

# Artículos

## 1 El consumo de bienes duraderos en la zona del euro

André Casalis y Georgi Krustev

### Introducción

**Las tendencias de compra de bienes de consumo duradero de los hogares tienen repercusiones importantes para el ciclo económico, lo que justifica la necesidad de examinarlas con detenimiento desde la perspectiva de la política monetaria.** En primer lugar, dada su notable prociclicidad, los bienes duraderos pueden contribuir a realizar un seguimiento —y posiblemente una anticipación— de la fase del ciclo económico en la que se encuentra la zona del euro, complementando así la señal procedente de otros componentes procíclicos de la demanda, como la inversión<sup>73</sup>. Segundo, el gasto en este tipo de bienes puede ayudar a comprender mejor la heterogeneidad entre países en términos de hábitos de consumo y de ahorro, así como sus factores determinantes. Tercero, como las adquisiciones de bienes de consumo duradero pueden financiarse mediante crédito, su comportamiento proporciona información relevante sobre las condiciones de financiación de la economía.

**El gasto en bienes duraderos es un componente clave de la dinámica del consumo, aunque solo representa una pequeña proporción del gasto agregado de los hogares.** En los dos años precedentes a la pandemia de coronavirus (Covid-19) que ha afectado a la economía europea y mundial, el crecimiento interanual del consumo en la zona del euro se moderó con respecto a las sólidas tasas de expansión de 2015-2017, debido, en parte, a la caída del gasto en bienes duraderos (véase gráfico 1). En concreto, casi una tercera parte de la pérdida de dinamismo del consumo observada en 2018-2019 reflejó la desaceleración del gasto en estos bienes, que, pese a suponer menos del 10 % de consumo total, habían proporcionado un importante soporte al crecimiento en las fases iniciales de la última expansión<sup>74</sup>.

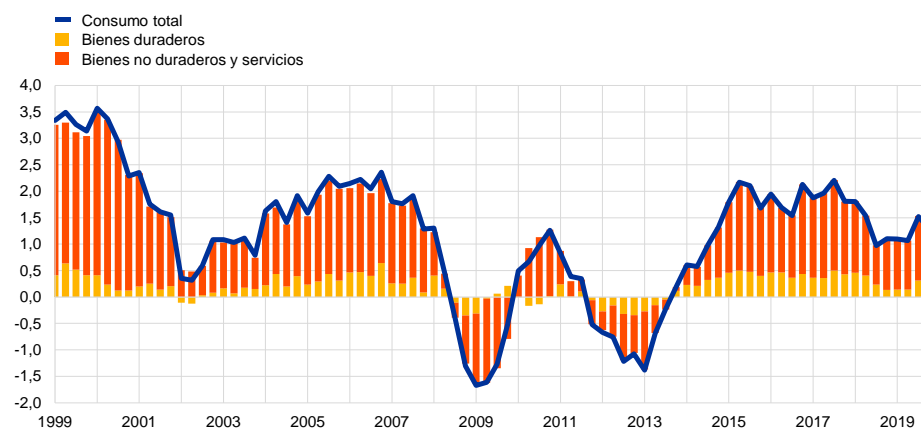
<sup>73</sup> En general, se considera que el consumo de bienes duraderos, junto con la inversión residencial, tiene buenas propiedades de indicador adelantado de los ciclos económicos. Véase A. Mian y A. Sufi, «Household Leverage and the Recession of 2007–09», *IMF Economic Review*, vol. 58, n.º 1, 2010, pp. 74-117.

<sup>74</sup> El crecimiento medio interanual del consumo en la zona del euro se desaceleró desde el 1,9 % en 2015-2017 hasta el 1,3 % en 2018-2019. La reducción de la contribución del gasto en bienes duraderos al avance total del consumo fue de 0,2 puntos porcentuales entre los dos periodos, o aproximadamente una tercera parte de su desaceleración.

## Gráfico 1

### Evolución del consumo privado en la zona del euro

(tasas de variación interanual y contribuciones en términos reales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los bienes no duraderos y los servicios incluyen los bienes semiduraderos. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2019.

### Los bienes duraderos tienen características específicas que los diferencian de otros componentes del gasto en consumo.

Primero, los bienes de consumo duradero proporcionan utilidad durante un período de tiempo prolongado y, como el capital, están sujetos a depreciación. Esto permite que los consumidores aplacen su compra en períodos de dificultades económicas, mientras que siguen beneficiándose del flujo de servicios del *stock* acumulado de este tipo de bienes, y, cuando la economía se ha recuperado, ajusten dicha compra para que este *stock* converja al nivel deseado<sup>75</sup>. Segundo, con frecuencia las compras de bienes de consumo duradero pueden financiarse mediante crédito y, en ocasiones, estos bienes se admiten como garantía, por lo que es posible que su vínculo con las condiciones de concesión del crédito y los tipos de interés de los préstamos sea mayor que el de los bienes no duraderos<sup>76</sup>. Por último, los cambios en el *stock* de bienes duraderos pueden estar sujetos a costes de ajuste, lo que podría dar lugar a períodos prolongados de atonía del gasto en esta clase de bienes, ya que la presencia de estos costes determina la aparición de «zonas de inacción» en las que el consumidor considera que la mejor opción es no ajustar las pequeñas diferencias existentes entre el *stock* real de bienes duraderos y el deseado<sup>77</sup>. En el recuadro 1 se proporcionan más detalles sobre aspectos estadísticos de los datos sobre consumo de bienes duraderos en la zona del euro.

<sup>75</sup> Parte del ajuste es necesario, debido a la depreciación.

<sup>76</sup> En estudios en los que se utilizan datos de Estados Unidos se llega a la conclusión de que la reacción del gasto en bienes duraderos a perturbaciones monetarias es más intensa que la de los bienes no duraderos, aunque siempre sea del mismo signo; este fenómeno suele denominarse «comovimiento». Véanse, por ejemplo, T. Monacelli, «New Keynesian models, durable goods, and collateral constraints», *Journal of Monetary Economics*, vol. 56, n.º 2, 2009, pp. 242-254, y A. Cantelmo y G. Melina, «Monetary policy and the relative price of durable goods», *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 86, Issue C, 2018, pp. 1-48.

<sup>77</sup> Véase R. J. Caballero, «Durable Goods: An Explanation for Their Slow Adjustment», *Journal of Political Economy*, vol. 101, n.º 2, 1993, pp. 351-384.

## Conclusiones

**En este artículo se ha analizado, a partir de las tendencias de más largo plazo, el papel del gasto en bienes duraderos como determinante de la variabilidad cíclica del consumo en la zona del euro.** Sobre la base de resultados empíricos, la desaceleración del consumo registrada en 2018-2019 se interpretaría como un proceso de normalización, tras la desaparición de algunos factores favorables, pero transitorios que contribuyeron al intenso dinamismo que este presentó en los primeros años de la última etapa expansiva.

**De cara al futuro, y dado que la propagación del coronavirus ha provocado una recesión profunda, es muy probable que el gasto en bienes duraderos experimente una fuerte contracción en 2020, como consecuencia del cierre de muchos establecimientos comerciales durante el confinamiento y del aplazamiento de las compras de importe elevado.** En el entorno actual, de notable incertidumbre, la experiencia pasada pone de relieve las ventajas de la disponibilidad de datos sobre el gasto en bienes duraderos para los análisis económicos e invita a los responsables de la política económica a realizar un estrecho seguimiento del comportamiento del gasto en estos bienes, ya que pueden ayudar a vigilar la salud de la economía y a dar pistas sobre el camino hacia la recuperación. Si, como se espera, la crisis provocada por la pandemia resulta ser temporal y los efectos de amplificación financiera logran contenerse, el aplazamiento de las compras de bienes duraderos a corto plazo puede dar lugar a una demanda embalsada que se absorbería posteriormente, cuando las condiciones económicas se normalicen. En un escenario menos favorable, el repunte del consumo de bienes duraderos podría ser más moderado en caso de que los hogares ajusten a la baja su *stock* deseado de este tipo de bienes en vista de las expectativas de menores rentas en el largo plazo.

**[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)**

## 2 Determinantes del aumento de la tasa de actividad: el papel de las reformas de los sistemas de pensiones

Katalin Bodnár y Carolin Nerlich

### Introducción

**La evolución de la oferta de trabajo es un determinante fundamental del producto potencial y, por tanto, también tiene relevancia para la política monetaria.** La evolución de la oferta de trabajo en la zona del euro está muy influida por el envejecimiento de la población, entre otros aspectos<sup>78</sup>. En este contexto, es fundamental entender bien de qué manera los cambios demográficos en las distintas cohortes de población en edad de trabajar, unidos a factores estructurales, como los cambios en las políticas, afectarán al mercado laboral. De cara al futuro, este conocimiento será importante a la hora de analizar las perspectivas de crecimiento potencial, aunque recientemente la incertidumbre ha aumentado de forma considerable, debido a la pandemia de coronavirus (Covid-19).

**Con el envejecimiento de la generación del *baby boom*, el peso de la cohorte de población en edad de trabajar de edades más avanzadas —entre 55 y 74 años— ha aumentado gradualmente.** Esto sugeriría un descenso de la tasa de actividad total, dado que habitualmente la tasa de actividad de este colectivo de trabajadores ha sido bastante inferior a la de otras cohortes de población en edad de trabajar<sup>79</sup>. Sin embargo, este no ha sido el patrón que se ha observado en las dos últimas décadas, sino que la oferta de trabajo ha aumentado en la mayoría de los países de la zona del euro desde principios de la década de 2000, debido, sobre todo, a la evolución de la tasa de actividad. Además, el incremento más acusado de esta tasa se dio entre los trabajadores de edades más avanzadas, tras un retroceso continuo registrado desde finales del siglo pasado<sup>80</sup>.

**Esta evolución plantea el interrogante sobre cuáles han sido los factores determinantes de este aumento de la tasa de actividad de los trabajadores de más edad.** La decisión sobre cuándo abandonar el mercado laboral y jubilarse es una elección individual compleja. Entre los factores que influyen en ella están la situación del mercado laboral correspondiente, la estructura del sistema nacional de seguridad social, la salud y las preferencias personales de cada persona. También es probable que la situación patrimonial neta de los trabajadores de más edad y, en este contexto, el papel creciente de los fondos de pensiones privados afecten, al menos de forma indirecta, a sus decisiones de jubilación, en buena medida porque

<sup>78</sup> Para más detalles, véanse el artículo titulado «[The economic impact of population ageing and pension reforms](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2018, y el artículo titulado «[Labour supply and employment growth](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2018.

<sup>79</sup> En 2019, la tasa de actividad del grupo de edades comprendidas entre 15 y 54 años se situó en torno al 76 %, en comparación con el 40 %, aproximadamente, para el grupo de entre 55 y 74 años.

<sup>80</sup> Véase el recuadro titulado «[Evolución reciente de la oferta de trabajo en la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2017.

una mayor riqueza neta podría ayudar a compensar, en parte, la posible disminución de los derechos por pensiones públicas. Muchos de estos factores han mejorado con el tiempo. De hecho, la mejora de las condiciones sanitarias, el aumento de la esperanza de vida, los mayores niveles educativos —principalmente, de las mujeres— y el incremento de la riqueza neta reflejan tendencias de largo plazo que ya habían empezado a observarse mucho antes del inicio del siglo XXI. Aunque es probable que esos factores hayan contribuido al aumento de la actividad, no explican del todo, por sí mismos, el repunte particularmente acusado de la tasa de actividad de los trabajadores de más edad registrado desde el año 2000. En realidad, este repunte puede haberse sustentado en cambios más recientes en las políticas, como las reformas de los sistemas públicos de pensiones, que incentivaron a los trabajadores de más edad a permanecer durante más tiempo en el mercado laboral retrasando su jubilación. Con este trasfondo, este artículo se centrará principalmente en el papel de dichas reformas.

**La mayoría de los países de la zona del euro han acometido sustanciales reformas de los sistemas de pensiones en las dos últimas décadas, con el fin de reducir los riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo.** Las reformas de las pensiones son esenciales, habida cuenta de los retos que plantea el envejecimiento de la población para la sostenibilidad de los sistemas públicos de pensiones, que en la zona del euro son fundamentalmente sistemas de reparto. Asimismo, los pagos por pensiones han de garantizar unas prestaciones socialmente adecuadas. El objetivo principal de las reformas aplicadas era reducir la generosidad de los sistemas de pensiones y limitar los criterios para acceder a ellos, particularmente a la jubilación anticipada. Cabe esperar que estas medidas induzcan a los trabajadores de más edad a permanecer en el mercado laboral durante un período de tiempo mayor. En algunos casos, estas reformas se complementaron con reformas del mercado de trabajo orientadas a los trabajadores de edades más avanzadas, consistentes, por ejemplo, en incentivos a la búsqueda de empleo o en medidas de apoyo para la retención de estos trabajadores.

**No obstante, si la perturbación generada por el Covid-19 se prolonga, podría poner en duda la continuidad del aumento de la tasa de actividad de los trabajadores de más edad.** Las experiencias adquiridas en perturbaciones anteriores sugieren que los trabajadores de edades más avanzadas —sobre todo, aquellos con niveles de estudios más bajos— pueden estar especialmente expuestos ante perturbaciones macroeconómicas negativas prolongadas<sup>81</sup>. Cuando la demanda de trabajo se reduce sustancialmente y se despide a trabajadores, estos pueden caer en el desánimo a la hora de buscar empleo y abandonar el mercado laboral. Para la población de más edad, puede que esta retirada sea irreversible una vez que la situación económica vuelva a mejorar, por lo que su tasa de actividad podría verse afectada de forma permanente. En la actual perturbación macroeconómica derivada del Covid-19, es posible que ciertos factores amplifiquen este impacto. En primer lugar, la perturbación sanitaria directa relacionada con el aumento de las tasas de letalidad con la edad podría hacer que los trabajadores de edades más avanzadas sean más reacios a prolongar su vida laboral. En segundo

---

<sup>81</sup> Véase «All in it together? The experience of different labour market groups following the crisis», en *OECD Employment Outlook*, OECD Publishing, 2013, pp. 19-63.

lugar, los sectores en los que estos trabajadores podrían tener vidas laborales más largas, como los servicios, están muy expuestos a la perturbación. Sin embargo, los programas de regulación temporal de empleo implementados en los distintos países de la zona del euro están ayudando a preservar las relaciones laborales y, por tanto, es probable que mitiguen los posibles efectos de desánimo posteriores<sup>82</sup>. Además, la crisis actual puede tener un impacto negativo sobre la renta disponible y, a través de los fondos de pensiones y de otras inversiones particulares, sobre la riqueza neta del trabajador. Esto puede animar a los trabajadores de más edad a prolongar su vida laboral, lo que contrarrestaría en parte los efectos negativos mencionados anteriormente.

**Es posible que la perturbación actual no se asemeje a la crisis financiera.** De hecho, después de 2008, y a diferencia de perturbaciones anteriores, la tasa de actividad de los trabajadores de edades más avanzadas mantuvo su incremento tendencial<sup>83</sup>, mientras que actualmente la situación del mercado laboral de este colectivo, su disposición a trabajar y, en consecuencia, su tasa de actividad podrían estar más comprometidas. Ello puede deberse a las particularidades de la perturbación sanitaria, a las distintas evoluciones sectoriales y a la diferente disposición de los Gobiernos a acometer reformas adicionales de las pensiones. Como los trabajadores de más edad han sido los que más han contribuido recientemente al incremento de las tasas de actividad, el impacto de la perturbación macroeconómica sobre su situación laboral podría afectar de manera sustancial a la tasa de actividad total.

**El artículo se organiza como sigue.** En la sección 2 se ofrece una perspectiva general de la evolución de la tasa de actividad en los distintos países de la zona del euro durante las dos últimas décadas. En la sección 3 se examinan los indicadores relativos a la edad efectiva de jubilación de los trabajadores de edades más avanzadas en la zona del euro. En la sección 4 se analizan diversos factores que podrían determinar la tasa de actividad de este colectivo desde un punto de vista conceptual, como las reformas de los sistemas de pensiones. El recuadro 1 complementa este análisis examinando el papel de las reformas del mercado laboral para los trabajadores de más edad, mientras que en el recuadro 2 se estudia la composición de la riqueza neta de estas cohortes. En la sección 5 se describen las reformas de las pensiones adoptadas e implementadas por los países de la zona del euro desde principios de la década de 2000 y se analiza su posible impacto sobre la tasa de actividad de los trabajadores de más edad. Por último, la sección 6 concluye con las posibles perspectivas acerca de la evolución de la tasa de actividad en los países de la zona del euro y un análisis de su posible impacto sobre la oferta de trabajo y el crecimiento potencial en el futuro, también a la luz de la perturbación del Covid-19.

---

<sup>82</sup> Véase el recuadro titulado «[Valoración preliminar del impacto de la pandemia de Covid-19 sobre el mercado de trabajo de la zona del euro](#)» en este Boletín Económico.

<sup>83</sup> Véase «[Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 159, BCE, 2015.

## Conclusiones

**En este artículo se argumenta que el significativo aumento de la tasa de actividad de los trabajadores de más edad en las dos últimas décadas se ha visto influido por diversos factores.** Este incremento ha sido particularmente pronunciado en el caso de las mujeres, si bien partían de un nivel inferior al de los hombres. La tasa de actividad de los trabajadores de edades más avanzadas puede estar determinada por diversos factores. La decisión relativa al momento de la jubilación es una elección compleja en la que influyen muchos aspectos, como la situación del mercado laboral, la estructura de los sistemas de seguridad social, la salud del trabajador, su riqueza neta y la evolución esperada, y sus preferencias personales. Aunque muchos de estos factores han cambiado considerablemente con el tiempo, la mayoría son tendencias de largo plazo, como la mejora de las condiciones sanitarias, el aumento de la esperanza de vida y los mayores niveles educativos, y, en consecuencia, no permiten explicar el acusado incremento observado en la tasa de actividad desde el año 2000. A su vez, las reformas de los sistemas de pensiones parecen haber desempeñado un papel decisivo en el repunte de dicha tasa. Estas reformas comprenden, entre otras medidas, la ampliación de la edad legal de jubilación, esquemas de jubilación más flexibles para compatibilizar el trabajo y el cobro de la pensión, incentivos financieros para prolongar la vida laboral más allá de la edad legal de jubilación, modalidades de jubilación (anticipada) menos generosas y criterios más rigurosos para acceder a la jubilación temprana, como, por ejemplo, el requisito de un mayor número de años de cotización.

**De cara al futuro, diversos factores contribuirán a la evolución de la tasa de actividad de los trabajadores de más edad en los próximos años, aunque su impacto global es incierto.** En primer lugar, las últimas proyecciones de población sugieren que el peso relativo de las cohortes de trabajadores de edades más avanzadas se reducirá ligeramente, cuando se jubile la generación del *baby boom*. *Caeteris paribus*, este hecho impulsaría al alza la tasa de actividad total. Además, para seguir conteniendo los riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas asociados al envejecimiento de la población, los Gobiernos tendrían que acometer reformas adicionales de los sistemas de pensiones, lo que podría tener un impacto positivo sobre la tasa de actividad de los trabajadores de más edad. No obstante, si la reciente tendencia de reversión de estas reformas persiste, podría producirse un efecto adverso sobre la participación laboral de este colectivo. Por último, es probable que, a corto plazo, todos estos efectos estén dominados por el impacto de la pandemia de Covid-19 y sus graves implicaciones macroeconómicas, incluso en el mercado laboral. La experiencia adquirida en anteriores perturbaciones macroeconómicas severas sugiere que, probablemente, la tasa de actividad de los trabajadores de edades más avanzadas se verá afectada de forma negativa, salvo que se adopten medidas para mitigar su impacto.

**[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)**

## 3 Distribución de liquidez y liquidación en TARGET2

Ioana Duca-Radu y Livia Polo Friz<sup>84</sup>

### Introducción

**TARGET2, el sistema de pagos que gestiona y es propiedad del Eurosistema, desempeña un papel fundamental en la zona del euro por su contribución a la ejecución de la política monetaria, así como al funcionamiento de los mercados financieros y a la actividad económica.** Los bancos centrales y los bancos comerciales utilizan TARGET2 para las operaciones de política monetaria, en los pagos interbancarios y en los pagos de clientes<sup>85</sup>. El sistema procesa pagos denominados en euros en dinero de banco central, con liquidación bruta en tiempo real y con firmeza inmediata. Garantiza el libre flujo de dinero de banco central en toda la zona del euro, contribuyendo a la actividad económica y a la estabilidad financiera, y promoviendo la integración financiera de la UE<sup>86</sup>. Además, TARGET2 tiene un alcance global a través de los acuerdos de corresponsalía<sup>87</sup>, lo que facilita en mayor medida las operaciones de las entidades de crédito y de las empresas de la UE. La liquidez en el banco central —los fondos que las entidades de crédito mantienen en el banco central, incluidas las reservas mínimas exigidas— está depositada en cuentas de TARGET2 y puede utilizarse para realizar pagos durante el día.

**La liquidez desempeña un papel fundamental en los sistemas de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR), ya que sin liquidez no se puede procesar ningún pago<sup>88</sup>.** Estos sistemas necesitan una liquidez considerable, ya que los pagos se liquidan individualmente. Por lo tanto, suelen tener funcionalidades que permiten el ahorro de liquidez a los participantes. TARGET2 ofrece algunas de estas

<sup>84</sup> Los autores de este artículo son miembros o miembros suplentes de uno de los grupos de usuarios con acceso a datos de TARGET2, de conformidad con el artículo 1, apartado 2, de la Decisión BCE/2010/9, de 29 de julio de 2010, sobre el acceso a ciertos datos de TARGET2 y su utilización. El BCE, el Consejo de Infraestructuras de Mercado y el Comité de Infraestructuras de Mercado y Pagos han verificado que el artículo se ajusta a las normas para garantizar la confidencialidad de los datos de operaciones impuestas por el Comité de Infraestructura de Mercado y Pagos, con arreglo al artículo 1, apartado 4, de la decisión del BCE mencionada anteriormente. Las opiniones expresadas en este artículo son exclusivamente de los autores y no representan necesariamente las del Eurosistema. Los autores agradecen a Carlos Luis Navarro Ramírez su ayuda en la investigación.

<sup>85</sup> Por ejemplo, si una compañía aérea de los Países Bajos compra un avión a una empresa de Francia, el pago puede efectuarse mediante transferencia en TARGET2 a través de sus bancos. Otros sistemas de pago y liquidación de valores, como EURO1, un sistema paneuropeo de grandes pagos, y STEP2, un sistema paneuropeo de pagos minoristas, también liquidan las posiciones netas en TARGET2 de los participantes.

<sup>86</sup> En 2019, TARGET2 procesó pagos por un importe medio diario de 1,7 billones de euros, lo que corresponde a 344.120 operaciones (véase *TARGET Annual Report 2019*, BCE, Frankfurt am Main, mayo de 2020).

<sup>87</sup> Un banco corresponsal es una entidad de crédito que presta servicios por cuenta de otra entidad.

<sup>88</sup> Cuando se envía un pago al sistema, la liquidación del pago es inmediata si el participante tiene suficiente liquidez en su cuenta. En cuanto el importe se adeuda en la cuenta del ordenante, el pago pasa a ser irrevocable. Si los fondos disponibles en la cuenta del ordenante no son suficientes para procesar el pago, este pasa a una cola de espera.



funcionalidades con el fin de prestar apoyo a los participantes en su gestión de la liquidez intradía<sup>89</sup>. Además, los participantes pueden utilizar la línea de crédito intradía (ICL, por sus siglas en inglés) que ofrece el Eurosistema cuando la liquidez disponible en sus cuentas no es suficiente para liquidar pagos<sup>90</sup>. También pueden gestionar activamente sus flujos de pagos —por ejemplo, sincronizando los pagos efectuados y los recibidos—, lo que redundaría en un uso más eficiente de la liquidez disponible en el sistema. Durante los períodos en los que, en general, los niveles de liquidez son más elevados, los participantes en TARGET2 tienen que hacer menos esfuerzos para gestionar su liquidez intradía, y los mecanismos de ahorro de liquidez se utilizan menos<sup>91</sup>.

**La disponibilidad de liquidez y la forma en que se distribuye influyen en el proceso de liquidación.** Aunque TARGET2 opera como una plataforma técnica única, conecta sistemas con componentes jurídicamente distintos, cada uno de los cuales es gestionado por un banco central nacional. En este artículo se considera cómo se distribuye la liquidez entre los distintos componentes de TARGET2 y se intenta comprender lo que esto supone para la liquidación de pagos en cada jurisdicción. En concreto, se analiza cómo afecta la distribución de liquidez en los distintos países al uso del crédito intradía y a la hora en que se liquidan los pagos. Estos aspectos son importantes para el operador del sistema de pagos<sup>92</sup>: un volumen elevado de crédito intradía incrementa la capacidad de pago<sup>93</sup> del participante respectivo, lo que contribuye a que la liquidación de pagos sea más fluida. No obstante, si un participante no puede reembolsar su crédito al final del día, este se transforma automáticamente en un crédito a un día al que se le aplica el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito del BCE. Cuanto antes se procesen los pagos, menor es el riesgo operacional<sup>94</sup>. En caso de producirse una interrupción operativa durante el día, cuanto más pagos se hayan liquidado hasta ese momento, menor será la presión sobre el sistema cuando reanude la actividad de liquidación.

<sup>89</sup> Por ejemplo, los algoritmos compensatorios, que casan y compensan pagos cuando entran al sistema o mientras se mantienen en cola de espera.

<sup>90</sup> La línea de crédito intradía se ofrece, sin intereses, previa presentación de activos de garantía admitidos que los participantes entregan a sus bancos centrales nacionales. Al final del día, si el participante no puede cubrir su posición negativa, el crédito intradía se convierte en un crédito a un día al que se aplica el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito.

<sup>91</sup> Por ejemplo, a mediados de 2014 TARGET2 procesaba una media diaria de pagos por un importe de 2 billones de euros, frente a un nivel de liquidez total de 200,7 mm de euros. A mediados de 2019 se liquidaban pagos por un importe aproximado de 1,8 billones de euros al día, si bien los niveles de liquidez se situaban en 1.790,5 mm de euros como consecuencia de las medidas de política monetaria adoptadas en el marco del programa de compra de activos, es decir, se liquidaban menos pagos con un nivel de liquidez mayor. La diferencia radica en el grado de eficiencia en el uso de la liquidez: a mediados de 2014, un indicador que mostraba la eficiencia en la liquidez utilizada en TARGET2 se situaba en 5, frente a 3,3 a mediados de 2019. La eficiencia en la liquidez utilizada se calcula como los pagos totales liquidados en relación con una estimación del nivel de liquidez utilizado, siguiendo el enfoque de E. Benos, R. Garratt y P. Zimmerman, «Bank behaviour and risks in CHAPS following the collapse of Lehman Brothers», *Working Paper Series*, n.º 451, Banco de Inglaterra, junio de 2012.

<sup>92</sup> Los sistemas de pago pueden ser propiedad y estar gestionados por un banco central o por el sector privado. El Eurosistema, como propietario y operador de TARGET2, ofrece servicios de liquidación de operaciones en dinero de banco central permitiendo que las instituciones financieras realicen entre sí transferencias de fondos que mantienen en cuentas en su banco central. El rol de operador es la manera que tiene un banco central de asegurarse de que el sistema cumpla las normas de seguridad y eficiencia que haya establecido.

<sup>93</sup> La capacidad de pago de un participante en TARGET2 al comienzo del día hábil se define como la suma del saldo inicial en su cuenta y el importe establecido de la línea de crédito intradía.

<sup>94</sup> Véase, por ejemplo, J. McAndrews y A. Kroeger, «The Payment System Benefits of High Reserve Balances», *Staff Reports*, n.º 779, Federal Reserve Bank of New York, junio de 2016.

El resto de este artículo se estructura como sigue: en la sección 2 se ofrece una visión general de la distribución de liquidez en TARGET2; en la sección 3 se describen las implicaciones de la distribución de liquidez para la liquidación de pagos en TARGET2, y en la sección 4 se presentan las conclusiones y se considera su relevancia.

## Conclusiones

**La liquidez es esencial en el proceso de liquidación.** En este artículo se ha repasado cómo han cambiado aspectos importantes de la liquidación de pagos en distintos regímenes de liquidez. En línea con la evolución del exceso de liquidez, el volumen de liquidez en TARGET2 se multiplicó aproximadamente por ocho entre 2008 y 2019, como una consecuencia directa de las medidas de política monetaria adoptadas. Aunque los niveles de liquidez variaron durante ese período, los cambios más evidentes se produjeron en el contexto de los abundantes volúmenes resultantes del amplio programa de compra de activos puesto en marcha por el Eurosistema. En promedio, la hora de liquidación de pagos se adelantó de las 12:25 a las 11:46 horas (hora central europea), lo que ha contribuido a reducir el riesgo operacional. La capacidad de pago es ahora más equilibrada, y se distribuye casi a partes iguales entre la liquidez disponible en las cuentas de TARGET2 y el crédito intradía. La línea de crédito intradía se utiliza menos para liquidar pagos, y el número de participantes que la usan ha descendido. Un uso excesivo de esta línea puede llevar a la utilización de la facilidad marginal de crédito al final del día, lo que supone un coste para el participante. Aunque estos aspectos favorecen una liquidación fluida de los pagos, ello no quiere decir que sean esenciales. La evolución histórica muestra que TARGET2 ha sido capaz de liquidar pagos por importes aún más elevados que los que procesa en la actualidad con menos disponibilidad de liquidez en el sistema.

**Estas observaciones, que son válidas para TARGET2 en su conjunto, también lo son para los componentes del sistema, pese a la heterogeneidad existente.**

El 66,4 % de la liquidez de TARGET2 está en manos de tres países: Alemania, Francia y Países Bajos, con volúmenes muy elevados de líneas de crédito intradía, que suponen una parte importante de su capacidad de pago, aunque su uso es limitado. El tamaño de la línea de crédito de estos países parece estar determinado en gran medida por la oferta. Las cifras correspondientes a otros países son menos concluyentes a este respecto. En una panorámica de diferentes períodos y países, la línea de crédito intradía ha representado entre el 0 % y el 95,2 % de la capacidad de pago; el uso de esta línea ha oscilado entre el 11,5 % y el 50 %, y el porcentaje de participantes que la ha utilizado se ha situado entre el 9,8 % y el 80,2 %. En promedio, la hora de liquidación de los pagos ha variado entre las 08:00 y las 13:17 horas (hora central europea), mientras que la concentración de liquidez también ha mostrado diferencias en los distintos países, y en promedio se ha situado entre 0,47 y 0,93. Con todo, la concentración de liquidez en TARGET2 es acorde, en líneas generales, con la concentración de reservas mínimas, lo que indica que en buena parte es una consecuencia de la composición del mercado.

**Entre países, las mayores tenencias de liquidez se asocian a un menor uso de la línea de crédito intradía y a una hora de liquidación más temprana.** Esta conclusión se obtiene del análisis de panel efectuado. Un aumento de 63 mm de euros en la liquidez —equivalente a una vez la desviación típica de las tenencias de liquidez entre países promediadas por el tiempo — corresponde a una reducción de 1,3 puntos porcentuales en el uso de la línea de crédito intradía y a una liquidación de pagos realizada, en promedio, cuatro minutos antes. Al mismo tiempo, una mejora de 66 minutos en la coordinación de los pagos —que representa una desviación típica de la medida de coordinación entre países y promediadas por el tiempo— se refleja en una disminución de 1,1 puntos porcentuales en la utilización de la línea de crédito intradía y una liquidación de pagos que, en promedio, se lleva a cabo once minutos antes. Estos cambios son comparables en cuanto a su magnitud, lo que sugiere que también pueden lograrse mejoras beneficiosas para el proceso de liquidación mediante un incremento de la liquidez o de los esfuerzos por sincronizar los pagos.

**[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)**

© Banco Central Europeo, 2020

Apartado de correos 60640 Fráncfort del Meno, Alemania  
Teléfono: +49 69 1344 0  
Sitio web: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente. Traducción efectuada por el Banco de España. En caso de discrepancia, prevalece la versión original en inglés.

Este Boletín ha sido elaborado bajo la responsabilidad del Comité Ejecutivo del BCE. Su traducción y su publicación corren a cargo de los bancos centrales nacionales.

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 15 de julio de 2020.

La terminología específica puede consultarse en el [glosario del BCE](#) (disponible solo en inglés).

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)  
Número de catálogo UE QB-BP-20-005-ES-N (edición electrónica)