

LAS SOCIEDADES MEDIADORAS EN EL MERCADO DE DINERO

El mercado monetario en España está caracterizado por el reducido número de agentes en él operantes — Banco Emisor, Bancos y Cajas de Ahorros— y por la pobreza de activos negociados — básicamente, activos y pasivos del propio Banco Emisor. Estos rasgos obstaculizan dos de las principales misiones que en otros sistemas financieros desarrollados suele cumplir: por un lado, la negociación fluida y sin bruscas alteraciones en los tipos de interés de una serie de activos a corto plazo y solventes, susceptibles de constituir una segunda línea de liquidez para las instituciones de depósito; de otro, la instrumentación de la política del Banco Central y el suministro de información rápida y fiable sobre las condiciones imperantes en el mercado.

Precisamente estas razones parecen haber aconsejado al Banco de España el alentar un nuevo tipo de intermediario que, operando por cuenta propia, tendría como misión crear mercados secundarios para una amplia gama de activos financieros a corto plazo, tanto públicos como privados.

En este artículo, **Raimundo Ortega** intenta describir, primero, los rasgos históricos del desarrollo del mercado monetario español para enlazar, en un segundo apartado, con las características que el Banco de España ha pretendido imprimir a las Sociedades Mediadoras en el Mercado de Dinero (SMMD), al tiempo que describe, a modo de telón de fondo, las líneas básicas de los mercados monetarios inglés, francés, estadounidense y canadiense, así como sus instituciones más características. Cierran el artículo unas consideraciones sobre los peligros que esta experiencia de las SMMD puede encontrar en el futuro inmediato y sus vías de salida.

I. UN REPASO HISTORICO

AUN siendo arriesgado intentar fechar los primeros pasos del mercado interbancario, éstos pueden fijarse hacia 1971-72, cuando un grupo muy reducido de Bancos comenzaron a complementar sus

políticas de tesorería mediante la cesión de saldos excedentarios en sus cuentas corrientes de efectivo en el Banco de España. Estas operaciones se instrumentaban con talones contra esas cuentas y como consecuencia de contactos directos entre los responsables de las respectivas tesorerías. A finales de 1973 el círculo de entidades ope-

rantes se había ampliado, pudiendo contabilizarse, según mis noticias, hasta veintitrés Bancos de diverso tamaño (1).

Más cuestionable es la inclusión como operaciones de mercado interbancario de las tradicionales «cuentas tesoreras» de las Cajas de Ahorros en la Banca. Se trataba de cuentas a la vista que en algunos casos llevaban implícito un acuerdo entre caballeros de dar un preaviso de veinticuatro horas para la disposición de los saldos, especialmente si la cuenta tenía un tipo que pudiera considerarse alto en relación con los habituales en esos momentos.

De todas formas, la importancia de los saldos de estas cuentas —en 1972 la media mensual de los mismos se elevaba a casi 74.000 millones de pesetas— hace que la consideración de tan sólo el 10 por 100 de éstos como fondos utilizados por los Bancos para compensar las fluctuaciones de su tesorería los convierta automáticamente en el canal más importante de los fondos que en pocos años constituirían el embrión del actual mercado interbancario.

De lo dicho hasta ahora se deduce que, en sus comienzos, las entidades operantes en el mercado interbancario se relacionaban directamente; esto es, sin utilizar los servicios de intermediarios. Cuando el mercado comenzó a ampliarse, tanto en instituciones participantes como en volumen de fondos negociados, se hizo sentir la necesidad de no revelar las respectivas posiciones en el mercado. En consecuencia, a principios de 1974 existían ya tres intermediarios o *brokers* que actuaban identificando las posiciones de oferta y demanda de los participantes

en el mercado, así como los precios a los cuales las entidades demandantes de fondos estaban dispuestas a tomar dinero, y poniendo en contacto después a las partes interesadas. Es decir, como tales intermediarios no tomaban posiciones y la remuneración de su actividad consistía en una comisión —diferente si la operación cerrada gracias a ellos era «día a día» o «a plazo» (2).

Otra característica del mercado interbancario español fue el que desde sus comienzos, y quizás como consecuencia de hallarse su germen en las operaciones desarrolladas entre un grupo reducido de Bancos entre los cuales solían existir relaciones de mutua confianza y elevada valoración del prestigio inherente a la palabra dada, las operaciones se realizaron sin mediar garantía alguna. Cuando en el otoño de 1977 comenzaron a difundirse en el mercado rumores sobre la existencia de instituciones bancarias en crisis, la reacción consistió en la aparición de «listas». Es decir, relaciones de Bancos a los que nadie prestaba en el mercado.

Una precisión cuantitativa de la importancia del mercado interbancario en sus primeros años es realmente difícil y los datos referentes a esas fechas han de manejarse con cautela, pues responden a muestreos y no a cifras contrastadas.

El cuadro n.º 1, que recoge el importe de las operaciones concertadas —téngase en cuenta que no se trata de los importes de las operaciones vivas en las distintas fechas; que sería mucho mayor en el plazo—, es suficientemente expresivo aun cuando los datos recojan una ruptura, debida a problemas de

CUADRO N.º 1
MERCADO INTERBANCARIO
(Medias de cifras diarias en miles de millones de pesetas)

AÑOS	OPERACIONES REALIZADAS		TOTAL
	Día a día	A plazo	
1974	5,8	0,8	6,6
1975	4,3	1,9	6,2
1976	4,9	2,7	7,6
1977	8,6	4,5	13,1
1978	35,7	5,4	41,1
1979	27,9	10,3	38,2
1980	39,9	11,3	51,2
1981 (*)	51,6	10,3	61,9

(*) Datos hasta el mes de agosto.
Fuentes: Banco de España y elaboración propia.

información estadística, entre 1977 y 1978. A partir de esa fecha, en la cual el Banco de España comenzó a recoger datos de las operaciones cruzadas a través de su servicio telefónico, el ascenso de los importes de las operaciones es espectacular, especialmente en el «día a día». En 1979 y 1980 se produce un cierto estancamiento debido a la implantación del gravamen del 3 por 100 del IGTE, observándose una clara recuperación desde finales de ese último año, ligada indudablemente a la entrada en el mercado de las sucursales de los Bancos extranjeros instalados en España recientemente.

1. El mercado interbancario y la instrumentación de la política monetaria

Hasta aquí se han descrito aquellos rasgos históricos referentes a lo que podrían calificarse de elementos institucionales

del mercado interbancario, así como las peculiaridades instrumentales a través de las cuales el mercado fue desarrollándose. Pero existen dos elementos sin cuya comprensión e influencia no podría jamás narrarse la historia del mercado interbancario. Esos elementos constituyen las dos facetas de la instrumentación de la política monetaria que el Banco de España inició en la década de los años setenta; me estoy refiriendo al establecimiento del coeficiente legal de caja para los Bancos comerciales en diciembre de 1970 y para las Cajas de Ahorros en diciembre de 1971 —y a las sucesivas modificaciones en su forma de cómputo—, por un lado; por otro, al continuo proceso de mejora en las técnicas de intervención del Banco de España en el mercado de dinero. Permítaseme un breve repaso a ambos aspectos desde el prisma de su influencia sobre la evolución del mercado interbancario.

a) Coeficiente de Caja

Como es sabido, el antecedente del coeficiente de caja se halla en el llamado coeficiente de liquidez establecido por una Orden Ministerial de 26 de enero de 1963. La deficiente definición del mismo lo inutilizó como instrumento de política monetaria hasta su redefinición para la Banca comercial y mixta en diciembre de 1970.

Su definición legal ha experimentado a lo largo de estos once años diversas modificaciones, tendentes todas ellas a flexibilizar su cumplimiento y a reforzar su eficacia como instrumento monetario. Por lo que respecta a su cuantía, se ha pasado del 7,50 por 100 de los pasivos computables con que inició su andadura a comienzos de 1971 hasta el 5,75 por 100 actual —las Cajas de Ahorros iniciaron su cumplimiento a un nivel muy bajo, el 4 por 100, que permaneció invariable hasta septiembre de 1977, fecha en la cual, de acuerdo con la Circular 22 del Banco de España, se elevó del 4 al 5,50 por 100 mediante un aumento de 0,20 puntos en septiembre y aumentos de 0,10 puntos en los meses sucesivos, alcanzando el 5,50 en octubre de 1978. En cuanto a la forma de cómputo, la característica más destacada ha sido, sin duda, la sustitución del mantenimiento del coeficiente diario —impuesta por la O. M. de 1 de marzo de 1973— por unos promedios decenales que establecen un límite superior según el cual las cantidades de activos de caja, que en un día excedan en más de un punto porcentual el coeficiente legal establecido, se deprecian. A partir de abril de 1980, y rompiendo la simetría anteriormente vigente, no

existe límite inferior, pues de esta forma resulta posible eliminar tensiones innecesarias en el mercado interbancario.

El resultado final de estos refinamientos en la exigencia del coeficiente legal de caja es que los Bancos y Cajas han ido reduciendo los excedentes que sobre el nivel obligatoriamente exigido mantienen, favoreciendo no sólo la instrumentación de la política monetaria —pues cuanto más reducidos sean los excedentes de caja del sistema bancario más sensible será la evolución de los tipos de interés a corto plazo a cualquier disminución de los mismos y más inmediata la reacción del sistema a la variación de los activos líquidos que el Banco de España impulse para moderar la expansión bancaria— sino el aporte de nuevos fondos al mercado interbancario.

b) Mejoras en las técnicas de intervención del Banco de España

Puede afirmarse sin jactancia que el Banco de España ha sido uno de los primeros Bancos centrales en definir los objetivos de su política monetaria en términos de tasas de crecimiento de la cantidad de dinero, así como de instrumentar su política mediante el control de los activos líquidos del sistema bancario.

El principal instrumento utilizado desde 1973 por el Banco de España para controlar la evolución de los activos de caja del sistema bancario ha sido la oferta de préstamos del Banco de España. Inicialmente esos préstamos se concedían a plazo de siete días a los Bancos, en proporción a sus depósitos en una

fecha determinada, y a un tipo de interés que por regla general el Banco fijaba por debajo de los imperantes en el mercado interbancario. La consecuencia era que, sobre todo en momentos de tensión, las entidades aceptaban sin excepción los préstamos, los necesitasen o no en función de su propia situación de liquidez, pues así obtenían un beneficio. Dicho de otra forma, en aquellos años el mercado sustituyó al Banco de España en la tarea de redistribuir los fondos otorgados por éste desde los Bancos excedentarios hasta los deficitarios; se pagaba así un precio al mercado, injustificado como en seguida se verá, por conseguir mantener el control monetario.

Este hecho, junto a la evidencia de que el sistema de préstamos del Banco de España exigía la utilización de plazos mucho más cortos que el de semana generalmente empleado en el sistema de reparto, condujo en septiembre de 1977 a la sustitución de aquél por un sistema de subasta de préstamos a un día y a la introducción paulatina de las Cajas de Ahorros en los créditos de regulación monetaria —Circular 23 del Banco de España a las Cajas.

El sistema de subasta es suficientemente conocido como para requerir aquí una exposición del mismo. Hoy en día puede afirmarse que ha funcionado satisfactoriamente —en especial desde que a partir de 1979 se complementó con la oferta de Bonos del Tesoro como medio de drenar liquidez— en su tarea de asignar liquidez a las entidades necesitadas de ella, y que las acusaciones inicialmente vertidas sobre él de ser causante de las subidas y fluctuaciones experimentadas en

el mercado interbancario han mostrado ser claramente infundadas. A este tema dedicaré ahora mi atención.

2. La consolidación del mercado interbancario

Instaurado en septiembre de 1977 el sistema de subasta para el reparto de los créditos de regulación monetaria, fue inmediatamente atacado como causa de elevaciones en los tipos del interbancario. La acusación no pudo, sin embargo, mantenerse durante mucho tiempo. El tipo medio «día a día» que en septiembre estaba al 23,59 por 100, descendió en noviembre al 19,77 y al 13,64 por 100 en enero de 1978. El descenso fue, salvadas las diferencias de nivel, equivalente en los tipos «a plazo».

Sin embargo, la gran prueba para el nuevo sistema de instrumentación de la política monetaria se produjo en el verano y el otoño de 1978. Como consecuencia de la política de expansión crediticia mantenida por Bancos y Cajas —así como de las vacilaciones por parte del Banco de España respecto a la actitud a tomar—, los tipos «día a día» del mercado interbancario se situaron en los siguientes niveles medios: 31,38 por 100 en julio, 55,03 en agosto, 36,56 en septiembre, 53,44 en octubre y 51,80 por 100 en noviembre. En diciembre de dicho año empezaron a bajar y en febrero de 1979 estaban al 11,86 por 100.

Era inevitable que niveles tan elevados y fluctuaciones tan bruscas concitasen todo tipo de recriminaciones sobre la forma de instrumentar la política mo-

netaria, olvidando que la auténtica causa residía en otra parte. En efecto, cualquier análisis desapasionado del tema debe aceptar que existían dos causas fundamentales en tal situación: una, el que la regulación de los tipos de interés pasivos de la Banca hacía que ésta pudiera soportar tipos muy elevados en lo que de hecho era una porción mínima de sus pasivos —los obtenidos en el mercado interbancario—, pues ello no se trasladaba al coste de los restantes pasivos y, por ende, no forzaba a una reconsideración rápida de su política de expansión crediticia; dos, el que difícilmente puede funcionar con eficiencia y flexibilidad un mercado monetario reducido tan sólo a dos tipos de instituciones —Bancos y Cajas de Ahorros— cuyas posiciones de liquidez suelen, generalmente, coincidir. Es decir, un mercado en el cual están excluidos los restantes intermediarios financieros y el sector privado (3).

Se ha llegado así a definir la situación de partida que el Banco de España analizó para proponer al Gobierno la creación de las SMMD. Este punto constituirá el tema del segundo apartado de este artículo.

II. EL MERCADO INTERBANCARIO Y LAS SOCIEDADES MEDIADORAS EN EL MERCADO DE DINERO (4)

Cabría caracterizar nuestro mercado como un mercado con pocos agentes operativos —básicamente, el Banco de España, los Bancos y las Cajas de Ahorros— y que, además, funciona

con una gran escasez de activos negociables —de hecho, tan sólo activos (préstamos de regulación monetaria) y pasivos (depósitos de las entidades crediticias en el mismo) del Banco de España. Ello confiere una acusada inestabilidad a los tipos de interés e impide que el Banco emisor pueda influir con flexibilidad en la liquidez del sistema actuando sobre los precios de los activos a corto plazo que en un mercado amplio acostumbra a negociarse.

Esa situación es consecuencia de la peculiar evolución histórica de nuestro sistema financiero. Por un lado, las autoridades monetarias, con su política de regulación de tipos de interés y su resistencia a la creación de deuda pública a corto plazo, no han propiciado la aparición de activos a corto negociables en el mercado de dinero; de otro, las entidades crediticias, que no veían con buenos ojos la aparición de un activo del Tesoro competitivo con sus propios pasivos, han mantenido simultáneamente prácticas en la remuneración de sus depósitos causantes de distorsiones profundas en el mercado de dinero.

Desde este punto de vista, la reforma de los mercados monetario e interbancario pasa obligatoriamente por la creación de una deuda a corto plazo abierta a todo tipo de suscriptores que, al tiempo que facilitaría la política de control monetario, suministraría la seguridad jurídica de que hoy en día carecen las operaciones del mercado interbancario, con la consiguiente fragmentación del mismo. Pero, paralelamente, debería propiciarse la aparición de mercados secundarios fluidos para una serie de activos privados que pudiesen llegar a cons-

tituir una segunda línea de liquidez de las instituciones crediticias.

Estas consideraciones constituyeron la base de las propuestas que a mediados de 1980 el Banco de España elevó a la consideración del Gobierno y que se traducían en la conveniencia de alentar la aparición de un tipo peculiar de entidad dedicada a prestar unos servicios financieros muy concretos —entidades por otra parte existentes en los principales mercados de dinero del mundo—; esas entidades son las que se han denominado Sociedades Mediadoras en el Mercado de Dinero (SMMD).

Cabe, sin embargo, hacerse la pregunta de si no era posible tal empeño contando con los agentes actualmente operantes en los mercados monetario e interbancario.

Los primeros candidatos para desarrollar el mercado eran, sin duda, los Bancos y las Cajas de Ahorros. Aun cuando nada impide en teoría que ambos creen el mercado, la lógica y la experiencia indican que no parece fácil que así sea. Si tomamos como ejemplo un activo de carácter público tal como los Bonos del Tesoro, veremos que desde abril de 1980, fecha a partir de la cual hubiera podido empezar a funcionar un mercado secundario de esta clase de activo entre Bancos y Cajas, nada han hecho hasta muy recientemente las entidades de depósito para fomentarlo, aun contando con ventajas objetivas para ello. Otro tipo de razones explican la inexistencia de un verdadero mercado secundario de Certificados de Depósito de Bancos y Cajas. Acaso las medidas legales contenidas en la

O. M. de 17 de enero de 1981, al hacer muy difícil y arriesgado el mantenimiento de las antiguas prácticas de recompra por las entidades emisoras de los CD's por el nominal acrecido de los intereses pactados, posibiliten la aparición de mercados secundarios espontáneos para tales activos. En todo caso, el resultado de pasados intentos en el mismo sentido aconsejaba tener listas soluciones más cercanas a las operantes en otros países.

Cabía otra solución, cual era la de utilizar los servicios de las entidades de intermediación por cuenta ajena hoy en día operantes en el mercado interbancario. Pero en ningún sistema financiero desarrollado los *brokers* o *courtiers* hacen mercado, por la sencilla razón de que para ello resulta necesario estar siempre dispuesto a ofrecer contrapartida, ligando así la obtención de beneficios al desarrollo del mercado o mercados; con la peculiaridad de que, al ampliarse los mercados, el diferencial entre precios de compra y de venta se reduce sensiblemente y sólo la realización de operaciones en gran escala —o, visto desde el otro lado, la existencia de mercados muy activos— permite cubrir los gastos generales de la firma y conseguir beneficios.

La consecuencia de todo lo dicho es que el Banco ha creído llegado el momento de ensayar una experiencia nueva y apoyar la iniciativa de diversos grupos para crear un nuevo intermedio financiero: las SMMD.

1. Caracterización jurídica de las SMMD

Brevemente, podríamos caracterizar a las SMMD como unas sociedades anónimas de derecho común, dotadas de un capital mínimo relativamente elevado —100 millones de pesetas— y con un objeto social exclusivo y excluyente; la adquisición y venta por cuenta propia de determinados activos a corto plazo, con el fin de ayudar al Banco de España y a las Entidades de Depósito en la creación de un auténtico mercado de dinero.

Antes de seguir, quisiera resaltar un tema importante y en el cual, me temo, se ha comprendido mal la actitud del Banco de España. Este tema es el de que con las SMMD el Banco no ha intentado crear unas sociedades anónimas caracterizadas por ciertas limitaciones con respecto al régimen general que para este tipo de sociedades marca la Ley de Sociedades Anónimas. No hay, por tanto, una modificación de la Ley. Tampoco existe una voluntad de imponerles un fuerte intervencionismo por parte del Banco emisor. El tema hay que enfocarlo no desde este prisma de la regulación legal de la sociedad anónima sino desde el funcionamiento real del mercado monetario, en el cual el Banco de España desempeña evidentes funciones de tutela. Y aquí está claro que la pretensión del Banco reside en ampliar y perfeccionar dicho mercado con la mínima modificación de su vigencia normativa. En definitiva, el Banco no crea un nuevo tipo de sociedades; el Banco no modifica el marco legal que actualmente rige las sociedades anónimas; el Banco lo único que

hace es mantener unas ciertas relaciones con unas sociedades absolutamente típicas en su configuración jurídica pero que actúan conforme a unas determinadas prácticas financieras y realizan una cierta función.

Estas sociedades deberán mostrar una transparencia plena en cuanto a las personas integrantes de sus órganos de gobierno y altos cargos ejecutivos, aceptando un cierto control por parte del Banco de España.

Dicho control debe entenderse, sobre todo, en el establecimiento de un marco operativo, al que me referiré a continuación, y en la fijación de unas directrices sobre la estructura de su activo. Tres de esas directrices merecen destacarse como de especial interés:

- 1) La necesidad de mantener un porcentaje mínimo del 20 por 100 de sus activos materializado en forma de Bonos del Tesoro, CD's del Banco de España o cualquier otra modalidad de deuda pública a corto plazo.
- 2) La prohibición de que ninguna SMMD tenga en su cartera Certificados de Depósito de cada uno de los grupos bancarios o Cajas de Ahorros participantes en su capital social en un porcentaje que supere el 10 por 100 de sus tenencias de Certificados de Depósito.
- 3) El establecimiento de un coeficiente de garantía *sui generis* (5).

En el marco operativo diseñado inicialmente para estas sociedades se revela la nota de cautela con que el Banco de España desea moverse inicialmente y que después comentaré con mayor detalle. En efecto, las SMMD podrán:

- 1) Comprar y vender Bonos del Tesoro y CD's del Banco de España a las entidades financieras autorizadas para adquirir y negociar en estos activos.
- 2) Adquirir y colocar entre el público CD's y Bonos de Caja de las entidades privadas de Depósito, así como letras emitidas en Bolsa.
- 3) Operar, como cedentes y tomadores, en el mercado interbancario de depósitos, pero sólo con Bancos, Cajas y Cooperativas de Crédito.

Como último rasgo importante que debe destacarse están las fuentes de financiación de las SMMD. Respondiendo a su visión de relacionar la actuación de esta clase de sociedades con la actividad de Bancos y Cajas, se exigirá el establecimiento de líneas de financiación habituales por parte de aquéllos. Esa financiación se complementará, en los momentos y por los volúmenes que las circunstancias aconsejen, con financiación del Banco de España, instrumentada mediante acuerdos de compra, con reventa posterior, de activos en la cartera de las SMMD.

Ahora bien, los objetivos perseguidos con la creación de las SMMD pueden situarse en un entorno más exacto repasando algunos de los rasgos más característicos de los mercados monetarios inglés, francés, estadounidense y canadiense.

2. Algunos mercados monetarios extranjeros

a) El Mercado Monetario Inglés

El Mercado Inglés con sus Casas de Descuento, es el ejemplo más venerable y sin duda el más comentado. Para algunos de sus historiadores, las Casas de Descuento nacieron en el reinado de los monarcas de la Casa Tudor, cuando actuaban simplemente como intermediarios poniendo de acuerdo, a cambio de una comisión, a quienes tenían dinero que invertir y a quienes necesitaban financiar sus actividades comerciales. Su función en el campo del descuento vino bastante más tarde y en realidad comenzaron a actuar intermediando letras a finales del siglo XVIII. En este papel de *bill brokers* descontaban letras cuyos tenedores necesitaban efectivo inmediatamente y no podían esperar al vencimiento de la obligación, que se produciría dos o quizás tres meses después.

Como en tiempos muy recientes con algunos sistemas bancarios, la grave crisis que entre 1825 y 1830 hizo quebrar a 37 *bill brokers* sirvió para reordenar este naciente sector del sistema financiero inglés, convencer al Banco de Inglaterra de la necesidad de tutelarlos y, en definitiva, sentar las bases de una actuación que, con los múltiples cambios exigidos por la evolución bancaria y financiera, ha pervivido hasta nuestros días.

En Inglaterra, el término mercado monetario puede intercambiarse con el término mercado de descuento, razón por la cual utilizaré indistintamente ambas denominaciones.

Ya he dicho antes que el mercado de descuento inglés es, de los cuatro cuyos rasgos esenciales voy a describir ahora, el más antiguo. Ahora bien, su actual configuración, y el papel de su institución más característica: las Casas de Descuento, es el resultado de cuatro notas muy específicas:

1.^a La realización de su actividad —comprar y vender activos— por cuenta propia.

2.^a La financiación de su cartera de activos mediante préstamos a corto plazo obtenidos de los Bancos y otras entidades financieras. La inmensa mayoría de dichos préstamos están garantizados con activos de su cartera.

3.^a Las Casas de Descuento proporcionan a sus prestamistas —lo cual equivale a decir fundamentalmente a los Bancos— un importante elemento de ajuste en su posición diaria de liquidez.

4.^a Las Casas de Descuento miembros de la *London Discount Market Association* gozan del privilegio de obtener préstamos del Banco de Inglaterra en cantidades limitadas tan sólo por el precio al cual el Banco decide conceder esa financiación. Ese privilegio convierte a las Casas de Descuento en el mecanismo transmisor por medio del cual el Banco emisor lleva a cabo su función reguladora de la liquidez del Sistema Bancario.

La confluencia de estas cuatro características da origen a un mercado monetario que desarrolla flexiblemente su función básica de suministrar liquidez al Sistema Bancario en condiciones de seguridad y rentabilidad y en el cual las Casas de Descuento desempeñan un triple y complejo papel respecto

a los Bancos; cooperando en la realización de la política monetaria del Banco de Inglaterra y el Tesoro; y, por último, como agentes muy activos en el funcionamiento del mercado financiero.

b) El Mercado Monetario Francés

El término *mercado monetario* se suele emplear en Francia en un sentido más restringido que en los países anglosajones. Generalmente se reserva al mercado de lo que en la terminología española llamaríamos «activos líquidos»; es decir, pasivos del Banco de Francia.

Institucionalmente hablando, el centro de gravedad del mercado monetario francés reside en las instituciones financieras de carácter bancario o para-bancario, aun cuando también participan sociedades de inversión, compañías de seguros, agentes de Cambio y Bolsa, sociedades de capitalización y de previsión social.

A diferencia del mercado interbancario español, es un mercado en el cual las operaciones tienen la garantía de títulos públicos o de efectos privados admitidos por el Banco de Francia. En todo caso, la modalidad más común en el mercado francés es la venta de títulos o efectos con acuerdo de recompra posterior; lo que allí se conoce como «pensión».

Dos clases de intermediarios operan en este mercado: los corredores, o *courtiers*, que se limitan a facilitar la realización de la operación poniendo en contacto a las partes interesadas y cobrando una comisión una vez cerrada la operación;

por el contrario, las Casas de Descuento, las *maisons de rées-compte*, operan por cuenta propia. Su actividad tiene un doble nivel: de un lado, son los canales a través de los cuales el Banco de Francia interviene para regular la liquidez del sistema e impedir fluctuaciones excesivas de los tipos de interés; de otro lado, actúan obteniendo préstamos en el mercado que ceden después a un tipo más favorable —financiando de esa forma su cartera de activos a más largo plazo y con mayor rentabilidad.

c) El Mercado Monetario Estadounidense

Entre todos los mercados de dinero, el que más se acerca a un modelo paradigmático es, sin duda, el mercado estadounidense. Dada su amplitud, en él se negocian todo tipo de activos —desde «papel comercial», pagarés bancarios, certificados de depósito de Bancos, bonos de municipios, a letras del Tesoro— y una amplísima gama de entidades, nacionales y extranjeras, desde las más gigantescas a las más modestas, encuentran en él el canal eficaz para ajustar sus posiciones de tesorería.

La importantísima tarea de unificar esos varios mercados en uno solo, evitando su fragmentación y suministrando toda la información necesaria para actuar racional y eficazmente, recae, de forma muy especial, en dos tipos de agentes: los *dealers* y los *brokers*. Lo que distingue la actividad de los *dealers* americanos en el mercado de dinero es que, salvo algunas funciones muy específicas, actúan comprando y vendiendo por cuenta propia. Es decir, los

dealers hacen mercado en formas muy diversas; en unas ocasiones actúan como aseguradores de emisiones de títulos —caso de las deudas municipales—, mientras que en otras —la deuda del Tesoro, por ejemplo— compran títulos por su cuenta en cantidades sustanciales y los colocan después entre su clientela en pequeños paquetes. Pero los *dealers* son, sobre todo, agentes que operan en el mercado secundario ofertando precios de compra y venta para un abanico muy amplio de activos. Esta actuación como *market makers* presenta dos vertientes: ofreciendo precios a los que están dispuestos a tomar o ceder diversos activos a otros *dealers*, o acudiendo con sus ofertas al público en general en franca competencia entre sí y asegurando, de esta forma, que existe un diferencial muy pequeño respecto a los precios dominantes en el mercado entre los *dealers* y, por ende, asegurando al inversor unos precios —y una rentabilidad— verdaderamente competitivos.

El resultado final, que me interesa subrayar muy especialmente, es que esta interacción de los mecanismos de funcionamiento de los *dealers* permite alcanzar los dos objetivos básicos de un auténtico mercado monetario:

- Que en cualquier momento exista un precio al cual se puedan comprar o vender los instrumentos a corto plazo característicos de este tipo de mercado.
- Que al estar siempre dispuestos a ofertar un precio de compra y de venta aseguran una liquidez total a los activos característicos de un mercado de dinero.

d) El Mercado Monetario Canadiense

La historia del desarrollo del sistema bancario en Canadá constituye un caso digno de estudio por diversas razones, de las cuales ahora sólo mencionaré la aparición, prácticamente desde la nada, de un mercado de dinero eficiente. Este mercado, cuyos primeros pasos remontan a la década de los años cincuenta, ha crecido y funcionado gracias tanto a la iniciativa y perseverancia del Banco de Canadá como a la confianza y al espíritu de cooperación de los Bancos comerciales —los llamados en Canadá *chartered banks*. Tanto aquél como éstos comprendieron que la consecución de un mercado monetario amplio permitiría un manejo más eficaz de los fondos a corto plazo y unas menores necesidades de excedentes de tesorería, con la consiguiente reducción en las fluctuaciones de los tipos de interés a corto y una más rápida influencia de las medidas del Banco central sobre el nivel y la distribución de la liquidez del sistema bancario. Y es que, refiriéndome en concreto a la actitud de los Bancos canadienses, aun cuando el afianzamiento del papel de los *dealers* supuso un cierto grado de desintermediación para los Bancos comerciales, que no debió ser muy de su agrado —en parte porque, además, era debida a las rígidas regulaciones que gobernaban la estructura por plazos y la remuneración de sus depósitos—, su reacción no se tradujo, sin embargo, en una cruzada contra los *dealers*, sino en una búsqueda de mecanismos más flexibles que les permitieran remunerar adecuadamente las cuentas de sus acreedores.

Sucedió, pues, que si bien los Bancos canadienses supieron defender sus posiciones, y sus relaciones con los *dealers* a lo largo del período de desarrollo y consolidación del actual mercado monetario pasaron por momentos difíciles, su actitud final fue de comprensión, facilitándoles su labor. Así, éstos encontraron en aquéllos la financiación a tipos adecuados para constituir su cartera, las instituciones adecuadas para custodiar sus títulos, los siempre dispuestos emisores de talones que facilitasen la compensación inmediata de sus operaciones. Ciertamente es que el Banco de Canadá no vaciló jamás en tomar las medidas necesarias para afianzar la supervivencia del mercado, especialmente en sus primeros tiempos, aun a costa de granjearse temporalmente la enemistad de los Bancos. Al final éstos aceptaron, como he dicho antes, que la existencia de un mercado monetario eficaz compensaba el pequeño grado de desintermediación que habían debido aceptar. Su capacidad de ver más allá de sus intereses inmediatos les resultó beneficiosa a la larga.

A la luz, tanto de la regulación inicialmente aprobada por el Banco de España, y cuyas líneas generales he descrito antes, como de los modelos extranjeros, que de forma somera acabo de intentar resumir, ¿qué cabe esperar en el futuro de las SMMD?

III. EL FUTURO DE LAS SMMD

El Banco de España autorizó el 7 de julio de 1981 las cuatro primeras SMMD; de ellas, dos

cuentan como accionistas a Bancos y Cajas de Ahorros (6).

El inicio de la actuación de estas sociedades hace que debamos preguntarnos qué cabe esperar de ellas en los próximos meses.

Para responder a esta interrogante debe tenerse muy presente cuál es el objetivo asignado a este tipo de sociedad de servicios financieros. Tal y como se indicaba antes, su labor fundamental residirá en propiciar la aparición de mercados secundarios fluidos en una serie de activos que constituirían una segunda línea de liquidez para las entidades de depósito —Bancos y Cajas. Conseguir ese objetivo supone ampliar el actual mercado de dinero de tal forma que en él puedan participar otras entidades financieras y, sobre todo, las empresas privadas y el público en general. Si se acepta este enfoque, parece que el futuro de las SMMD está amenazado por dos peligros inmediatos: la estrechez del marco operativo inicialmente fijado por el Banco de España —aun cuando esta actitud tenga poderosas razones que la justifiquen— y un error de enfoque respecto a su papel y funcionamiento por parte del Sistema Bancario (7). Hablaré primero del marco operativo.

Ya se ha dicho que la actividad de las SMMD en el mercado interbancario va a estar limitada a operaciones con Bancos, Cajas de Ahorros y Cooperativas de Crédito. Esto elimina su relación con las entidades financieras y las corporaciones locales y provinciales a las que la reciente O. M. de 17 de enero, en su artículo 5.º, concede libertad de tipos de interés. Queda descartado por esta vía el

papel que las SMMD podrían llevar a cabo, a semejanza de otros países, de canalizar fluida y directamente hacia el mercado de dinero los fondos que aquéllas pudieran aportar.

Otra cautela, acaso excesiva, es la de limitar a las letras negociadas en Bolsa los efectos que las SMMD pueden adquirir y colocar entre el público. Aun cuando esas letras constituyen un porcentaje crecientemente importante del mercado de letras, existe todavía un volumen muy cuantioso de efectos librados por empresas de primera línea y totalmente solventes y avalados por Bancos que hoy en día se negocian mediante canales más o menos conocidos. Si estas letras pudiesen negociarse por instituciones como las SMMD, parece indudable que se establecería un elemento regulador de ese «mercado libre» y se imprimiría una mayor garantía a algo que en la actualidad funciona quizás con demasiada espontaneidad.

Ha quedado también para una ulterior ocasión la oportunidad de contar con una deuda pública a corto plazo, al cerrar la oportunidad de que las SMMD pudieran adquirir los actuales Bonos del Tesoro y negociarlos posteriormente, a través de alguna fórmula jurídica adecuada, con el público en general.

Es muy comprensible, sin embargo, esta actitud de extrema prudencia por parte del Banco de España, aunque personalmente creo que se corre el riesgo de ahogar a las SMMD —de forma muy especial a aquellas que no cuentan con participación bancaria— al marcarles un campo de juego tan estrecho, con el consiguiente peligro de que su rentabilidad resulte muy escasa o nula.

El otro peligro se centra en la actitud que Bancos y Cajas de Ahorros vayan a mantener respecto a las SMMD. La experiencia canadiense indica que el funcionamiento de este tipo de sociedades induce un cierto grado de desintermediación. Vencida una resistencia inicial, los Bancos canadienses comprendieron que la implantación de una clase especial de *dealers* redundaba en beneficio propio y renunciaron a obstaculizar el proyecto. ¿Qué puede suceder en España?

Es sabido que, en una fase inicial, el Banco de España parecía inclinarse por unas SMMD al estilo de las Casas de Descuento inglesas. Es decir, unas entidades auténticamente independientes y en las cuales los Bancos y Cajas no pudieran tener participación en su capital social. Ahora bien, el peso de la realidad financiera española forzó una solución en la cual, al permitir tan sólo una participación reducida, se impuso una elevada diversificación de los grupos bancarios que podían ser accionistas; a través de este equilibrio se buscaría, parece, un mínimo de independencia en la actuación de la SMMD.

Late, sin embargo, otro peligro para el éxito de la experiencia que ahora se inicia. Dicho peligro proviene de que, por una falsa visión del papel que las SMMD están llamadas a desempeñar, el Sistema Bancario y sus instituciones más caracterizadas crean conveniente «estar presentes» e intenten constituir un número excesivo de Sociedades Mediadoras. Como es sabido, y ello ocurre no sólo en verano con el tráfico de automóviles, las aglomeraciones reducen la libertad de movimientos y llevan fatalmen-

te a la desaparición de un número crecido de los participantes en el juego. En el caso de las SMMD podrían originar, además, la desaparición total de este interesante intento de configurar ese nuevo mercado de dinero que tan necesario resulta tanto para el Banco de España como para el propio Sistema Bancario.

Cabe mantener el optimismo a pesar de todo. De la largueza de miras de los Bancos y Cajas de Ahorros españoles puede esperarse que entiendan, al igual que lo hicieron los Bancos canadienses, que el arraigo y el éxito de las SMMD en España redundará en su beneficio, no en su perjuicio. En otro terreno de cosas, la supervivencia de las SMMD va a la par con la continuación del proceso de liberalización del Sistema Financiero Español —en concreto, con el desarraigo de las prácticas que han impedido la formación transparente del precio del dinero y la aparición de deuda pública a corto plazo— y la ampliación de su marco específico de actuación.

NOTAS

(1) Esas entidades eran las siguientes: Andalucía, Atlántico, Banesto, Banco Unión, Barcelona, Bilbao, Catalana, Condal, Europeo de Negocios, Exterior de España, Hispano Americano, Ibérico, López Quesada, Madrid, Mercantil Industrial, Noroeste, Pastor, Popular Español, Rural y Mediterráneo, Santander, Urquijo, Vizcaya y Zaragozano.

Aproximadamente un año después comenzaron a operar las primeras Cajas: Monte de Piedad de Madrid, Pensiones para la Vejez y de Ahorros de Cataluña y Baleares, Monte de Piedad Municipal de Bilbao, Zaragoza, Aragón y Rioja, así como la propia CECA.

(2) En un principio, y cuando el mercado se desarrolló sólo entre Bancos, la comisión se repartía por mitades entre las dos partes. La entrada masiva de las Cajas de Ahorros como cedentes de fondos impulsó la práctica de que fuese el tomador quien pagaba la totalidad de la comisión del *broker*.

(3) A estas malformaciones básicas de nuestro mercado interbancario caben añadir otras deficiencias. Ya se ha mencionado antes el hecho de que se trata de un mercado cuyas operaciones se efectúan sin garantías, lo cual tiende a segmentarlo. Cabe añadir también la existencia de un gravamen del 3 por 100 sobre los intereses de las operaciones interbancarias, gravamen que no sólo obstaculiza decisivamente la labor de intermediación propia del mercado sino que, además, está basado en una interpretación jurídica dudosa de las operaciones de mercado interbancario que las

califica como créditos y no como operaciones de depósito.

(4) En este apartado utilizo parte del material que constituyó mi ponencia en las VIII Jornadas del Mercado Monetario, celebradas el pasado mes de mayo en Lanzarote.

(5) Definido así: el neto patrimonial menos el inmovilizado no debería ser en ningún momento inferior al 2 por 100 de su activo si éste no supera los 2.000 millones, para la parte que supere esa cantidad el porcentaje será del 1 por 100.

(6) Para mayor detalle sobre el accionariado de estas cuatro sociedades puede consultarse el artículo aparecido en el periódico de Madrid *El País*, en su número del 19 de julio de 1981.

(7) No cabe discutir aquí en detalle los graves inconvenientes que para las SMMD pueden derivarse de una interpretación excesivamente rígida de las normas fiscales. Citaré tan sólo, y a modo de ejemplo, la incidencia del IGTE. Este impuesto, cuyo tipo puede pasar del 3 al 4 por 100 en el año 1982, dificulta ya con carácter general la intermediación y el arbitraje en el actual mercado interbancario —¡piénsese que con un tipo impositivo del 4 por 100 y un nivel medio de tipos de interés del 15 por 100 será necesario un 0,60 por 100 para cubrir la incidencia del IGTE con una operación de arbitraje. A ello cabe añadir las dudas razonables de si las operaciones con depósitos interbancarios no deberían estar exentas, pues cabría interpretar que no están incluidas entre «las operaciones activas de mediación y demás servicios, incluidas las operaciones entre las propias entidades» a que se refiere el texto de la Ley del Impuesto.