

El mercado interbancario y los derivados de tipo de interés FRAs y Eonias

Fernando Fernández
Ahorro Corporación

El mercado interbancario en España tiene su origen en las cuentas de depósito que las cajas de ahorro y bancos abrían entre ellos y en el que se pretendía facilitar la financiación de estas entidades, gestionar los excedentes de tesorería, cubrir desajustes del coeficiente de caja, solucionar la necesidad de invertir activos financieros a corto plazo, servir de vehículo de transmisión de las decisiones de política monetaria establecida por el banco central y servir como punto de referencia para la formación de precios de otros mercados. A partir de los años 1970 se generalizan estas cuentas e incluso entran a formar parte de este mercado las cooperativas de crédito y a partir de los años 1980 se produce un gran boom en el mercado interbancario por causa de la liberalización del sistema financiero y su apertura a la banca extranjera, la apertura de nuevos mercados y la aparición de nuevas instituciones e instrumentos financieros.

Existen básicamente tres tipos de mercado interbancario: el mercado interbancario de depósitos no transferibles, el mercado interbancario de depósitos transferibles (certificados de depósito) y el mercado de FRAs (forward rate agreements).

Para analizar las operaciones de derivados de tipo de interés debemos primero saber la diferencia entre el **Euribor** y el **Eonia** que son los indicadores de referencia del mercado interbancario europeo. El Euribor (Europe Interbank Offered Rate) es el índice de coste de préstamos de dinero entre bancos de la zona euro, es decir el tipo de interés que los bancos se cobran por prestarse dinero entre sí. Existen 47 entidades europeas (3 españolas: BBVA, BSCH y CECA) a las que todos los días les pide el BCE que coticen el tipo al que están dispuestas a prestarse dinero en los periodos desde 1 mes a 1 año (el tipo que se toma como referencia para los préstamos hipotecarios). Se descartan el 15% por ambos lados y con el resto se hace la media. Es el tipo que se utiliza para calcular la liquidación de las operaciones de FRAs y Swaps. En cambio el Eonia (Euro OverNight Index Average o índice medio del tipo del euro a 1 día) se calcula a partir de las operaciones de crédito interbancarias. El Eonia es obtenido hallando una media ponderada de todas las transacciones de préstamos no garantizadas día a día en el mercado interbancario. En otras palabras el Banco Central Europeo recoge el volumen de transacciones de 1 día del grupo de bancos que participan en el establecimiento del valor de Euribor, halla el valor de la Eonia y lo publica al cabo del día. Por consiguiente este valor se utiliza para cal-

cular la liquidación de las operaciones de Eonia que pueden ser desde una operación de 1 día hasta operaciones de 5 años o más, siendo las más estándar de la semana al año.

“ **El Eonia muestra las estimaciones del mercado de dónde estará el tipo de interés oficial en doce meses** ”

El FRA (forward rate agreement) es un compromiso sobre un depósito notional futuro liquidado por diferencias. Es un contrato por el que dos partes acuerdan el tipo de interés que se va a pagar transcurrido un plazo, sobre un depósito teórico. Los periodos de los FRAs se tienen que ajustar a los periodos que publica el Euribor pues utilizan estos periodos para liquidar entre partes. Pongamos un ejemplo de un FRA 3x6 que se pacta entre dos partes al 1,35%; esto es básicamente una cobertura o apuesta de dónde pensamos que va a liquidar el Euribor a 3 meses dentro de 3 meses. El tipo comprador supone la cobertura de una situación en la cual el operador ha prestado dinero por el periodo largo y tomado por el corto. Con el FRA pretende asegurarse de un tipo de interés para el periodo

entre el plazo largo y el corto. El tipo vendedor supone que el operador ha tomado dinero en el largo y prestado en el corto y por lo tanto pretende asegurarse un tipo de interés mínimo para el periodo entre el plazo largo y el corto. Básicamente los FRAs se utilizan para la cobertura de riesgo de interés. Se pretende cubrir el riesgo derivado de un desfase en los plazos del activo y del pasivo. El vendedor del FRA trata de protegerse de un futuro descenso de los tipos de interés y el comprador del FRA por consiguiente trata de protegerse de un futuro aumento de los tipos de interés.

Ejemplo de utilización de FRAs. Supongamos el caso de un banco que decide financiar un préstamo a 6 meses por un importe de 10 millones de euros. Las opciones que se le presentan son las siguientes:

- A) endeudarse a 6 meses al Euribor 1,976%
- B) financiar mediante fondos propios los 3 primeros meses, a un coste de 1,875% y financiar los siguientes 3 meses tomando el FRA 3x6 (1,60%)

Si en cambio quisiéramos especular usando FRAs tendríamos que tomar el FRA (3x6 en este caso al 1,60%) si pensamos que el Euribor a 3 meses se fijará por encima del 1,60% dentro de 3 meses o bien venderlo si consideramos que el tipo Euribor a 3 meses dentro de 3 meses se encontrará a un nivel por debajo del 1,60. Al ser una operación en la que no existe un intercambio de principal sino una liquidación por diferencias existe menos riesgo para las entidades financieras. Es un producto absolutamente líquido en caso de en cualquier momento tener que deshacerlo y evidentemente tiene unas fluctuaciones constantes con acuerdo a las precisiones de tipos de interés.

En el caso del Eonia (o Call Money Swap) tampoco existe un intercambio de principal. Es una operación en la que el comprador paga un tipo fijo y recibe un variable diario (el tipo al que se fija el Eonia diariamente) durante todos los días hasta el vencimiento de la operación. Es un instrumento derivado que se liquida por diferencias entre el tipo negociado y el Eonia capitalizado hasta el vencimiento. El pago se realiza un día después del vencimiento. En realidad estamos *swapeando* un tipo fijo por un tipo de referencia que se calcula diariamente capitalizado al vencimiento. Por tanto el Eonia refleja las tensiones del interbancario, ya que el Eonia son los tipos reales del interbancario. Sobre todo tengamos en cuenta que se basa en tipos de operaciones NO ASEGURADAS. Este indicador muestra las estimaciones del mercado de dónde estará el tipo de interés oficial en doce meses. Es decir, es una estimación del tipo oficial a doce meses. Dicho de otra forma, a nosotros el tipo legal del dinero nos importa más bien poco, sin embargo, los bancos si obtienen dinero a ese tipo, por tanto nadie prestará a un nivel inferior al tipo de interés que esperan para el año, y nadie pedirá a un nivel superior al tipo de interés que esperan, por eso, en función de las expectativas el Eonia recogerá las expectativas de tipos, y por supuesto una prima, porque se están formalizando operaciones no aseguradas. Cuanto mayor es la tensión entre el Euribor y el swap del Eonia, mayor

es la tensión en el mercado interbancario. Cuanto más cerca están uno de otro, más normal es la situación. En una situación de estabilidad financiera en los mercados, deberían estar pegados. Por lo tanto, las operaciones en Eonia swaps se han multiplicado en los últimos años pues además de utilizarse como medio de financiación en el mercado interbancario y ser un reflejo más fiel del mercado verdadero de los tipos de interés y por lo tanto de la política monetaria del BCE.

En definitiva, nos encontramos con dos productos derivados parecidos en cuanto a su misión de financiación y/o especulación pero a la vez muy diferenciados por causa de su indicador subyacente. El FRA es un producto que va a menos en el mercado actual pues depende de un subyacente (Euribor) que refleja la falta de liquidez entre bancos sobre todo en este ciclo económico y resalta los desequilibrios vigentes: muchas entidades quieren dinero, pero pocas lo ofrecen. El Eonia, sin embargo, se utiliza cada vez más pues supone una más fácil forma de financiación para las entidades, el riesgo es menor pues su subyacente es un tipo calculado diariamente de operaciones reales de interbancario por lo que también es un producto interesante para la especulación al considerarse más un reflejo de los tipos reales que el Euribor.

