

**IMPLICACIONES DEL CAMBIO EN EL SISTEMA DE REMUNERACIÓN DE LAS RESERVAS**

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 11 de marzo

El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) aprobó, en su reunión del 12 de septiembre de 2019, un amplio paquete de medidas de política monetaria, al objeto de que la inflación del área del euro se aproxime a su objetivo de forma sostenida<sup>1</sup>. En particular, con el fin específico de apoyar la transmisión de la política monetaria a través de las entidades de crédito, el BCE decidió introducir un sistema de dos tramos (*two-tier system* o TTS, en inglés) para la remuneración de las reservas que las entidades mantienen en las cuentas corrientes de sus bancos centrales nacionales. De acuerdo con este nuevo sistema, a una parte del exceso de reservas de las entidades no se le aplica el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito (FD)<sup>2</sup>.

Este recuadro describe los principales aspectos del TTS y valora las consecuencias que su introducción ha tenido en términos de la distribución del exceso de liquidez dentro del Eurosistema y de los tipos de interés en los mercados monetarios.

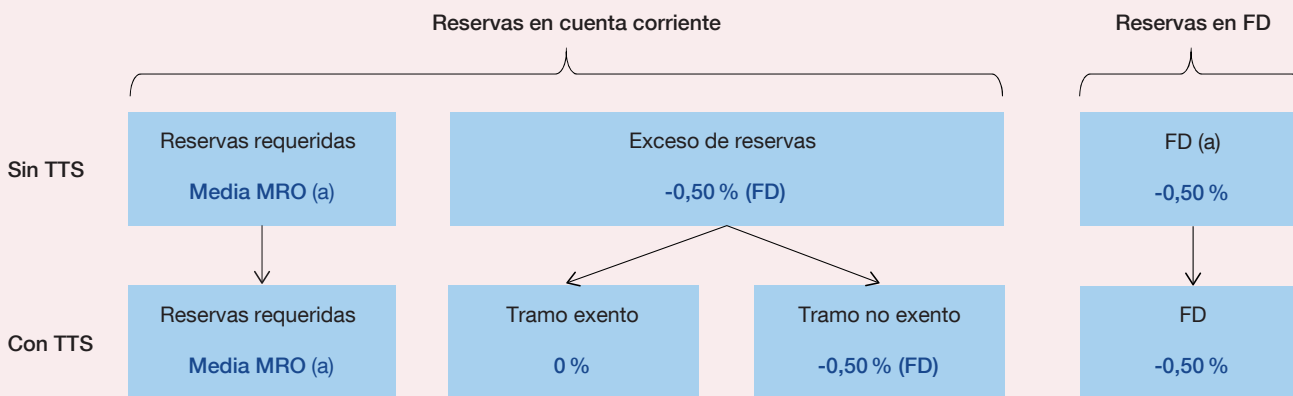
El TTS se aplica desde el 30 de octubre de 2019 (inicio del período de mantenimiento 7 – PM 7). El Consejo de Gobierno decidió que el tramo exento sea el equivalente a seis veces (multiplicador) las reservas mínimas

requeridas y que se remunere al 0%. El multiplicador es el mismo para todas las entidades y se determina de modo que no influya indebidamente en los tipos a corto plazo del mercado monetario de la zona del euro, pudiendo ser cambiado a lo largo del tiempo en consonancia con la variación de los niveles del exceso de liquidez. El segundo tramo (tramo no exento) será todo el exceso de reservas que mantengan las entidades en sus cuentas por encima de ese umbral y continuará remunerado al tipo menor entre el 0% y el tipo de la FD, que actualmente es del -0,50% (véase esquema 1).

La aplicación del TTS genera dos tipos de situaciones para las entidades, ya que la distribución del exceso de reservas no es uniforme en el Eurosistema. Existen entidades que tienen un exceso de reservas superior a su tramo exento y otras que tienen un exceso de reservas inferior a su tramo exento, contando estas últimas con un margen disponible para captar liquidez sin incrementar su coste.

La anterior desigualdad en el exceso de reservas propició que las entidades se embarcaran de manera inmediata, tras la entrada en funcionamiento del TTS, en un proceso de redistribución del exceso de reservas para beneficiarse

Esquema 1  
SISTEMA DE REMUNERACIÓN EN DOS TRAMOS



FUENTE: Banco de España.

a FD: Facilidad de depósito; MRO: tipo operación principal de financiación.

1 Para más detalles, véase el recuadro 1.2 del Informe de Estabilidad Financiera de otoño de 2019 (Banco de España).  
 2 Las reservas bancarias son los saldos líquidos que las entidades de crédito mantienen depositados en su banco central. Las entidades de crédito están obligadas a mantener unas reservas mínimas, denominadas «reservas requeridas», equivalentes al 1% de sus pasivos computables. Se conocen como «exceso de reservas» los saldos que las entidades mantienen por encima de sus reservas requeridas.

**IMPLICACIONES DEL CAMBIO EN EL SISTEMA DE REMUNERACIÓN DE LAS RESERVAS (cont.)**

en la mayor medida posible de su aplicación. Tras este proceso, los márgenes disponibles son ya residuales, y representan en términos relativos el 5 % en el PM 7 y el 4 % en el PM 8 del total del margen exento.

Como era de esperar, las entidades que tenían margen disponible y contaban con reservas mantenidas en la FD las traspasaron inmediatamente a sus cuentas corrientes,

con objeto de beneficiarse de la nueva medida (véase gráfico 1).

Adicionalmente, en los primeros días del PM 7 se produjo una negociación entre entidades para transferir la liquidez desde las entidades que tenían un exceso de reservas por encima del umbral hacia aquellas otras con margen disponible. Según los datos del PM 6, si se hubiera

Gráfico 1  
EVOLUCIÓN CUENTAS CORRIENTES Y FD EN EUROSISTEMA

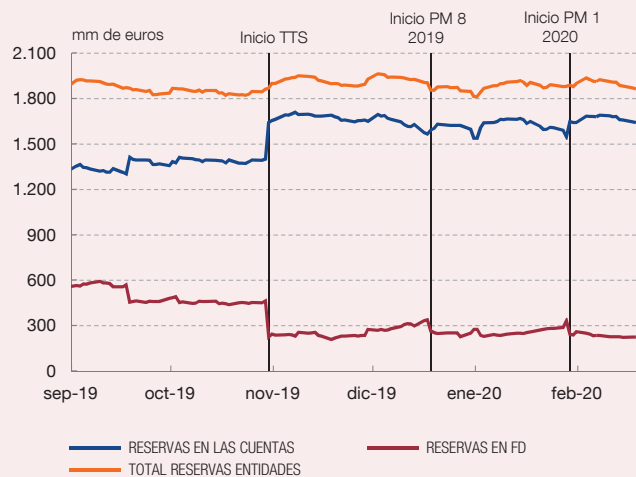


Gráfico 2  
RESERVAS EXENTAS Y MARGEN DISPONIBLE

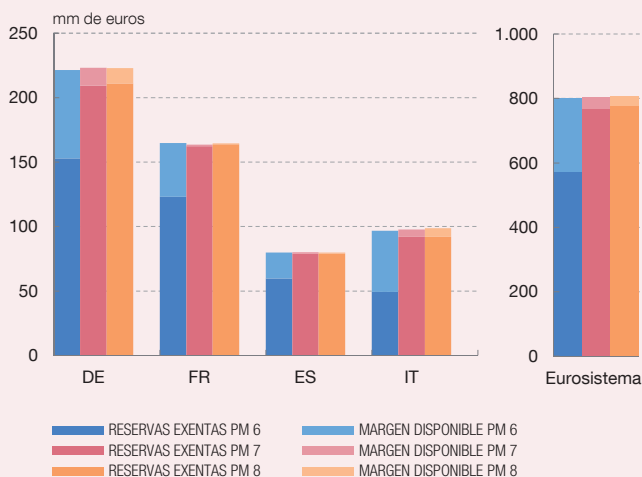


Gráfico 3  
SALDO TOTAL TARGET2 EUROSISTEMA (a)

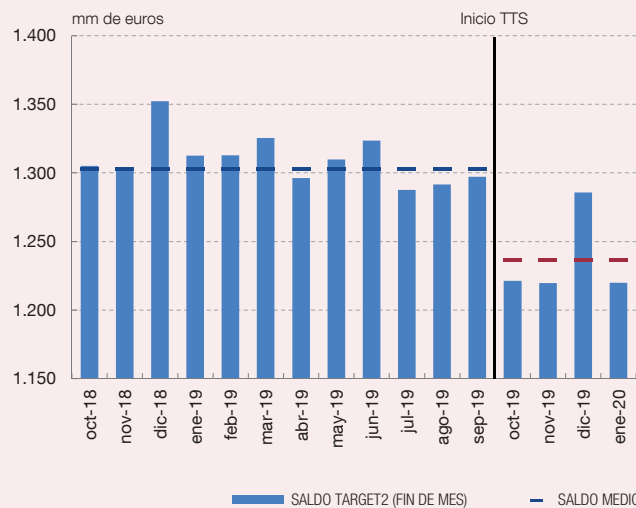
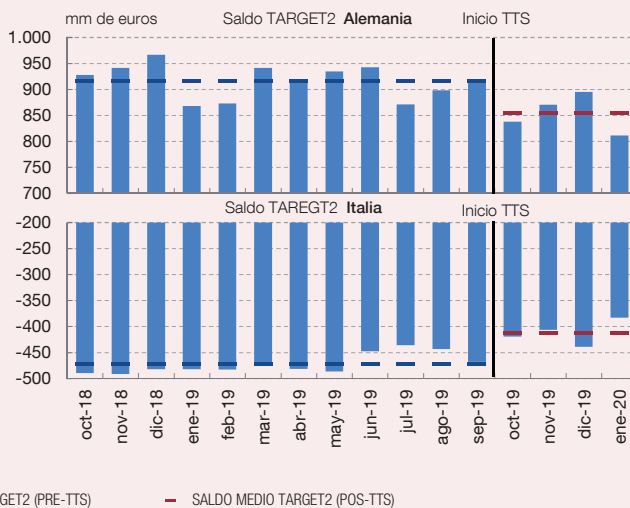


Gráfico 4  
SALDO TARGET EN ALEMANIA Y EN ITALIA (b)



**FUENTES:** Página web BCE ([www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/minimum\\_reserves/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/minimum_reserves/html/index.en.html)), ECB Statistical Data Warehouse, MMSR y página web RepoFunds Rate ([www.repofundsrate.com](http://www.repofundsrate.com)).

- a El saldo TARGET2 agregado del Eurosistema es siempre cero, ya que, por definición, los saldos de los países con TARGET2 en el activo del balance son iguales a los saldos de los países con TARGET2 en el pasivo del balance. En este gráfico, para poder ver el efecto del TTS, se muestra únicamente la suma de los saldos activos o de los saldos pasivos, evitando así que se compensen los saldos.
- b Alemania se muestra con saldo TARGET2 positivo porque su saldo TARGET2 se encuentra en el activo del balance. Italia se muestra con saldo TARGET2 negativo porque su saldo TARGET2 se encuentra en el pasivo del balance.

**IMPLICACIONES DEL CAMBIO EN EL SISTEMA DE REMUNERACIÓN DE LAS RESERVAS (cont.)**

aplicado el TTS en dicho período, en el Eurosistema habría existido un margen sin utilizar de 227 mm de euros, y, como consecuencia de la negociación, el margen disponible se redujo a 37 mm de euros en el PM 7 y continuó decreciendo en el PM 8, hasta los 30 mm de euros. Esta reducción del margen disponible se observa en todos los países de la zona del euro (véase gráfico 2).

La redistribución de liquidez se ha producido principalmente dentro de cada país. Sin embargo, también ha habido redistribución entre entidades de distintos países del Eurosistema. En concreto, según los datos del PM 6, existían cuatro países (Italia, Grecia, Portugal y Eslovaquia) en los que el margen disponible no se agotaría

con la negociación interna y podría ser objeto de negociación transfronteriza. De los 227 mm de margen disponible, 188 mm se podían eliminar mediante negociación interna y 39 mm requerían negociación transfronteriza. Aunque este efecto no ha reducido significativamente la concentración del exceso de liquidez en unos pocos países, sí ha sido suficiente para que se aprecie una reducción del saldo total de TARGET2 del Eurosistema (véase gráfico 3). Dicho efecto se observa claramente en Alemania, con un descenso de su saldo activo de TARGET2 que refleja salidas de liquidez a otros países; entre ellos, posiblemente Italia, que refleja entradas de liquidez vía TARGET2, ya que su saldo pasivo de TARGET2 ha disminuido (véase gráfico 4).

Gráfico 5  
VOLUMEN DE OPERACIONES DE DEMANDA DE FINANCIACIÓN A CORTO PLAZO POR BANCOS CON MARGEN EXENTO DISPONIBLE

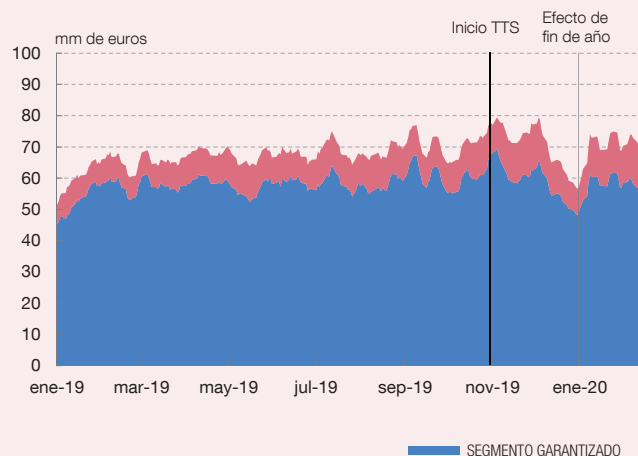


Gráfico 6  
VOLUMEN DE OPERACIONES DE OFERTA DE FINANCIACIÓN A CORTO PLAZO POR BANCOS SIN MARGEN EXENTO DISPONIBLE

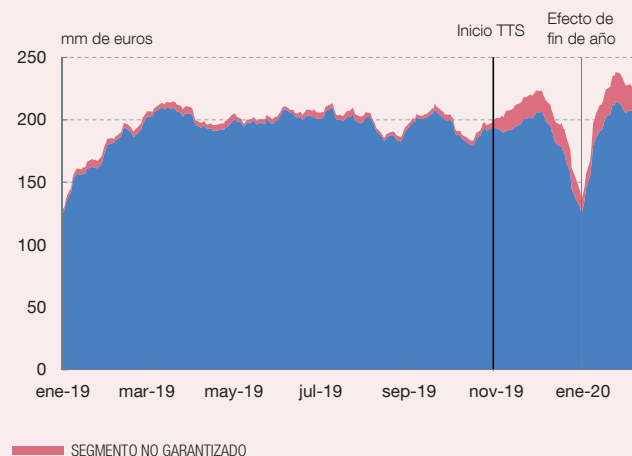
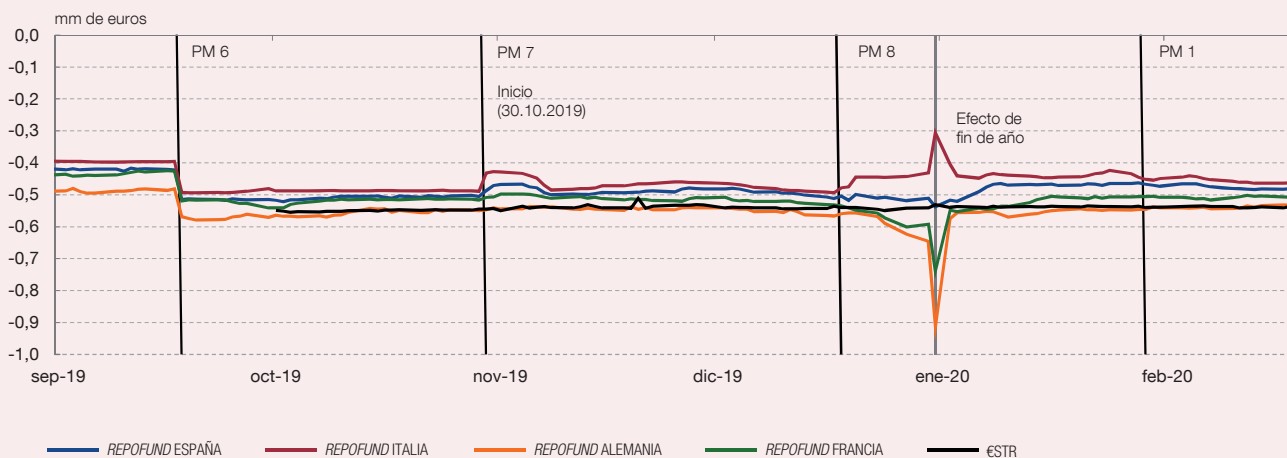


Gráfico 7  
TIPOS DE MERCADO MONETARIO



FUENTES: MMSR, ECB Statistical Data Warehouse y página web RepoFunds Rate ([www.repofundsrates.com](http://www.repofundsrates.com)).

**IMPLICACIONES DEL CAMBIO EN EL SISTEMA DE REMUNERACIÓN DE LAS RESERVAS (cont.)**

Esa negociación entre entidades se ha llevado a cabo principalmente a través de los mercados monetarios<sup>3</sup>, se concentra fundamentalmente en el segmento *repo* y utiliza cámaras de contrapartida. Además, también se ha apreciado un incremento de la actividad del segmento no garantizado, y consigue cierta revitalización de un mercado que tenía volúmenes muy bajos antes de la aplicación del TTS (véanse gráficos 5 y 6). Dicho incremento de la actividad se produjo por un aumento de las operaciones de financiación por parte de las entidades con margen disponible.

Tras este proceso de redistribución de liquidez, y gracias a la calibración del multiplicador en seis veces de las reservas requeridas, el exceso de reservas que continúa remunerado al -0,50 % asciende a 900 mm de euros. Este importe se ha mostrado suficientemente amplio para que los tipos de interés solo se vieran afectados de manera marginal los primeros días del PM 7 y continuaran alineados con los tipos oficiales de política monetaria. Por el lado del segmento de depósito, el €STR (tipo

interbancario no garantizado) no se ha visto casi afectado y continúa en niveles muy cercanos a los que tenía antes de la aplicación del TTS. En cambio, en el segmento *repo* sí se apreció una subida de los tipos de interés a raíz del inicio del TTS, sobre todo en el *repo* con colateral italiano y español [6 puntos básicos (pb) y 4 pb, respectivamente], aunque se corrigió a los pocos días (véase gráfico 7). Cabe mencionar que el efecto de fin de año en el período PM 8 dificulta la interpretación del impacto en los mercados monetarios de la aplicación del TTS durante este período.

En conclusión, la aplicación del TTS ha incrementado la negociación entre entidades para redistribuir el exceso de liquidez no solo a escala nacional, sino también entre países de la zona del euro. El impacto en los tipos de interés de los mercados monetarios ha sido marginal, y ha conseguido que no se desvinculen de los tipos oficiales de la política monetaria. Dado que la medida lleva poco tiempo implantada, sería conveniente realizar una valoración más completa en los sucesivos períodos de mantenimiento.

---

3 Las entidades también podrían haber redistribuido la liquidez mediante la venta de activos y la distribución intragrupo.