depósitos, o bien lo hagan con poca frecuencia, es una característica común a estos mercados, con independencia del país objeto de estudio.

Las cooperativas que no participan en el mercado interbancario a través del STMD trasvasan sus excedentes de liquidez al Banco Cooperativo Español, que presta sus fondos disponibles en el mercado. Este banco es, sin duda, la entidad que presta un volumen mayor de fondos en el mercado. Eventualmente, puede realizar alguna toma de fondos de importancia menor y, generalmente, con cooperativas de crédito participantes en el mercado, a las que, por otro lado, también puede prestar en caso de ser necesario.

Dentro del propio mercado interbancario cabe distinguir distintos grupos de entidades, dependiendo de su posición. Por un lado, existen entidades, aparte del ya mencionado Banco Cooperativo Español, que son prestamistas netas, como las cajas de ahorros (2) y las cooperativas de crédito. Por otro, la banca extranjera y la mayoría de la gran banca nacional son entidades

(2) En términos medios, algunas cajas de ahorros pueden tener una posición deudora en el día a día; sin embargo, su posición global, cuando se tienen en cuenta sus operaciones a plazos más amplios, termina siendo acreedora.

tomadoras de fondos en términos netos. Finalmente, el resto de bancos nacionales no tienen una posición tan definida y, por tanto, se pueden encontrar ejemplos en uno y otro sentido.

Existe también un grupo de entidades, tomadoras de fondos en su mayor parte (aunque también hay alguna prestamista), que reciben un trato marginal por parte del resto de instituciones, de forma que los precios cruzados en sus operaciones son sistemáticamente peores que los existentes en el mercado. En este grupo se hallaría la banca extranjera de pequeño tamaño y, en particular, los bancos japoneses.

Además de las entidades que negocian los depósitos interbancarios, en el mercado es muy relevante la participación de los mediadores. Su labor consiste en disminuir los costes de búsqueda a las entidades negociantes a cambio de comisiones sobre el volumen de las operaciones cruzadas; dicha labor se realiza básicamente mediante la recogida y difusión de información sobre la situación del mercado. En concreto, en el mercado interbancario español de depósitos, el número de mediadores es de diez, y para dar una idea de la importancia de su labor, baste con decir que su intermediación se produjo casi en el 60 % de los volúmenes negociados durante el primer trimestre de 1997.

Se puede hablar de dos tipos de operaciones, mediadas y no mediadas, ya que tienen características diferentes. Las operaciones no mediadas suelen ser de mayor volumen que las intermediadas y son realizadas asiduamente por entidades cuya posición es muy regular, ya sea deficitaria o excedentaria de fondos, y de cierta cuantía (3). Estas entidades tienden a ponerse en contacto entre sí de forma directa, puesto que el proceso de búsqueda es prácticamente inexistente, y de esta forma se ahorran costes de comisiones. Sin embargo, cuando los importes son reducidos o las entidades que tratan de realizar una operación no están siempre en el mercado con la misma posición de tesorería, suelen ser precisos los servicios de mediación.

El STMD es el sistema de grandes pagos a través del cual se liquidan, entre otras, las operaciones del mercado interbancario de depósitos, mediante los correspondientes asientos en las cuentas que las entidades mantienen en el Banco de España.

La nota característica de este sistema en relación con los existentes en el resto de países

(3) En el primer trimestre de 1997, el volumen medio de las operaciones mediadas se situó en los 3,3 mm, mientras que el correspondiente a las operaciones directas alcanzó los 6,1 mm.

es que el STMD es, a su vez, un registro de las operaciones cruzadas, lo que posibilita al sistema que la operación de devolución de los fondos prestados, junto con los intereses devengados, sea realizada de forma automática. Gracias a ello, las entidades obtienen una mayor seguridad jurídica y ven reducidos sus costes administrativos en el área de tesorería, en la medida en que no son precisas las segundas comunicaciones de las operaciones concertadas.

Además, el Banco de España, como gestor del STMD, obtiene una información estadística sobre la actuación de las entidades en este mercado (4), parte de la cual es devuelta diariamente de forma agregada al propio mercado.

Aunque en los casos portugués e italiano también existe un centro que registra las operaciones cruzadas en el mercado interbancario, la situación más frecuente es que la operativa de este mercado se desarrolle mediante la ejecución de dos transferencias bancarias de sentido contrario (la primera de ellas ordenada por el prestamista y la segunda, por el prestatario), de forma que la información sobre tipos de interés y volúmenes cruzados solo se obtiene, de forma indirecta, a partir de los mediadores más importantes de cada mercado (5).

### 3. OTROS MERCADOS INTERBANCARIOS DE DEPÓSITOS

#### 3.1. El mercado francés

En el mercado francés de depósitos interbancarios la negociación es bilateral y puede realizarse de forma directa o a través de intermediarios, de los que existen dos tipos claramente diferenciados.

Por un lado, existen aproximadamente una treintena de *agents des marchés interbancaires* (agentes de los mercados interbancarios), conocidos como AMIs, cuya profesión exclusiva es la mediación en los mercados y, por tanto, no dan contrapartida en nombre propio, sino que se limitan a poner en contacto a las partes contratantes (6). Sus ingresos provienen del cobro de comisiones por las operaciones realizadas gracias a su mediación.

(4) En realidad, dicha información alcanza también al mercado de FRAs y al mercado de deuda pública anotada, en su segmento de negociación entre titulares de la Central de Anotaciones.

(5) Este es el caso en los mercados de Francia, Alemania, Reino Unido y Estados Unidos, que se comentan más adelante.

(6) Por lo tanto, estos mediadores son similares a los existentes en el mercado español.

Su labor, concentrando y difundiendo ampliamente la información del mercado, aumenta la liquidez del mismo; además, la utilización de los servicios de mediación persigue también un objetivo de discreción, ya que este no revela las identidades de las partes contratantes hasta que el trato se cierra (7). No obstante, dado que, al igual que en los mercados interbancarios del resto de países, cada participante en el mercado tiene establecidos unos límites internos de riesgos frente a cada una de las entidades restantes, este trato no se considera definitivamente cerrado hasta que ambas partes comprueban que tienen límite disponible para realizarlo.

Por otro lado, ciertos bancos especializados en operaciones de tesorería actúan constantemente en este mercado, dando contrapartida en nombre propio, con el fin de realizar márgenes o de arbitrar anomalías en la curva de tipos de interés.

En el mercado interbancario francés, las entidades participantes tienen, como hemos visto en el caso español, posiciones estructurales muy definidas, existiendo, por consiguiente, entidades típicamente prestamistas de fondos e instituciones habitualmente prestatarias.

Los plazos de negociación más habituales son el siguiente día hábil, *tom-next* (8), una semana, dos semanas, y uno, dos, tres, seis, nueve y doce meses. De ellos, el contrato al siguiente día hábil es el más negociado, situándose su volumen diario de contratación en el entorno de los 3.600 mm.

La liquidación en este mercado venía haciéndose hasta finales de octubre pasado en la Cámara de París; desde entonces, ha pasado a realizarse en el sistema TBF, de nueva creación, que es el sistema bruto en tiempo real que se integrará en el TARGET. No obstante, puede que esta no sea la situación definitiva, ya que la banca privada está trabajando en el diseño de un sistema neto de compensación, que en un futuro podrá canalizar buena parte de la liquidación interbancaria.

#### 3.2. El mercado alemán

En el mercado alemán de depósitos interbancarios existen dos niveles de participación:

(7) Se plantea la duda de si no existe discriminación en los tipos de interés en función de la contrapartida, teniendo en cuenta que lo que se negocia es un préstamo con la sola garantía personal.

(8) El contrato *tom-next* o *tomorrow-next* no es más que un contrato fecha valor siguiente día hábil (*tomorrow*) y plazo de un día hábil (*next*).

en el primero, numerosos bancos pequeños descansan su actividad de tesorería en sus respectivos bancos corresponsales de mayor tamaño, mientras que en un segundo nivel se sitúan entidades con una actividad mucho mayor en esta área del negocio. Al igual que en otros mercados, los grandes bancos alemanes utilizan los servicios de mediadores con menor frecuencia que el resto de participantes y tienden a realizar las operaciones de forma directa.

El plazo de negociación más habitual es el de un día; en él, la negociación media diaria durante el año 1996 se situó en los 7,1 billones de pesetas. Dicha cifra para el mercado español fue de 1,6 billones, lo que da una muy buena referencia acerca del tamaño del mercado alemán (9).

Las liquidaciones tienen lugar en un sistema de transferencias de grandes importes que en el próximo 1998 se convertirá en un sistema continuo con liquidación en tiempo real.

### 3.3. El mercado británico

En el mercado interbancario británico existen más de 500 potenciales participantes de los que activamente operan en él unos 150. La negociación suele estar mediada y las comisiones que cargan los mediadores son libres, si bien suelen existir descuentos por volúmenes de actividad; de esta forma, un usuario habitual de los servicios de mediación soporta comisiones más bajas que un usuario ocasional.

La negociación se concentra en el plazo del siguiente día hábil, que tiene una cuota del 80 % sobre el volumen contratado total; aparte de este, son muy habituales el plazo de un mes y el de tres meses, y ya son menos negociados los de la semana, dos semanas y el año.

Los grandes tomadores de fondos son los bancos americanos y japoneses y, en menor medida, pequeños bancos de inversión del Reino Unido. De hecho, el gran desarrollo de este mercado está estrechamente relacionado con la posición de los bancos americanos, claramente dependiente de la toma de fondos en este ámbito para el desarrollo de sus actividades en el país británico.

El futuro desarrollo del mercado británico estará condicionado por el hecho de que el Reino Unido no va a incorporarse el próximo 1 de enero de 1999 a la tercera etapa de la

Unión Monetaria. Por ello, el mercado interbancario de depósitos de la mayor plaza financiera europea no estará plenamente integrado en el mercado interbancario europeo.

El hecho de que el sistema de pagos TARGET esté abierto a todos los países de la Unión Europea posibilita la conexión entre el mercado británico y el mercado europeo interbancario; sin embargo, las condiciones de conexión a dicho sistema no necesariamente serán iguales para los países unidos monetariamente y para los países que no han entrado en la Unión Monetaria.

Si, finalmente, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) decide limitar la posición deudora que un banco central nacional perteneciente a un país excluido de la Unión Monetaria tiene frente al resto del sistema (10), la actuación de las entidades localizadas en el Reino Unido estará asimismo limitada. Además, dado que nunca será posible que un banco central no incluido en la Unión Monetaria mantenga al cierre del día una posición neta deudora en euros frente al Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), el sistema bancario de cualquiera de los países no integrados en la unión monetaria no podrá tener, al cierre del día, una posición neta acreedora en euros frente al conjunto del sistema bancario de la zona euro.

### 3.4. El mercado italiano

El mercado italiano descansa en un sistema automatizado de negociación electrónica, dirigido por precios; este sistema, creado en febrero de 1990, puede contemplarse como una versión del STMD español ampliada con la funcionalidad de negociación electrónica.

Este sistema de negociación soporta una gran variedad de contratos normalizados pero, como es habitual en estos casos, no admite la realización de operaciones a medida. Los contratos que permite realizar este sistema se agrupan en cinco tipos distintos, y, dentro de cada uno de estos, existe gran variedad, en función de las fechas de inicio de la operación y de los plazos contratados.

En concreto, los tipos de contrato son depósitos a un día (que pueden tener fecha valor mismo día o en cualquiera de los dos días hábiles siguientes), *call money* (depósitos en los que la fecha valor es el segundo día hábil siguiente al del contrato y se precisa, para la devolución de los fondos, un preaviso con dos

(9) Estos valores fueron de 3,6 billones de pesetas en el caso de Francia y de 2,5 billones de pesetas en el caso de Italia.

(10) En el caso de los países incluidos en la Unión Monetaria, los bancos centrales nacionales no tienen límite a su posición frente al resto del sistema.

días de antelación por parte del prestamista), depósitos a plazo fijo (en los que la fecha valor es también  $T + 2$  y los plazos posibles son 1 o 2 semanas y 1, 3, 6, 9 o 12 meses), depósitos diferidos (su fecha de inicio ha de ser necesariamente uno de los vencimientos de los depósitos anteriores, con excepción de los depósitos a 9 y 12 meses, y los plazos de negociación disponibles son 1 o 2 semanas y 1, 3 y 6 meses) y, finalmente, depósitos a término (con fecha valor mismo día y plazo no superior a los catorce días naturales).

La negociación, que alcanza, en los depósitos a un día, los 2.500 millones de pesetas en media diaria, tiene lugar, por tanto, sin mediación, puesto que los 250 bancos que utilizan este sistema tienen acceso directo a las cotizaciones introducidas en el sistema por cualquiera de ellos. Las cotizaciones se realizan en firme y han de ser por un importe mínimo de 3.000 millones de liras; además, la entidad que cotiza una posición queda identificada por el sistema y su posición es conocida por el resto de instituciones (11). Cuando una entidad ataca una determinada cotización puede limitarse a cerrar la operación, puede realizarla por un mínimo de 1.000 millones de liras (12) y puede hacer contraofertas, esto es, proponer cambios en el trato cotizado inicialmente.

La forma de cerrar la operación es ligeramente distinta, dependiendo de si la cotización inicial era una demanda o una oferta de fondos; en efecto: la diferencia fundamental es que cuando la posición atacada es una oferta de fondos, el oferente dispone de un minuto y medio para expresamente aceptar la operación o rechazarla.

Cuando dos entidades cierran una operación y el sistema comprueba que existen límites disponibles para ello (13), esta aplicación automatizada cursa al sistema de pagos la orden de transferencia correspondiente y, una vez obtenida la confirmación de su realización, programa la transferencia de vuelta; opera, por tanto, de forma análoga al STMD, con la salvedad de

(11) No se trata, por tanto, de un esquema idéntico al utilizado en el segmento ciego del mercado español de deuda pública, ya que en el mercado interbancario italiano los usuarios de la red electrónica conocen en cada momento las cotizaciones existentes y las entidades que las han realizado.

(12) En pesetas, la cotización inicial ha de realizarse por un mínimo de aproximadamente 260 millones, mientras que el importe mínimo de una operación se sitúa en la tercera parte, unos 87 millones.

(13) Cada entidad tiene establecidos sus límites bilaterales de riesgo, los cuales se encuentran recogidos en el propio sistema.

que no son necesarias las comunicaciones por parte de las entidades, ya que de ello se encarga la aplicación (14).

### 3.5. El mercado estadounidense

La estructura del mercado interbancario de depósitos estadounidense (conocido como mercado de *federal funds*) es muy similar a la de los mercados ya comentados, incluida la concentración en las operaciones a un día.

La mayoría de entidades tiene habitualmente una posición claramente definida, ya sea prestataria o prestamista de fondos, si bien en algunos casos dicha situación es más indeterminada y algunas entidades actúan, dependiendo de los momentos, como tomadores netos o como prestamistas netos de fondos. Por lo general, los bancos de mayor tamaño son los que tienen una situación deudora en el mercado, mientras que las entidades de dimensiones menores (bancos regionales, cooperativas, etc.) suelen ser acreedores netos.

La negociación en este mercado puede ser directa o con la participación de un mediador, pero las características diferenciadoras de las operaciones mediadas y no mediadas son distintas a las que se observan en España.

Las transacciones directas, generalmente, son préstamos de pequeñas y medianas entidades financieras a bancos de mayor tamaño que actúan prácticamente de agentes para las primeras. Generalmente se trata de acuerdos muy estables entre una entidad pequeña y un banco de mayor tamaño, por el cual la primera presta sistemáticamente sus excesos de fondos a un tipo pactado (usando como referencia algún tipo de interés del mercado interbancario intermediado por los *brokers*), independientemente de si el banco grande necesita o no los fondos; en el hipotético caso de que la entidad de menor tamaño estuviera falta de fondos, el banco de mayor tamaño se compromete a prestarle los fondos en términos también pactados con anterioridad.

La actuación en España del Banco Cooperativo Español en relación con las cooperativas de crédito sería muy similar a la forma de operar descrita en el párrafo anterior; modos parecidos también son observables en nuestro mercado entre entidades pertenecientes al mismo grupo financiero.

(14) Se evita así la posibilidad de errores de comunicación entre el *front-office* y el *back-office*, de hecho, se reducen drásticamente los costes de este último departamento.

Por el contrario, las transacciones entre grandes bancos, aunque puede haber excepciones, suelen realizarse a través de un mediador, que, al igual que en nuestro mercado, no está autorizado a tomar posiciones. El volumen de las operaciones en este tramo del mercado es notablemente superior al registrado en las operaciones directas (15). El número de mediadores es bastante reducido: existen cuatro *brokers* con una actividad muy grande y varios más de menor importancia.

En este mercado intermediado participan con regularidad alrededor de un millar de entidades de depósito, de las cuales la mitad, aproximadamente, son bancos estadounidenses y el resto son bancos extranjeros y agencias casi públicas. Basta con dar las cifras de entidades de depósitos en este país, para hacerse una idea de que el acceso a este núcleo del mercado no resulta, al ser los costes superiores a los beneficios de realizar una gestión de tesorería más activa, interesante para la inmensa mayoría de ellas. En efecto: en Estados Unidos existen unos 12.000 bancos comerciales, unas 2.000 asociaciones denominadas *Savings & Loans* (parecidas a nuestras cajas de ahorros), unas 500 entidades denominadas *Mutual Savings Banks* (similares a las anteriores, pero con estructura de cooperativa) y, finalmente, unas 13.000 cooperativas de crédito.

En el mercado estadounidense, las entidades que destacan como grandes tomadoras de fondos son los bancos japoneses y algunos bancos con implantación en varios estados; por su parte, los grandes bancos radicados en Nueva York han reducido sus demandas netas de fondos en los últimos años.

En el lado contrario, se pueden citar como grandes prestamistas a las agencias casi públicas, como los *Home Loan Banks* (en los que las llamadas *Savings & Loans* mantienen sus depósitos), *Freddie Mac* y *Fannie Mae* (entidades relacionadas con el mercado hipotecario) y, finalmente, la *US Central Credit Union* (entidad en la que las cooperativas mantienen sus depósitos).

La forma de liquidar las operaciones es sensiblemente distinta a la que existe en España y parece que más próxima a la que sustentará el TARGET en Europa. Esto se debe a la estructura de la Reserva Federal de los Estados Unidos y a su sistema de grandes pagos (*FedWire*). El *FedWire* es un sistema clásico de trans-

ferencias de grandes importes, por lo que, para instrumentar una operación de mercado interbancario, el banco prestamista tiene que ordenar, a través del citado sistema, una transferencia a favor del banco prestatario, y este, al vencimiento, tiene que ordenar la transferencia de sentido contrario. Cuando los dos bancos que intervienen en la operación pertenecen al mismo distrito de la Reserva Federal, los asientos se realizan en las cuentas que ambas entidades mantienen en el Banco de la Reserva Federal correspondiente; cuando las dos entidades pertenecen a distritos distintos, es necesario hacer anotaciones en cuentas en distintos bancos de la Reserva Federal.

Por ejemplo, si el Banco de América, radicado en el área del Banco de la Reserva Federal de San Francisco, presta fondos al Fuji New York, con sede en el área del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, tendrá que introducir la correspondiente orden de transferencia de fondos en el sistema *FedWire*. Cuando esta se ejecuta, el Banco de la Reserva Federal de San Francisco anota un cargo en la cuenta del Banco de América, mientras que el Banco de la Reserva Federal de Nueva York apunta el correspondiente abono en la cuenta del Fuji New York. Este funcionamiento es el que tendrá lugar en operaciones transfronterizas entre bancos europeos a través del TARGET.

#### 4. CAMBIOS VENIDEROS Y SUS POSIBLES EFECTOS

##### 4.1. La introducción del euro

La introducción del euro el 1 de enero de 1999 en las cuentas de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que accedan a la tercera etapa de la Unión Monetaria significará que los mercados interbancarios de depósitos de dichos países pasen también a funcionar en dicha denominación.

En el caso español, el STMD red denominará en euros los saldos vivos de los depósitos interbancarios contratados antes del 1 de enero de 1999. De esta forma, llegadas las fechas de vencimiento correspondientes, la liquidación de dichas operaciones, contratadas inicialmente en pesetas, se podrá realizar en euros (16).

(16) De forma similar habría que operar si al cierre del año 1998 hubiera operaciones de depósito registradas en el STMD con fecha valor dentro de 1999; en este caso habría que convertir en euros las dos transferencias que componen la operación y no solo la segunda de ellas, que será, sin duda alguna, el caso más habitual y, por ello, es el descrito en el texto principal.

(15) El volumen medio de las operaciones en el mercado intermediado se encuentra alrededor de los 25 millones de dólares.

Como ya se ha comentado, en el resto de países no existe un servicio similar a nuestro STMD, sino que las operaciones contratadas se instrumentan mediante dos transferencias independientes entre las entidades negociantes (17); por ello, las transformaciones pertinentes, que necesariamente habrán de existir, tendrán un carácter de acuerdo privado entre las partes. En el caso de que las operaciones afectadas se hubieran realizado con anterioridad a la decisión sobre los tipos de conversión, dicha transformación sería realizada por las entidades entre la fecha en que se acuerda la decisión y el inicio de la Unión Monetaria; en el caso de que los tipos de conversión fueran conocidos en el momento de contratar la operación, con toda probabilidad el contrato entre las partes ya recogería los términos exactos de la misma (importe del préstamo en moneda nacional e importe de la devolución en euros).

El mercado interbancario de depósitos tendrá una dimensión europea en la medida en que los instrumentos negociados, al denominarse en la misma moneda, se convierten en activos con una sustituibilidad perfecta. Por tanto, cualquier entidad radicada en el área del euro dispondrá a partir de comienzos de 1999 de un mayor número de contrapartidas a quien pedir prestado o prestar liquidez. Es lógico pensar que se generará un mercado más amplio y profundo, siempre que el sistema de transferencias de fondos funcione adecuadamente y con unos costes razonables para las entidades.

#### 4.2. El sistema TARGET

Este sistema dará al mercado interbancario europeo, en lo que a la liquidación de las operaciones transfronterizas se refiere, una estructura similar a la que hemos visto al comentar el mercado estadounidense. Su funcionamiento correcto permitirá, además de posibilitar un mercado más amplio y profundo, que las diferencias en tipos de interés negociados en distintos países para los depósitos interbancarios tiendan a desaparecer, desde el mismo momento de su aparición, gracias a la realización de operaciones transfronterizas de arbitraje (18).

(17) Las dos excepciones ya citadas son: Portugal, cuyo sistema es una réplica del sistema español, e Italia, que a un diseño idéntico al STMD español ha añadido la posibilidad de la negociación electrónica por pantalla.

(18) Aunque la política monetaria sea teóricamente única, pueden existir diferencias en los tipos de interés en los mercados interbancarios de los distintos países, ya que las condiciones monetarias dependen también de factores como el comportamiento estacional del público, la actividad financiera del sector público, etc.

Sin embargo, al igual que ocurre ya en nuestro país y como sucede en el ejemplo estadounidense, no todas las entidades utilizan de igual forma el mercado. En efecto, algunas entidades simplemente no lo usan y confían su actividad de tesorería en un banco que actúa como agente; otras lo utilizan, pero contratando con un número muy reducido de entidades (generalmente, pertenecientes al mismo grupo financiero), y, por último, otras lo utilizan de forma habitual e intensa. Cabe pensar que en este tramo de operaciones transfronterizas también existan distintas actitudes por parte de las entidades y que solamente un grupo reducido de entidades de primera línea operen activamente en este segmento del mercado.

En el grado de segmentación que se produzca en este acceso tendrán una importancia decisiva dos aspectos: los costes de utilización del TARGET y la seguridad jurídica de estas operaciones transfronterizas.

Por un lado, cuanto mayores sean los costes de utilización del TARGET, menor será el número de entidades dispuestas a realizar operaciones interbancarias transfronterizas de una manera activa. La cuantía de estos costes es un parámetro muy importante en el sistema TARGET, pues de él puede depender que se trate efectivamente de un sistema de grandes pagos intensamente utilizado (19) y que se consiga una verdadera integración de mercados monetarios.

El problema de la seguridad jurídica de las operaciones no es un tema derivado del TARGET sino que se explica más bien por las propias características del instrumento negociado. Los comentarios a este respecto se realizan en este epígrafe, ya que las consecuencias que tiene la propia naturaleza del depósito interbancario se acentúan cuando la negociación involucra a contratantes de países distintos.

(19) Hay que tener en cuenta que en el caso de imponer unos costes de uso demasiado elevados podría ocurrir que las entidades encontrarán ventajas en la utilización de otros sistemas de liquidación.

Existe un esquema diseñado de tarifas para el uso del TARGET que implica la recuperación del coste completo del servicio y una tarifa común en toda el área para las transacciones internacionales, que será fijada por el Consejo de Gobierno del BCE. Por el contrario, las tarifas para transacciones domésticas podrán ser distintas en los diferentes sistemas nacionales, aunque la primera impresión es que dichas tarifas van a ser rebajadas, desde su situación actual, de manera muy significativa.

Dichos recortes tenderán a dibujar un panorama de tarifas similares en todos los sistemas de pagos nacionales integrados en el TARGET para servicios también similares. Por ello, aquellos sistemas que prestan servicios adicionales a los de la simple ejecución de órdenes de transferencias podrían suponer costes algo superiores para las entidades.

En efecto, no debe olvidarse que, en las operaciones de depósito interbancario que se cruzan ahora en los distintos países europeos, las dos entidades que realizan la operación están sometidas a la misma legislación, mientras que en el futuro, en las operaciones transfronterizas, esto no será así. Por ello, si estas operaciones han de realizarse de forma muy dinámica para asegurar la integración de los mercados monetarios europeos deberá extremarse su seguridad jurídica, máxime si se tiene en cuenta que el instrumento negociado tan solo cuenta con la garantía personal. En este caso, la definición clara de obligaciones y derechos de las partes negociantes por medio de un contrato marco podría facilitar un acceso más amplio a este tramo del mercado.

Un aspecto relacionado con lo anterior es la necesidad que todas las entidades tienen de establecer y aplicar límites bilaterales razonables de riesgo frente al resto de entidades. Esta necesidad hará que la participación en operaciones transfronterizas tienda a concentrarse en un selecto grupo de entidades de cada país, una especie de «núcleo central del mercado monetario», que, en un contexto internacional, a su vez, será contrapartida de núcleos similares en otros países del área del euro. En este núcleo cobrarán mucha importancia las calificaciones crediticias de las entidades, tal y como ya sucede en otros países, lo que supondrá cierta novedad respecto a la situación actual en el mercado interbancario español, en el que estas calificaciones tienen menor relevancia.

Como ejemplo ilustrativo de la importancia de este tipo de circunstancias, cabe decir que, en el mercado español de divisas (20), la concentración de la actividad en un número reducido de entidades es muy elevada. Según datos correspondientes a 1995, el 45 % del volumen de contratación se alcanzaba con las cuatro entidades más activas.

Por tanto, se puede afirmar que solo un pequeño grupo de entidades participará en operaciones transfronterizas, debido a las características del instrumento negociado. Este hecho, unido a la existencia de límites razonables en las líneas de crédito, podría dificultar, al menos en una etapa inicial, que las operaciones de arbitraje que se realizaran fueran suficientes para generar una igualación efectiva de los tipos de interés del depósito interbancario en distintos países del área monetaria.

(20) La validez del ejemplo se basa en la consideración de que el mercado español de divisas es una especie de «vertiente internacional» del mercado interbancario global.

No obstante, la existencia de grandes entidades con presencia en varios países (mediante filiales o sucursales) favorecería, al no existir límites internos para la transferencia de fondos, la consecución de niveles homogéneos de tipos de interés en el conjunto de la Unión Monetaria. Ahora bien, esto requiere, a su vez, que las entidades con presencia en aquel país en el que exista un exceso de liquidez tengan líneas disponibles suficientemente amplias para efectuar tomas de fondos en cantidad suficiente, para transferirlos posteriormente, dentro de la misma entidad, hacia aquel país en el que exista escasez de liquidez.

Si ni siquiera de esta forma se alcanza una igualación en los tipos de interés, podría ser incluso necesaria la realización de operaciones de ajuste de carácter local. Este tipo de intervención, que pudiera entenderse necesaria para mantener la credibilidad de la política monetaria única, tendría, por otro lado, la consecuencia negativa de alargar esta etapa transitoria, en la que las entidades financieras todavía no aprovechan al máximo las posibilidades de negocio que les brinda el nuevo entorno interbancario.

En cualquier caso, dado el dinamismo que caracteriza a las entidades financieras, esta etapa, en la que pudieran existir ciertas fricciones en el funcionamiento del mercado interbancario europeo, será necesariamente corta, y en un breve período de tiempo la existencia de un tipo de interés único en el área estará plenamente garantizada por las fuerzas del mercado.

En resumen, y suponiendo que, una vez superada una corta fase transitoria, la consecución de un tipo de interés homogéneo descansa totalmente en la interconexión de los mercados, aparecería en el mercado interbancario español un grupo de entidades con una participación activa en operaciones de depósito de carácter transfronterizo; este grupo estaría constituido por un número reducido —al menos, inicialmente— de entidades que operarían de forma habitual con entidades residentes en otros países del área del euro, convirtiéndose así en el engarce entre el mercado español y el resto de mercados de dicha zona.

Un cambio adicional vendrá dado por las medidas que los bancos no europeos radicados en varios países de la Unión Monetaria tomen en relación con sus servicios de tesorería, una vez se produzca la interconexión de los distintos sistemas nacionales. Probablemente, dichos bancos, tomadores netos de fondos, pasen a operar de forma activa, únicamente, en un mercado, que, con seguridad, no será el español, y desde él traspasen los fondos nece-

sarios a las distintas sucursales. Por esta razón, es de esperar un cierto número de bajas en el mercado interbancario español y en el lado de los demandantes de fondos. No obstante, este posible movimiento se puede ver afectado si estas entidades consideran que el posible negocio de arbitraje entre mercados monetarios es suficiente para justificar el mantenimiento de varias mesas de operaciones en distintos países. La decisión que estas entidades tomen afectará a las instituciones españolas con grandes volúmenes de liquidez disponible, ya que si, finalmente, se producen bajas de demandantes de fondos en nuestro mercado, tendrán que buscar nuevas contrapartidas, probablemente en el segmento transfronterizo del mercado.

Una vez dibujado este panorama, es normal pensar que la realización de operaciones *repo* transfronterizas sería una vía más rápida para alcanzar la integración de los mercados monetarios, ya que, al ser un instrumento garantizado, la necesidad del conocimiento de la contrapartida es menor y favorece el acceso de un mayor número de entidades a este tramo del mercado, y, además, con un menor consumo de las líneas bilaterales de crédito. Sin embargo, la posibilidad de realizar este tipo de operaciones pasa por conseguir una mayor integración de las distintas centrales depositarias de valores y su interconexión, condiciones que, hoy por hoy, no se cumplen (21).

Por otro lado, simplemente el hecho de que cada sistema nacional de liquidación de valores funcionara en tiempo real sería ya un gran paso adelante, pues permitiría el préstamo de fondos asegurado (con el consiguiente ahorro en el consumo de límites de crédito) hacia entidades con presencia en varios países, las cuales, a la hora de transferir fondos de un país a otro, no se enfrentan al problema de la seguridad jurídica de la operación o de la existencia de límites de crédito.

#### 4.3. La nueva instrumentación monetaria

Antes de pasar a analizar los efectos de los cambios derivados del proceso de la Unión Monetaria en el esquema español de instrumentación, es preciso hacer una breve reflexión sobre la evolución reciente de las necesidades de

liquidez del sistema bancario español. En los últimos dos años, los volúmenes de fondos que el Banco de España ha tenido que prestar a las entidades se han reducido considerablemente, como revela que el nivel medio de préstamo se situó en 1995 en casi seis billones y medio de pesetas, durante 1997, esta cifra no alcanzó los tres billones y medio.

De la observación de la evolución del balance del Banco de España en ese período, resulta evidente que la causa principal del descenso del préstamo al sistema bancario ha sido la progresiva y abultada acumulación de reservas exteriores, cuya razón última, muy probablemente, pueda encontrarse en el proceso de intensa convergencia que ha experimentado la economía española en este período. Es de esperar que el acceso a la tercera fase de la Unión Monetaria frene notablemente este proceso y suponga una pérdida de importancia de este factor autónomo de generación de liquidez, que pasaría, por tanto, a tener una evolución mucho más neutral.

La progresiva reducción del saldo vivo de Certificados del Banco de España hasta su amortización final en el año 2.000 es un hecho que seguirá alimentando la señalada tendencia durante los próximos tres años, ya que reducirá las necesidades de liquidez de las entidades.

En este sentido, en la actualidad, existen prácticas nacionales y planteamientos distintos entre los países europeos sobre la conveniencia de que los sectores públicos mantengan sus cuentas corrientes en los sistemas bancarios privados y no en el banco central nacional, ya que de este modo la gran volatilidad de los depósitos de estos agentes afectaría de forma mucho más limitada a la instrumentación monetaria. En efecto: en el caso extremo de que los movimientos de dichos depósitos no afectaran en absoluto al balance de los bancos centrales, la instrumentación monetaria estaría aislada de la actividad de tesorería de los distintos sectores públicos nacionales (22). En esta situación, en el caso español, el sistema bancario, en términos medios y sin descartar necesidades ocasionales ciertamente considerables, vería elevarse el nivel de liquidez disponible, por lo que su recurso al Banco de España también tendería a disminuir por esta vía.

En conjunto, puede configurarse así una situación en la que la tradicional posición defici-

(21) No obstante, existe una asociación europea de centrales depositarias de valores que trabaja en la actualidad en un proyecto de interconexión; dicha asociación se denomina European Central Securities Depositories Association (ECSDA), y el proyecto de conexión gradual de centrales depositarias alcanza, además de a las centrales asociadas, a las gestionadas por bancos centrales de la Unión Europea más Euroclear y Cedel, aunque el grado de conexión de estas dos últimas no está todavía decidido.

(22) Sin embargo, cuando el Tesoro utilice de forma importante sus depósitos provocará una escasez transitoria de liquidez en el sistema bancario, en la medida en que los fondos movilizados no vuelven al seno del sistema de manera inmediata sino con cierto retraso.

ria del sistema bancario en términos de liquidez esté muy atenuada, con lo que podría observarse cierto aumento de la volatilidad de los tipos de interés negociados en los plazos más cortos del mercado interbancario.

Pasando ya a los elementos del esquema de instrumentación, todavía no está decidido si existirá un *coeficiente de caja* (ya que dicha decisión es competencia del BCE), aunque sí que se han acordado algunas de sus características. A este respecto hay que decir que los períodos de cálculo y de cumplimiento serán más amplios que los existentes en la actualidad en nuestro país, pero que ello tan solo alterará determinados comportamientos de las entidades, que se producen a lo largo de los períodos de cumplimiento.

En principio, esto hará que las entidades permitan una oscilación algo mayor en sus niveles de activos de caja, al disponer de un mayor tiempo de corrección, con lo que las tensiones sobre los tipos de interés a un día tenderán a ser menores. Ello facilitará un mercado más profundo, pues las entidades se encuentran en una mejor situación para prestar o tomar fondos, en función de su valoración del mercado, al disponer de un plazo más dilatado para ajustar su nivel medio de activos de caja.

Además, al ser más largos los períodos de cumplimiento, existen menos cierres de período y menos días finales, con lo que la variabilidad de los tipos tenderá, también por este lado, a disminuir.

Otra característica importante, y ya acordada, es que las entidades financieras con presencia en varios países de la Unión Monetaria deberán realizar el cumplimiento del coeficiente de caja en cada uno de los países en los que desarrollan su actividad, y que, por tanto, no se realizará un cálculo global, para toda el área del euro, de pasivos computables y de activos de caja. Este esquema de cumplimiento, que supone una continuación de la práctica actual, protege de manera importante la radicación doméstica del mercado de activos de caja y se da una importancia notable a su localización geográfica.

Por otro lado, las *subastas regulares* no provocarán cambios destacables, pues, al realizarse con un número amplio de entidades, serán similares a las que ya existen en España. En dichas subastas, gran parte de las entidades, especialmente de tamaño pequeño, satisfacen sus necesidades de liquidez para todo el período y, por tanto, su recurso al interbancario resulta posteriormente muy reducido.

Solo cabe apuntar que, posiblemente, los establecimientos financieros de crédito también participarán en estas subastas y que las cooperativas de crédito acudirán en mayor número a ellas, dado que no tendrían que pasar, como ocurre en la actualidad, a realizar un cumplimiento del coeficiente de caja más exigente, tanto en términos de gestión de tesorería como desde el punto de vista administrativo. Este acceso directo a la liquidez del banco emisor puede reducir el número de determinadas operaciones que, hoy en día, se realizan entre estas entidades y otras de mayor tamaño; sin embargo, estas operaciones no pasan por el STMD, por lo que en términos de negociación en el mercado interbancario de depósitos, tal y como la calculamos hoy en día, la repercusión no existiría.

Sin embargo, las *operaciones de ajuste* sí que podrían tener efectos importantes sobre los mercados interbancarios de depósitos. Dado que estas operaciones tendrán lugar con un número muy reducido de contrapartes, el método de selección de dichas contrapartes, así como el grado de descentralización de esta operativa, influirán sobre la generación de operaciones posteriores de distribución de la liquidez.

En principio, el IME ha señalado su intención de que el recurso a las operaciones de ajuste sea lo menor posible; de este modo, se concede una importancia mayor al propio mercado. Sin embargo, siendo esto cierto, en términos generales, en España, con una frecuencia de intervenciones de ajuste muy alta, basada en un esquema de creadores de mercado, este hecho puede suponer cierta reducción de la negociación ligada a la redistribución de la liquidez diaria.

Finalmente, las *facilidades permanentes* marcarán un suelo y un techo explícitos a los tipos de interés del interbancario, situación con la que las entidades españolas no están familiarizadas. No parece que estas operaciones tengan una importancia significativa en el futuro desarrollo del mercado interbancario de depósitos, excepción hecha de que colaborarán, al menos ligeramente, en la reducción de la variabilidad de los tipos de interés y, si la banda delimitada por estos instrumentos es excesivamente estrecha, podría causar una menor negociación en el mercado de depósitos, pues el coste marginal de acudir a estos servicios sería reducido (23).

(23) Cuanto más amplia es la distancia entre los tipos de interés de ambos instrumentos, mayor relevancia tiene el mercado; por el contrario, cuanto menor es dicha distancia, menor tiende a ser la actividad del mercado. De hecho, si los tipos fueran idénticos, el mercado desaparecería.

En relación con las *garantías* que las entidades han de aportar en las operaciones de inyección de liquidez, hay que recordar que uno de los problemas a los que, de manera recurrente, se ha enfrentado la instrumentación monetaria del Banco de España ha sido precisamente la falta de un volumen adecuado de valores en las carteras de las entidades que sirvieran de garantía.

De no corresponder la evolución real de las partidas más importantes del balance del Banco de España con lo previsto, podrían producirse nuevos episodios de carencia de garantías en el sistema bancario español. Sin embargo, en esta nueva situación, las entidades podrían cubrir sus necesidades de liquidez endeudándose en operaciones de depósito interbancario con entidades residentes en otros países del área euro, posibilidad que hoy por hoy no tienen a su alcance. Así, este problema de falta de garantías podría propiciar, de persistir durante mucho tiempo, una situación caracterizada por la dependencia indirecta, a través de otras entidades financieras, del sistema bancario español de la liquidez de bancos centrales nacionales distintos del Banco de España.

#### 4.4. Comentarios generales

En este epígrafe se realizan ciertos comentarios acerca de los posibles cambios en el mercado de divisas y de la posición de los mediadores en los mercados monetarios en el nuevo entorno.

El tamaño del mercado español de divisas se reducirá de forma significativa al comienzo de la Unión Monetaria. Tomando como base información de 1995, referida a todo tipo de operaciones en este mercado, se puede afirmar que esta reducción se situará, como mínimo, entre el 20 % y el 30 %, y se deberá, básicamente, a la desaparición de las operaciones peseta-marco (24). Así las cosas, es de esperar una reasignación de recursos dedicados por las entidades financieras y por los mediadores a ese segmento de la actividad.

Esta menor actividad en el mercado de divisas tendrá efectos, probablemente contractivos, sobre el mercado interbancario de depósitos. En consecuencia, dado que solo un pequeño porcentaje de la negociación en el mercado de divisas se basa en los flujos co-

merciales entre países, se puede afirmar que gran parte de las transacciones son operaciones estrictamente financieras y, por tanto, en muchos casos, las entidades que operan en este mercado, previamente obtienen la financiación correspondiente en el mercado interbancario. En la medida en que desaparezcan oportunidades de negocio en el mercado de divisas, también dejará de existir la necesidad de su financiación.

En términos globales, la actividad doméstica de la mediación se verá afectada negativamente, ya que, además del efecto derivado del mercado de divisas, por un lado, parte de la negociación actual se realizará en el segmento transfronterizo del mercado o desaparecerá (por ejemplo, en el caso de los bancos extranjeros que dismantelen mesas de tesorería en distintos países), y, por otro, las operaciones de redistribución diaria de liquidez serán menores.

Una vez iniciada la Unión Monetaria, y suponiendo cierta reducción en la negociación interbancaria, al menos en el segmento estrictamente nacional, los mediadores se enfrentarán a un período de cierta dificultad, dado que en esta actividad no parece haber espacio para muchas empresas, hecho este que es una constante, no solo en los países occidentales analizados en este artículo, sino en todos aquellos que cuentan con un sistema financiero desarrollado.

Asimismo, los mediadores que están actualmente bien asentados en los mercados españoles tendrán que enfrentarse con este nuevo reto, que se presenta, cuando menos, complicado. En efecto, pensando no solamente en el mercado de depósitos sino en el conjunto de instrumentos financieros sobre el que prestan sus servicios, los mediadores van a tener una competencia exterior muy fuerte por parte de empresas extranjeras, radicadas todas ellas en Londres, que cuentan con una experiencia y presencia mayores en varios países de la Unión Europea.

No obstante, los mediadores españoles, gracias a su participación en el segmento de deuda pública, ya tienen establecidos contactos con grandes operadores internacionales, por lo que, aun comenzando con cierta desventaja, no parten de cero en la carrera por hacerse con una parte del negocio europeo de mediación. Para hacer frente a la nueva situación, los mediadores españoles están dirigiendo sus estrategias hacia la firma de acuerdos de colaboración con mediadores establecidos en otros países europeos.

(24) Las operaciones peseta-dólar y marco-dólar acumulan casi el 70 % de la negociación. Parte de esta negociación también podría desaparecer, en la medida en que sirva para tomar, en realidad, posiciones peseta-marco.

## 5. CONCLUSIONES

A modo de resumen puede decirse que, con una probabilidad muy alta, en el mercado interbancario español aparecerá un nuevo segmento de actividad, el dedicado a operaciones transfronterizas, en el que participará un número reducido de entidades de una gran solvencia.

La importancia de dicho segmento dependerá de varios factores, entre los que destacan los costes de acceso al TARGET y la seguridad jurídica de las transacciones transfronterizas. En cualquier caso, la actividad en este tramo del mercado deberá ser lo suficientemente amplia como para asegurar que los tipos de interés sean iguales en toda el área del euro, pero, como hemos visto, pudiera existir una etapa transitoria, de corta duración, en la que esta igualdad no se consiga simplemente con la actuación de las entidades financieras.

Un punto de apoyo necesario para el desarrollo de un mercado interbancario transfronterizo (ya sea de depósitos o de cualquier otro instrumento ligado a este) es la participación en él de mediadores que, con sus sistemas de recopilación y difusión de información, simplifiquen las tareas de búsqueda de contrapartes a las entidades. En este frente existe un grupo de mediadores extranjeros que se hallan en mejores condi-

ciones que los españoles para prestar este tipo de servicios, debido a su mayor tamaño y a su experiencia e implantación en varios países. Por ello, los mediadores españoles habrán de buscar nuevas vías de negocio o llegar a acuerdos de colaboración con otras entidades, aportando como activo básico su mejor conocimiento de los participantes en los mercados españoles.

Aunque el diseño de la instrumentación monetaria agranda la importancia del mercado interbancario de depósitos como sistema de asignación de la liquidez entre entidades, la menor frecuencia futura de las operaciones de ajuste puede suponer una reducción de las operaciones interbancarias cuyo fin es la redistribución diaria de la liquidez.

Tanto por esta razón como por el trasvase de parte de la negociación al tramo transfronterizo, es de esperar cierta contracción inicial del negocio interbancario, pero su evolución posterior dependerá, en gran medida, de aspectos tan diversos como el funcionamiento y los costes del TARGET, la armonización legal de las operaciones, las características de las operaciones de ajuste del SEBC y la amplitud del diferencial entre los tipos de interés de las facilidades permanentes.

20.2.1998.