

# EL MERCADO MONETARIO ESPAÑOL EN LA UNIÓN MONETARIA

Juan Ayuso, Ignacio Fuentes,  
Juan Peñalosa y Fernando Restoy

Banco de España - Servicio de Estudios  
Estudios Económicos, nº 67 - 1999

Este documento contiene gráficos vinculados. Para verlos, sitúese sobre el texto “ver gráfico...” que aparece en su lugar y pulse el botón izquierdo del ratón. Para continuar la lectura del documento, vuelva a pulsar el botón izquierdo del ratón.

# EL MERCADO MONETARIO ESPAÑOL EN LA UNIÓN MONETARIA

Juan Ayuso, Ignacio Fuentes,  
Juan Peñalosa y Fernando Restoy

Banco de España - Servicio de Estudios  
Estudios Económicos, nº 67 - 1999

El Banco de España, al publicar esta serie, pretende facilitar la difusión de estudios de interés que contribuyan al mejor conocimiento de la economía española.

Los análisis, opiniones y conclusiones de estas investigaciones representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

El Banco de España difunde sus informes más importantes, así como los Indicadores económicos, a través de las redes INTERNET e INFOVÍA.PLUS en la dirección <http://www.bde.es>.

ISSN: 0213-2699

ISBN: 84-7793-665-X

Depósito legal: M. 18724-1999

Imprenta del Banco de España

## ÍNDICE

	<i>Páginas</i>
INTRODUCCIÓN.....	7
I. LA ESTRUCTURA DEL MERCADO MONETARIO ESPAÑOL ANTES DE LA TERCERA ETAPA DE LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA .....	9
I.1. Primer nivel: operaciones del Banco de España con las entidades.....	9
I.1.1. Subastas decenales .....	10
I.1.2. Operaciones diarias de ajuste de la liquidez ..	12
I.2. Segundo nivel: operaciones entre entidades.....	14
I.3. El Servicio Telefónico del Mercado de Dinero .....	16
II. EL NUEVO MARCO OPERATIVO PARA LA INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN LA TERCERA ETAPA .....	19
II.1. Instrumentos de política monetaria.....	19
II.1.1. Las operaciones de mercado abierto.....	19
II.1.2. Las facilidades de crédito y depósito .....	21
II.1.3. El coeficiente de caja.....	22
II.2. Activos de garantía .....	24
II.2.1. Selección de activos de garantía.....	25
II.2.2. Medidas de control de riesgos.....	26
II.2.3. Mecanismos de aceptación del colateral .....	27
II.3. Entidades de contrapartida .....	29
II.4. Relaciones entre los mercados monetarios nacionales .....	29
II.4.1. Las cuentas de corresponsalía .....	30
II.4.2. La Cámara de Compensación del Euro.....	30
II.4.3. El TARGET .....	31

	<u>Páginas</u>
III. IMPLICACIONES DEL NUEVO MARCO OPERATIVO PARA EL COMPORTAMIENTO DE LAS ENTIDADES NACIONALES.....	35
III.1. Instrumentos de política monetaria.....	35
III.2. Activos de garantía.....	39
III.3. Entidades de contrapartida.....	42
III.4. Sistemas de liquidación de grandes pagos.....	43
IV. IMPLICACIONES DEL NUEVO MARCO OPERATIVO PARA LA ESTRUCTURA DEL MERCADO MONETARIO ESPAÑOL.....	47
IV.1. Evolución previsible de las necesidades de financiación de las entidades españolas.....	47
IV.2. El papel del Banco de España y otros bancos centrales nacionales en el mercado monetario español .	51
IV.2.1. La política de colateral.....	52
IV.2.2. La política de precios.....	53
IV.3. Implicaciones sobre la estructura del mercado interbancario español.....	55
V. RESUMEN Y CONCLUSIONES.....	59
ANEJO 1. Un ejemplo práctico de las medidas de control de riesgos en la UME.....	63
ANEJO 2. Los sistemas de pagos minoristas en la UME.....	67

## INTRODUCCIÓN

Uno de los efectos directos más relevantes de la culminación del proceso de Unión Económica y Monetaria (UEM) en Europa es la configuración de un mercado monetario integrado donde las entidades participantes podrán intercambiar sus reservas líquidas con independencia de su localización en el área del euro.

La creación del mercado monetario del euro ha incrementado las opciones de las que disponen las entidades para colocar sus excesos y cubrir sus déficit de liquidez. A su vez, buena parte de las entidades financieras tiene acceso a las operaciones de regulación de liquidez del Eurosistema (1), que, en general, son ejecutadas por los bancos centrales nacionales mediante procedimientos similares en toda el área del euro.

De este modo, la creación del mercado monetario integrado, los cambios en los instrumentos y procedimientos de ejecución de la política monetaria y los nuevos sistemas de liquidación de las operaciones propiciarán, con toda probabilidad, variaciones en la estrategia de tesorería de las entidades financieras. Estos cambios estratégicos pueden tener importantes repercusiones sobre la propia estructura y la localización de la negociación interbancaria.

En este trabajo se analizan los cambios previsibles en la estructura del mercado monetario español como consecuencia de la instrumentación, a partir del uno de enero de 1999, de la nueva política monetaria única. Su contenido es el siguiente: en el capítulo I se describen los rasgos básicos que caracterizaban el mercado monetario español dentro del antiguo marco operativo de la política monetaria. En el capítulo II se resumen los aspectos más relevantes del marco operativo de la política monetaria única del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). En

---

(1) El Eurosistema es un término que se ha acuñado para definir al Banco Central Europeo (BCE) y a los bancos centrales nacionales de los países que han adoptado el euro como moneda única.

el capítulo III se estudian los cambios estratégicos probables en el comportamiento de las entidades que operan en nuestro país como consecuencia de la introducción de la moneda única, de los instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC y de los nuevos sistemas de liquidación de las operaciones. El capítulo IV se centra en las implicaciones principales del nuevo marco institucional sobre la estructura del mercado. Finalmente, en el capítulo V se resumen las conclusiones principales del análisis.



## **LA ESTRUCTURA DEL MERCADO MONETARIO ESPAÑOL ANTES DE LA TERCERA ETAPA DE LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA**

Las principales características del mercado monetario español en el marco previo al inicio de la Tercera Etapa de la UEM pueden presentarse a partir de una estructura en dos niveles: en el primer nivel, el Banco de España proporcionaba liquidez a las entidades; en el segundo, las distintas entidades de crédito negociaban entre sí y se llevaba a cabo una redistribución de la financiación inyectada en el nivel anterior. Estas operaciones, por otra parte, se liquidaban, principalmente, a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero (STMD), que era el sistema de grandes pagos a través del cual se liquidaba la mayoría de los grandes pagos entre las entidades españolas.

A continuación se presentan brevemente las características básicas de cada uno de los dos niveles mencionados, así como las del STMD.

### **I.1. Primer nivel: operaciones del Banco de España con las entidades**

En nuestro país, las entidades de crédito han sido, en el pasado reciente, demandantes de liquidez frente al Banco de España. En el tercer trimestre de 1998, por ejemplo, el saldo del préstamo del Banco de España a estas entidades ascendió, en promedio, a 4,2 billones de pesetas. Estas necesidades de liquidez por parte de las entidades de crédito llegaron a superar la cifra de 6 billones de pesetas a finales de 1995 y, aunque han venido descendiendo desde entonces, se han mantenido en el pasado reciente en unos niveles notablemente altos, que representan, aproximadamente, un 5 % del PIB y el 3 % del activo total del conjunto del Sistema Crediticio.

En términos generales, el Banco de España ha venido suministrando liquidez a las entidades de crédito a través de dos vías principales: las subastas decenales y las operaciones diarias de ajuste (1) (2).

### *1.1.1. Subastas decenales*

Al comienzo de cada decena de cumplimiento del coeficiente de caja, el Banco de España llevaba a cabo una subasta de liquidez con un plazo de vencimiento igual a la duración de la decena (3). Mediante esta subasta, el Banco de España abastecía el grueso de las necesidades de liquidez de las entidades. Como muestra el gráfico 1, en torno al 90 % de la liquidez total suministrada por el Banco de España en cada momento fue inyectada por esta vía durante 1997 (4).

De las 307 entidades de depósito existentes a finales de 1997, 225 (todas las cajas de ahorros —51—, 137 de los 159 bancos existentes y 37 de las 97 cooperativas de crédito) estaban dadas de alta en el STMD, requisito necesario para actuar como contrapartida del Banco de España en estas subastas.

En cuanto a los activos de garantía (o colateral) exigidos por el Banco de España en las operaciones decenales, hasta el 28 de abril de 1997 solo se aceptaban los Certificados del Banco de España (CBEs) y los títulos de deuda pública incluidos en el Sistema de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado (SACDE) —que incluyen toda la deuda emitida por el Estado y una pequeña proporción de títulos emitidos por las Comunidades Autónomas y algunas agencias o empresas públicas, como el INI o RTVE—. Desde un punto de vista legal, la inyección de liquidez se formalizaba, salvo alguna excepción, como una operación de compra en firme del activo de garantía por parte del Banco de España, con un pacto de recompra del mismo por parte de la entidad al venci-

---

(1) En años anteriores, el Banco de España suministró ocasionalmente liquidez mediante préstamos de regulación monetaria o de segunda ventanilla y también mediante *swaps* de divisas. A partir de mayo de 1997, permitió consolidar en un préstamo a un día el posible descubierto en las cuentas corrientes de las entidades al final del día, si bien a un tipo muy penalizador.

(2) Con carácter general, en esta sección se tomará el año 1997 como año de referencia, ya que en 1998, sobre todo en su último tramo, se produjeron una serie de cambios encaminados, precisamente, a facilitar la transición al nuevo marco operativo de la política monetaria, del que se hablará más adelante.

(3) A partir del mes de noviembre, sin embargo, las subastas pasaron a tener periodicidad semanal como parte del proceso de adaptación al nuevo esquema de instrumentación monetaria que se comenta más tarde.

(4) A finales de 1998, sin embargo, ese porcentaje se había reducido hasta el entorno del 75 %.

**LIQUIDEZ PROPORCIONADA POR EL BANCO DE ESPAÑA A LAS ENTIDADES**



Fuente: Banco de España.

miento del préstamo (las denominadas operaciones simultáneas). Así, todos los derechos y obligaciones derivados de la propiedad del colateral se transferían de la entidad al Banco de España hasta el vencimiento de la operación.

Sin embargo, la aparición de algunos episodios de tensión en el mercado, como consecuencia de la escasez de colateral, llevó al Banco de España a plantearse una posible ampliación de la lista de activos de garantía. Como se comentará con detalle más adelante, la ampliación de dicha lista guardó también una estrecha relación con la progresiva adopción por parte del Banco de España de los criterios de selección de los activos de garantía, que estaban siendo discutidos en el seno del Instituto Monetario Europeo para su utilización por el SEBC al comienzo de la Tercera Etapa de la UEM.

Así, en abril de 1997, la lista de activos de garantía se amplió con la inclusión, por un lado, de valores de renta fija cotizados en mercados secundarios oficiales españoles, con vida residual superior a tres meses, con un volumen en circulación superior a cinco mil millones de pesetas, siempre que no fueran emitidos ni por la entidad financiera que los presentara ni por ninguna empresa de su grupo; por otro lado, se permitió la utilización de acciones no bancarias incluidas en el IBEX-35, siempre que no fueran emitidas por sociedades del grupo al que perteneciera la entidad.

De acuerdo con los términos de la ampliación, estos nuevos activos podían ser movilizados tanto mediante pignoración como mediante operaciones dobles (*repos* y simultáneas). Sin embargo, hasta finales de 1998 no fue posible realizar operaciones dobles en mercados organizados oficiales distintos de la Central de Anotaciones, de modo que, en un principio, los nuevos activos solo pudieron ser movilizados mediante pignoración.

### *1.1.2. Operaciones diarias de ajuste de la liquidez*

Aparte de la subasta decenal, el Banco de España intervenía con frecuencia casi diaria en el mercado monetario inyectando o, menos frecuentemente, drenando liquidez. Durante 1997, el Banco de España intervino el 87 % de los días hábiles del mercado monetario español. Estas operaciones de *fine-tuning* tenían un plazo de vencimiento de un día y han desempeñado un papel fundamental para controlar la evolución del tipo de interés a ese plazo, que representaba el objetivo instrumental de la política monetaria española.

## TIPOS DE INTERÉS DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA



Fuente: Banco de España.

El gráfico I.1 muestra el volumen de liquidez que el Banco de España suministró durante 1997 en las operaciones de ajuste y en las subastas decenales. Asimismo, el gráfico I.2 muestra que el tipo de interés de las operaciones de inyección de liquidez fue, desde mayo de 1997, 5 puntos básicos superior al tipo marginal de la subasta decenal, si bien, ocasionalmente, este *spread* alcanzó niveles bastante superiores.

Las entidades que operaban con el Banco de España en las operaciones de *fine-tuning* eran tan solo 13 entidades seleccionadas por el propio Banco de España a partir de sus niveles de actividad en los mercados monetario y de deuda pública. Estas entidades, que se denominaban «creadores de mercado», no adquirían ninguna obligación legal ni ningún derecho por su condición de contrapartida. Además del prestigio que suponía la condición de creador de mercado, el beneficio que obtenían por dicha condición dependía de su capacidad para recolocar la liquidez obtenida del Banco de España entre las demás entidades a un tipo de interés superior (5). En este sentido, cabe señalar que el diferen-

---

(5) Alternativamente, podía ocurrir que estas entidades estuvieran necesitadas de fondos, de modo que su beneficio consistía en obtener liquidez a un tipo inferior al vigente en, por ejemplo, el mercado interbancario.

**SALDOS VIVOS DE OPERACIONES MONETARIAS ENTRE ENTIDADES**  
Datos diarios medios durante 1997



cial entre el tipo interbancario medio a un día y el tipo de interés de las operaciones de *fine-tuning* fue de 4 puntos básicos en promedio a lo largo de 1997. Si se considera el tipo interbancario máximo diario en lugar del medio, el diferencial medio ascendía hasta los 26 puntos básicos.

## **I.2. Segundo nivel: operaciones entre entidades**

El gráfico I.3 muestra los saldos vivos medios diarios de las operaciones que las entidades realizaron entre sí durante 1997 en los dos mercados monetarios en los que, principalmente, se concentraba su actividad: el mercado de depósitos interbancarios no transferibles y el mercado de operaciones dobles (*repos* y simultáneas) con deuda pública a través del SACDE. Como puede verse, los volúmenes de actividad en ambos fueron muy similares: en cada mercado, el saldo vivo diario medio superó ligeramente los 6 billones de pesetas. En cuanto a los plazos, en el mercado interbancario destacan los plazos de 1 día y 3 meses, que agrupan conjuntamente casi el 60 % de las posiciones diarias, mientras que en el mercado de operaciones dobles con deuda destaca el plazo comprendido entre 2 y 15 días, seguido del de 3 meses, agrupando entre ambos en torno al 50 % de los saldos vivos totales.

La participación en el mercado interbancario español requiere la adhesión de la entidad al STMD, por lo que, como ya se comentó, no todas las entidades de crédito accedían a este mercado. Algunas entidades no encontraban rentable participar directamente en el mercado interbancario y optaban, en su lugar, por establecer acuerdos particulares con entidades que sí accedían a dicho mercado para gestionar sus necesidades de liquidez. Este era el caso de las cooperativas de crédito que solo accedían al mercado a través del Banco Cooperativo Español. Entre aquellas que participaban, las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito solían presentar posiciones netas acreedoras, mientras que la banca extranjera y la mayoría de la gran banca nacional solían ser tomadores netos de fondos.

Conviene destacar la importancia de la actividad tomadora de fondos por parte de la banca extranjera en el mercado de depósitos. Durante 1997, la banca extranjera mantuvo, en promedio, una posición neta deudora de 412 mm en las operaciones a un día. Esta cifra suponía, aproximadamente, el 23 % de la negociación total en este segmento del mercado interbancario.

Otro aspecto relevante de la operativa del mercado de depósitos interbancarios es el hecho de que más de la mitad del volumen negociado durante 1997 fue intermediado por alguno de los mediadores que participaban en el mercado interbancario y que, a cambio de una comisión, ayudaban a las entidades a encontrar contrapartida en el mercado. El resto corresponde a operaciones directas. Estas operaciones son individualmente más voluminosas que las intermediadas y tienen lugar entre entidades cuya posición en el mercado es muy regular, ya sea como prestamista o como tomadora de fondos.

Finalmente, hay que señalar que en el caso de los depósitos interbancarios no existen activos de garantía que actúen como colateral del préstamo, siendo la garantía puramente «personal». Por consiguiente, el conocimiento de la contrapartida de la operación es muy importante en este mercado, a fin de valorar correctamente el riesgo de impago. El diferencial diario entre los tipos de interés interbancarios a un día máximo y mínimo puede proporcionar una idea aproximada de la importancia de este hecho. En 1997, dicho diferencial fue, en promedio, de 64 puntos básicos y, lo que es quizá más relevante, mostró una enorme volatilidad: su desviación típica fue de 103 puntos básicos y, en ocasiones, el *spread* llegó a alcanzar los 650 puntos básicos.

En cuanto al mercado de operaciones dobles entre entidades, 128 bancos, 50 cajas de ahorros y 36 cooperativas de crédito ostentaban al cierre de 1997 la condición de titular de cuenta en la Central de Anotaciones. Conviene señalar, sin embargo, que, a la vista de los objetivos de este trabajo, existe una diferencia fundamental entre el mercado de operaciones dobles y el

mercado interbancario: mientras que este último puede contemplarse como un mercado genuino de préstamos de liquidez (con garantía personal), el mercado de operaciones dobles entre entidades puede considerarse tanto un mercado de préstamos con garantía de valores como un mercado de préstamo de valores. Esta doble naturaleza plantea el interrogante de hasta qué punto la actividad en este mercado es fruto de la política de gestión de tesorería de las entidades o lo es de su política de gestión de carteras.

Aunque no resulta sencillo dar una respuesta clara a dicho interrogante, algunos elementos inducen a contemplar el mercado de dobles entre entidades más como un mercado de préstamo de valores que como un mercado de préstamo de liquidez. Así, en primer lugar, la negociación de la deuda pública en España está fuertemente intermediada por el sistema bancario. Los bancos y cajas acuden mayoritariamente a las subastas en el mercado primario y colocan después los títulos al público a través del mercado secundario. Según los datos de la Memoria de la Central de Anotaciones correspondiente a 1997, la cartera a vencimiento del sistema bancario suponía al cierre de dicho año en torno al 40 % del total de títulos emitidos, mientras que su cartera registrada (esto es, una vez deducidas sus cesiones temporales netas) era prácticamente nula. Las cesiones, además, tienen lugar a plazos bastante cortos, de modo que esta labor de intermediación obliga a las entidades a mantener una política muy activa en la gestión de sus carteras de títulos públicos y, en consecuencia, podría explicar la existencia de un volumen importante de negociación entre ellas por motivos de ajuste.

En segundo lugar, la mayoría de las operaciones dobles tiene lugar entre bancos y solo un pequeño porcentaje de las mismas (en torno al 10 %) tiene lugar entre bancos (como vendedores de títulos) y cajas (como compradores de los mismos). Esta composición de las operaciones difiere notablemente de las posiciones que bancos y cajas suelen mantener en el mercado de depósitos interbancarios, que, como se señaló, sí es un mercado genuino de préstamo de liquidez.

### **I.3. El Servicio Telefónico del Mercado de Dinero**

El STMD es el principal sistema de grandes pagos interbancarios nacionales en nuestro país. A través del mismo se han canalizado regularmente casi dos tercios de los pagos interbancarios (6). Asimismo, es el sistema a través del cual se liquidan las operaciones de política moneta-

---

(6) El resto se canaliza a través del Sistema Español de Pagos Interbancarios, un sistema de liquidación neto integrado en la Cámara de Compensación Bancaria de Madrid que viene a sustituir a la Segunda Sesión de la Cámara, que, hasta ahora, liquidaba los pagos derivados de operaciones con el exterior y de los mercados de divisas.



ria y las posiciones derivadas de las operaciones con valores y las procedentes de otros sistemas de pagos tanto mayoristas como minoristas.

Hasta mayo del año 1997, el STMD era un sistema bruto de liquidación al final del día. A partir de dicha fecha se ha iniciado el proceso de reforma para transformarlo, gradual y progresivamente, en un sistema bruto de liquidación en tiempo real, con el fin de convertirlo en el componente español del sistema TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross-settlement Express Transfer), que se comentará con detalle en la sección siguiente.

El STMD presenta unos elevados índices de seguridad y rapidez en las transacciones. Además, a diferencia de otros sistemas nacionales, presta todos los servicios relacionados con un sistema de pagos: la supervisión, la gestión y el mantenimiento del sistema, la recepción y el envío de los mensajes de pago, la liquidación de la operación, el mantenimiento y envío de información de las cuentas de tesorería y la elaboración de informes estadísticos y de gestión sobre las operaciones canalizadas a través del mismo. Si se compara con los principales sistemas de compensación de grandes pagos de la Unión Europea (UE), presenta uno de los índices más elevados de profundidad —relación entre el valor de las transacciones canalizadas por el sistema y el PIB— y amplitud —valor medio de las transacciones—, lo que supone una ventaja, habida cuenta de las importantes economías de escala que se generan en los servicios de compensación.

Como consecuencia del mayor volumen de servicios prestados por el STMD, su coste medio por transacción, que era de aproximadamente 7,2 euros (7), resultaba elevado al compararlo con el de otros sistemas de compensación mayoristas de la UE. En los últimos meses se ha iniciado un proceso competitivo entre los distintos sistemas de pagos mayoristas, que ha contribuido a reducir sustancialmente las tarifas aplicadas a los servicios de compensación de grandes pagos. Por todo ello, el STMD presentó un proyecto de revisión de las tarifas, en el que se preveía una reducción de las mismas, hasta un euro por transacción. El nuevo sistema, que empezó a aplicarse en noviembre de 1998, trata de mantener la competitividad del STMD y, al mismo tiempo, cubrir los costes de funcionamiento del sistema.

---

(7) En realidad, el coste sería algo más elevado, por la existencia de una tarifa fija mensual de 150.000 PTA por entidad miembro, por lo que teniendo en cuenta el número de entidades participantes en el sistema y el número de operaciones durante 1996, el coste por transacción podría incrementarse en 1,3 euros.

## II

### EL NUEVO MARCO OPERATIVO PARA LA INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN LA TERCERA ETAPA

El nuevo marco operativo que regula la instrumentación de la política monetaria en la Tercera Etapa de la UEM presenta importantes diferencias con el que se ha venido utilizando en España en los últimos años. A continuación se hace un breve repaso de los elementos más característicos del nuevo marco operativo, que se agrupan en cuatro subapartados: instrumentos de política monetaria, activos de garantía, entidades de contrapartida y relaciones entre los mercados monetarios nacionales (1).

#### II.1. Instrumentos de política monetaria

##### II.1.1. *Las operaciones de mercado abierto*

El grueso de la financiación del SEBC a las entidades de crédito se concede a través de operaciones de mercado abierto, esto es, transacciones en las que, de modo competitivo, las entidades puján por adquirir activos de caja a cambio de activos de garantía aceptables para el SEBC.

La parte más importante de la inyección de liquidez se produce mediante subastas semanales, cuyo vencimiento es quincenal: a estas operaciones se las denomina *operaciones principales de financiación*. Los cambios más relevantes respecto a las tradicionales subastas decenales del Banco de España son su periodicidad y el hecho de que, en todo mo-

---

(1) El BCE ha publicado en septiembre de 1998 la «Documentación general sobre instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC», donde se detalla el nuevo marco operativo.

mento, van a estar vivas dos operaciones principales. Asimismo, hay que destacar que, dado que el nuevo período de mantenimiento del coeficiente de caja es de un mes, las entidades tienen varias oportunidades para ir ajustando su demanda de liquidez en las subastas semanales. Las primeras operaciones principales de financiación del SEBC, correspondientes a los meses de enero, febrero y marzo de 1999, se han instrumentado mediante subastas a un tipo de interés fijo preanunciado del 3 %.

Además, mensualmente se realiza una subasta de préstamos con vencimiento a tres meses, en la que se proporciona una parte limitada de la liquidez que inyecta el SEBC. Son las denominadas operaciones de financiación a más largo plazo. Con objeto de que cada mes se produzca el vencimiento de una de estas operaciones, la primera operación de financiación a largo plazo —realizada el 13 de enero de 1999— incluyó tres tramos con vencimientos a 1, 2 y 3 meses. De acuerdo con la «Documentación general...» (2), el SEBC actúa como precio aceptante en estas operaciones, por lo que se instrumentan mediante subastas a tipo de interés variable. La proporción de la liquidez total que se suministra a través de este instrumento es, aproximadamente, el 30 % de las necesidades totales de liquidez de las entidades.

El tercer tipo de operaciones de mercado abierto son las *transacciones de fine-tuning o de ajuste de la liquidez*. Estas operaciones pueden realizarse, bien mediante la realización de subastas rápidas, en las que todos los creadores de mercado de cada país podrán participar conjuntamente en la subasta convocada en cada banco central nacional, o bien de forma bilateral, mediante el contacto directo entre un banco central nacional —o, excepcionalmente, el BCE— y una entidad de contrapartida.

La introducción de las facilidades permanentes —que se comentarán a continuación— y las mayores posibilidades de que el coeficiente de caja estabilice las necesidades de liquidez de las entidades —con la excepción, quizás, de los últimos días del período de mantenimiento—, junto con el menor efecto que cabe esperar que tengan los *shocks* de liquidez nacionales en un mercado monetario europeo integrado, son factores que van a permitir alcanzar una reducida volatilidad de los tipos de interés a corto plazo sin necesidad de recurrir con frecuencia a la realización frecuente de operaciones de *fine-tuning*. De este modo, parece probable que, tal y como ha venido siendo el caso durante los primeros meses de 1999, en la Unión Monetaria Europea (UME) (3) prevalezca un modelo de subastas universales, en las que todas las entidades podrán

---

(2) Véase nota anterior.

(3) En lo sucesivo, se utilizará el término UME para referirse a los once países cuyas divisas se han integrado en el euro a partir del 1 de enero de 1999.

acceder por sí mismas a la mayor parte de las operaciones que van a realizar sus respectivos bancos centrales.

### *II.1.2. Las facilidades de crédito y depósito*

Las facilidades permanentes son instrumentos que están a disposición de las entidades para obtener liquidez, en el caso de la facilidad marginal de crédito, o colocarla, en el caso de la de depósito, en cualquier momento del día. El acceso a estas facilidades no está sujeto a limitación alguna, si bien el recurso a la facilidad de crédito requiere la aportación de activos de garantía en las mismas condiciones que rigen para las operaciones de mercado abierto y que se comentarán más tarde.

Para ambas facilidades, el vencimiento de la operación es de un día y los tipos aplicados son menos favorables para las entidades que los del mercado: superior, en el caso de la facilidad de crédito, e inferior, en el caso de la facilidad de depósito. De este modo, los tipos de interés de estas facilidades de crédito y depósito forman una banda dentro de la que habitualmente fluctuarán los tipos de mercado a un día: en condiciones normales, ninguna entidad pedirá prestado a un tipo de interés superior al de la facilidad marginal de crédito, excepto si no posee colateral o no quiere que el SEBC perciba lo que podría interpretarse como un comportamiento anómalo (4). Igualmente, las contrapartes no realizarán transacciones con una remuneración inferior a la que ofrece la facilidad de depósito. Incluso, cabe esperar que si los tipos de mercado no son claramente superiores a los de la facilidad de depósito, algunas entidades prefieran la seguridad de realizar el depósito en el SEBC frente al riesgo, pequeño, pero no despreciable, si el depósito no está colateralizado, de hacerlo en otra entidad. Cuanto mayor es la amplitud de esa banda de tipos de interés, menor es, en principio, el recurso de las entidades a dichas facilidades, puesto que el diferencial de estos instrumentos respecto a los tipos de mercado será mayor y, por tanto, mayor será también el coste de oportunidad de no acudir al mercado.

En diciembre de 1998, el Consejo de Gobierno del BCE decidió que el tipo de interés de la facilidad de crédito fuera el 4,5 % y el de la facilidad de depósito el 2 %. Dado que el tipo de las operaciones principales de financiación sería el 3 %, se configuraba una banda asimétrica, en la que la penalización por tener que acudir a la facilidad de crédito era mayor que la que se imponía a las entidades que registraran un exceso de

---

(4) De hecho, una apelación frecuente a la facilidad marginal de crédito puede ser un síntoma de que la entidad tiene serios problemas financieros y no encuentra en el mercado la financiación que necesita.

liquidez en sus cuentas: es decir, la asimetría en los límites de la banda de tipos de interés incentivaba un comportamiento prudente de las entidades. De todos modos, con el fin de facilitar la transición de las entidades participantes en el nuevo mercado monetario integrado, el Consejo de Gobierno del BCE también decidió estrechar transitoriamente esa banda, de forma que, entre el 4 y el 21 de enero, los tipos de las facilidades de crédito y de depósito se situaron en el 3,25 % y en el 2,75 %, respectivamente. El reducido coste de oportunidad de acudir a estas facilidades, junto con la desigual distribución de la liquidez en los distintos sistemas financieros y la falta de experiencia de las entidades para operar en un único mercado monetario europeo, supuso que durante los primeros días de enero se produjera un cierto recurso a ambas facilidades, en especial, a la de crédito. A medida que el proceso de aprendizaje de las entidades se fue perfeccionando y se amplió la banda a su magnitud normal, la utilización de las facilidades permanentes comenzó a ser, como era lógico, poco frecuente.

En condiciones normales, si el tipo de interés de mercado no se encuentra excesivamente cerca de los de las facilidades permanentes, el recurso a estas se producirá, fundamentalmente, en el último día del período de mantenimiento del coeficiente de caja (véase la sección II.1.3.). En este día podría registrarse un desfase entre las necesidades agregadas de liquidez de las entidades para cubrir el coeficiente de caja y la oferta disponible que, en ausencia de operaciones de *fine-tuning*, solo podrá corregirse mediante el recurso a la facilidad de depósito, en el caso de un exceso de liquidez, o a la facilidad marginal de crédito, en el caso de un déficit de liquidez. Además de este recurso al final del período de mantenimiento, es posible también que, si en cualquier momento se producen perturbaciones bruscas en la oferta de reservas disponibles (como consecuencia de los factores que no controla la autoridad monetaria), algunas entidades encuentren dificultades para obtener la liquidez necesaria en el mercado y deban acudir a la facilidad marginal de crédito con el fin de evitar descubiertos en sus cuentas de tesorería.

### *II.1.3. El coeficiente de caja*

El Consejo de Gobierno del BCE decidió también imponer un coeficiente de caja a las entidades de crédito europeas a partir del 1 de enero de 1999. El nivel del coeficiente se fijó en el 2 % de la base de pasivos computables. Esta base está compuesta por los depósitos, los valores bancarios y los instrumentos del mercado monetario, tal como están definidos en el marco de las estadísticas monetarias y bancarias del SEBC. Los pasivos interbancarios y los mantenidos frente al SEBC no están sometidos al coeficiente de caja. Por su parte, las cesiones temporales, los

**ACTIVOS INCLUIDOS EN LAS LISTAS «DOS»  
DE LOS BANCOS CENTRALES NACIONALES DE LA U.E.**

	<i>Activos públicos</i>	<i>Renta fija privada</i>	<i>Valores bancarios</i>	<i>Acciones</i>	<i>Letras comerciales</i>	<i>Préstamos bancarios</i>
BÉLGICA					*	
DINAMARCA						
ALEMANIA	*	*			*	*
GRECIA	*					
<b>ESPAÑA</b>		*		*		*
FRANCIA	*	*				*
IRLANDA	*					
ITALIA	*	*	*			
LUXEMBURGO						
HOLANDA				*		*
AUSTRIA		*			*	*
PORTUGAL		*		*		
FINLANDIA	*	*	*			
SUECIA	*		*			
REINO UNIDO	*					

depósitos con preaviso superior a dos años, los depósitos a plazo de más de dos años y los valores con un vencimiento superior a dos años están incluidos en la base de pasivos computables, pero se les aplica un coeficiente de caja con un nivel cero.

Los activos de caja exigidos por el coeficiente están remunerados a un tipo de interés de mercado: el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del SEBC. Finalmente, existe una franquicia de 100.000 euros (casi 17 millones de pesetas) que las entidades pueden descontar de sus activos de caja exigidos y que libera a las instituciones de menor tamaño del cumplimiento del coeficiente de caja.

El diseño del nuevo coeficiente de caja es mucho más simple del que existía anteriormente en España: el período de mantenimiento es de un mes, la base de pasivos computables se calcula sobre los datos de un solo día del mes anterior y el desfase entre la determinación de los pasivos computables y el comienzo del período de mantenimiento es relativamente largo (más de tres semanas). Esto permite que, desde el inicio del período de mantenimiento, las entidades conozcan exactamente los depósitos que necesitan en promedio para cumplir el coeficiente de caja durante el mes siguiente.

**MECANISMOS DE ACEPTACIÓN DEL COLATERAL EN LOS BANCOS CENTRALES  
NACIONALES DE LA U.E.**

	<i>Pignoración</i>	<i>Repos</i>		<i>Fondo común</i>
		<i>Tradicional</i>	<i>Simultáneas</i>	
BÉLGICA	*	*		Parcial
DINAMARCA				
ALEMANIA	*			Total
GRECIA	*	*		
ESPAÑA	*		*	Parcial
FRANCIA	?	*		
IRLANDA		*		
ITALIA	*		*	
LUXEMBURGO	*	*		
HOLANDA	*	*		Parcial
AUSTRIA	*			Total
PORTUGAL	*	*		
FINLANDIA		*		
SUECIA				
REINO UNIDO		*		Total

## II.2. Activos de garantía

Todas las operaciones de préstamo del SEBC deben estar garantizadas de modo adecuado con activos financieros. El rango de estos activos es bastante amplio, aunque todos deben cumplir unos requisitos mínimos. Estos requisitos abarcan desde la calidad crediticia del emisor hasta criterios operativos para la transferencia y liquidación de los activos de garantía. Sin embargo, frente al elevado grado de concreción y homogeneidad alcanzado en la definición de otros elementos del marco operativo, en lo que respecta a los activos de garantía, la política del SEBC introduce una mayor flexibilidad, que permite a los bancos centrales nacionales aplicar esta política sobre la base de criterios no completamente armonizados. Esta relativa heterogeneidad de criterios afecta, principalmente, a la selección de los activos utilizables como garantía, a los procedimientos de utilización del colateral (véanse los cuadros II.1 y II.2) y, en menor medida, a las medidas de control de riesgos.

### *II.2.1. Selección de activos de garantía*

Por lo que respecta a la selección de activos de garantía, el SEBC ha tratado de hacer compatibles la armonización de los criterios de selección con la atención a las diferencias existentes en las estructuras financieras de los distintos países. Por ello, se han establecido dos grupos de activos: los incluidos en la lista «uno», que verifican unas condiciones uniformes en todo el área del euro; y los de la lista «dos», que son propuestos por cada banco central nacional y que reflejan las particularidades de los sistemas financieros nacionales.

El primer tipo de activos consiste, fundamentalmente, en valores de renta fija, pública o privada, cuyo emisor presenta una elevada calidad crediticia, y que se encuentran depositados en centrales depositarias que cumplen una serie de requisitos mínimos establecidos. La solvencia de estos valores se mide de forma bastante homogénea, recurriendo en la mayor parte de los casos a las calificaciones realizadas por las agencias de *rating*. Entre los activos españoles que figuran en la lista «uno» se encuentran los valores de renta fija emitidos por el Estado y las Comunidades Autónomas, los valores con garantía del Estado, las cédulas hipotecarias y otros valores de renta fija que presentan una elevada calificación crediticia.

Por el contrario, los activos que se incluyen en la lista «dos» representan un grupo heterogéneo. Algunos bancos centrales nacionales han incluido activos no negociables, cuya solvencia es evaluada de modo interno por el banco central nacional que los propone. En todo caso, las propuestas para inclusión de activos en la lista «dos» han de ser aprobadas por el BCE. El Banco de España ha incluido como activos de la lista «dos» un conjunto de valores de renta fija privada que, a su juicio, presentan una elevada solvencia, y las acciones no bancarias incluidas en el índice IBEX-35. Igualmente, el Banco de España ha comenzado a aceptar en garantía préstamos no hipotecarios, siempre que el deudor sea un agente con una calificación crediticia como la que el BCE exige a los activos de la lista «uno». De esta forma, las entidades de crédito podrán presentar como garantía préstamos al Estado, Comunidades Autónomas o empresas muy solventes, que, en general, serán de gran tamaño, puesto que el importe mínimo de los préstamos aceptables es de cinco millones de euros (en torno a 800 millones de pesetas).

Tanto los instrumentos de la lista «uno» como los de la lista «dos» son, normalmente, aceptados como colateral en las operaciones de crédito de cualquier banco central. Esto supone que la clasificación en la lista «uno» o en la lista «dos» solo es relevante a efectos internos del SEBC, sin que, por el contrario, tenga ninguna implicación para las entidades.



## II.2.2. Medidas de control de riesgos

Con el fin de proteger al SEBC contra el riesgo de pérdidas financieras si los activos de garantía tienen que ser liquidados debido al incumplimiento por parte de una entidad de contrapartida de sus obligaciones, el SEBC aplica medidas de control de riesgos a dichos activos, consistentes en márgenes iniciales y recortes en la valoración. En el caso de la lista «dos», los bancos centrales nacionales pueden también aplicar límites a la utilización de determinado tipo de instrumentos. Los márgenes iniciales incrementan el colateral necesario para garantizar un determinado volumen de crédito y dependen de la operación de política monetaria que están respaldando. Los recortes de valoración reducen la valoración que se hace de los activos de garantía aportados y su nivel está en función del vencimiento residual de los mismos.

La política de control de riesgos de los activos de la lista «uno» sigue unas reglas uniformes para toda el área que se basan en características objetivas, como el vencimiento de los activos, para fijar los recortes de valoración, o el plazo de la operación de política monetaria, que determina el margen aplicable. Para los activos de la lista dos, se ha establecido que las medidas de control de riesgos sean, al menos, tan estrictas como en el caso de los valores de la lista «uno» (5). Aunque, en principio, los bancos centrales nacionales tienen cierta flexibilidad para adoptar la combinación de medidas de control de riesgo que consideren oportunas, el BCE ha tratado de armonizar la política de márgenes aplicada por cada banco central, con objeto de limitar el riesgo de que los bancos centrales nacionales apliquen políticas con efectos económicos dispares.

El margen inicial para el crédito intradía y para las operaciones a un día se ha fijado en el 1 %, mientras que para el resto de las operaciones es del 2 %. Los recortes de valoración para valores negociables de renta fija varían entre un 0 % para valores con vencimiento residual inferior a un año y el 5 % para los bonos cupón cero con vencimiento residual superior a los siete años. Las acciones y los activos no negociables están sujetos a recortes de valoración específicos y más elevados (6).

Por otra parte, los bancos centrales nacionales deben asegurarse de que el valor del colateral disponible es siempre suficiente para cubrir el crédito concedido por el SEBC. Por este motivo, comprueban periódicamente el valor de los activos aportados y lo contrastan con el volumen de

---

(5) En concreto, se ha determinado que los márgenes iniciales sean similares a los de la lista «uno», mientras que los recortes de valoración no pueden ser inferiores a los fijados para activos de la lista «uno» con un vencimiento similar.

(6) En el anejo 1 se expone un ejemplo que permite ilustrar el funcionamiento de estos mecanismos de control de riesgos.

crédito concedido a cada contrapartida, teniendo en cuenta los recortes y márgenes que resulten relevantes. Esta evaluación, que es, normalmente, diaria, da lugar a un ajuste del colateral inicialmente aportado si el valor del mismo aumenta o disminuye por encima o por debajo de un determinado umbral. Dicho ajuste se puede realizar, a criterio del banco central respectivo, bien mediante el intercambio de activos aportando nuevos valores o devolviendo parte de los inicialmente entregados, o bien mediante una liquidación de efectivo (véase el anejo 1)

### II.2.3. Mecanismos de aceptación del colateral

Los procedimientos de utilización de los activos de garantía aplicados en el pasado reciente por los bancos centrales nacionales respondían, generalmente, a uno de los tres grandes modelos siguientes:

- El primero de ellos consiste en que cada entidad pignora en el banco central una cartera de activos, admitidos como garantía para operaciones de política monetaria, y, con esa cobertura, obtiene liquidez del banco central. Este método, conocido como sistema de *fondo común*, *pool* o *pooling*, permite que el banco central no esté obligado a efectuar un tratamiento individualizado de los instrumentos utilizados como garantía en cada una de sus operaciones de préstamo con una entidad, debiéndose preocupar, tan solo, de que la posición total deudora de la entidad esté adecuadamente cubierta con los activos depositados.
- Otros bancos centrales nacionales efectúan operaciones temporales con pacto de recompra, en las que los valores cedidos garantizan el préstamo otorgado por el banco central nacional. Este tipo de operación doble, conocido como *repo tradicional* o *repo anglosajón*, supone que los activos que garantizan el préstamo del banco central nacional están individualizados, pero, en la medida en que esos valores son garantía de un crédito, tienen un tratamiento flexible que permite, por ejemplo, su sustitución por activos con un valor similar en medio de la vida del préstamo.
- Finalmente, una minoría de bancos centrales nacionales, entre los que se encuentra el Banco de España, ha venido operando tradicionalmente mediante *operaciones simultáneas*. Estas consisten en una compra en firme de los valores y una venta posterior de los mismos a un precio prefijado (7). En este caso, las

---

(7) Al contrario del *repo anglosajón*, el adquirente de los valores (el prestamista) asume todos los derechos derivados de la propiedad de los mismos, de forma que, por ejemplo, recibiría el pago de cupón si durante el período que mantiene los valores en su poder aquel fuera abonado.

operaciones de crédito del banco central nacional también están individualizadas, pero no existe flexibilidad para, por ejemplo, permitir la sustitución de activos hasta el final de la vida del préstamo.

Ya dentro de la UEM, algunos países, como España, aplican un esquema combinado, pues se aceptan valores pignorados (mediante un fondo común) y se siguen realizando las operaciones simultáneas habituales. Todos los activos de garantía deben valorarse, al menos, semanalmente, aunque en los casos de aceptación de activos mediante fondo común, dicha valoración debe hacerse diariamente. En la práctica, la mayor parte de los países, entre ellos España, realiza una valoración diaria de todos los activos de garantía, tanto si se aportan mediante pignorción, como mediante operaciones dobles.

Los mecanismos de aceptación del colateral pueden tener ciertas consecuencias para la gestión de la liquidez y de la cartera de las entidades:

- Los activos admitidos mediante fondo común o mediante *repos* tradicionales pueden ser sustituidos a lo largo de la vida del préstamo, mientras que en las operaciones simultáneas dicha sustitución es técnica y jurídicamente muy complicada. En este caso, las entidades sometidas a los primeros dos tipos de operativa tendrían una mayor flexibilidad a la hora de gestionar sus carteras.
- El seguimiento continuo del valor de los activos de garantía resulta más sencillo en el caso del fondo común, puesto que, normalmente, el elevado nivel de las garantías depositadas no exige pedir valores adicionales ni, alternativamente, la devolución de los antes presentados. Por el contrario, en los sistemas basados en operaciones temporales, los cambios en los precios de los valores de garantía pueden dar lugar, cuando excedan del umbral de ajuste, a exigir o devolver valores o efectivo a la contrapartida.
- En el caso de que la entidad de contrapartida quiebre, la pignorción y el *repo* tradicional son sistemas que permiten más fácilmente que el banco central reduzca sus riesgos por operaciones de crédito. Aunque no es obligatorio que los bancos centrales nacionales de la UME introduzcan cláusulas para la «compensación de cierre», el Banco de España ha hecho posible que también las operaciones simultáneas puedan resolverse anticipadamente en caso de que la entidad de contrapartida resulte fallida.

### **II.3. Entidades de contrapartida**

El SEBC solo realiza operaciones con las entidades de crédito que estén sujetas al coeficiente de caja. Además, la política monetaria única se instrumenta de forma descentralizada. Esto supone que las entidades de contrapartida nacionales solo pueden participar en las operaciones de política monetaria que organiza el banco central nacional de su país. La posibilidad de que una entidad acceda a las operaciones de un banco central nacional de un país distinto de donde está establecida (el denominado acceso remoto) no está considerada, al menos por el momento. En cuanto al coeficiente de caja, cada entidad debe cumplirlo mediante el mantenimiento de depósitos en el banco central nacional del país en el que está establecida. Estas disposiciones tratan de preservar la actividad de los sistemas financieros nacionales, dentro del principio de ejecución descentralizada de la política monetaria, que inspira el marco operativo del SEBC.

### **II.4. Relaciones entre los mercados monetarios nacionales**

La introducción de la moneda única ha supuesto la desaparición de una importante fuente de incertidumbre en las transacciones económicas y financieras entre los países que se han integrado en la UME. En lo que respecta al mercado monetario, la eliminación del riesgo cambiario facilita los intercambios de fondos entre entidades localizadas en distintos países del área del euro. Por otra parte, la posibilidad de la que disponen las entidades financieras de utilizar activos denominados en euros frente a agentes no necesariamente nacionales, como garantía de sus créditos con el banco central, fomenta un elevado grado de conexión entre los mercados nacionales.

Pero la consolidación de un mercado monetario integrado en el área del euro depende del buen funcionamiento de los sistemas de pagos mayoristas transeuropeos (8). En el pasado reciente, los grandes pagos transfronterizos entre entidades europeas se han realizado, principalmente, a través de las cuentas de corresponsalía que las entidades de distintos países mantienen entre sí y de la Cámara de Compensación del Ecu. Una vez iniciada la Unión Monetaria, estos pagos pueden canalizarse también a través de un nuevo sistema, conocido como TARGET, diseñado para permitir que las transferencias de liquidez entre los distintos mercados monetarios nacionales se realicen de forma rápida, barata y segura, de modo que los tipos de interés a corto plazo de los países de la UME no difieran entre

---

(8) El inicio de la Tercera Etapa de la UEM ha tenido también implicaciones sobre los sistemas de pagos minoristas. En el anejo 2 se ofrece una breve panorámica sobre este tema.

sí (9). A continuación se comentan con algo más de detalle las características principales de cada uno de estos sistemas.

#### *II.4.1. Las cuentas de corresponsalía*

Es el sistema tradicionalmente más utilizado para la compensación de pagos transfronterizos y consiste en que las entidades bancarias mantienen cuentas abiertas entre sí para canalizar las órdenes de pago entre sus respectivos países. Este sistema de pago se completa, en caso necesario, con la utilización de alguno de los sistemas de compensación nacionales de los que el banco corresponsal sea miembro.

Lógicamente, este sistema está sujeto a un claro riesgo de contrapartida y soporta unos costes significativos, derivados de la necesidad de controlar los movimientos de un elevado número de cuentas, por lo que es probable que gran parte de las operaciones que anteriormente se canalizaban a través del mismo se terminen trasladando hacia otros sistemas más eficaces como la Cámara de Compensación del Euro (antes, del ecu) o TARGET. El fuerte crecimiento experimentado por las operaciones transfronterizas canalizadas a través de TARGET en sus primeros meses de funcionamiento podría estar indicando, de hecho, que este desplazamiento está empezando a tener lugar.

#### *II.4.2. La Cámara de Compensación del Euro*

La Cámara de Compensación del Euro (antes denominada del ecu) fue creada en el seno de la Ecu Banking Association (EBA) en 1986 para fomentar el uso del ecu en los pagos interbancarios. En la actualidad, pertenecen a ella 49 bancos compensadores y está prevista la incorporación de 9 bancos más. Además de los bancos compensadores, pertenecen a la EBA 31 bancos y 13 sociedades financieras. Estas entidades suelen ser los bancos de mayor dimensión de cada país. En el caso español, los mayores bancos (10) son compensadores o miembros de la EBA.

---

(9) En los últimos meses, el abanico de posibilidades de compensación de las operaciones transfronterizas se ha ampliado, ya que algunos sistemas de pagos mayoristas nacionales —EAF2 en Alemania y CHAPS en el Reino Unido— han reformado sus reglamentos para permitir el acceso a entidades radicadas en otros países, convirtiéndose así en potenciales competidores de los tres sistemas citados.

(10) BBV, Santander, BCH, Exterior y Banesto son compensadores de la EBA, y el Banco Popular es miembro de esta asociación.

La Cámara funciona como un sistema de compensación neto, es decir, que las operaciones introducidas en el sistema se someten a un proceso de cruce, compensando las órdenes a favor y en contra de cada una de las entidades, obteniéndose, así, al final del período de compensación, unos saldos netos bilaterales que son los que se liquidan. Los bancos participantes introducen las órdenes a través de un sistema denominado SWIFT, que procesa las órdenes y comprueba si pueden ser aceptadas. Según los últimos datos disponibles, el volumen de operaciones se situaba en el entorno de 6.400 al día, con un saldo total de 120.000 millones de euros (alrededor de 20 billones de pesetas).

Con el fin de convertir esta Cámara en la principal Cámara de Compensación privada para pagos mayoristas en euros, se han realizado los trabajos necesarios para su ampliación y su adaptación a los criterios de limitación de riesgos exigidos en el informe Lamfalussy (11). Así, se han establecido límites bilaterales y multilaterales de riesgo, se exigen garantías y compromisos de liquidación, en caso de incumplimiento de algún miembro, y se han introducido sistemas de gestión de colas de órdenes de pago pendientes. El administrador del sistema es la EBA y la liquidación final se hace a través de TARGET, para lo que la EBA mantiene una cuenta abierta en el BCE y en los bancos centrales nacionales que lo han autorizado.

Los costes fijos del sistema se comparten a partes iguales entre todos los participantes y SWIFT cargará por su parte la tarifa correspondiente por el uso de sus servicios. Las primeras estimaciones fijaron un coste por transacción que oscilaba entre 0,5 y 0,8 euros, sin tener en cuenta las tasas de acceso al sistema. No obstante, en los últimos meses, la EBA, en su intento de captar clientela, ha anunciado unas tarifas variables, en función del número de operaciones, que oscilan entre 0,15 y 0,20 euros.

#### *II.4.3. El TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer)*

Desde el 1 de enero de 1999, el TARGET es el sistema oficial europeo para pagos mayoristas y funciona bajo un esquema de pagos brutos con

---

(11) Este es un informe elaborado en 1990 por el Comité de sistemas de pagos de los bancos centrales pertenecientes al «Grupo de los Diez» en el que se recomendaba una serie de medidas para mejorar la eficiencia y seguridad de los sistemas de pagos mayoristas de compensación netos. En él se establecieron seis criterios mínimos que deberían cumplir estos sistemas para limitar el riesgo sistémico. Estos se refieren al esquema legal, a los criterios de admisión, a la capacidad técnica y al establecimiento de mecanismos de limitación de riesgos.

liquidación en tiempo real. Su estructura es descentralizada y está formado por los distintos sistemas oficiales nacionales y un sistema de interconexión de todos ellos denominado *Interlinking*, que es gestionado por el BCE. A través del TARGET se liquidan todas las operaciones de política monetaria y se procesan otros pagos interbancarios tanto por cuenta de las entidades bancarias como de sus clientes, de modo que en él pueden participar todas las instituciones de crédito y demás instituciones financieras que estén autorizadas para operar en cualquiera de los sistemas nacionales integrados (12). Con respecto a las entidades bancarias radicadas en países no pertenecientes al área euro, se ha admitido su adhesión a TARGET, si bien se han establecido algunos límites operativos y de horarios, para evitar posibles descubiertos en euros al final del día (13).

La liquidación en términos brutos implica que las operaciones que se van introduciendo en el sistema son liquidadas inmediatamente, siempre y cuando la entidad obligada al pago tenga liquidez suficiente para ello. La exigencia de liquidación en tiempo real obliga al mantenimiento de un mayor volumen de liquidez que en el caso de los sistemas donde la liquidación se efectúa por saldos netos al finalizar la sesión. Por ello, se han establecido los mecanismos oportunos para que los bancos centrales nacionales puedan conceder financiación intradía a las entidades miembros del sistema. Esta financiación no conlleva costes, pero exige la aportación de garantías en las mismas condiciones que se han previsto para las operaciones de política monetaria. Además, el sistema incorpora diversos sistemas de gestión de colas de las órdenes de pago pendientes, que consisten en procedimientos informáticos que procesan las órdenes pendientes tratando de compensarlas con otras de sentido contrario—compensación bilateral y multilateral— y un sistema de prioridades para ordenar las colas en espera de saldo suficiente.

El proceso de implantación del TARGET se desarrolló en dos fases. En la primera, se abordó la reforma de los distintos sistemas de pagos nacionales, a fin de que todos ellos funcionasen como sistemas de liquidación bruta en tiempo real y respetasen unos criterios mínimos de ar-

---

(12) Algunos sistemas nacionales admiten como miembros a Administraciones Públicas y otros organismos públicos, así como a sociedades de valores y otros organismos que facilitan servicios de compensación y liquidación. Estas instituciones podrán participar en el sistema con carácter excepcional y siempre que se habiliten mecanismos que impidan que incurran en descubiertos al final del día.

(13) Así, a partir de las 17 horas no se admitirán órdenes de pago si no hay saldo suficiente en la cuenta de la entidad ordenante y las facilidades de descubierta en euros durante el día se las darán sus respectivos bancos centrales, que respaldarán esas operaciones con un depósito en euros en el SEBC. Asimismo, se establecen unos límites máximos de descubierta a cada banco central y a cada entidad de crédito y unas fuertes penalizaciones en caso de descubiertos al final del día, que podrían llegar a la expulsión del sistema si los descubiertos se repiten con excesiva frecuencia.

monización, como el establecimiento de mecanismos de provisión de liquidez intradía plenamente garantizada, un horario de funcionamiento común y un criterio común de fijación de tarifas basado en la recuperación de costes, a fin de evitar grandes diferencias en los precios de los sistemas nacionales que pudieran entorpecer el funcionamiento del mercado monetario único (14). En una segunda fase se empezaron a desarrollar los distintos sistemas de interconexión de los sistemas nacionales, así como el componente *Interlinking*.

TARGET funciona de lunes a viernes desde las 7 horas hasta las 18 horas, aunque no se admiten órdenes de pago por cuenta de clientes después de las 17 horas. Entre las 18 horas y las 18.30 horas solo se admiten órdenes de transferencia para acceder a la facilidad marginal de depósito. El sistema solamente cerrará los días 25 de diciembre y 1 de enero (15).

El precio de una transferencia a través de TARGET, basado en el criterio de recuperación de costes, depende de si la transferencia es interna, es decir, que se realiza a través de un único sistema nacional, o transfronteriza, en cuyo caso estarán implicados dos sistemas nacionales y el sistema *Interlinking* de interconexión de los mismos. En el primer caso, la tarifa aplicada será la del sistema nacional utilizado, que es diferente en cada país; mientras que, en el segundo caso, la tarifa es igual para todas las operaciones, según un criterio descendente en función del número de operaciones efectuadas cada mes. Así, las primeras 100 operaciones cuestan 1,75 euros por operación; las siguientes 900, 1 euro; y a partir de 1.000 operaciones el precio es de 0,80 euros por operación. Estos precios incluyen todos los costes asociados a la transacción, excepto los costes de comunicación entre la entidad ordenante y su banco central.

El sistema TARGET se completa con un esquema legal común aceptado por todos los participantes, que regula las transacciones realizadas a través del mismo. Este esquema legal se articula en tres niveles distintos: la regulación general del TARGET, las regulaciones específicas de los sistemas nacionales adscritos a TARGET y el acuerdo firmado por

---

(14) Esto no significa que los precios de los servicios de liquidación de cada país deban coincidir, ya que existen numerosos factores que contribuyen a determinar ese precio —número y volumen de operaciones, nivel de servicios prestados, estructura del sistema, etcétera—. De hecho, en la actualidad, estos precios varían notablemente entre los distintos países de la UE.

(15) El día 11 de enero, con el objetivo de facilitar el proceso de adaptación de las entidades bancarias, se amplió el horario de funcionamiento de TARGET mediante el establecimiento de una «ventana de extensión del servicio» mediante la cual se retrasaba el cierre de operaciones hasta las 19 horas. Las transacciones ordenadas en este nuevo horario ven su precio incrementado por una tarifa especial de 15 euros, a fin de evitar que las entidades «abusen» de esta ventana.



los bancos centrales nacionales de la UE no pertenecientes al área del euro, para su adhesión a TARGET.

Durante sus dos primeros meses de funcionamiento, TARGET ha procesado pagos por valor de un billón de euros diarios, cifra comparable con la que caracteriza el sistema Fedwire de EEUU. Esto representa un incremento sustancial con respecto a la suma de los volúmenes negociados en los distintos sistemas de pagos nacionales, que rondaba los 650 millones de euros diarios. Aproximadamente el 60 % de las operaciones tiene lugar en el seno de los sistemas nacionales, mientras que el resto hace uso del componente *Interlinking* que conecta entre sí dichos sistemas. Estos datos confirman que los principales objetivos del establecimiento de TARGET están siendo adecuadamente cubiertos y que este ha demostrado ser capaz de canalizar de forma segura y eficaz las órdenes de pago nacionales y transfronterizas derivadas de las operaciones de política monetaria y de las transacciones monetarias del área del euro.

### III

## IMPLICACIONES DEL NUEVO MARCO OPERATIVO PARA EL COMPORTAMIENTO DE LAS ENTIDADES NACIONALES

En el apartado anterior se han descrito los rasgos básicos del esquema de instrumentación de la política monetaria y de los sistemas de liquidación que están vigentes a partir del 1 de enero de 1999. Como aparece reflejado en el cuadro III.1, este esquema introduce cambios significativos en relación con el que anteriormente utilizaba el Banco de España, lo que, indudablemente, incide sobre la estrategia de gestión de la liquidez de las entidades en lo que respecta a su participación en las operaciones de política monetaria y en los mercados monetarios. Dado que el plazo transcurrido desde el comienzo de la UME es aún demasiado reducido para permitir un análisis factual, en el presente apartado se realiza un repaso de las repercusiones que, previsiblemente, este nuevo marco operativo podría tener sobre las entidades de crédito españolas.

### III.1. Instrumentos de política monetaria

Dado que las *operaciones principales de financiación* tienen una gran similitud con las tradicionales subastas decenales del Banco de España, las entidades no han debido realizar un esfuerzo significativo de adaptación a las mismas. El sistema de subastas a tipo fijo y el hecho de que el período de mantenimiento del coeficiente de caja sea superior al vencimiento de estas subastas (por lo que a lo largo del nuevo período de mantenimiento se celebrarán, al menos, cuatro subastas semanales) han sido los únicos elementos de cierta novedad que han podido requerir un determinado aprendizaje.

Las *operaciones de financiación a más largo plazo* son, por el contrario, algo novedoso en el esquema de política monetaria español. *A priori*, y en ausencia de una muestra más amplia, pueden señalarse algunas razones que sugieren que, a medio plazo, la utilización de las mismas po-

## CAMBIOS PRINCIPALES EN EL MARCO PARA LA INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

	<i>Marco anterior a la UME</i>	<i>Nuevo marco</i>	
Instrumentos de política monetaria	Operaciones de mercado abierto	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Subastas decenales de préstamos con vencimiento decenal</li> <li>• Intervenciones de ajuste muy frecuentes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Subastas semanales de préstamos con vencimiento quincenal</li> <li>• Subastas mensuales de préstamos con vencimiento trimestral</li> <li>• Intervenciones de ajuste probablemente esporádicas</li> </ul>
	Facilidades de crédito y depósito	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Los descubiertos en cuenta al final del día se consolidan en un préstamo a un día a tipo penalizador</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Habrá una facilidad de crédito y otra de depósito con vencimiento a un día y tipo de interés más desfavorable que el de mercado</li> </ul>
	Coefficiente de caja	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Positivo y pequeño</li> <li>• Período de mantenimiento decenal</li> <li>• Período de cómputo decenal</li> <li>• Desfase de dos días entre ambos periodos</li> <li>• Sin remunerar</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2 %</li> <li>• Período de mantenimiento mensual</li> <li>• Cómputo de pasivos el último día del mes anterior</li> <li>• Desfase de más de tres semanas</li> <li>• Remunerado a tipos de mercado</li> <li>• Se permitirá el cumplimiento indirecto a través de intermediario</li> <li>• Habrá un mínimo exento (franquicia) de 100.000 euros</li> </ul>
Activos de garantía	Activos aceptados	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CBES</li> <li>• Deuda anotada en el SACDE</li> <li>• Otros valores de renta fija</li> <li>• Acciones no bancarias del IBEX-35</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>a) Lista «uno» Banco de España</li> <li>• CBES</li> <li>• Valores del Estado y las Comunidades Autónomas</li> <li>• Bonos matador</li> <li>• Cédulas hipotecarias</li> <li>• Otros</li> <li>b) Lista «dos» Banco de España</li> <li>• Otros valores de renta fija con elevada calificación crediticia</li> <li>• Acciones no bancarias del IBEX-35</li> <li>• Préstamos no hipotecarios</li> <li>c) Activos de las listas «uno» y «dos» de los bancos centrales nacionales de los países de la UE</li> </ul>
	Medidas de control de riesgos	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tradicionalmente, ninguna —para CBES y deuda pública—</li> <li>• Recortes de valoración para las acciones, cuando se aceptaron</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Recortes de valoración para todos los activos y márgenes iniciales para todas las operaciones de política monetaria</li> </ul>
	Mecanismos de aceptación	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Operaciones dobles, para todas las operaciones de política monetaria</li> <li>• Póliza de pignoración para las operaciones de ajuste y de crédito a un día y, recientemente, también para subastas regulares</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Operaciones dobles y póliza de pignoración para todas las operaciones de política monetaria</li> </ul>
Entidades de contrapartida	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bancos, cajas y algunas cooperativas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Conjunto de entidades de crédito (incluyendo establecimientos financieros de crédito)</li> </ul>	
Grandes pagos entre entidades que operen en distintos países del área euro	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A través de la Cámara de Compensación del Ecu de la EBA</li> <li>• A través de las cuentas de corresponsalia</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A través del TARGET</li> <li>• A través de la Cámara de Compensación del Euro de la EBA</li> <li>• A través de las cuentas de corresponsalia</li> <li>• A través de otras Cámaras de Compensación nacionales (como EAF-2)</li> </ul>	

dría ser reducida. Así, en primer lugar, al contrario de la experiencia de otros países, no ha existido en España un instrumento de este tipo. En este sentido, es preciso señalar que el porcentaje de la liquidez total que se proporciona a través de este instrumento no se calcula a nivel nacional, sino a nivel agregado en el conjunto de la UME. Así, en un determinado país, el porcentaje de liquidez inyectado mediante este instrumento sobre el total concedido en dicho país puede ser significativamente superior o inferior a la proporción fijada para el conjunto del área.

En segundo lugar, la necesidad de aportar colateral durante un plazo tan prolongado hace que cobren especial relevancia las características de los mecanismos de aceptación de activos de garantía. Aunque dichas características se comentarán con detalle más adelante, cabe señalar que, por un lado, la realización de operaciones simultáneas a tres meses podría no ser atractiva para las entidades, en la medida en que los activos cedidos no podrían ser sustituidos mientras durase la operación. Por otro lado, los procedimientos de pignoración de valores son, en el momento actual, poco ágiles, por lo que es poco probable que las carteras pignoradas en el Banco de España sean suficientes para cubrir, además del crédito intradía, un volumen elevado de créditos de política monetaria.

No obstante, la operación a tres meses puede resultar atractiva para algunas entidades que deseen alcanzar un mayor equilibrio entre el plazo de vencimiento medio de su activo y el de su pasivo. Así, si se examinan los saldos vivos de los depósitos interbancarios por plazos, con datos de septiembre de 1998, se observa que las operaciones con plazos superiores a un mes representan casi la mitad del saldo vivo y las que tienen un plazo superior a los tres meses suponen una quinta parte de dicho saldo total. La realización de operaciones de compraventa temporal de deuda entre entidades de crédito a estos plazos más largos son también relevantes.

Por otra parte, algunas de las consideraciones anteriores referidas al hecho de que estas operaciones a tres meses limitan la flexibilidad de la gestión de la liquidez de las entidades podrían ser poco relevantes para entidades de pequeño tamaño que, como se verá en el apartado III.3, están en condiciones de operar como contrapartida del Banco de España a partir del 1 de enero 1999. Para estas entidades, las operaciones de financiación a más largo plazo pueden llegar a constituirse en la principal fuente de financiación monetaria. Además, este instrumento podría representar una alternativa a la captación de financiación en los mercados monetarios internacionales a la que las entidades españolas recurrieron significativamente en el pasado reciente (1).

---

(1) Esta financiación ha adoptado, frecuentemente, la forma de emisiones de valores a corto plazo —entre 3 y 12 meses—. Es decir, es una financiación personal (sin garantías) y que exige el cumplimiento de ciertos requisitos formales.

Finalmente, conviene señalar que el hecho de que el SEBC haya decidido utilizar este instrumento para inyectar en torno al 30 % de las necesidades de financiación globales del sistema podría, en determinadas circunstancias, obligarle a racionar la liquidez suministrada a través de las operaciones principales de financiación. Si este fuera el caso, las entidades se verían, en cierto modo, impelidas a utilizar este instrumento aun cuando sus preferencias se decantaran por las subastas a dos semanas.

La escasa frecuencia que, probablemente, continuarán teniendo las *operaciones de ajuste o de fine-tuning* obligará a las entidades a aproximar, en mayor medida, sus necesidades de financiación en las subastas semanales. En el pasado, la realización de intervenciones casi diarias por parte del Banco de España en el mercado limitaba la utilización que hacían las entidades de sus saldos de activos de caja con fines de estabilización de los tipos de interés. Por el contrario, en la Tercera Etapa las entidades adoptan una posición mucho más activa en los mercados monetarios para aprovechar las divergencias en los tipos de interés que transitoriamente se puedan registrar. El hecho de que el período de mantenimiento del nuevo sistema de coeficiente de caja sea prolongado facilita que las entidades gestionen sus necesidades de liquidez de manera más flexible, puesto que se amplía el horizonte para contrarrestar las eventuales posiciones de exceso o escasez de liquidez.

El nuevo método de cómputo del *coeficiente de caja* alivia las tareas de suministro de información de las entidades al Banco de España y de seguimiento continuo del saldo de activos de caja exigibles. Asimismo, permite que la función estabilizadora de los tipos de interés a la que contribuye el coeficiente de caja se refuerce en la Tercera Etapa, en comparación con la situación anterior en España (2). En primer lugar, al triplicarse la longitud del período de mantenimiento (que pasa de diez días a un mes), las posibilidades que tienen las entidades de transferir los excesos de liquidez o de financiar los defectos se amplían igualmente. En segundo lugar, el perfecto conocimiento de los activos de caja mínimos necesarios para cumplir el coeficiente desde el comienzo del período de mantenimiento supone la eliminación de un factor de incertidumbre que, en el pasado, ha podido entorpecer la gestión de la liquidez de las entidades en España. En efecto: dado el pequeño desfase que existía entre el período de cálculo de los pasivos computables y el período de mantenimiento en España (dos días), las entidades podían tener incentivos a

---

(2) De acuerdo con el trabajo de Cabrero, Escrivá y Ortega (1996) («La instrumentación de la política monetaria en España: características principales y valoración», *Boletín Económico*, Banco de España, noviembre), el tradicional diseño del coeficiente de caja en España solo ha permitido compensar el 20 % de los *shocks* de liquidez en el período más reciente.

sobreestimar los pasivos computables contabilizados en el período inmediatamente anterior, aunque no se tuviera información perfecta de los mismos, con el fin de evitar que una previsión demasiado ajustada condujera al incumplimiento del coeficiente. Por este motivo, el nuevo sistema debe tender a reducir las reservas excedentes de las entidades en sus cuentas con el banco central. Finalmente, la existencia de *facilidades permanentes de crédito y depósito*, al reducir la incertidumbre sobre el coste de oportunidad de registrar desajustes de liquidez, permite, lógicamente, una gestión de las reservas líquidas más eficiente.

Por otra parte, las características con que se ha diseñado la remuneración del nuevo coeficiente de caja parecen las idóneas para evitar que esa remuneración afecte al comportamiento de las entidades en los mercados monetarios. Aunque los activos de caja se remuneran a tipos de interés de mercado, esa rentabilidad se calcula *ex post*, sobre la base de los tipos de las operaciones principales de financiación del SEBC, y solo se paga a los activos de caja mínimos exigidos. En el caso español, la remuneración del coeficiente de caja supone unos ingresos adicionales para las entidades de crédito, en comparación con la situación anterior en la que el Banco de España no remuneraba los depósitos obligatorios. En contrapartida, aumentan los gastos financieros del Banco de España.

### **III.2. Activos de garantía**

Como ya se comentó en apartados anteriores, el Banco de España realizó una primera ampliación de la lista de instrumentos aceptados como garantía en abril de 1997, que se ha ido perfilando en los últimos meses. La mayor parte de estos nuevos activos de garantía —como los valores de renta fija privada o las cédulas hipotecarias— por ahora solo puede aceptarse en prenda y no puede ser objeto de operaciones dobles. En todo caso, la ampliación resulta significativa: frente a los 42 billones de pesetas que representan la deuda del Estado y los certificados del Banco de España, el saldo total de los restantes valores admisibles en las operaciones de política monetaria se situaría en el entorno de los 25 billones de pesetas, aproximadamente, sin contar con los activos incluidos en las listas de otros bancos centrales nacionales, que también pueden utilizarse como colateral. Además, la aceptación de préstamos no hipotecarios a agentes con una elevada calidad crediticia podría permitir la movilización de un billón de pesetas de activos de garantía, que, en este caso, se encuentra completamente en poder de las entidades de crédito.

Por el contrario, la participación de los nuevos valores admitidos en las carteras de las entidades es relativamente reducida: menos del 10 %

del saldo vivo de deuda permanece disponible en las carteras de las entidades y solo una pequeña proporción de los nuevos valores admitidos figura en el activo de las entidades de crédito (3). Además, es conocida la estrechez relativa de los mercados de valores españoles de renta fija y variable. Solo recientemente, el auge de los fondos de inversión, que están absorbiendo una gran parte de los valores en pesetas existentes, ha comenzado a estimular la negociación en dichos mercados (4).

Cualquier activo incluido en las listas «uno» y «dos» propuestas por los bancos centrales nacionales puede ser utilizado como garantía de las operaciones de política monetaria del Banco de España. Esto supone que, de forma automática, una cierta parte de la actual cartera de activos exteriores de las entidades españolas puede ser utilizada como garantía de las operaciones frente al Banco de España (5). Cabría preguntarse también si las entidades españolas tendrían incentivos a modificar la composición de su cartera de activos de garantía en favor de la tenencia de activos extranjeros. Obviamente, al desaparecer el riesgo cambiario, las entidades tienen una menor incertidumbre a la hora de invertir en activos emitidos por agentes no residentes. Sin embargo, no parece que esto vaya a implicar cambios sustanciales en la orientación de la cartera de las entidades. Por un lado, no hay razones para pensar que el establecimiento de la UME vaya a corregir el sesgo existente en los balances bancarios hacia la concesión de créditos frente a la adquisición de valores. Por otro lado, la eliminación del riesgo cambiario podría reducir el atractivo de la inversión en activos extranjeros como medio para diversificar el riesgo de la cartera doméstica.

Como se comentó anteriormente, aunque se ha establecido que todas las operaciones del SEBC han de estar adecuadamente colateralizadas, existe una cierta falta de armonización de las listas de activos de garantía según el país donde sean emitidos. Esto es debido a que los bancos centrales nacionales pueden incluir en la lista «dos» activos que son importantes para su sistema financiero nacional pero que pueden no

---

(3) De hecho, en el pasado se han producido tensiones en los mercados monetarios como consecuencia de la escasez de colateral de las entidades. Estos hechos han solido producirse cuando se realiza el lavado de cupón de una referencia voluminosa de deuda pública, lo que muestra que las carteras de las entidades están muy ajustadas. Véase Alejano, Muñoz de la Peña y Peñalosa, «Implicaciones para la política monetaria de las operaciones de lavado de cupón», *Boletín económico*, Banco de España, octubre de 1998.

(4) Para una descripción más detallada de la situación y perspectivas de los mercados financieros españoles, véase Blanco, García-Vaquero, Núñez y Restoy, *Los mercados financieros españoles: situación actual y perspectivas ante la UEM*, de próxima aparición en Estudios Económicos, Banco de España.

(5) Sin embargo, de acuerdo con una estimación provisional, los activos extranjeros que figuran en los balances de las entidades de crédito españolas, y que podrían comenzar a utilizarse como garantía, solo representan 0,4 billones de pesetas.

tener esa misma relevancia, o incluso no existir, en otros países. Así, por ejemplo, de acuerdo con las listas que han propuesto los bancos centrales nacionales de Francia y Alemania, una parte importante del activo de las entidades de crédito en estos países podrá admitirse como colateral (incluidos préstamos bancarios y, en el caso alemán, letras comerciales). Así, el SEBC aceptará como colateral en sus operaciones de política monetaria préstamos concedidos a empresas de un determinado país, calificados como solventes por el banco central nacional correspondiente.

En el caso español, la aceptación de préstamos no hipotecarios a empresas se ha limitado al caso en que el deudor muestre una elevada calificación crediticia, fijada por una agencia de *rating* acreditada. Hay que señalar, sin embargo, que una forma indirecta por la que esos préstamos podrían repercutir en un aumento del colateral disponible sería a través de la titulización de estos activos: los créditos bancarios podrían agruparse en valores negociables, que serían calificados por agencias de *rating* y que, en principio, podrían cumplir las condiciones para ser aceptados como garantía de las operaciones de política monetaria, sin necesidad de que el Banco de España deba realizar un análisis de la solvencia de las empresas deudoras. En este sentido, hay que destacar los resultados positivos de los cambios recientes en la normativa española que regula los procesos de titulización, encaminados a potenciar este mercado (6). Según estimaciones provisionales, este mercado podría haberse prácticamente septuplicado en 1998.

En relación con los procedimientos de utilización del colateral, resulta muy complicado valorar *a priori* el posible impacto de la heterogeneidad de los distintos modelos empleados (véase el cuadro II.2) sobre la instrumentación de la política monetaria única y el funcionamiento integrado de los mercados monetarios europeos. En principio, el sistema de fondo común (que se corresponde con la pignoración en España) parece el más favorable frente a los de *repo* o simultánea, pues permite que las entidades gestionen su cartera de forma más flexible durante la vida del crédito de política monetaria. Sin embargo, existen en la actualidad algunas barreras que encarecen la pignoración en España, tales como la necesidad de que la operación sea intervenida por un fedatario público (7).

---

(6) Véase J. Ayuso, «Perspectivas para la titulización en España», *Boletín económico*, Banco de España, octubre de 1998.

(7) La consideración o no de los intereses devengados en el crédito concedido por los bancos centrales nacionales también puede influir en la política de aceptación de garantías, ya que estos han decidido no armonizar el tratamiento de esos intereses devengados. A la hora de ajustar los márgenes en medio de una operación de política monetaria, algunos pondrán en relación el valor de los activos de garantía a precios de mercado con el valor actualizado del crédito concedido incorporando los intereses, mientras que otros lo compararán con el crédito inicial.



### III.3. Entidades de contrapartida

En el momento de escribir este trabajo no se ha completado aun el primer período de mantenimiento del coeficiente de caja de la Tercera Etapa, por lo que la información disponible es, prácticamente, nula. En todo caso, sí puede afirmarse que el rango de contrapartidas con el que puede operar el Banco de España se ha ampliado en la Tercera Etapa. Sin embargo, no puede descartarse que un buen número de entidades de pequeño tamaño no esté interesado en participar en las operaciones del SEBC, teniendo en cuenta los posibles costes de acceso a las mismas, derivados, por ejemplo, de la necesidad de participar en el sistema de liquidación en tiempo real. Otros factores podrían contribuir a que, de hecho, el número de contrapartidas no aumentara significativamente:

En primer lugar, se ha establecido una franquicia en el coeficiente de caja, que se descuenta de los depósitos obligatorios, de forma que las entidades que no excedan el volumen de esa franquicia, que es de 100.000 euros (casi 17 millones de pesetas), quedan liberadas del cumplimiento del coeficiente de caja. Para entidades de pequeño tamaño, con departamentos de tesorería poco desarrollados, esta exención podría implicar que no estuvieran interesadas en la participación en las operaciones de política monetaria del Banco de España.

En segundo lugar, es posible el cumplimiento del coeficiente de caja a través de un intermediario, con lo que es probable que una buena parte de las entidades que tendría acceso por primera vez a las operaciones del SEBC decida cumplir dicho coeficiente a través de una entidad del grupo al que pertenece. La gestión del cumplimiento del coeficiente de caja que realice el intermediario por cuenta de algunas entidades podría, de facto, implicar una gestión centralizada de la tesorería de las entidades por parte del intermediario, quien, de este modo, participaría en las operaciones de política monetaria teniendo en cuenta sus necesidades propias de liquidez y las del conjunto de entidades cuya tesorería gestiona.

Un breve repaso del número, tipo y tamaño de las entidades de crédito en España permite valorar estas consideraciones. El Banco de España operaba recientemente con 250 contrapartidas, mientras que el número de entidades de crédito era de 400. La franquicia acordada —que, con un coeficiente de caja del 2 %, se corresponde con 5 millones de euros (algo más de 800 millones de pesetas) de pasivos computables— supone que más de 100 instituciones no tienen que cumplir el coeficiente de caja. Por entidades, los establecimientos financieros de crédito, al ser las entidades de menor dimensión, son los más beneficiados por esta franquicia: se estima que casi el 90 % de estas entidades no tiene que cumplir el coeficiente de caja.

Por lo que respecta al cumplimiento indirecto del coeficiente, hay que tener en cuenta que un buen número de cooperativas de crédito, que en el pasado no tenían acceso a las operaciones del Banco de España, podrían cumplir el coeficiente de caja a través del Banco Cooperativo, que, ya en la actualidad, gestiona parte de la tesorería de estas entidades de crédito. Además, una parte de los establecimientos financieros de crédito (EFC), cuyo número, hoy en día, se eleva a algo más de 100 instituciones, podría también decidir cumplir el coeficiente de caja a través de otra entidad de crédito (si, por ejemplo, esta fuera su matriz). En este sentido, cabe destacar que más de la mitad de los EFC son filiales de entidades de crédito —que representan el 70 % de la actividad del sector—.

En principio, la prohibición de que exista acceso remoto supone que las entidades establecidas en España solo participan en las operaciones que realice el Banco de España. Sin embargo, nada impide que, a partir de un momento dado, las entidades de crédito canalicen su participación en las operaciones de política monetaria de cualquier banco central nacional a través de las oficinas (sucursales o filiales) de que dispongan en otros países (8). Esta posibilidad permitiría centralizar la tesorería de las grandes entidades de crédito europeas en un determinado país, aunque dicha centralización no podría ser total, puesto que las distintas entidades, oficinas y sucursales del grupo bancario deberían contar al final del día con los depósitos obligatorios necesarios para el cumplimiento del coeficiente de caja en el país de establecimiento de cada una de ellas. En algunos casos, como la banca extranjera, el reducido nivel de pasivos computables hace más sencilla la concentración de la tesorería.

#### **III.4. Sistemas de liquidación de grandes pagos**

La adaptación de los distintos sistemas oficiales nacionales para liquidar operaciones en tiempo real ha supuesto un incremento en sus costes de funcionamiento y un mayor esfuerzo de gestión para los departamentos de tesorería de las entidades financieras. Como contrapartida, la liquidación bruta en tiempo real aumenta notablemente la seguridad de los grandes pagos entre entidades.

En efecto: la liquidación de las operaciones en tiempo real requiere que la gestión diaria de la tesorería esté en condiciones de asegurar un seguimiento continuo de la liquidez durante el día. Esto supone un cambio significativo respecto a la gestión anterior —orientada a la posición

---

(8) Si las ventajas de operar en un país en el que la entidad no cuenta con ningún establecimiento fueran significativas, sería sencillo constituir una sucursal con el fin de aprovechar esas ventajas.

**SISTEMAS DE LIQUIDACIÓN DE GRANDES PAGOS EN LOS PAÍSES DE LA U.E.**

	Gestor (a)	Sistema de liquidación (b)	Tarifas (c)	Nombre	Intercambio de mensajes (d)	Valor medio operación (e)
Bélgica	BC	SLBTR	T	ELLIPS	SWIFT	8,70
Dinamarca	BC	SLBTR	V	DN	SWIFT	5,31
Alemania	BC	SN/LB	T	EAF/EAF 2	SWIFT	4,27
Alemania	BC	SLBTR	T	EZV	SP	2,09
España	BC	SLB	T	STMD	SP	17,20
España	B	SN	T	Cámara de Madrid	SWIFT	4,59
Francia	BC	SN	T	SAGITTAIRE	SWIFT	3,73
Irlanda	B	SLB	S	Special Presentations	SWIFT	2,56
Irlanda	BC	SLBTR	T	IRIS	SWIFT	6,13
Italia	BC	SN	T	SIPS	SP	3,31
Italia	BC	SLBTR	V(f)	BISS	SP	1,42
Italia	BC	SN	V	Electronic Memoranda	SP	7,14
Holanda	BC	SLBTR	V	Central Bank System	SP	6,96
Holanda	BC	SN	T	8007 SWIFT	SP	3,04
Austria	B	SLBTR	T	EBK	SP	0,62
Portugal	BC	SLBTR	T	SPGT	SP	6,07
Finlandia	BC	SLBTR	T	BOF System	SP	13,81
Suecia	BC	SLBTR	T	RIX	SP	29,62
Reino Unido	B	SLBTR	V	CHAPS	SP	2,46

Fuente: BCE.

(a) B= Bancos. BC = Banco Central.

(b) SLBTR = Sistema de liquidación bruta en tiempo real. SLB = Sistema de liquidación bruta. SN = Sistemas de compensación netos.

(c) T = Coste total incluyendo costes fijos e inversiones. V = Costes variables. S = Tarifa simbólica.

(d) SWIFT = El intercambio de órdenes se realiza a través de la red SWIFT. SP = Los sistemas tienen su propio procesador de órdenes.

(e) En millones de ecus. Datos de 1996.

(f) El sistema prevé la posibilidad de aplicar subvenciones para fomentar el uso de los sistemas de liquidación brutos.

de liquidez a final del día— y, en consecuencia, aconseja adoptar nuevas herramientas de gestión de liquidez adaptadas a una concepción más dinámica de la misma. Asimismo, estos nuevos sistemas presentan un mayor grado de complejidad técnica que otros sistemas alternativos y, por tanto, requieren mayores inversiones para su puesta en marcha, al tiempo que la exigencia por parte del BCE y la Unión Europea de que las tarifas se fijen de acuerdo con el principio de recuperación del coste impide la subvención de estos servicios (al contrario de lo que ocurre hoy en algunos países, tal como se observa en el cuadro III.2). Finalmente, la necesidad de aportar activos de garantía para cubrir los descubiertos en que se incurra a lo largo del día tiene también un coste para las entidades, derivado de la inmovilización de los valores aportados como garantía, de los requisitos para instrumentar las pólizas de pignoración y del coste de oportunidad derivado de mantener una cartera de activos susceptibles de ser utilizados como colateral.

El efecto de los factores comentados en el párrafo anterior, sin embargo, se ve contrapesado como consecuencia de otros elementos que tienden a elevar el atractivo relativo de los sistemas oficiales de liquidación en tiempo real. Así, como ya se ha señalado, la liquidación bruta en tiempo real supone claras ventajas en términos de seguridad para los grandes pagos entre entidades. De hecho, hay que señalar que los sistemas de pagos netos alternativos también están siendo reformados a fin de reducir sus riesgos, por lo que es previsible que el coste de su utilización también aumente (9). Frente a ello, se están produciendo importantes revisiones a la baja de las tarifas aplicadas por los diferentes sistemas oficiales de algunos países, entre ellos España.

Este incipiente proceso competitivo entre los distintos sistemas de pagos mayoristas existentes en la UE por la captación de cuota en el mercado de liquidación de operaciones mayoristas en euros, está provocando una reducción de las tarifas aplicadas, pese a los mayores costes asociados a los nuevos sistemas, y se está traduciendo, además, en una creciente implantación de sistemas de tarifas decrecientes según el número de operaciones realizadas. El sistema de tarifas decrecientes persigue una mayor concentración de operaciones, que permita el aprovechamiento de las grandes economías de escala presentes en esta actividad. En este sentido, los sistemas oficiales de pagos cuentan con la ventaja que supone canalizar todos los pagos a los que de lugar la instrumentación de la política monetaria única.

En definitiva, los mayores costes que supone la liquidación bruta en tiempo real no parece que vayan a implicar, necesariamente, un excesivo encarecimiento del precio de las operaciones frente a los sistemas de pagos netos alternativos, sobre todo si se toman en consideración las ventajas que ofrece en términos de seguridad de los pagos. Sí parece probable, por el contrario, que aumente el grado de concentración de los pagos. Así, además de lo ya comentado, es conveniente observar que los mayores costes y exigencias técnicas y de horarios de los modernos sistemas de compensación harán más difícil que las entidades de tamaño más reducido puedan afrontar las cargas derivadas de su participación directa en los mismos (10), y más aún si para operar en distintos países fuera necesario ser miembro de diversos sistemas. Por ello, es probable que se produzca una mayor concentración de las operaciones, tanto en un determinado sistema como en determinadas entidades con mayor capacidad de gestión. En este sentido, es muy probable que cobre mayor

---

(9) Aunque, al no eliminar totalmente el riesgo de crédito, siempre serán más baratos que los sistemas en tiempo real.

(10) Por otra parte, un excesivo nivel de incidencias provocado por entidades que tengan dificultades para cumplir con las exigencias técnicas del sistema podría dificultar el correcto funcionamiento del mismo.

importancia el papel de las entidades que actúen como agentes de entidades más pequeñas, garantizando así a estas últimas el acceso a los servicios de compensación con un coste menor.

No debe olvidarse que esta concentración de operaciones en las entidades de mayor dimensión mediante el uso de los servicios de una entidad agente para acceder a estos mercados, ya se observaba en el pasado. Como se comentó en el capítulo I, de las 307 entidades de depósito que existían en España a finales de 1997, solamente 225 estaban dadas de alta en el STMD, concentrándose la mayor parte de las operaciones en un número muy reducido de ellas. Las entidades que eligieron la opción de estar representadas a través de un agente eran, en general, bancos filiales de grandes grupos bancarios o cooperativas de crédito —de las 97 existentes solo 37 eran miembros del STMD—, que estimaron que los costes derivados del acceso directo al STMD no superaban los beneficios derivados del mismo, de la posibilidad de una gestión más ágil de la tesorería y del acceso a las operaciones de política monetaria. Las características de los nuevos sistemas de pagos contribuirán a reforzar este proceso de concentración, que, además, se verá favorecido por las nuevas tarifas del STMD, que incluyen un aumento de la cuota anual de las entidades miembros y una reducción de la cuota de las entidades representadas, por lo que se incentiva aún más la salida de las entidades más pequeñas, que operarían agrupadas a través de otras instituciones como la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA) o el Banco Cooperativo.

## IV

### IMPLICACIONES DEL NUEVO MARCO OPERATIVO PARA LA ESTRUCTURA DEL MERCADO MONETARIO ESPAÑOL

Con el paso del tiempo, la entrada en funcionamiento de la Unión Monetaria puede afectar de manera importante a la estructura del mercado monetario español. El nuevo marco operativo de la política monetaria en la Tercera Etapa puede tener importantes implicaciones, en primer lugar, sobre las necesidades de financiación de las entidades españolas, y, en segundo lugar, sobre el papel relativo del Banco de España y otros bancos centrales nacionales como suministradores de esa liquidez. Asimismo, la negociación entre las propias entidades puede verse también afectada. A continuación se analizan estas cuestiones con mayor detalle.

#### IV.1. Evolución previsible de las necesidades de financiación de las entidades españolas

Dado que la política monetaria única se ejecuta de manera descentralizada, a estos efectos, el Banco de España sigue siendo el interlocutor de las entidades que operan en España. De este modo, una forma sencilla de analizar los posibles efectos de la UME sobre las necesidades de financiación de las entidades es mediante el examen del previsible impacto de la UME sobre las partidas del balance del Banco de España. Así, puede resultar útil partir de la siguiente versión simplificada del balance del Banco de España y estudiar su evolución previsible:

Banco de España	
Reservas exteriores	Efectivo
Créditos a las AAPP	Depósitos de las entidades
Créditos de política monetaria	Depósitos de las AAPP
Saldo neto cuentas intrasistema (a partir de 1999)	CBEs
	Otros

A partir del balance simplificado anterior, la identidad contable entre activo y pasivo permite obtener la siguiente expresión para los créditos de política monetaria:

$$\begin{aligned} \text{Créditos de política monetaria} = & [ \text{Efectivo} + \text{Depósitos de las entidades} + \\ & + \text{Depósitos de las AAPP} + \text{CBEs} + \text{Otros} ] - \\ & - [ \text{Reservas exteriores} + \text{Créditos a las AAPP} + \\ & + \text{Saldo neto cuentas intrasistema (a partir de 1999)} ] \end{aligned}$$

En el pasado, la rúbrica «Créditos de política monetaria» reflejaba las necesidades netas de liquidez del sistema bancario. A partir del comienzo de la Tercera Etapa de la UEM, el sistema bancario nacional puede satisfacer sus necesidades netas de liquidez en euros, no solo a través de préstamos del Banco de España, sino también a través de préstamos de entidades extranjeras. En la medida en que estos préstamos se canalicen a través del TARGET, tendrán un reflejo en el balance del Banco de España mediante la aparición de un activo intrasistema contra el banco central del país donde reside la entidad que concede el préstamo. Igualmente, los préstamos concedidos por el Banco de España pueden utilizarse, no solo para cubrir las necesidades de liquidez de las entidades españolas, sino también para abastecer las de otros países mediante préstamos en euros de entidades residentes a no residentes. Estos préstamos se reflejan en pasivos intrasistema del Banco de España a favor de los bancos centrales nacionales de las entidades receptoras de los préstamos concedidos por los bancos nacionales.

De este modo, desde el comienzo de la Tercera Etapa, las necesidades netas de liquidez del sistema bancario vienen reflejadas no solo en la partida de créditos de política monetaria, sino, también, en el saldo neto de las cuentas intrasistema.

A partir del análisis de la evolución previsible de las partidas de este balance simplificado, es posible extraer algunas conclusiones sobre las necesidades de financiación de las entidades españolas en el futuro. Empezando por el lado del pasivo, es previsible que se mantenga la tendencia decreciente (en términos de porcentaje del PIB) que ha venido registrando en los últimos años el saldo de billetes en circulación. Tras el fuerte crecimiento registrado hasta 1994, la demanda de efectivo ha evolucionado de acuerdo con los determinantes típicos de la demanda de los medios de pago en otros países. Así, la expansión de los medios de pago electrónicos ha conducido a una reducción relativa del uso de efectivo en las transacciones.

Asimismo, la demanda de billetes en España puede verse también afectada a partir del año 2002, cuando está previsto que comience la puesta en circulación de billetes en euros. Se ha decidido que serán los

bancos centrales nacionales los que realizarán la emisión de esos billetes. Con independencia de qué banco central nacional los ponga en circulación, los billetes en euros serán indistinguibles y tendrán curso legal en el conjunto del área. Además, en la UME regirá un principio de no repatriación de los billetes, según el cual, con respecto a los billetes que les devuelvan las entidades de crédito residentes, cada banco central nacional decidirá, con independencia del banco central que los puso en circulación, bien destruirlos —si están deteriorados—, o bien volverlos a poner en circulación. Este principio supone que un banco central podría dar de baja en su balance billetes que no ha puesto en circulación o atender la demanda de efectivo en su país con billetes emitidos por otros bancos centrales.

Los turistas y los viajeros provocarán que en todos los países del área circulen billetes emitidos por otros bancos centrales nacionales. En términos netos, estos movimientos tienen una naturaleza asimétrica, puesto que hay países que están muy especializados en el negocio turístico, como es España. En estos países, el flujo de billetes procedente de los turistas hará que disminuya la demanda de nuevos billetes al banco central. Obviamente, en los países que presenten un déficit neto de ingresos turísticos, ocurrirá el fenómeno contrario.

De este modo, por diversas vías, cabe esperar que la demanda de billetes emitidos en España se reduzca, en términos relativos, en los próximos años y, muy especialmente, a partir de la puesta en circulación de billetes y monedas en euros.

En cuanto a los depósitos de las entidades de crédito en el Banco de España (los llamados activos de caja), el sistema de coeficiente de caja eleva el volumen de reservas obligatorias de las entidades españolas, pues, aunque el valor del coeficiente es similar al anteriormente vigente en nuestro país, la definición de los pasivos computables es algo más amplia. Una primera estimación provisional indica que la cifra de activos de caja se sitúa en el entorno de los 250 mm de pesetas por encima de la cantidad que se exigía anteriormente a las entidades de crédito españolas, lo que representa un incremento de aproximadamente el 20 %.

De todas formas, el proceso de desintermediación bancaria observado en el pasado reciente se ha traducido en una pérdida notable de importancia relativa de los depósitos tradicionales en favor de otros activos financieros no bancarios. Dentro de este fenómeno ocupa un lugar destacado la evolución de las participaciones en fondos de inversión, cuyo peso relativo en las carteras de las familias y empresas no financieras ha aumentado notablemente, al tiempo que el peso relativo de los depósitos ha mostrado una cierta reducción. Por esta vía, la importancia relativa de los depósitos de las entidades en el balance del Banco de España debe



mantener su tendencia a la baja en los próximos años, aunque, lógicamente, este proceso deberá ir agotándose de manera paulatina, una vez que la industria de fondos de inversión alcance su madurez.

Es previsible que las dos partidas restantes del pasivo del balance simplificado del Banco de España muestren reducciones en el futuro. Por un lado, en septiembre del año 2000 se habrá llevado a cabo la amortización total de los certificados del Banco de España. Por otro lado, es también probable que se produzca una reducción del saldo medio de las cuentas de las AAPP con el Banco de España, dado que su elevado nivel reciente responde a un cambio en el patrón temporal de financiación del Tesoro, de carácter puramente coyuntural.

Respecto del activo, es previsible que se produzca, en primer lugar, una reducción del volumen de reservas exteriores. Por un lado, la desaparición de los compromisos cambiarios a los que obligaba la pertenencia al SME, la gestión por parte del BCE de la política cambiaria del euro (aunque no de las reservas de los bancos centrales nacionales) y la propia moneda única hacen menos necesaria la disponibilidad de activos exteriores en la cartera de los bancos centrales nacionales. Por otro lado, todas las reservas denominadas en divisas de la UME han dejado de serlo a partir de enero de 1999. En la medida en que estas reservas estuvieran en forma de depósitos con entidades del área del euro, su renovación solo podrá realizarse a través de las operaciones de política monetaria del SEBC.

En segundo lugar, la prohibición que tienen los bancos centrales nacionales de financiar a las AAPP, impuesta por el Tratado de la UE, supone que los créditos a las AAPP irán amortizándose paulatinamente hasta el año 2025. Por lo que respecta a la cartera de deuda, no es previsible que aumente significativamente en los próximos años, sobre todo si se tiene en cuenta que, en los ejercicios de supervisión del cumplimiento de las provisiones del Artículo 104 del Tratado que impide la financiación privilegiada del sector público, los bancos centrales nacionales tienen la obligación de explicar ante el BCE sus compras en el mercado secundario cuando estas sobrepasen un cierto umbral.

De acuerdo con el análisis del desarrollo previsible de las distintas partidas del balance simplificado que se ha llevado a cabo en los párrafos anteriores, la evolución de las necesidades de liquidez de las entidades españolas estará sujeta a influencias en ambas direcciones. No parece descartable que, al menos a corto plazo, se mantengan o incrementen las necesidades de liquidez de las entidades de crédito españolas —como de hecho ha ocurrido en los primeros meses de vida de la UME—, mientras que a medio y largo plazo es posible que termine predominando el efecto contractivo derivado de la reducción de la demanda

de efectivo. En todo caso, no es obvio cuál será el papel relativo del Banco de España y de los demás bancos centrales nacionales de la UME a la hora de satisfacer estas necesidades de liquidez en el futuro. Como se ha señalado, estas podrían cubrirse mediante el recurso de las entidades nacionales a préstamos concedidos por entidades extranjeras, con la consiguiente aparición de activos intrasistema frente a otros bancos centrales nacionales en el balance del Banco de España.

En la siguiente subsección se analizan qué factores determinarán que las entidades que operan en España recurran al Banco de España o, de modo indirecto, a otro banco central nacional del SEBC, para satisfacer su demanda de liquidez en el medio plazo.

#### **IV.2. El papel del Banco de España y otros bancos centrales nacionales en el mercado monetario español**

La decisión de una entidad que opera en un determinado país de obtener la liquidez que necesita de su banco central nacional —ya sea acudiendo directamente a las subastas de política monetaria, ya sea acudiendo a otra entidad que lo haya hecho previamente— o del banco central nacional de otro país —acudiendo a una entidad que, a su vez, haya acudido a la subasta realizada por dicho banco central nacional (1)— dependerá de los costes totales de una y otra opción (2). Tiene sentido, entonces, preguntarse por la naturaleza de esos costes.

Una entidad que acuda a la subasta de su banco central nacional obtendrá la liquidez al tipo de intervención y deberá pagar el precio de una transacción doméstica. Como se comentó, los bancos centrales nacionales tienen cierta flexibilidad para fijar este precio. Además, la entidad deberá disponer de los pertinentes activos de garantía.

Si, por el contrario, opta por recurrir a una entidad que, a su vez, se haya financiado en la mencionada subasta, pagará igualmente el precio de una transacción nacional, no necesitará, al menos en principio, colateral —aunque estará probablemente sujeta a los límites derivados de las líneas de crédito que le concedan otras entidades— y obtendrá la liqui-

---

(1) Recuérdese que no está permitido el acceso remoto, aunque una entidad podrá participar en las operaciones de política monetaria de otro banco central nacional si tiene un establecimiento (filial o sucursal) en aquel país.

(2) La obtención de liquidez en los mercados internacionales a través de operaciones *repo* no parece una alternativa viable para entidades que, como las españolas, disponen de carteras en firme de títulos bastante reducidas. Además, entre los mercados de renta fija de los países de la UME no existen niveles de interconexión comparables a los que hay entre los mercados interbancarios.

dez a un tipo de interés que será, normalmente, superior al tipo de intervención.

Finalmente, el recurso a una entidad cuya liquidez procede de la subasta realizada por otro banco central nacional implica el pago del precio de una transacción a través del TARGET, no precisará colateral —aunque previsiblemente habrá líneas de crédito con sus correspondientes límites— y el tipo de interés solo diferirá del tipo de intervención —que será único en toda el área— en un margen que, previsiblemente, no diferirá mucho del correspondiente a la opción anterior.

Así pues, aunque al comienzo de la Tercera Etapa exista una cierta inercia, la agilidad propia de los mercados financieros lleva a pensar que, con el transcurso del tiempo, la presencia del Banco de España como suministrador de liquidez dependerá, básicamente, de la evolución de dos factores: la política de colateral y, en menor medida, la política de precios de las transacciones nacionales.

#### *IV.2.1. La política de colateral*

En líneas generales, las entidades españolas han venido enfrentándose en el pasado reciente con problemas de escasez de colateral. La sustitución de los depósitos tradicionales por las cesiones temporales de activos a los fondos de inversión como fuente de financiación básica, en un contexto de mantenimiento e incluso crecimiento del crédito y escaso desarrollo de los mercados de activos de renta fija de títulos bancarios (3), configuran un escenario en el que las entidades españolas disponen de un escaso volumen de activos de garantía en firme en sus carteras. La carencia de colateral se ha hecho especialmente patente en determinados momentos, como cuando han tenido lugar las operaciones denominadas de «lavado» de cupón, dado que el Banco de España no acepta como garantía de sus operaciones de política monetaria los títulos que pagan cupón durante la vida de estas operaciones. En todo caso, el hecho de que la deuda emitida desde julio de 1997 sea segregable y sus cupones no estén sometidos a retención, si el poseedor es una persona jurídica, hará que las operaciones de «lavado» sean cada vez menos relevantes.

En el pasado, los problemas derivados de la escasez de colateral se han resuelto mediante el recurso al mercado interbancario —con los consiguientes episodios de tensión sobre los tipos de interés— y con el re-

---

(3) En el resto de Europa, por ejemplo, hasta el 25 % de los créditos hipotecarios son financiados mediante la emisión de bonos hipotecarios, lo que supone una fuente adicional importante de financiación que, contrariamente a las cesiones temporales, no «consume» títulos que podrían servir de colateral.

curso al sector exterior como suministrador de liquidez. Así, los pasivos de las entidades de crédito que operan en España frente a entidades de crédito exteriores oscilaron en torno a los 8 billones de pesetas entre 1993 y 1995, alcanzaron los 10 billones en 1996 y en septiembre de 1998 ascendían a casi 19 billones de pesetas.

A partir de enero de 1999, los flujos transfronterizos de liquidez se han facilitado de modo considerable, lo que posibilita operaciones de arbitraje que van a impedir tensionamientos significativos de los tipos de interés en segmentos específicos del mercado monetario del euro. De este modo, si no se producen cambios que se traduzcan en un aumento de la cartera de activos de garantía de las entidades nacionales, no es descartable que, a medio plazo, el sistema crediticio nacional siga recurriendo a la financiación exterior, como parece haber sido el caso en los meses transcurridos de 1999. Quizá el único límite en este sentido se derive del posible establecimiento de líneas de crédito —no debe olvidarse que los interbancarios son, normalmente, mercados de garantías personales— que pueden no ser demasiado generosas para algunas entidades españolas poco «conocidas» en el exterior. Para las entidades más activas y eficientes, sin embargo, esos límites pueden resultar poco relevantes.

En consecuencia, la evolución futura de este problema de escasez de colateral dependerá crucialmente de que se arbitren las medidas oportunas para profundizar y agilizar el mercado español de valores de renta fija privados. Asimismo, también desempeñará un papel relevante la capacidad de las entidades para encontrar mecanismos que permitan revertir los efectos del proceso actual de sustitución en sus pasivos de los depósitos tradicionales por cesiones temporales de deuda pública —y, por tanto, por fuentes de financiación que «consumen» colateral—.

En este sentido, conviene señalar que la ampliación en mayo de 1998 del marco legal que regula el proceso de titulización de activos en España es un buen ejemplo del tipo de medidas que pueden contribuir a paliar este problema de colateral. Así, por un lado, al permitir a las entidades titular una parte importante de su activo, les ofrece una nueva fuente de obtención de recursos que, a diferencia de las cesiones temporales, no reduce su cartera de activos de garantía. Por otro, ofrece una clara oportunidad para aumentar la oferta de valores de renta fija privada y, consecuentemente, para aumentar el dinamismo de este mercado.

#### *IV.2.2. La política de precios*

En aquellos casos en los que la escasez de colateral no sea determinante, un coste excesivo de las transacciones domésticas en compara-

ción con el coste de una operación a través del TARGET o de otros sistemas de pagos mayoristas alternativos podría inducir a algunas entidades que operan en España a obtener la liquidez que necesiten en centros financieros localizados fuera de nuestro país. La fijación de las tarifas para las operaciones, así como el grado de eficacia del servicio, tendrán una especial repercusión en la futura configuración del sistema mayorista de pagos europeo. Debe recordarse, en este sentido, que el uso del TARGET solo es obligatorio para las operaciones de política monetaria y otras transacciones en las que los bancos centrales nacionales sean contrapartida por cuenta propia. Además, la posibilidad de ser miembro de varios sistemas de liquidación nacionales a través de sucursales y filiales aumentan las facilidades para desplazar la actividad de compensación hacia los sistemas más baratos o más eficaces.

El STMD, el sistema oficial de grandes pagos español, muestra un elevado grado de seguridad y rapidez en las transacciones. Además, presta otros servicios complementarios, como el mantenimiento y gestión de la información relativa a las cuentas de tesorería de los partícipes y la elaboración de informes estadísticos sobre las operaciones que realiza. Esta calidad y cantidad de servicios prestados —sobre todo, en comparación con los sistemas de pagos de otros países— explica probablemente que su coste de utilización sea superior.

Resulta muy difícil hacer comparaciones de los costes asociados a los distintos sistemas de pagos oficiales de los países de la UE, dada la gran heterogeneidad existente (véase el cuadro III.2). Los procedimientos de cálculo de tarifas son fijos en unos casos, con independencia del número de operaciones realizado a través del sistema; variables en otros, dependiendo de la cantidad de operaciones canalizadas; o mixtos, con una cuota fija para cubrir los costes fijos del sistema y otra variable, según el número de operaciones. Además, en algunos de ellos, se aplican sistemas de coste decrecientes, según el número de operaciones, o cuotas distintas, según la hora en la que se efectúe la operación.

Por otra parte, los servicios que presta cada sistema difieren: en algunos de ellos el sistema comprende todos los servicios asociados a un sistema de pagos, como la gestión y supervisión del mismo, la recepción y envío de mensajes, la liquidación de la operación, el mantenimiento e información sobre cuentas y la elaboración de informes estadísticos y de gestión de liquidez; otros, en cambio, se limitan a facilitar la liquidación de la operación y el mantenimiento de cuentas utilizando otros servicios, como la red SWIFT para el resto de operaciones. También existen grandes diferencias en el número y volumen de las transacciones canalizadas por cada sistema, lo que, dadas las economías de escala existentes en estos servicios, puede suponer diferencias de coste significativas.

En todo caso, en los últimos meses parece haberse iniciado un proceso competitivo que ha provocado una rebaja sustancial de las tarifas aplicadas por varios de los sistemas de compensación mayoristas nacionales existentes en la UE. El principal impulsor de este proceso está siendo el deseo de ganar cuota en el futuro mercado de liquidación de grandes pagos en euros para poder obtener el máximo partido de las economías de escala que ofrece esta actividad.

Aunque sería exagerado afirmar que las diferencias de costes de liquidación podrían llegar a constituir un factor determinante de un posible proceso de concentración de la actividad de los mercados monetarios, sí podrían ejercer un cierto efecto sobre la velocidad del mismo si el sistema de compensación más eficaz y barato fuera el del país con más probabilidades de convertirse en un gran mercado financiero del euro, ya que, al atractivo de los mayores volúmenes de sus mercados monetarios, se unirían las ventajas derivadas de su sistema de liquidación de operaciones. Además, dadas las claras economías de escala que existen en la actividad de compensación, el aumento en el número y volumen de las transacciones canalizadas a través de un determinado sistema contribuiría a reducir aún más su precio.

Por el contrario, si el sistema eficaz y barato estuviera radicado en un país candidato a perder actividad financiera en detrimento de los grandes centros financieros internacionales, la existencia de un sistema de pagos ágil, económico y seguro podría contribuir a que las entidades financieras que operen en ese país mantuvieran la mayor parte de su actividad en los mercados monetarios, retardando así el previsible proceso de concentración de los mismos.

### **IV.3. Implicaciones sobre la estructura del mercado interbancario español**

A medio plazo, y una vez superada una cierta fase inicial de rodaje, el nuevo marco operativo para la política monetaria única, vigente desde enero de 1999, puede tener implicaciones sobre la negociación entre las entidades a través del STMD.

En este sentido, un primer cambio relevante que conviene señalar es la reducción en la frecuencia de las operaciones diarias del Banco de España en el mercado. Como se comentó en el capítulo II, es previsible que las operaciones de *fine-tuning* sigan desempeñando un papel muy reducido. Asimismo, el sistema de subasta elegido por el SEBC para instrumentar sus operaciones principales de financiación podría afectar a la distribución por plazos de la negociación en el mercado interbancario. En

este sentido, el incremento registrado durante los primeros meses del año 1999 en el segmento a más corto plazo podría venir inducido, al menos en parte, por el sistema elegido durante estos primeros meses: subastas a tipo fijo con un elevado grado de prorrateo.

Si el pasillo que delimitan los tipos de interés de las facilidades de crédito y depósito se considera lo suficientemente ancho como para que las entidades las utilicen solo como último recurso, serán los mediadores en el mercado interbancario integrado los que, a cambio de los correspondientes márgenes, suplirán la presencia casi diaria del Banco de España. El éxito de estos mediadores dependerá de su capacidad para ofrecer márgenes suficientemente estrechos, lo que no será posible si su dimensión y su eficiencia no les permiten alcanzar economías de escala suficientes.

En este sentido, debe señalarse que, en comparación con otros países, el mercado monetario español tiene en el momento actual un nivel de actividad y eficiencia muy satisfactorio. La experiencia acumulada por las entidades nacionales más activas en el mercado nacional puede resultar útil para competir con entidades extranjeras en el mercado integrado. Sin embargo, hay que señalar también que, en comparación con estas, las entidades españolas muestran un menor tamaño relativo.

Otro cambio importante que, a medio plazo, podría repercutir en los volúmenes de negociación a través del STMD alcanzados es la desaparición del riesgo cambiario en el área del euro. En estas circunstancias, las entidades de fuera de la UME que operen en el área del euro tendrán pocos incentivos para mantener una gestión descentralizada de sus operaciones de tesorería en la UME y, previsiblemente, tratarán de explotar las economías de escala que ofrece una gestión centralizada de la misma. En este sentido, conviene señalar que, en líneas generales, estas entidades suelen ser tomadoras netas de fondos en los mercados interbancarios, por lo que las facilidades relativas que encuentren para obtener liquidez de uno u otro banco central nacional pueden resultar determinantes a la hora de decidir dónde localizar la liquidación de sus operaciones.

Finalmente, la negociación a través del STMD podría verse también afectada por la integración de los mercados interbancarios actuales en un mercado único, lo que facilitará a las entidades españolas la realización de operaciones transfronterizas. Existen argumentos para pensar que, a corto plazo, buena parte de la negociación actual entre entidades residentes que tiene lugar a través del STMD no será sustituida por la negociación con entidades del resto de la UME. Así, por ejemplo, las carencias de información y preparación suficiente podrían dificultar el acceso de las entidades españolas más pequeñas o menos activas a las operaciones transfronterizas. Sin embargo, conviene señalar que, a medio

plazo, estos problemas de ajuste tenderán a desaparecer, de modo que la opción por la negociación con entidades residentes a través del STMD o por la negociación transfronteriza dependerá, por un lado, de las mejores o peores condiciones relativas que ofrezcan las entidades residentes en comparación con las entidades no residentes y, por otro, de la existencia de líneas de crédito que limiten el posible recurso de las entidades españolas al exterior.

En esta misma línea, conviene recordar que bastantes entidades pequeñas que, en principio, podrían estar sujetas a líneas de crédito más restrictivas prefieren en la actualidad establecer algún tipo de convenio con una entidad mayor para la gestión de su tesorería, en vez de participar por cuenta propia en los mercados monetarios. Además, muchas de las entidades pequeñas quedarán eximidas del cumplimiento del coeficiente de caja, en virtud de la existencia de una franquicia, y, para las restantes, podría resultar atractivo acogerse al cumplimiento indirecto del coeficiente.



## V

### RESUMEN Y CONCLUSIONES

A partir del 1 de enero de 1999 ha entrado en funcionamiento un nuevo marco operativo para la instrumentación de la política monetaria única en la UME. Este nuevo marco comporta una serie de cambios con respecto a la situación anterior en nuestro país, algunos de los cuales pueden tener implicaciones importantes para el futuro del mercado monetario español. En este trabajo se han resumido, en primer lugar, los cambios principales. En segundo lugar, dado que el escaso tiempo transcurrido desde el inicio de la Tercera Etapa y su carácter de «etapa de rodaje» impiden un análisis de carácter más factual, se han comentado cuáles pueden ser, *a priori*, los efectos que dichos cambios podrían tener a medio plazo sobre el comportamiento de las entidades de crédito que operan en España y sobre la propia estructura del mercado interbancario español.

En líneas generales, no parece que los cambios que han tenido lugar en los instrumentos de política monetaria puedan terminar teniendo efectos demasiado significativos, en el medio plazo, sobre el comportamiento de la mayoría de las entidades, ya que las operaciones principales de financiación del SEBC —subastas semanales de préstamos a dos semanas— tienen una gran similitud con las tradicionales subastas decenales del Banco de España. En todo caso, hay que señalar que la previsible reducción en el número de operaciones de ajuste o *fine-tuning* obligará a las entidades a aproximar, en mayor medida, sus necesidades de financiación en las subastas semanales y que algunas entidades pequeñas pueden encontrar atractivas las nuevas operaciones de financiación a más largo plazo —subastas mensuales de préstamos a tres meses—.

Por otro lado, el nuevo método de cómputo del coeficiente de caja alivia las tareas de suministro de información de las entidades y de seguimiento continuo del saldo de activos de caja exigibles, al tiempo que refuerza el papel estabilizador del coeficiente al eliminar algunas de las incertidumbres que causaba el método tradicional. En esta misma línea,

la existencia de facilidades permanentes de crédito y depósito, al reducir la incertidumbre sobre el coste de oportunidad de registrar desajustes de liquidez permite, lógicamente, una gestión de las reservas líquidas más eficiente.

Los cambios que se han producido en la política de colateral del SEBC y, sobre todo, en el grado de integración de los mercados monetarios de los países del área del euro, sin embargo, sí pueden tener, al menos potencialmente, efectos de mayor calado sobre el mercado monetario español. En este sentido, hay que comenzar recordando que, a partir del comienzo de la Tercera Etapa de la UME, la demanda de liquidez de las entidades españolas puede ser abastecida tanto por el Banco de España como por entidades localizadas en otros países del área del euro, a través de préstamos en el mercado interbancario integrado. En consecuencia, se plantea el interrogante de si una parte de la actividad interbancaria que en el pasado reciente ha tenido lugar en nuestro país se desplazará hacia otros «segmentos» no nacionales del mercado interbancario único.

En este trabajo se han identificado dos factores que, previsiblemente, podrían desempeñar un papel importante en la evolución futura del mercado monetario español. Así, en primer lugar, el futuro de este mercado podría estar ligado a cómo evolucione el problema de la escasez de activos de garantía en las carteras de las entidades españolas. En segundo lugar, dicho futuro dependerá también de los resultados finales del reciente proceso de competencia entre sistemas de grandes pagos alternativos.

En el primer caso, la raíz del problema parece encontrarse en la sustitución de los depósitos tradicionales por las cesiones temporales de activos a los fondos de inversión como fuente de financiación básica —en un contexto de mantenimiento e incluso crecimiento del crédito— y en el escaso desarrollo de los mercados de activos de renta fija privada españoles, en relación con otros países. En este sentido, resultarán cruciales los avances que se produzcan tanto en la profundización y agilización de los mercados de renta fija privada como en la búsqueda de fuentes de financiación alternativas para las entidades que no conlleven una reducción de sus carteras de activos de garantía. La reciente ampliación del marco legal que regula los procesos de titulización de activos en nuestro país ofrece un buen ejemplo del tipo de medidas que podrían contribuir a resolver este problema.

Con respecto a la evolución de los precios de las transacciones monetarias a través de los distintos sistemas de grandes pagos, existen diferencias importantes tanto en la cantidad como en la calidad de los servicios prestados por unos sistemas y otros. En la actualidad, el sistema

oficial de grandes pagos español muestra un elevado grado de seguridad y rapidez en las transacciones y presta gran cantidad de servicios complementarios, lo que justifica que su coste de utilización resulte superior al de otros sistemas alternativos.

## ANEJO 1

### UN EJEMPLO PRÁCTICO DE LAS MEDIDAS DE CONTROL DE RIESGOS EN LA U.M.E.

Las principales medidas de control de riesgos son los márgenes iniciales y los recortes de valoración. Además, los bancos centrales nacionales realizarán un seguimiento continuo de la diferencia entre el valor del colateral aceptado y el crédito concedido: cuando la diferencia exceda de un determinado umbral, se procederá a ajustar la operación devolviendo activos de garantía, o efectivo, o exigiendo la aportación de más colateral, o efectivo. Estas medidas de control de riesgos se aplicarán tanto a los activos de la lista «uno» como a los de la lista «dos». En este segundo caso, además, los bancos centrales nacionales pueden incrementar los valores de los márgenes y los recortes o establecer medidas más estrictas, como, por ejemplo, la fijación de límites a la aceptación de un determinado tipo de activos.

El siguiente ejemplo ilustra el funcionamiento de los mecanismos de control de riesgos de los activos de garantía: supongamos que una entidad de contrapartida acude a una subasta regular de política monetaria en la que obtiene un crédito a dos semanas (operación principal de financiación). La entidad deberá, entonces, aportar activos de garantía suficientes para cubrir el valor del crédito más un *margen inicial* y teniendo en cuenta que los activos utilizados están sujetos a *recortes de valoración*.

El *margen inicial* aumenta el colateral necesario para garantizar el crédito concedido en una cuantía que depende de su vencimiento. Así, se deberá aplicar un margen del 1 % para créditos intradía y a un día y de un 2 % para el resto de las operaciones de política monetaria. En nuestro caso, el margen inicial que se aplicaría sería, por lo tanto, el 2 %. Ello significa que el colateral que debe aportarse para cubrir un crédito de un millón de euros sería:

$$1.000.000 \times 1,02 = 1.020.000 \text{ euros}$$

El *recorte de valoración* representa el descuento que se hace al valor de mercado de los activos de garantía aportados dependiendo del vencimiento residual de dichos activos (en principio, cuanto mayor es el vencimiento, mayor es la posible variabilidad del precio del activo y, por tanto, mayor es el recorte practicado). En concreto, los recortes practicados a cada instrumento serán los que se exponen en la siguiente tabla:

RECORTES DE VALORACIÓN (*)	
Vencimiento < 1 año	0 %
Entre 1 y 3 años	1,5 %
Entre 3 y 7 años	2 %
> 7 años	3 %
Bonos cupón cero y <i>strips</i> con vencimiento > 7 años	5 %

(\*) Activos de renta fija a tipo constante.

De este modo, suponiendo que los activos aportados consisten en bonos con un vencimiento residual de dos años y que estos cotizan en el mercado a la par (100 %), la cantidad de activos (X) que la entidad deberá presentar es:

$$100 \% \times (1 - 1,5 \%) \times X = 1.020.000$$

$$X = 1.035.533$$

Es decir, para obtener financiación por valor de un millón de euros, la entidad ha de aportar más de un 3 % adicional de colateral, como consecuencia de las medidas de control de riesgos aplicadas. Si, por ejemplo, el nominal del bono fuera 1.000 euros, la entidad debería aportar, al menos, 1.036 bonos.

Posteriormente, el banco central nacional realizaría un seguimiento del valor del colateral aceptado con el fin de comprobar si este permanece alineado con el valor del crédito concedido durante la vida de este y proceder a los ajustes correspondientes en caso contrario. Estos ajustes solo se producirán cuando el valor (corregido por los correspondientes recortes) de los activos discrepe del crédito concedido en una cuantía (*umbral*) que se fija en el 1 % del crédito concedido, una vez incrementado con el margen inicial. En nuestro caso, los ajustes se producirán cuando el valor del colateral sea superior a 1.030.200 (=1.020.000 ×1,01) o inferior a 1.009.800 (=1.020.000 × 0,99).

Es decir, cuando el valor del colateral en el mercado, una vez aplicados los correspondientes recortes de valoración, supere 1.030.200 euros, el banco central nacional deberá devolver a la entidad, bien en forma de activos o de efectivo, la diferencia entre aquel y la cantidad originalmente exigida (1.020.000 euros). De la misma forma, si el valor del cola-

teral disminuye por debajo de 1.009.800 euros, el banco central nacional deberá exigir a la entidad la aportación de colateral adicional o efectivo de modo que se restaure la equivalencia entre el valor del colateral y el crédito concedido con las correspondientes correcciones de recortes y márgenes. En nuestro caso, si al día siguiente de la operación el precio de los bonos aportados se redujera al 99,5 %, el colateral (1.036 bonos) tendría un valor de:

$$1.036.000 \times 0,995 \times (1 - 1,5 \%) = 1.015.358.$$

Dado que este valor se encuentra en el intervalo que determina el umbral de tolerancia, el banco central nacional no debería realizar ningún tipo de ajuste de los márgenes. En cambio, si el precio de los bonos cayera al 97 %, el colateral solo valdría

$$1.036.000 \times 0,97 \times (1 - 1,5 \%) = 989.846,$$

que está por debajo del límite inferior establecido. En este caso, el banco central nacional exigiría a la entidad que aportara colateral, o devolviera efectivo, por valor de 30.154 euros (= 1.020.000 – 989.846).



## ANEJO 2

### LOS SISTEMAS DE PAGOS MINORISTAS EN LA U.M.E.

Los sistemas de pagos minoristas canalizan las órdenes de clientes no bancarios que no sean de importes muy elevados. Como los clientes no bancarios tienen la posibilidad de elegir la moneda en la que operarán durante el período transitorio, estos sistemas deben ser capaces de canalizar órdenes indistintamente en euros y en unidades monetarias nacionales, lo que ha exigido un proceso de reforma de los mismos, ya que antes del inicio de la Tercera Etapa los sistemas de compensación nacionales solo operaban en moneda nacional. Tras dichas reformas, los distintos sistemas de compensación nacionales tienen que estar en condiciones de permitir la liquidación en euros y en unidades monetarias nacionales independientemente de la denominación de la cuenta del cliente, a fin de poder cumplimentar el principio de «no obligación-no prohibición» que se aplicará a lo largo de todo el período transitorio.

#### A.2.1. Situación y perspectivas a nivel europeo

Hasta ahora, para la canalización de operaciones transnacionales se han utilizado normalmente cuentas de corresponsales, que se complementan, si es necesario, con el uso de los servicios de pago de los países implicados en la operación (1). Así como en el área de grandes pagos se han constituido sistemas de pagos transnacionales, no existe por el momento un proyecto similar para los pagos minoristas, por lo que se deberán seguir utilizando, en todos los casos, las cuentas de corresponsalía. Estas podrían incluso mantener sus denominaciones en las distintas mone-

---

(1) La compensación directa de pagos transfronterizos solo sería posible si la orden estuviera denominada en euros y las dos entidades bancarias que intervinieran pertenecieran al mismo sistema de compensación nacional.



das que se han incorporado al euro hasta el año 2002, ya que los pagos en esta área de negocio se pueden ordenar indistintamente en euros o monedas nacionales durante este período transitorio de tres años. No obstante, la aparición del euro va a introducir algunos cambios en la operativa, que es necesario comentar.

El cambio principal es que puede producirse una disociación entre la moneda de la instrucción y la de liquidación, ya que alguno de los mecanismos de compensación intermedios —cuentas de corresponsales o sistemas de pagos minoristas— puede utilizar solamente el euro como moneda de liquidación. En esos casos, las entidades deberían de tener aplicaciones que sean capaces de permitir la doble identificación de la orden, tanto en euros como en la moneda nacional en que ha sido emitida.

Para solventar la problemática planteada por la disociación, el sistema SWIFT ha establecido un mecanismo para adaptar sus mensajes —Euro Related Information (ERI)—, a fin de que puedan informar sobre la moneda e importe original de la transacción, así como del importe en euros resultante de la liquidación. Los datos referentes al importe en moneda original son informativos, por lo que en caso de discrepancia prevalecen los datos de la liquidación.

Como consecuencia de la posible disociación entre la orden y la liquidación, las entidades deben informar a los clientes sobre los procedimientos de conversión aplicados en esas operaciones. En general, la entidad encargada de la conversión será la del cliente beneficiario de la orden.

La aplicación de tipos de conversión fijos en las operaciones entre monedas UME va a obligar a una revisión de todas las tarifas aplicadas en los servicios de pagos transfronterizos, a fin de adaptarlos a la nueva situación. Así, habrán de adaptarse los contratos con corresponsales e informar a los clientes de las nuevas condiciones de prestación del servicio. En la fijación de estas condiciones, las entidades deberán tener en cuenta los requisitos mínimos de información, plazos y determinación de gastos asociados a la operación establecidos por la reciente directiva reguladora de las transferencias transfronterizas (2).

La introducción del euro y la progresiva consolidación del mercado único de servicios financieros producirá una mayor integración de todos los mercados bancarios europeos, incluidos los minoristas. Ese proceso, junto al previsible aumento de las transacciones comerciales entre

---

(2) Directiva 97/005/CE, de 27 de enero de 1997, relativa a las transferencias transfronterizas.

los países del área del euro, provocarán un aumento de las transferencias minoristas entre los estados miembros, que sin duda fomentará la aparición de sistemas de compensación que sustituirán progresivamente al sistema de cuentas de corresponsalía utilizado en la actualidad. Sin embargo, la implantación de un sistema de transferencias minoristas a nivel europeo requerirá la eliminación de numerosos obstáculos operativos, tales como las diferencias legales, la normalización de documentos y, en general, la armonización de los usos de cada país en esta materia.

La diversidad de documentos de compensación existentes y la necesidad de introducir cambios en las legislaciones nacionales para cambiar las características de algunos de ellos, dificultan notablemente un proceso de normalización de los mismos que hiciera posible que fueran compensados a través de diversos sistemas y que permitieran, en el futuro, la interconexión de los sistemas minoristas actuales para la implantación de un sistema de pagos minorista pan-europeo.

Además, la implantación de un sistema de pagos minorista europeo, a diferencia de los sistemas mayoristas, no se verá incentivada por la creación de un sistema de pagos oficial promovido por las autoridades públicas, por lo que su desarrollo dependerá de las necesidades de las entidades y su clientela y del interés en empezar a establecer acuerdos de homogeneización de procedimientos.

Por todo ello, la creación de un sistema minorista pan-europeo integrado será un proceso lento que aún está en sus primeras fases. Por tanto, es previsible que, por algún tiempo, perviva un sistema segmentado en el que los documentos emitidos en cada país habrán de compensarse en los respectivos sistemas nacionales, efectuándose las operaciones transfronterizas mediante el uso de bancos corresponsales, o, si se dispone de ellas mediante la red de sucursales y filiales en otros países.

No obstante, la reciente aprobación de varias disposiciones que regulan algunas de las condiciones de los pagos transfronterizos minoristas en el ámbito de la UE puede suponer el inicio de un proceso que culmine con la creación de uno o varios sistemas de compensación transfronterizos. Por otra parte, la propia consolidación del mercado único de servicios financieros contribuirá a incentivar los esfuerzos para el desarrollo de un sistema de pagos europeos. En este sentido, cabe destacar el creciente número de acuerdos de colaboración entre entidades europeas para ofrecer servicios de compensación a su clientela en distintos países europeos utilizando los mismos instrumentos de pago. Además, a medida que se incremente el volumen de transacciones transfronterizas, aumentarán los incentivos para llegar a acuerdos de creación de mecanis-

mos de compensación transeuropeos, similares a los existentes en EEUU (3). La intervención de las autoridades públicas y del SEBC contribuiría a acelerar el proceso de creación de sistemas de pagos minoristas para las transacciones entre países de la UEM.

La existencia de un período transitorio de tres años en el que no existirán billetes y monedas en euros, junto con la reducción de los costes asociados al cambio de monedas integradas en la UME, podrían también incentivar el proceso de implantación de mecanismos de compensación transnacionales.

En efecto, la inexistencia de billetes en euros durante el período transitorio puede ser un factor que intenten aprovechar las entidades financieras para fomentar el uso de medios de pago asociados a cuentas bancarias frente al dinero en efectivo. No obstante, el uso de efectivo dentro de la Unión Monetaria se beneficiará de la reducción de los costes de cambio de billetes durante el período transitorio. Por tanto, si se desea fomentar el uso de medios de pago alternativos habría que disminuir los costes actuales de utilización de los mismos, por lo que es probable que las entidades financieras se vean obligadas a llegar a acuerdos de colaboración para hacer compatibles sus sistemas de pago electrónicos incrementando así la rapidez y seguridad de estas transacciones y reduciendo sus costes. Estos acuerdos podrían constituir un primer paso para el desarrollo posterior de mecanismos de pago electrónicos entre clientes residentes en distintos países europeos.

El incremento que se podría producir en el negocio potencial de servicios de pago en euros para la clientela, en ausencia de billetes y monedas, podría ser significativo, por lo que cabe esperar que las entidades bancarias sean bastante agresivas en este segmento, en un contexto en el que sufrirán el impacto negativo de la adaptación al euro sobre sus beneficios.

Naturalmente, la aparición de sistemas de pagos minoristas transeuropeos eficaces y de bajo coste tenderá a incrementar el grado de exposición a la competencia exterior del sector bancario minorista, ya que unas redes de pagos rápidas y baratas, junto con la consolidación de los nuevos sistemas de distribución de servicios bancarios basados en medios electrónicos, reducirían la importancia que actualmente tiene la cercanía a la oficina en la prestación de servicios en el sector al por menor.

---

(3) En EEUU existen varios sistemas de compensación interestatal, unos de carácter privado y otros a través de la red de la Reserva Federal. Estos sistemas intercambian los órdenes de pago entre instituciones de diversos estados, calculando las posiciones netas que luego se liquidan a través de las cuentas en la Reserva Federal, o en el caso de las entidades de menor dimensión, en las cuentas que estas tienen con sus bancos correspondientes.

## **A.2.2. Situación y perspectivas para España**

El sistema de compensación de órdenes de pago minoristas que se ha implantado, permite al cliente elegir la moneda en la que estará denominada la orden de pago, independientemente de la moneda en que esté denominada su cuenta. La entidad del cliente beneficiario que recibe la transferencia será la que efectúe la conversión a la cuenta de abono, si procede. Por tanto, los sistemas de pagos deberán ser capaces de canalizar órdenes en ambas monedas durante todo el período transitorio.

Para realizar esta reforma, las entidades bancarias han debido de llegar a diversos acuerdos para establecer los principales aspectos técnicos de los nuevos sistemas de pagos minoristas españoles, así como de otros aspectos relacionados con esta actividad, como la adaptación de los sistemas de comunicación banco/cliente, la adaptación de los distintos sistemas periféricos asociados a los servicios de pago minoristas —cajeros automáticos, terminales en punto de venta, tarjetas de crédito y monederos electrónicos, etc.— y las características de los distintos documentos utilizados en la canalización de órdenes de pago, tanto oficiales —cheques, pagarés y letras— como privados —recibos y boletas—. A continuación se exponen las líneas generales de los principales acuerdos en los que se ha basado la adaptación al euro de los distintos sistemas de compensación minoristas existentes en España.

### *a) Adaptación de los sistemas de intercambio informático*

El sistema que se ha implantado contiene dos estructuras paralelas, una para procesar las operaciones denominadas en euros y otra para las operaciones en pesetas. Para ello ha sido necesario crear un sistema paralelo al que existía anteriormente para poder canalizar las operaciones en euros. Con la creación de dos estructuras diferenciadas se ha pretendido minimizar el número de conversiones a realizar en el proceso de compensación para tratar de evitar los problemas operativos que podrían surgir como consecuencia de los redondeos. Con este sistema tan solo será necesario realizar una conversión si la moneda del beneficiario es distinta de la moneda en la que esté denominada la orden de pago.

### *b) Adaptación de los sistemas basados en tarjetas*

El sistema que se ha implantado permitirá la operativa en ambas monedas, siendo la moneda en la que funcione el terminal a través del que se accede al sistema la que determine en qué moneda estará denominada la operación. La documentación facilitada a los clientes ofrecerá información tanto en la moneda de denominación de la operación como de su contravalor en la otra moneda.

La liquidación de operaciones se efectuará en lotes separados, a fin de minimizar el número de operaciones de conversión.

Será necesario ir adaptando los distintos sistemas periféricos ya existentes —cajeros, TPV y tarjetas—, a fin de que puedan ofrecer los servicios necesarios en ambas monedas.

Todas estas adaptaciones van a exigir un esfuerzo muy importante, dado el elevado número de sistemas afectados; por ello, los acuerdos alcanzados sobre las principales características de los nuevos sistemas resultan muy positivos al permitir seguir avanzando en la configuración de las especificaciones técnicas de los diferentes subsistemas de compensación afectados y poder anticipar así posibles problemas y, en especial, conocer con suficiente antelación las modificaciones que será necesario introducir en los paquetes informáticos instalados. Esto último posibilitará que se avance con mayor rapidez en los trabajos de adaptación e instalación de las aplicaciones afectadas, lo que permitirá adecuar las exigencias del proceso de adaptación a la capacidad de las empresas proveedoras de recursos informáticos, evitando que se produzcan cuellos de botella que podrían provocar un aumento significativo en los costes del proceso de adaptación para las entidades implicadas en el mismo.

Como conclusión de este apartado se recogen a continuación algunas de las principales repercusiones que podría tener el proceso de adaptación al euro sobre el sistema bancario español.

El proceso de adaptación de los sistemas internos necesario para conectarse a los sistemas de compensación reformados puede convertirse en un factor estratégico de cierta importancia. En primer lugar, porque aquellas entidades que cuenten con los sistemas más flexibles que puedan ofrecer a la clientela una amplia gama de servicios financieros en euros, desde los primeros momentos del inicio del período transitorio, contarán con una ventaja estratégica que podría permitirles captar clientela a costa de aquellas entidades cuya limitación de recursos dificulte el acceso a una operativa generalizada en pesetas y euros desde el inicio de la Tercera Etapa. En segundo lugar, porque el coste del proceso de adaptación para las entidades de menor dimensión puede resultar mucho más elevado como consecuencia de la escasez de recursos técnicos y humanos para poder afrontar dicho proceso y a la vez seguir prestando el servicio a la clientela sin merma de la calidad del mismo.

En este sentido, las distintas asociaciones de entidades bancarias existentes y el propio Banco de España han desempeñado un papel muy importante como coordinadores que han permitido a las entidades de menor dimensión afrontar el proceso de adaptación con mayor facilidad, al haber asumido las asociaciones existentes gran parte del trabajo de adaptación de los sistemas afectados, en especial en aquellos casos en

los que dichos servicios estaban centralizados y eran compartidos por las entidades asociadas. A su vez, la existencia de estas asociaciones facilitará que las entidades de menor dimensión puedan estar en condiciones de ofrecer servicios en euros similares a los ofrecidos por otras entidades de mayor tamaño, limitando así el posible impacto de la UME en posición competitiva de este grupo de entidades.

Otro factor que podría afectar a la estructura del sistema bancario podría ser la no disponibilidad de billetes y monedas en euros durante el período transitorio, ya que podría ser explotada por las entidades bancarias para intensificar el uso de medios de pago electrónicos entre su clientela, que sustituirían parcialmente a las transacciones en efectivo. No obstante, como ya se ha señalado anteriormente, para que se produzca un incremento significativo en el uso de estos nuevos medios de pago, será necesario que los costes de utilización de los mismos no sean muy elevados, ya que, en caso contrario, la mayor seguridad y comodidad de su uso podría verse contrarrestada por el excesivo importe de las comisiones cobradas por su utilización. Un factor que resultará determinante en el futuro desarrollo de estos sistemas serán los acuerdos de colaboración entre entidades financieras, que permitirán interconectar las distintas redes existentes reduciendo así los costes de su utilización. Si se consiguiera que estos estuvieran en niveles similares a los de las comisiones que se aplicarán en el cambio de billetes de monedas de otros países UME por moneda nacional, es previsible que se produzca una mayor sustitución del uso de efectivo, especialmente en las transacciones efectuadas en desplazamientos a otros países.

Un fuerte desarrollo de estos medios de pago podría provocar un desplazamiento de la demanda de efectivo hacia dinero bancario en una cuantía difícil de evaluar. Según algunas estimaciones efectuadas basadas en distintas hipótesis de sustitución, la reducción del efectivo en circulación podría estar entre el 4,6 % y el 11,7 % del saldo actual. En otras estimaciones basadas en encuestas realizadas entre directivos de entidades bancarias europeas se llega a cifras similares. Si bien los porcentajes de sustitución no son muy elevados, un proceso de este tipo podría contribuir a facilitar el conocimiento y la aceptación por parte de los usuarios de esta innovación tecnológica, lo que contribuiría a acelerar el proceso de sustitución de los medios de pago tradicionales por medios de pago electrónicos en los próximos años.

Es muy probable que las entidades bancarias aprovechen esta situación para desarrollar agresivas campañas de distribución de estos nuevos instrumentos de pago (4), toda vez que constituyen una vía

---

(4) Un factor que contribuiría notablemente al desarrollo de estos instrumentos sería el logro de acuerdos para la aceptación de estos sistemas por las máquinas expendedoras automáticas, que en la actualidad funcionan, en su mayor parte, exclusivamente con efectivo.

para incrementar los ingresos obtenidos a través de comisiones y que pueden convertirse en un medio de obtener financiación barata de la clientela, ya que contribuirían a sustituir saldos en efectivo por saldos en cuentas, generalmente a la vista, que son las que tienen una menor remuneración.

La importancia de este proceso vendría determinada por el grado de reversibilidad, una vez que al final del período transitorio estuviesen disponibles los billetes y monedas en euros. Si no se produjera un retorno a la utilización de efectivo, como consecuencia de un cambio definitivo en las costumbres de la clientela, el desplazamiento tendría consecuencias permanentes sobre el nivel de ingresos de los bancos centrales en concepto de renta monetaria, al disminuir el nivel de los pasivos sin coste. Por el contrario, las comisiones que generarían los servicios de pago asociados, así como las posibilidades de aumentar el peso de la financiación a bajo coste, contribuirían a incrementar los ingresos de las entidades bancarias.







