

El aumento de los saldos **TARGET** en la UEM desde 2015

Pana Alves, Antonio Millaruelo y Ana del Río

Resumen

La plataforma TARGET2, propiedad del Eurosistema, procesa pagos en euros con reservas, es decir, dinero del banco central. Las operaciones de pago transfronterizas que se canalizan a través de esta plataforma dan lugar a posiciones acreedoras y deudoras entre los bancos centrales, que, una vez que se agregan y compensan, originan los denominados «saldos TARGET». Desde 2015, a partir de la introducción de varias medidas extraordinarias de estímulo monetario por parte del BCE, los saldos TARGET agregados han aumentado de forma notoria, superando los niveles alcanzados durante la crisis de la deuda soberana que tuvo lugar en los primeros años de la década actual. A diferencia de lo ocurrido en aquel momento, la evolución reciente no refleja una situación de estrés financiero ni problemas de financiación generalizados de las economías de la Unión Económica y Monetaria, como en los episodios de crisis de deuda soberana, sino que está vinculada principalmente con la ejecución del Programa de Compras de Activos (APP, por sus siglas en inglés) del Eurosistema.

Palabras clave: sistema de pagos, saldos TARGET, TARGET2, reservas bancarias, compras de activos, APP.

Códigos JEL: E42, E50.

Este artículo ha sido elaborado por Pana Alves, Antonio Millaruelo y Ana del Río, de la Dirección General de Economía y Estadística.

Introducción

TARGET2 es una plataforma paneuropea de pagos en euros, propiedad del Eurosistema, que tiene como características principales la liquidación bruta y en tiempo real, y que funciona con las reservas emitidas por el banco central¹. Su origen se remonta a la creación de la unión monetaria y a la necesidad de garantizar la circulación de la liquidez dentro de la eurozona de manera segura, rápida y a bajo coste, algo esencial para la integración de los mercados financieros y la conducción de la política monetaria única². Aunque TARGET2 es una plataforma única, los pagos se procesan de manera descentralizada. Son los bancos centrales nacionales (BCN) los que transfieren o detraen fondos de sus respectivos sistemas bancarios. Por ello, en operaciones transfronterizas se ven involucrados distintos bancos centrales, lo que origina posiciones intrasistema deudoras y acreedoras, y da lugar a los llamados «saldos TARGET».

Durante la crisis de la deuda soberana se produjo un intenso aumento de los saldos TARGET, como consecuencia de las salidas de capital de los países afectados. La suma de las posiciones deudoras/acreedoras de los BCN alcanzó 1,1 billones de euros en agosto de 2012 (véase gráfico 1.1). La suavización posterior de esas tensiones se reflejó en una reducción paulatina de los saldos TARGET. Sin embargo, a partir de 2015, coincidiendo con el inicio de una nueva etapa de estímulos monetarios del Banco Central Europeo (BCE), apoyada en la expansión del balance del Eurosistema, los saldos TARGET han vuelto a aumentar de forma notoria. El agregado de las posiciones se situó en algo más de 1,3 billones de euros en octubre de 2018, con diferencias entre países en el signo y la evolución de dichos saldos a lo largo de los últimos cuatro años (véanse gráficos 1.3 y 1.4). En particular, Alemania, Luxemburgo, los Países Bajos, Finlandia e Irlanda son los principales países con posiciones acreedoras, mientras que las posiciones deudoras más destacadas corresponden a Italia, España, Portugal y el propio BCE³.

En este artículo se analiza el aumento de los saldos TARGET desde 2015, prestando atención a posibles factores explicativos. Tras esta introducción, en la segunda sección se analiza el origen de estos saldos; en la tercera se discuten los principales determinantes de su incremento y, por último, en la cuarta sección se incluyen algunas reflexiones finales.

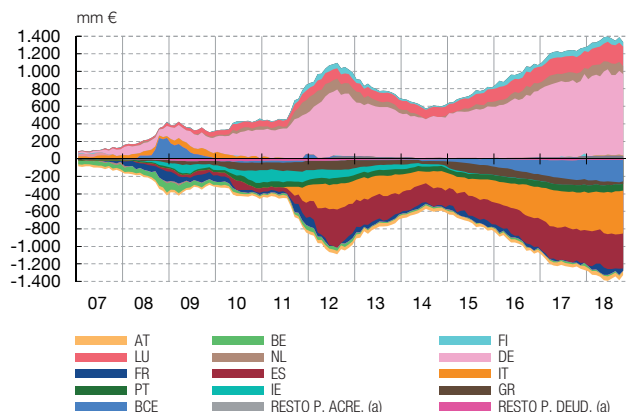
1 TARGET2, siglas de *Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer*, es la segunda generación de TARGET, que entró en pleno funcionamiento en mayo de 2008. El sistema TARGET anterior tenía también como principal característica la liquidación bruta en tiempo real con reservas del banco central, pero era un sistema de sistemas, creado a partir de la interconexión de los sistemas de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR) nacionales de los bancos centrales europeos. Con TARGET2 se pasó a una plataforma técnica única, compartida por los bancos centrales adheridos, con servicios y precios armonizados.

2 Véase J. Alonso y C. Conesa (2013), «TARGET2: qué significa y qué implica», Papeles de la Fundación, n.º 49, Fundación de Estudios Financieros.

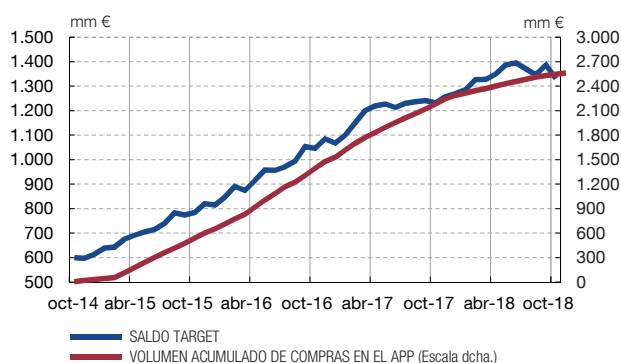
3 La magnitud de los saldos TARGET acreedores en octubre de 2018 es de 928 miles de millones (mm) de euros en Alemania (28 % del producto interior bruto —PIB—), 224 mm en Luxemburgo (398 % del PIB), 92 mm en los Países Bajos (12 % del PIB), 50 mm en Finlandia (22 % del PIB) y 12 mm en Irlanda (4 % del PIB). Los saldos deudores son 490 mm de Italia (28 % del PIB), 397 mm de España (34 % del PIB), 246 mm del BCE, 79 mm de Portugal (40 % del PIB), 47 mm de Austria (12 % del PIB), 29 mm de Grecia (16 % del PIB), 26 mm de Francia (1 % del PIB) y 5 mm de Bélgica (1 % del PIB). Por construcción, todas las posiciones TARGET acreedoras y deudoras —incluidos países de la Unión Europea (UE) no pertenecientes a la Unión Económica y Monetaria (UEM) con acceso a TARGET2 (Bulgaria, Croacia, Dinamarca, Polonia y Rumanía)— suman cero.

Desde 2015, los saldos TARGET han vuelto a aumentar de forma notable. Esta evolución está asociada a una situación de exceso de reservas, que, a diferencia del período 2011-2012, ha sido promovida activamente por el BCE como parte de su política de estímulo monetario. El Programa de Compras de Activos (APP) da lugar a la creación de saldos TARGET cuando las operaciones de adquisición son transfronterizas y las entidades que actúan como contrapartida o como intermediarias están radicadas en otro país de la UEM. Las posiciones acreedoras se concentran en Alemania, Luxemburgo, los Países Bajos y Finlandia, mientras que las posiciones deudoras más destacadas corresponden a Italia, España, Portugal y el propio BCE.

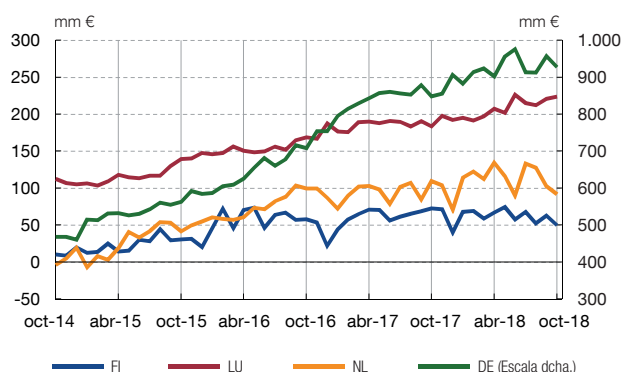
1 SALDOS TARGET. DETALLE POR PAÍSES



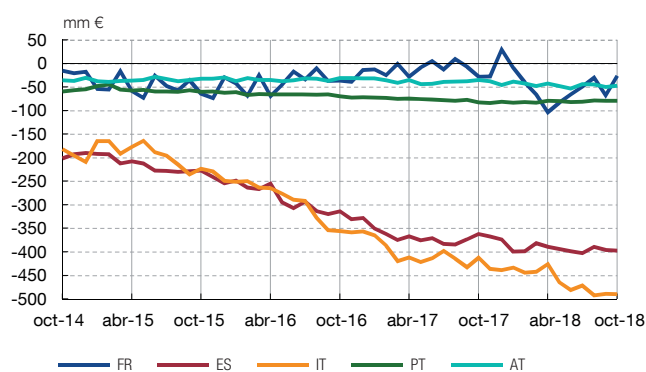
2 SALDOS TARGET Y PROGRAMA DE COMPRAS DE ACTIVOS



3 SALDOS TARGET EN PAÍSES CON POSICIÓN ACREEDORA



4 SALDOS TARGET EN PAÍSES CON POSICIÓN DEUDORA



FUENTE: Banco Central Europeo.

a Incluye todos los países que han entrado en la eurozona después de 2002 (por fecha de adhesión a la unión monetaria, Eslovenia, Malta, Chipre, Eslovaquia, Estonia, Letonia y Lituania), además de aquellos países no pertenecientes a la UEM pero con acceso a TARGET2 (Bulgaria, Croacia, Dinamarca, Polonia y Rumanía); se agregan según presenten un saldo TARGET acreedor o deudor.

[Descargar](#)

TARGET2 y los saldos intrasistema

Mediante TARGET2 se realizan pagos en euros procedentes de operaciones comerciales o financieras, tanto por cuenta propia de las entidades bancarias con acceso directo al sistema como por cuenta de sus clientes. Además, todas las operaciones de política monetaria del BCE —ejecutadas de forma descentralizada por los BCN— se procesan a través de TARGET2, tanto las de provisión de liquidez a las entidades como las compras de valores que se ejecutan a iniciativa del Eurosistema, por ejemplo, en el Programa de Compras de Activos (APP).

Los BCN actúan como intermediarios entre las entidades pagadoras y las receptoras de fondos, en operaciones tanto nacionales como transfronterizas, mediante el abono o el adeudo de reservas en la cuenta que los participantes mantienen en sus respectivos bancos centrales. La participación directa en TARGET2 está abierta a todas las entidades

de crédito establecidas en países del Espacio Económico Europeo (EEE)⁴, así como a los bancos externos que actúen a través de una sucursal establecida en el EEE. La participación directa se hace a través de una cuenta de liquidación en el banco central del país en el que reside la entidad. Si el banco central en cuestión no participa en TARGET2 (por ejemplo, el Banco de Inglaterra), la entidad puede elegir el banco central de la eurozona en el que abrir una cuenta o participar de manera indirecta a través de una cuenta de corresponsalía con un participante directo. La participación indirecta, a través de cuentas de corresponsalía, es la vía para los pagos a agentes del resto del mundo.

Las operaciones entre entidades de contrapartida nacionales⁵ a través de TARGET2 no afectan al balance del banco central, más allá del trasvase de reservas entre las cuentas, en el banco central, de las entidades involucradas; en operaciones transfronterizas, sin embargo, como el abono y el adeudo lo hacen distintos BCN, surge entre ellos una posición intrasistema⁶. Al final del día todas las posiciones intrasistema derivadas de las operaciones transfronterizas se agregan y compensan, quedando solo una posición de cada BCN frente al BCE, posición que se acumula en el saldo (acreedor o deudor) de operaciones anteriores.

Con carácter general, la aparición de los saldos TARGET es el resultado de diferencias de ingresos y pagos transfronterizos entre países de la UEM a través de TARGET2: una entrada (salida) neta de fondos en el país genera un aumento (descenso) de la posición acreedora o una disminución (incremento) de la posición deudora. Los saldos TARGET están remunerados al tipo de interés de las operaciones principales de financiación, que se sitúa en el 0% desde marzo de 2016. No obstante, se trata de posiciones que no tienen asociado un plazo de vencimiento.

Los determinantes de la ampliación de los saldos TARGET desde 2015

Los factores que explican la ampliación de los saldos TARGET desde 2015 son muy distintos a los que la provocaron durante la crisis de la deuda soberana. En ambos casos están asociados a una situación de exceso de reservas bancarias consecuencia de las medidas de política monetaria no convencionales emprendidas por el BCE desde el comienzo de la crisis financiera y a su concentración en determinados países. Durante la crisis de la deuda soberana, los saldos TARGET fueron reflejo de tensiones y disfunciones severas en los mercados financieros, que llevaron a un aumento de la demanda de financiación del Eurosistema, por parte de las entidades bancarias de algunos países, para afrontar sus necesidades de financiación en un contexto de difícil acceso a los mercados. Pero los saldos TARGET no se generaron por la financiación del Eurosistema (que no conlleva movimientos transfronterizos de fondos), sino como consecuencia de las salidas de fondos privados. No obstante, el hecho de que los saldos TARGET crecieran considerablemente hizo que se interpretaran como un termómetro de la intensidad de la crisis en las distintas economías⁷.

En cambio, el aumento de los saldos TARGET desde 2015 hasta la fecha no ha reflejado una situación de estrés financiero ni problemas de financiación generalizados dentro de la UEM.

4 El EEE está integrado por los Estados miembros de la UE y tres de los cuatro países de la Asociación Europea de Libre Comercio (Islandia, Liechtenstein y Noruega).

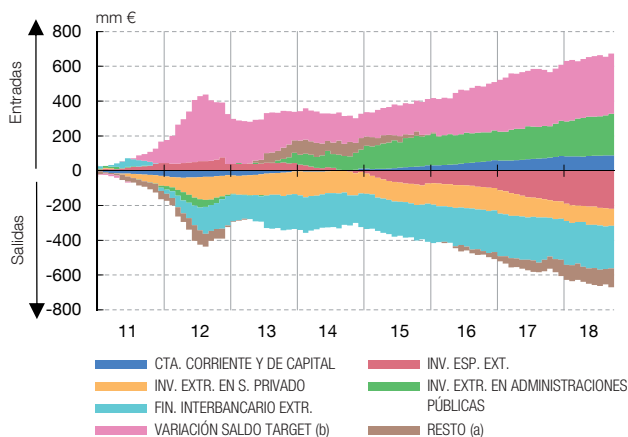
5 Nótese que entre las entidades de contrapartida también se incluyen filiales de bancos extranjeros.

6 El banco central de la entidad pagadora reduce las reservas de la entidad y anota un pasivo intrasistema. Es necesario, por tanto, que la entidad pagadora disponga de saldo en su cuenta con el banco central, o bien que este último le otorgue el crédito pertinente, debidamente respaldado por las garantías correspondientes. El banco central de la entidad que recibe el pago aumenta las reservas de dicha entidad y adquiere un activo intrasistema.

7 Véase BCE (2013), «Target balances and monetary policy operations», *Boletín Mensual*, mayo; y A. Millaruelo y A. del Río (2013), «Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE a lo largo de la crisis», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.

A diferencia de lo sucedido durante la crisis de la deuda soberana en 2011-2012, la ampliación de los saldos TARGET desde 2015 en España no refleja salidas de capital por desinversión de no residentes, sino que ha coexistido con una recuperación de superávits externos, entradas de inversión en cartera y salidas de capital por la inversión de residentes en el exterior. Durante este período, el diferencial de rentabilidad de la deuda soberana de España con respecto a la de Alemania se ha mantenido relativamente estable en niveles contenidos.

1 ESPAÑA. SALDO TARGET Y BALANZA DE PAGOS
Flujos acumulados desde enero de 2011



2 ESPAÑA. DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD DEL SOBERANO Y SALDO TARGET



FUENTE: Banco de España, Banco Central Europeo y Datastream.

- a Incluye la inversión directa neta, los activos en la rúbrica de otra inversión, los pasivos de la otra inversión distintos al mercado interbancario, la cuenta del Banco de España excluyendo TARGET, los derivados netos y los errores y omisiones.
b Con signo cambiado.



Prueba de esto es la coexistencia, en años recientes, de una posición TARGET deudora elevada, en países como España, con inversiones en cartera por parte de no residentes (particularmente en deuda pública), o con niveles contenidos de los diferenciales de rentabilidad de la deuda pública (véase gráfico 2.2, en el que están reflejados el saldo TARGET de España y el diferencial entre los rendimientos de la deuda soberana española y los de la alemana). No obstante, en el caso de Italia, la evolución del saldo TARGET desde mayo de 2018 ha podido verse afectada por las salidas de capital que se han producido como consecuencia de la inestabilidad política y la incertidumbre fiscal del país, que se ha reflejado también en un repunte de su prima de riesgo soberana⁸.

El aumento de los saldos TARGET desde 2015 está estrechamente vinculado con la ejecución descentralizada del APP. Los BCN generan saldos TARGET de manera automática cuando compran activos a no residentes (localizados en otro país de la UEM o del resto del mundo) a través de entidades de contrapartida ubicadas en otro país de la UEM⁹. Esta ampliación automática de los saldos TARGET en la ejecución descentralizada del APP no viene determinada por la residencia del vendedor, sino por la residencia del banco central a través del cual opera en TARGET2 la entidad de contrapartida que realiza la operación o intermedia en ella (véanse esquemas 1 y 2, respectivamente)¹⁰.

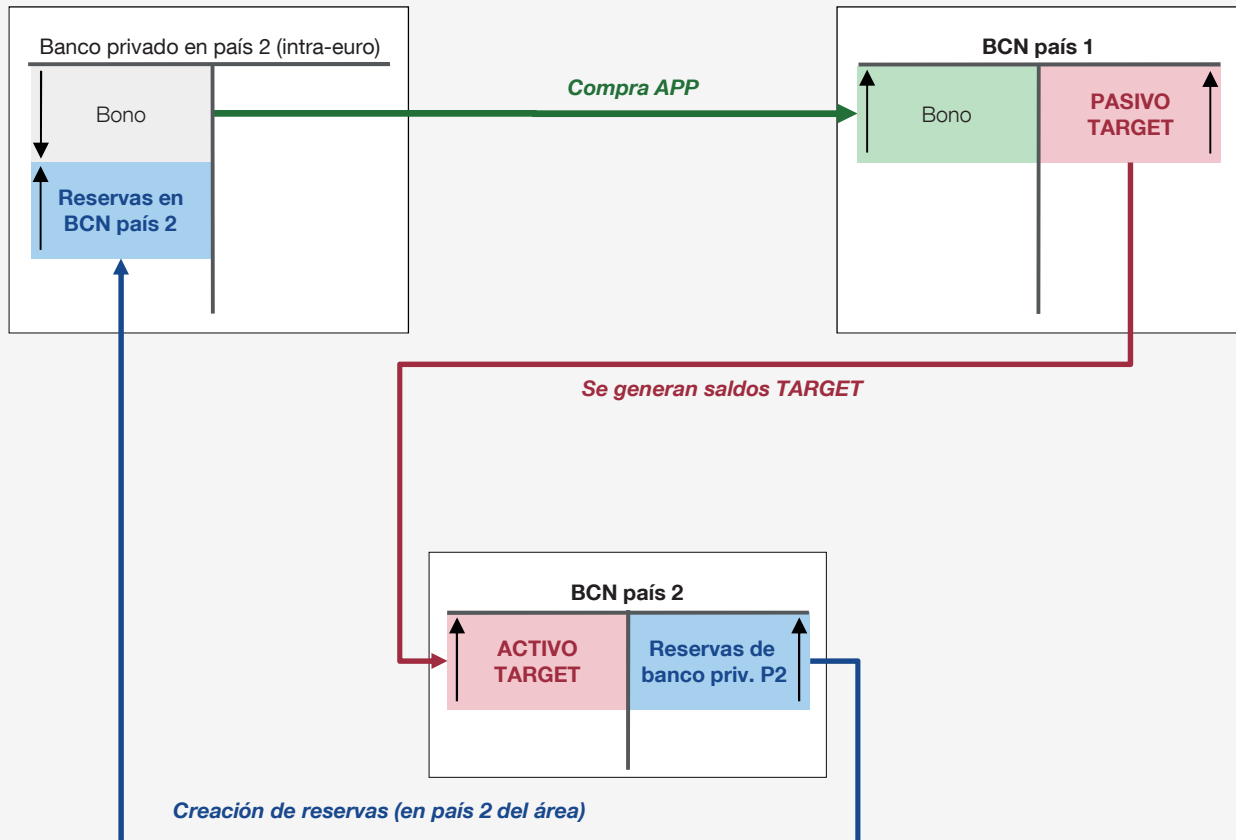
8 Véase Banco de España (2018), «La incertidumbre política y fiscal en Italia y su repercusión en los mercados financieros», recuadro 1.2, *Informe de Estabilidad Financiera*, noviembre.

9 Véase también el recuadro 1 del artículo «Las medidas de expansión cuantitativa del Eurosistema y la cuenta financiera», *Boletín Económico* de abril de 2016, del Banco de España.

10 Las compras de activos del BCE en el contexto del APP también han generado pasivos intrasistema en el balance del BCE, ya que las entidades de crédito no pueden mantener cuentas en el BCE, por lo que el abono de las reservas lo hace el BCN correspondiente.

Un banco central nacional (BCN país 1) del Eurosistema compra bonos (flecha verde) a un banco privado residente en otro país de la UEM (banco privado en país 2). El BCN del país 2 paga la compra de bonos al banco privado con la creación de reservas (flecha azul). El pago realizado por el BCN del país 2 en nombre del BCN del país 1 se reconoce en el balance del BCN 2 con una partida de activo (activo TARGET) y con una partida de pasivo (pasivo TARGET) en el balance del BCN 1 (flecha roja).

En el esquema aparecen los balances de los bancos privados y los dos BCN que intervienen en la operación. En cada balance, sólo se muestran las partidas que experimentan una variación. Las flechas entre balances representan los flujos financieros ligados a la compra y la liquidación del pago; su origen muestra una disminución de activos (o aumento de pasivos), y su extremo, un aumento de activos (o disminución de pasivos). Las flechas verticales indican el signo de la variación (positiva o negativa).



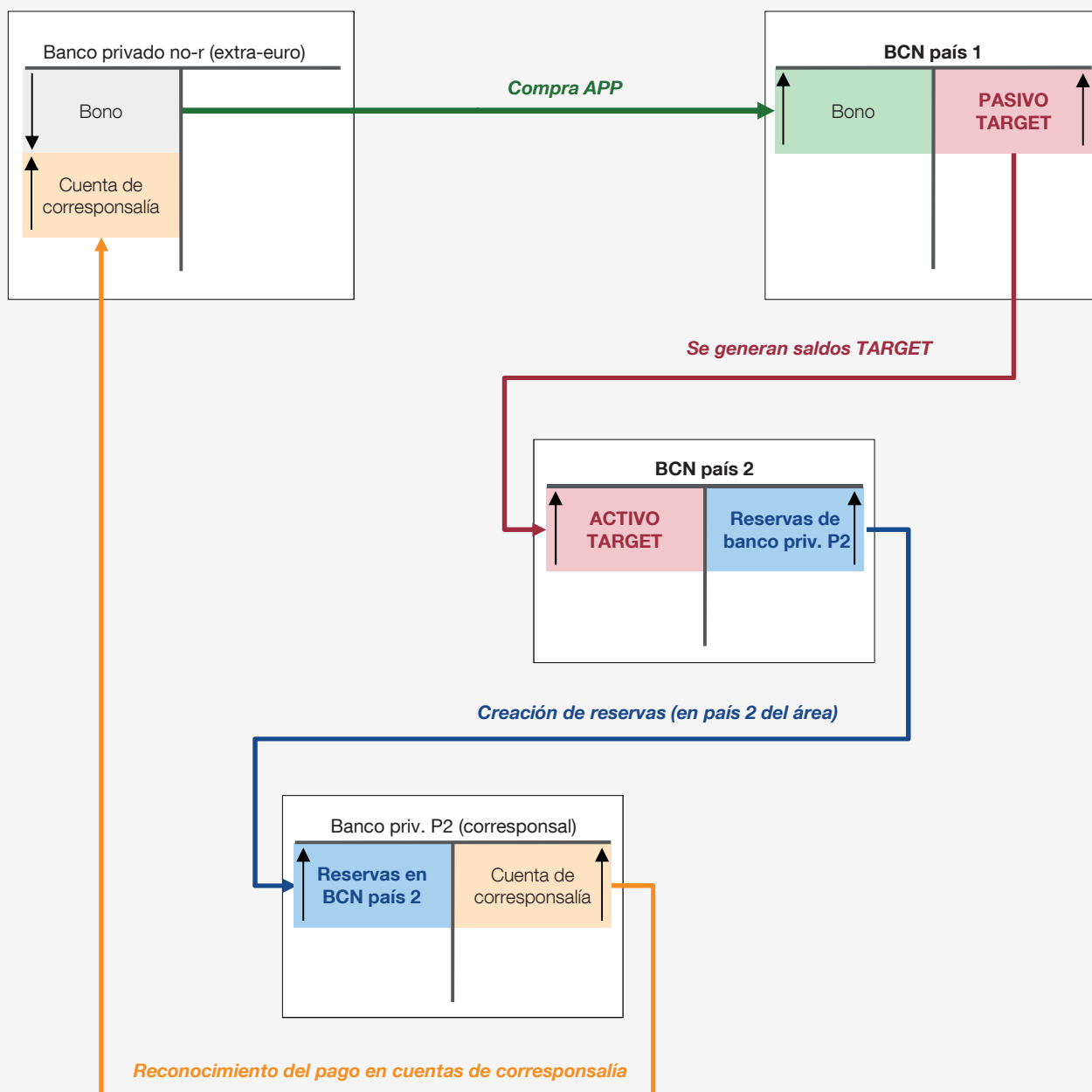
FUENTE: Banco de España.

Este es el caso, por ejemplo, de las entidades británicas que tradicionalmente se han conectado a TARGET2 a través del Bundesbank, bien directamente o bien indirectamente, a través de bancos alemanes (véase esquema 2). Si, por ejemplo, el Banco de España compra bonos a una entidad británica que mantiene una cuenta de corresponsalía en un banco comercial alemán, el Banco de España recibirá los bonos y como contrapartida contraerá un pasivo con el Bundesbank —lo que aumentará los pasivos intrasistema del primero y los activos intrasistema del segundo—. Este último, a su vez, incrementará las reservas (depósitos en el banco central) del banco comercial alemán que actúa de corresponsal, en la misma cuantía. Finalmente, el banco alemán abonará el importe a la entidad británica en su cuenta de corresponsalía.

Un banco central nacional (BCN país 1) del Eurosistema compra bonos (flecha verde) a un banco privado residente en un tercer país que no pertenece a la UEM [banco privado no-r (extra-euro)], y canaliza el pago mediante un banco privado corresponsal residente en otro país del área [banco priv. P2 (corresponsal)] con acceso al sistema de pagos TARGET2. El BCN del país 2 paga a este con la creación de reservas (flecha azul). El banco corresponsal paga al banco vendedor mediante un abono en su cuenta de corresponsalía, que se refleja en un cargo en la cuenta de corresponsalía del banco vendedor (flecha amarilla).

Como en el esquema 1, el pago realizado por el BCN del país 2 en nombre del BCN del país 1 se reconoce en el balance del BCN 2 con una partida de activo (activo TARGET), y con una partida de pasivo (pasivo TARGET) en el balance del BCN 1 (flecha roja).

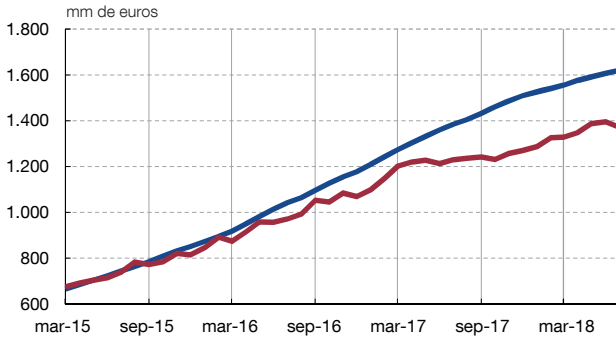
En el esquema aparecen los balances de los bancos privados y los dos BCN que intervienen en la operación. En cada balance, solo se muestran las partidas que experimentan una variación. Las flechas entre balances representan los flujos financieros ligados a la compra y la liquidación del pago; su origen muestra una disminución de activos (o aumento de pasivos), y su extremo, un aumento de activos (o disminución de pasivos). Las flechas verticales indican el signo de la variación (positiva o negativa).



FUENTE: Banco de España.

Los BCN generan saldos TARGET de manera automática cuando compran activos a no residentes (localizados en otro país de la UEM o del resto del mundo) a través de entidades de contrapartida ubicadas en otro país de la UEM. Esta ampliación automática de los saldos TARGET en la ejecución descentralizada del APP no viene determinada por la residencia del vendedor, sino por la residencia del banco central a través del cual opera en TARGET2 la entidad de contrapartida que realiza la operación o intermedia en ella.

1 EUROSISTEMA. SALDOS TARGET



2 BANCO DE ESPAÑA. SALDOS TARGET



— SALDO SIMULADO POR EJECUCIÓN DEL APP (a) — SALDO OBSERVADO

FUENTE: Eurosistema.

a Las simulaciones del Eurosistema ilustran cuál hubiera sido la evolución de los saldos TARGET desde marzo de 2015 derivada de los pagos transfronterizos como resultado de las compras de valores públicos del APP utilizando datos de transacciones del Programa de Compras de Valores Públicos (PSPP) y la localización geográfica de las cuentas TARGET de las contrapartidas de las operaciones.

De acuerdo con el BCE (2016)¹¹, alrededor de un 80 % de las compras de valores por parte de los BCN en el marco del APP se habían realizado con contrapartidas no locales, y en aproximadamente el 50 % de ellas el vendedor último era no residente de la eurozona. En concreto, de acuerdo con Praet¹², hasta mediados de 2016 en torno al 60 % del volumen total de compras se había realizado a contrapartidas que participan en TARGET2 a través del Bundesbank, mientras que solo el 5 % de las compras había tenido lugar a través de contrapartidas que participan vía Banco de España. Por tanto, el papel de algunas plazas financieras para canalizar flujos de fondos a no residentes de la eurozona parece explicar una parte importante de la ampliación de las posiciones netas acreedoras y deudoras en TARGET2. En este sentido, tradicionalmente Alemania y los Países Bajos han concentrado la actividad de la banca internacional, y Luxemburgo, la industria de los fondos de inversión. Por su parte, Finlandia tiene una estrecha vinculación con los bancos nórdicos de fuera de la zona del euro.

Según las estimaciones presentadas en el gráfico 3¹³, en las que se simula cuál hubiera sido la evolución de los saldos TARGET derivada únicamente de los pagos transfronterizos realizados como resultado de las compras de deuda pública efectuadas por los BCN en el contexto del APP, estas compras habrían generado una ampliación de los saldos TARGET de en torno a 1,6 billones de euros a mediados de 2018. Dado que los saldos TARGET no

11 BCE (2016), «Saldos TARGET y el programa de compra de activos», *Boletín Económico*, 7/2016.

12 P. Praet (2016), *Remarks at the BNYM 20th anniversary dinner on the dynamics of TARGET2 balances and monetary policy implementation*, discurso del 15 de septiembre.

13 Para mayor detalle, véase J. Eisenschmidt, D. Kedan, M. Schmitz, R. Adalid y P. Papsdorf (2017), «The Eurosystem's asset purchase programme and TARGET balances», Documento Ocasional n.º 196, BCE.

superaban en esa fecha 1,4 billones, ello es indicativo de que ha habido cierta redistribución de la liquidez generada por este programa dentro de la UEM, desde países con saldo acreedor a países con saldo deudor. En el caso de España, el valor observado del saldo TARGET es muy parecido al de la propia simulación, e indica que el efecto neto de todas las demás entradas y salidas de fondos como resultado de los cobros y pagos transfronterizos a través del sistema TARGET2, entre los que se encuentran los flujos asociados a la recomposición de carteras de agentes residentes y no residentes, ha sido prácticamente nulo.

Más allá del impacto inmediato asociado a la operativa del APP, el proceso de recomposición de cartera que promueve el APP también puede afectar a los saldos TARGET. La liquidez obtenida tras la venta del activo puede mantenerse o alternativamente transferirse a otro agente —nacional o extranjero— a través de la compra de otros activos o la amortización de pasivos. El nuevo agente que la recibe pasará a encontrarse en la misma posición que el vendedor inicial, pudiendo, nuevamente, mantener o traspasar dicha liquidez a otros. Los pagos transfronterizos dentro de la UEM a través de TARGET2 derivados de esta redistribución de la liquidez afectarán a las posiciones de los bancos centrales en TARGET2. En general, si los flujos de capital con el exterior de la zona del euro discurren en buena medida a través de entidades ubicadas en determinados países, estos flujos afectarán a los saldos TARGET de la misma manera que lo ha hecho la ejecución del APP (esquema 3)¹⁴.

En todo caso, la persistencia de saldos TARGET elevados en algunos países indica que la circulación de la liquidez asociada a la recomposición de carteras no ha llegado a corregir la concentración de reservas generadas en determinados países por el APP en su ejecución inicial. El APP genera un exceso de reservas bancarias¹⁵ cuya distribución por países es, a priori, indeterminada. En este sentido, si se considera como referencia el tamaño relativo de los sectores bancarios, las reservas muestran un nivel relativamente alto en Alemania, los Países Bajos, Finlandia y Luxemburgo, países con un elevado saldo TARGET acreedor (véase gráfico 4).

Según Baldo *et al.*¹⁶, un factor relevante de la distribución de las reservas entre los BCN es el modelo de negocio predominante en cada sistema bancario. Así, los bancos especializados en crédito comercial, la banca privada, las entidades de liquidación y de depósito y custodia de valores, y los bancos de inversión suelen mantener mayores excesos de reservas. Por el contrario, los bancos orientados hacia la actividad minorista o mayorista con financiación más estable en forma de depósitos tienden a conservar menores excesos de liquidez. Los bancos universales serían un caso intermedio. Además

14 Por ejemplo, en el caso de un banco italiano que compre un bono a un banco estadounidense con cuenta de corresponsalía en un banco alemán, esta operación incrementará la cartera del adquirente de valores emitidos por no residentes y reducirá su cuenta de reservas en Banca d'Italia. En el pasivo de este banco central disminuirán las reservas mantenidas por la entidad privada italiana, que se compensarán con un incremento del pasivo TARGET bilateral frente al Bundesbank, y al final del día, del pasivo neto TARGET intrasistema frente al BCE. En el Bundesbank, en el activo, esta operación se reconocerá con un aumento del activo TARGET bilateral frente a Banca d'Italia —y al final del día, del activo neto TARGET intrasistema frente al BCE—; en el pasivo, el Bundesbank incrementará la cuenta de reservas del banco corresponsal alemán. En este, en el activo se incrementará su cuenta de reservas en el Bundesbank, y se abonará la cuenta de corresponsalía que mantiene con el banco estadounidense. En este último, se reducirá en el activo su cartera de bonos y se cargará el importe de la venta en su cuenta de corresponsalía con el banco privado alemán.

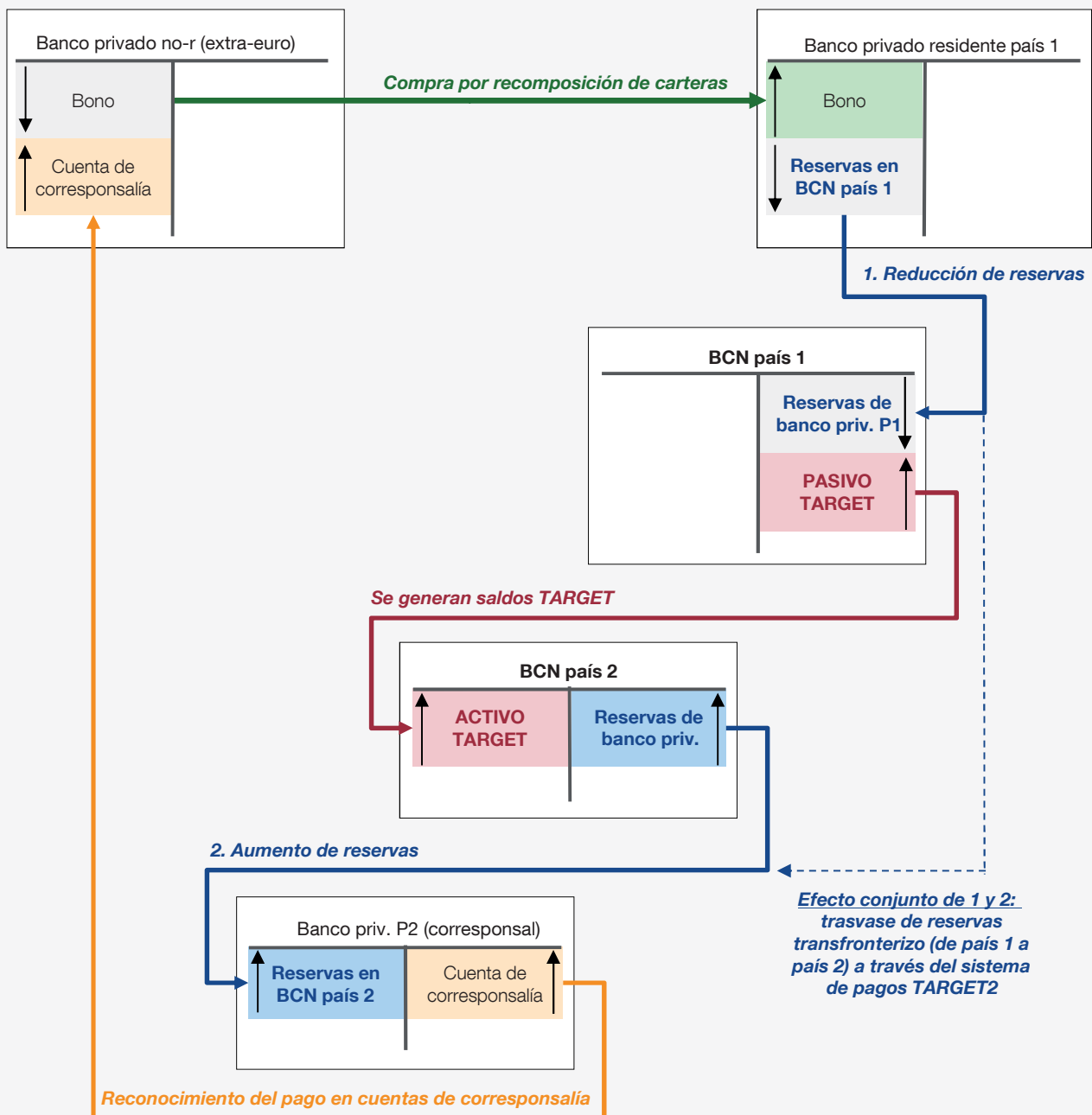
15 Nótese que el volumen total de reservas no puede variar, salvo que alguna entidad de crédito las utilice para obtener efectivo del banco central, comprarle activos o cancelar préstamos recibidos previamente de él.

16 L. Baldo, B. Hallinger, C. Helmus, N. Herrala, D. Martins, F. Mohing, F. Petroulakis, M. Resinek, O. Vergote, B. Usciati y Y. Wang (2017), «The distribution of excess liquidity in the euro area», Documento Ocasional n.º 200, BCE.

Un banco privado residente en el país 1 compra bonos (flecha verde) a un banco privado residente en un tercer país que no pertenece al área [banco privado no-r (extra-euro)], cuyo pago canaliza a través de un banco privado corresponsal residente en otro país del área [banco privado P2 (corresponsal)] con acceso al sistema de pagos TARGET2. Para realizar el pago, el banco adquirente reduce sus reservas en el BCN del país 1 (flecha azul 1), y el BCN del país 2 paga con reservas al banco corresponsal en nombre del BCN del país 1 (flecha azul 2). El banco corresponsal paga al banco vendedor mediante un abono en su cuenta de corresponsalía, que se refleja en un cargo en la cuenta de corresponsalía del banco vendedor (flecha amarilla).

El trasvase de reservas entre el BCN del país 1 y el BCN del país 2 se reconoce en el balance del BCN 2 con una partida de activo (activo TARGET), y con una partida de pasivo (pasivo TARGET) en el balance del BCN del país 1 (flecha roja).

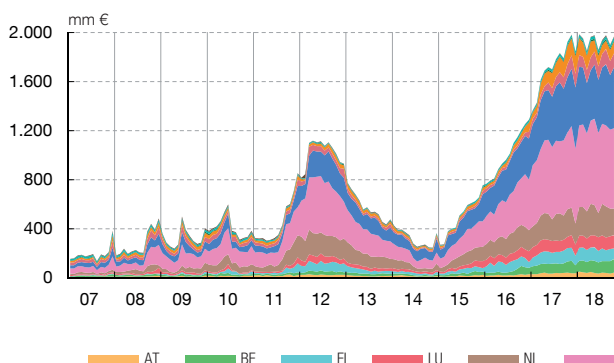
En el esquema aparecen los balances de los bancos privados y los dos BCN que intervienen en la operación. En cada balance, solo se muestran las partidas que experimentan una variación. Las flechas entre balances representan los flujos financieros ligados a la compra y la liquidación del pago; su origen muestra una disminución de activos (o aumento de pasivos), y su extremo, un aumento de activos (o disminución de pasivos). Las flechas verticales indican el signo de la variación (positiva o negativa).



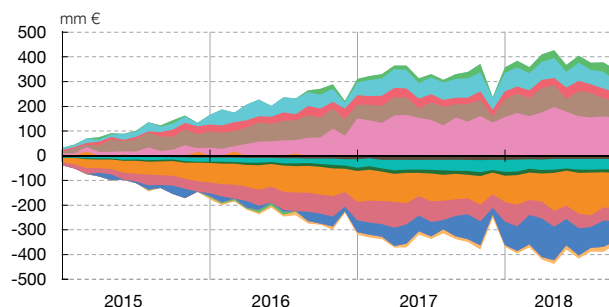
FUENTE: Banco de España.

Las compras de activos del programa APP que realizan los BCN y el BCE se liquidan con la creación de reservas bancarias. La localización geográfica del vendedor del activo o del intermediario que canaliza la operación determina en qué países del área se crea la liquidez. Además, las decisiones posteriores de recomposición de carteras o de gestión de la liquidez tomadas por las entidades pueden dar lugar a una redistribución geográfica adicional de esa liquidez. Un conjunto de factores, como la localización geográfica de contrapartidas o intermediarios, la distribución geográfica de las entidades por modelos de negocio, o consideraciones de rentabilidad-riesgo, condicionan la distribución inicial y la redistribución posterior de la liquidez creada.

1 RESERVAS EN EL EUROSISTEMA



2 ASIMETRÍAS EN LA DISTRIBUCIÓN DE RESERVAS (a)
Desviación respecto al tamaño relativo del sistema bancario



FUENTE: Banco Central Europeo.

- a La asimetría en la distribución de las reservas se calcula en función del volumen de reservas totales mensuales que le corresponderían a cada país según el tamaño de su sistema bancario (medido como el volumen de activos totales que tienen las entidades bancarias en ese país en ese mismo mes). Así, un país con una desviación positiva es aquel que tiene un volumen de reservas superior al que le correspondería según el tamaño de su sistema bancario, y viceversa.

[Descargar](#)

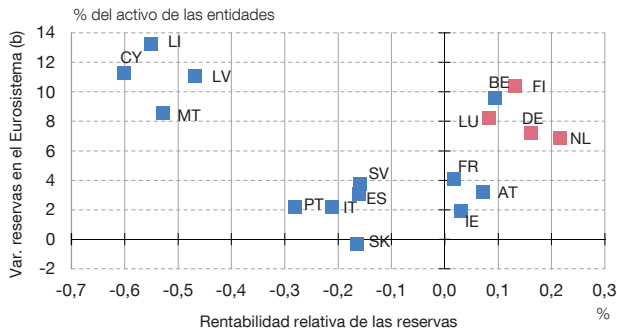
del modelo de negocio, hay otros aspectos de la estructura financiera del área que pueden afectar a la distribución geográfica de las reservas y de los saldos TARGET, como es el grado de centralización en la gestión de la liquidez que realizan algunos grupos bancarios internacionales. Así, algunos grupos bancarios realizan esta gestión de la liquidez en la entidad matriz, y desde allí la redistribuyen a sus filiales, dando lugar a movimientos de fondos transfronterizos.

Sin embargo, de acuerdo con Baldo *et al.*, estos factores no parecen ser suficientes para explicar la relativa estabilidad en la distribución de las reservas bancarias por países a lo largo del tiempo. Un factor que parece ser relevante es la diferencia por países del coste de oportunidad de mantener los excesos de reservas en un contexto de diferencias de rentabilidad entre las deudas nacionales, de aversión al riesgo de los inversores y de sesgo doméstico en las estrategias de inversión de los bancos¹⁷. En estas condiciones, las reservas tienden a acumularse en aquellas entidades con un menor coste de oportunidad en cuanto a su mantenimiento —en términos tanto del retorno de las oportunidades de inversión alternativas como del coste de los pasivos—. Una forma de aproximar el atractivo relativo de las reservas es calcular el diferencial entre el tipo de interés de la facilidad de depósito (−0,4 % en el período 2016–2018) y la rentabilidad de una inversión alternativa de similar riesgo y liquidez.

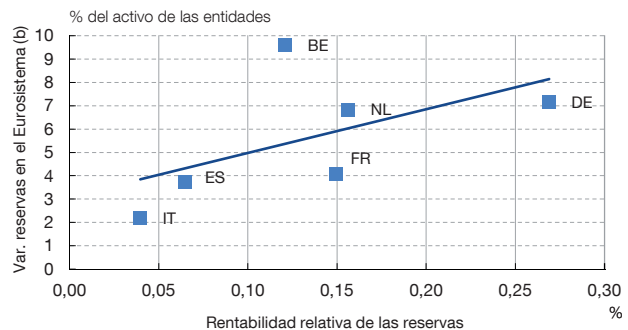
17 Entre las fricciones que hacen que existan diferencias en los costes de oportunidad, Baldo *et al.* citan los sistemas internos de control de riesgo de los bancos privados de algunos países que hacen que inversiones potenciales con rendimientos más elevados —como son los bonos soberanos de algunos países de la UEM— no sean rentables para los bancos de determinados países en términos ajustados por riesgo y en términos de coste regulatorio.

Las economías donde las reservas bancarias tienden a concentrarse son aquellas en las que resulta menos atractivo invertir esos excedentes en activos alternativos de similar riesgo y liquidez, como puede ser la deuda soberana a dos años o las *repos* a un día. Por ello, las entidades de esos países prefieren mantener un exceso de reservas bancarias, aunque estén penalizadas con una rentabilidad negativa del -0,40% (tipo de interés de la facilidad de depósito), antes que otros activos cuya rentabilidad es todavía más negativa.

1 DEUDA PÚBLICA A CORTO PLAZO (a)



2 REPOS CON DEUDA SOBERANA (c)



FUENTES: Banco de España, Banco Central Europeo y RepoFunds Rate.

- a La rentabilidad relativa de las reservas se calcula como el tipo de interés de la facilidad de depósito menos el de la deuda pública nacional a dos o tres años (media de enero-marzo de 2018). No incluye Grecia y Estonia, por no disponerse de datos. Los países señalados en rojo son aquellos que presentan un saldo TARGET acreedor más elevado y en los que la acumulación de reservas ha sido mayor en relación con el tamaño de su sistema bancario.
- b Esta variable muestra la variación de las reservas bancarias entre enero de 2015 y octubre de 2018 en cada país en proporción al tamaño de su sistema bancario, medido este último como el volumen total de activos bancarios de todas las entidades de dicho país.
- c La rentabilidad relativa de las reservas se calcula como el tipo de interés de la facilidad de depósito menos el de las *repos* a un día con la deuda soberana del país correspondiente como colateral (media de enero-marzo de 2018).



Considerando la deuda pública a dos años como inversión alternativa, puede identificarse un grupo de países en los que las reservas han crecido más en relación con el tamaño del sector bancario y para los que este diferencial es positivo. En este grupo, la mayoría se corresponde con aquellos que presentan saldos TARGET acreedores (los países en rojo en el gráfico 5.1, es decir, Alemania, los Países Bajos, Luxemburgo y Finlandia)¹⁸. Las entidades de dichos países incluso tendrían que pagar más por mantener su liquidez excedente en bonos nacionales a dos años que dejándola en el banco central. Además, puede identificarse otro grupo de países para los cuales dicho diferencial es negativo, que han acumulado un menor volumen de reservas, y cuyo saldo TARGET ha presentado una posición deudora creciente (como es el caso de Italia, España o Portugal). Ello sugiere que el exceso de reservas que mantienen las entidades en los BCN puede estar relacionado con el coste de oportunidad de mantener reservas frente a otras inversiones alternativas.

Si se considera como inversión alternativa una operación *repo* a muy corto plazo (a un día) que utiliza como garantía la deuda soberana del país correspondiente (véase gráfico 5.2), la rentabilidad relativa de la facilidad de depósito es positiva para todos los países mostrados, si bien se desprende cierta relación positiva entre el incremento acumulado de las reservas desde el inicio del APP y su rentabilidad relativa. De nuevo, este resultado confirma una cierta relación entre el exceso de reservas que mantienen las entidades en los BCN y el coste de oportunidad de mantenerlas.

¹⁸ Ello se debe en una medida apreciable, como se ha indicado anteriormente, a la localización en ellos de entidades que actúan como corresponsales de otras radicadas fuera de la UEM. Esto implica que en estos países ha habido una abundante creación o afluencia de reservas.

Comentarios finales

El aumento de los saldos TARGET en la UEM desde 2015 no refleja, en general, situaciones de estrés financiero, ni dificultades en el acceso a la financiación exterior en los países que presentan saldos deudores. La evolución de estos saldos es consecuencia en gran medida de la ejecución descentralizada del APP, en un contexto en el que distintos factores contribuyen a que las reservas generadas a raíz de este programa tiendan a concentrarse en determinados países. Entre estos factores cabe señalar la persistencia de diferencias por países en el coste de oportunidad de los bancos a la hora de mantener reservas en un contexto de desigualdades de rentabilidad entre las deudas nacionales, de aversión al riesgo de los inversores y de cierto sesgo doméstico en las estrategias de inversión de los bancos.

Por otra parte, la concentración de las reservas bancarias en determinados países tampoco debe interpretarse como un indicio de que el APP ha tenido un impacto comparativamente mayor en dichas economías. Al contrario, desde la puesta en marcha del programa, las condiciones de financiación de los países que partían de una situación más desfavorable, que en gran medida coinciden con aquellos que han presentado unos aumentos más moderados de sus reservas en relación con el tamaño de sus sistemas bancarios, han sido las que más se han relajado, produciéndose un importante proceso de convergencia de dichas condiciones dentro del área como resultado de la mayor, aunque incompleta, integración financiera.

5.12.2018.