

# Artículos

## 1 La debilidad de la demanda de importaciones del Reino Unido tras el referéndum y los riesgos de su balanza de pagos para la zona del euro

Valerie Jarvis y Tobias Schuler<sup>1</sup>

### Introducción

**El referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea (UE) celebrado en 2016 ha marcado el rumbo del cambio más trascendental en décadas en las relaciones entre este país y sus principales socios comerciales.** Desde la perspectiva del BCE, el interés primordial es entender el probable impacto de la retirada del Reino Unido de la UE sobre el comercio, ya que este país ha sido uno de los mercados de exportación más importantes para la zona del euro durante mucho tiempo.

**En este artículo se examina la evolución de la demanda de importaciones y de la balanza de pagos del Reino Unido desde el referéndum, con el fin de determinar las probable consecuencias para la demanda externa de la zona del euro<sup>2</sup>.** El artículo se centra en las primeras percepciones sobre los factores que han afectado a las importaciones del Reino Unido en el período transcurrido desde el referéndum hasta el inicio de la pandemia de coronavirus (COVID-19). La retirada de este país de la UE podría generar algunas interrupciones en el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro en los próximos años en caso, por ejemplo, de que la demanda de importaciones del Reino Unido se reduzca o se desvíe como consecuencia del Brexit.

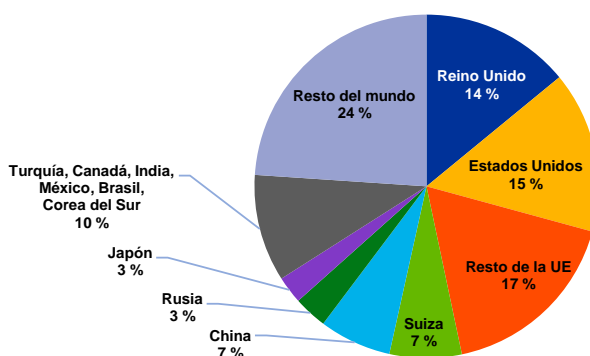
**El Reino Unido ha sido un importante socio comercial de la zona del euro durante mucho tiempo y supuso alrededor del 14 % de la demanda externa de la zona en el período 2016-2018 (gráfico 1).** Hasta mediados de la década de 2010, cuando las elecciones generales de 2015 allanaron el camino para la celebración del referéndum, el Reino Unido había sido el principal socio comercial de la zona del euro, incluso por delante de Estados Unidos. La evolución de la demanda externa es un determinante fundamental del crecimiento del PIB de la zona del euro, ya que las importaciones y exportaciones de bienes y servicios con países de fuera de la zona del euro representan aproximadamente la mitad del PIB de la zona.

<sup>1</sup> Los autores agradecen a Florian Forsthuber su ayuda en relación con los datos y a Andrejs Semjonovs (actualmente en el Latvijas Banka) su contribución temprana.

<sup>2</sup> El artículo se centra en el impacto sobre la demanda externa de la zona del euro. Por motivos de disponibilidad de datos, en caso necesario se hace referencia a cifras de la UE.

## Gráfico 1 Destinos de las exportaciones de la zona del euro

(porcentaje de exportaciones de bienes y servicios, media 2016-2018)

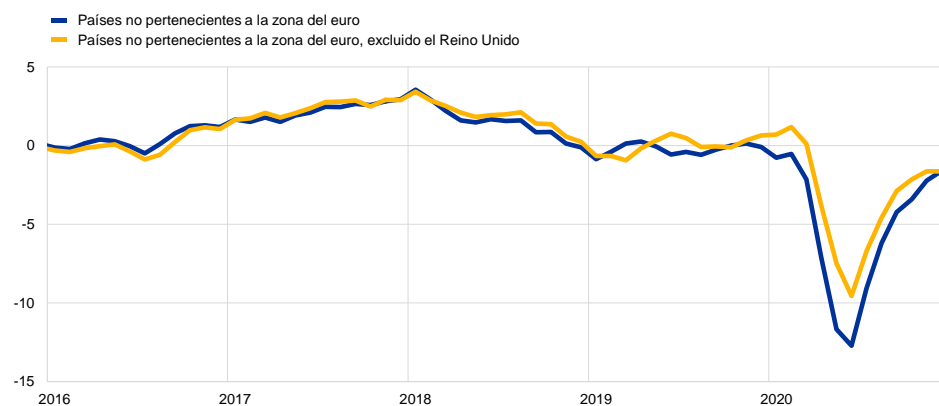


Fuente: Cálculos del BCE.

Desde el referéndum de 2016, el peso del Reino Unido en la demanda externa de la zona del euro se ha reducido ligeramente, lo que refleja, sobre todo, una desaceleración notable del crecimiento de sus importaciones de la UE y, en consecuencia, un freno considerable para las exportaciones de la zona del euro (gráfico 2). La sustancial disminución del crecimiento de la demanda británica de importaciones observada desde finales de 2017 ha provocado una mayor ralentización del avance de la demanda externa de los países no pertenecientes a la zona del euro, lo que ha afectado al crecimiento de las exportaciones de la zona. Además, las incertidumbres relacionadas con las diversas fechas fijadas para el Brexit durante gran parte de 2019 y 2020 generaron una elevada volatilidad trimestral en el componente de la demanda externa de la zona del euro relativo al Reino Unido.

## Gráfico 2 Exportaciones de la zona del euro a países no pertenecientes a la zona

(tasas de variación interanual de medias móviles de tres meses, datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Exportaciones de bienes y servicios. La última observación corresponde a diciembre de 2020.

## Conclusiones

**Existe una incertidumbre considerable acerca de las consecuencias a largo plazo del Brexit, tanto para el comercio del Reino Unido como para la demanda externa de la zona del euro.** Las importantes distorsiones en los patrones de comercio del Reino Unido —causadas por la acumulación de existencias relacionada con el Brexit y también por las disrupciones en las cadenas de suministro inducidas por la pandemia a lo largo de 2020— han hecho difícil distinguir las señales incipientes de tendencias a largo plazo. Con todo, desde la celebración del referéndum se han hecho patentes algunas indicaciones de debilitamiento de la demanda de importaciones de bienes de la UE, que podría ser consecuencia, en parte, de la acusada depreciación de la libra esterlina. Los datos sectoriales sobre importaciones proporcionan evidencia de que el Brexit ya está afectando con intensidad a algunos sectores, sobre todo al del automóvil y al farmacéutico, lo que podría haber incidido en la demanda británica de importaciones desde países de la UE —incluso antes de cualquier cambio importante en el plano comercial hasta el final de 2020—. Es asimismo probable que la sostenibilidad del déficit comercial con la UE/zona del euro también dependa, hasta cierto punto, de que la cuenta financiera del Reino Unido registre entradas netas positivas y constantes. En última instancia, el impacto sobre la demanda externa y el crecimiento de la zona del euro estará condicionado por la medida en la que el Reino Unido pueda prescindir de los proveedores de la zona en el largo plazo, así como por la medida en la que la zona del euro pueda establecer redes alternativas (y quizás internas) para prestar los servicios que en el pasado se suministraban desde el Reino Unido.

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

## 2 El papel de los hogares en la financiación de la deuda pública de la zona del euro

Jeanne Pavot y Vilém Valenta

### Introducción

**La pandemia de coronavirus (COVID-19) ha reavivado el interés en el modo en que los Gobiernos financian su gasto hasta un punto que no se observaba desde la crisis financiera global y la crisis de deuda soberana en la zona del euro del período 2008-2012.** Crisis económicas tan profundas requieren que los Gobiernos decidan en qué medida los costes relacionados con ellas deberían financiarse recortando el gasto en otras partidas presupuestarias, aumentando los ingresos o contrayendo deuda adicional. Al mismo tiempo, el incremento de la deuda pública plantea dudas sobre la estrategia de financiación óptima en términos de instrumentos y plazos, pero también de la base inversora.

**La composición de la deuda pública tiene importantes implicaciones financieras y para la política económica.** La literatura reciente ha señalado que la estructura de la deuda pública por titular puede aportar información sobre aspectos como la diversificación de riesgos en las emisiones de este tipo de deuda. También influye en la fuerza del nexo entre emisores soberanos y entidades de crédito, y en la estabilidad financiera general, en la probabilidad y la eficacia de la reestructuración de la deuda soberana, en la desigualdad de las rentas y en el tamaño de los multiplicadores fiscales (sección 2).

**Con este trasfondo, el artículo presenta en primer lugar una descripción general de la evolución de la estructura de la deuda pública, por titular, en los países de la zona del euro desde 1995.** La literatura sobre la composición de la deuda pública se ha centrado tradicionalmente en diferenciar la proporción de deuda en manos de residentes y de no residentes, y ha puesto menos énfasis en estudiar una desagregación más detallada por titulares residentes. En este artículo se analizan datos más granulares sobre la deuda pública en poder de residentes, con el fin de evaluar el papel de los agentes distintos de las entidades de crédito en la intermediación financiera, así como los efectos de las compras de valores públicos por parte del Eurosistema en la composición de la deuda pública por sector institucional (sección 3).

**A continuación, el artículo aborda con más detalle la estructura de la deuda pública en manos de residentes, centrándose especialmente en el sector hogares.** Ante el aumento del nivel de deuda pública y del peso de la deuda en poder de residentes, es cada vez más pertinente analizar su composición por sector institucional, incluyendo el papel de los hogares como proveedores de ahorro. Para que el estudio tenga fundamento, hay que considerar no solo el tamaño de las participaciones directas de los hogares, sino también el de sus participaciones indirectas a través de fondos de inversión, empresas de seguros y fondos de

pensiones. El objetivo del artículo no es ofrecer una panorámica completa ni una evaluación normativa de los titulares reales de la deuda pública, sino un análisis fáctico del tamaño y de la evolución de las tenencias de deuda pública de los hogares en la zona del euro, también en comparación con algunas economías avanzadas (sección 4). El análisis de los países de la zona del euro se basa en el desglose de las cuentas del sector financiero —es decir, los datos de las «relaciones de financiación entre sectores»— publicadas por el BCE y los países de la zona del euro. Hay disponibles conjuntos de datos similares también para otros Estados miembros de la UE y otras economías avanzadas.

## Conclusiones

**La estructura de la deuda pública por titular ha evolucionado a lo largo de las dos últimas décadas, debido a la integración financiera, a las crisis económicas y a las políticas públicas.** En las primeras fases de la UEM, la creciente integración financiera dio lugar a un aumento de las tenencias transfronterizas de deuda pública. Como consecuencia de la crisis financiera global y de la crisis de deuda soberana en la zona del euro, la inversión de cartera en valores de países de la zona del euro que se percibía que atravesaban dificultades disminuyó significativamente, lo que amplificó las espirales adversas entre los emisores soberanos y las entidades de crédito, ya que la salud financiera de ambos está interrelacionada. La importancia de otras instituciones financieras en la financiación de la deuda pública también ha crecido con el tiempo, pues los cambios estructurales e institucionales (por ejemplo, el envejecimiento de la población y el establecimiento de sistemas de pensiones de capitalización) han ayudado a incrementar la inversión en productos de pensiones y de seguros de vida. Por último, las compras de valores públicos por parte del Eurosistema han contribuido a reducir el peso de las tenencias de deuda pública por parte de no residentes y de entidades de crédito, una tendencia que comenzó en 2015.

**El peso de las tenencias directas e indirectas de deuda pública por parte de los hogares es significativo y también ha evolucionado.** La proporción de deuda pública directamente en manos de los hogares es relativamente reducida en la zona del euro en su conjunto (2 % en el tercer trimestre de 2020), pero es más elevada en algunos países que la integran y en otras economías avanzadas, lo que refleja, en particular, las diferencias institucionales y las políticas de oferta (por ejemplo, la emisión de instrumentos de ahorro para inversores minoristas o productos de inversión específicos para familias). Sin embargo, el papel de los hogares en la financiación de la deuda pública va más allá de las tenencias directas. Si se consideran las tenencias indirectas a través de fondos de inversión y de empresas de seguros y fondos de pensiones, dicho papel es más relevante en la mayoría de los países de la zona del euro (casi el 16 % en el tercer trimestre de 2020).

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

Ioana Duca-Radu y Sara Testi<sup>35</sup>

### Introducción

**Los sistemas de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR) suelen necesitar volúmenes elevados de liquidez para la liquidación bruta de los pagos**<sup>36</sup>. Al mismo tiempo, este tipo de liquidación<sup>37</sup> beneficia al sistema de pagos, ya que reduce el riesgo de crédito<sup>38</sup> y, más en general, el riesgo sistémico. Por estos motivos, TARGET2<sup>39</sup> —el SLBTR del Eurosistema que procesa pagos en euros en dinero de banco central— se utiliza para la liquidación bruta de los pagos. Para que los participantes puedan optimizar el uso de la liquidez y reducir sus necesidades de este recurso, TARGET2 ofrece una serie de funcionalidades, denominadas «mecanismos de ahorro de liquidez»<sup>40</sup>. Además, cuando los participantes en TARGET2 no disponen de suficiente liquidez en sus cuentas, pueden utilizar la línea de crédito intradía (ICL, por sus siglas en inglés), que el Eurosistema ofrece, sin intereses, a cambio de activos de garantía admitidos.

**Los participantes en TARGET2 también pueden contribuir a optimizar su uso de la liquidez gestionando activamente su liquidez intradía.** Al coordinar los pagos recibidos y los pagos efectuados, estos participantes pueden limitar sus necesidades de liquidez y hacer un uso más eficiente de sus recursos de liquidez. Los participantes en los sistemas de pago pueden recurrir a tres fuentes de liquidez para financiar sus pagos: i) los pagos recibidos, es decir, los flujos recibidos de otros participantes; ii) los saldos positivos disponibles en sus cuentas, denominados «reservas en el banco central», y iii) la liquidez adicional a la que se puede acceder a través de la línea de crédito intradía.

<sup>35</sup> Las autoras de este artículo son miembros 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 del Banco Central Europeo, 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 este artículo se ajusta a las normas para garantizar la confidencialidad de los datos de operaciones establecidas por el Consejo de Infraestructuras de Mercado, con arreglo al artículo 1, apartado 4, de la decisión del BCE mencionada anteriormente.

<sup>36</sup> Una característica adicional de los SLBTR es la liquidación continua, es decir, en tiempo real, de los pagos. En cuanto el pago se liquida pasa a ser final e irrevocable, por lo que el receptor puede reutilizar la liquidez de manera inmediata.

<sup>37</sup> Para efectuar la liquidación bruta de un pago, es decir, individualmente, la cuenta de adeudo, esto es, la cuenta del emisor del pago, debe tener liquidez suficiente.

<sup>38</sup> El riesgo de crédito es el riesgo de que una contraparte, ya sea un participante u otra entidad, no pueda cumplir plenamente sus obligaciones financieras a su vencimiento o en algún momento en el futuro.

<sup>39</sup> Para más detalles sobre TARGET2, su funcionamiento y su importancia para las entidades de crédito de la zona del euro, véase el artículo titulado «Liquidity distribution and settlement in TARGET2», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2020.

<sup>40</sup> Por ejemplo, un mecanismo de ahorro de liquidez conocido es el algoritmo de compensación multilateral que casa y compensa pagos entre varios participantes, reduciendo así sus necesidades de liquidez.

**El uso de las diversas fuentes de liquidez difiere de unos participantes a otros, y también puede variar en función de factores exógenos, como las decisiones de política monetaria.** Los tipos de interés fijados por el banco central pueden influir en el coste de las fuentes de liquidez y, en particular, en el de las reservas en el banco central, ya que mantener liquidez en la cuenta puede conllevar un coste de oportunidad por no colocarla en el mercado interbancario. Asimismo, el crédito intradía, o cualquier aportación de garantías al Eurosistema, entraña el coste de oportunidad de tener que comprometer activos de garantía admisibles con esta finalidad. El uso de los pagos recibidos es la fuente de liquidez más barata, ya que no tiene ningún coste. Las medidas adoptadas por el banco central que inciden en el nivel de las reservas en el banco central también son un factor importante. Cuando estas reservas<sup>41</sup> aumentan de forma significativa, la necesidad de que los participantes sincronicen sus pagos es menor. Este es el caso de las entidades de crédito de la zona del euro actualmente, debido a los diversos instrumentos de política monetaria desplegados por el Eurosistema<sup>42</sup> para mantener la estabilidad de precios en un entorno de debilidad prolongada de la inflación.

**En este artículo se estudia cómo se ha utilizado la liquidez en TARGET2 desde junio de 2008.** A los efectos de este artículo, el uso de la liquidez es una expresión empleada en sentido amplio que engloba todos los aspectos que pueden reflejar la eficiencia en la utilización de las fuentes de liquidez por parte de los participantes. El análisis de estos aspectos puede ayudar a comprender las implicaciones de los elevados niveles de reservas en el banco central disponibles en TARGET2 para la liquidación fluida de los pagos y cómo este tipo de régimen ha modificado el comportamiento de las entidades de crédito al liquidar pagos en TARGET2.

**El resto del artículo se estructura como sigue.** En la sección 2 se presentan algunas consideraciones generales sobre el uso de la liquidez a lo largo del tiempo. La sección 3 se centra en las particularidades de las entidades de crédito al gestionar su liquidez intradía y en el impacto de las decisiones de política monetaria en dicha gestión. Por último, en la sección 4 se presentan las conclusiones.

## Conclusiones

**El uso de la liquidez en TARGET2 ha cambiado de manera considerable desde 2008, principalmente como consecuencia del nivel de reservas en el banco central disponibles en el sistema.** La velocidad de circulación de la liquidez en TARGET2 ha disminuido a lo largo del tiempo, en particular cuando el volumen de reservas en el banco central aumentó durante la crisis de deuda soberana y, después, cuando se introdujo el APP, así como, más recientemente, con el estímulo

<sup>41</sup> En TARGET2, las reservas en el banco central disponibles en las cuentas de los participantes en este sistema pueden utilizarse íntegramente para liquidar pagos, es decir, no se establece ninguna distinción entre el uso de las reservas mínimas y del exceso de reservas. Las exigencias de reservas mínimas deben cumplirse durante el período de mantenimiento.

<sup>42</sup> Por ejemplo, el programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), las tres series de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) y, más recientemente, la puesta en marcha del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) para contrarrestar el impacto a la baja de la pandemia sobre la senda de inflación proyectada.

adicional proporcionado en el contexto de la pandemia de COVID-19. Sin duda, la velocidad de circulación de la liquidez fluctúa en función del volumen de reservas en el banco central disponibles en el sistema, dado que, cuando los niveles de reservas son mayores, las entidades de crédito suelen utilizar más liquidez para liquidar pagos, aunque se podría liquidar un volumen de pagos similar incluso si las reservas disponibles fueran inferiores. Esto se podría conseguir si, por ejemplo, las entidades sincronizaran los pagos recibidos y los pagos efectuados de forma más eficiente, o si recurrieran en mayor medida a la línea de crédito intradía. Sin embargo, la liquidez empleada para efectuar pagos ha crecido a un ritmo menor que la liquidez disponible, lo que se ha traducido en un volumen sustancial de reservas en el banco central disponibles en las cuentas de TARGET2 que actualmente no se están usando de forma activa para liquidar pagos.

**Aunque la mayoría de los pagos procesados en TARGET2 se financian con la liquidez disponible en el saldo en cuenta, la interrelación entre las distintas fuentes de financiación varía con el tiempo, y en función de los países y las características de las entidades de crédito.** En promedio, durante todo el período analizado, los participantes en TARGET2 financiaron el 73 % de sus pagos con la liquidez disponible en el saldo en su cuenta, el 18,8 % con los pagos recibidos y el 8,1 % utilizando crédito intradía. Al aumentar las reservas en el banco central, una proporción más elevada de los pagos efectuados se liquidaron empleando el saldo en cuenta, lo que respalda en mayor medida la argumentación anterior que explica la disminución de la velocidad de circulación de la liquidez en TARGET2. El uso de la liquidez varía no solo en función del nivel de reservas en el banco central disponibles, sino también de las características de las entidades de crédito. Las entidades más pequeñas tienen mayores dificultades para coordinar los pagos recibidos y los pagos efectuados, lo que puede deberse a una menor actividad en TARGET2 y a un número más reducido de interrelaciones. Al mismo tiempo, los bancos de mayor tamaño, como las entidades de importancia sistémica mundial y la banca corporativa, utilizan más la línea de crédito intradía, ya que se benefician de un conjunto más amplio de activos de garantía. Además, las prácticas de gestión de la liquidez intradía difieren considerablemente entre las distintas comunidades bancarias nacionales de la zona del euro.

**Un análisis de panel a nivel de entidad permite cuantificar el efecto de las decisiones de política monetaria y de las características de los participantes en el uso de la liquidez en TARGET2.** La disponibilidad de niveles más altos de reservas en el banco central comporta una menor reutilización de la liquidez recibida y un mayor uso del saldo en cuenta. El análisis de panel muestra que, desde 2015, la reutilización de los pagos recibidos disminuyó, en promedio, 5,8 puntos porcentuales, mientras que el uso del saldo en cuenta para liquidar pagos aumentó, de media, 8 puntos porcentuales. Asimismo, la utilización del crédito intradía descendió 2,2 puntos porcentuales. En general, se considera que un menor recurso al crédito intradía en TARGET2 reduce el riesgo de liquidez para los participantes y la probabilidad de que la facilidad marginal de crédito se use al final del día, ya que supone un coste para estos. Por otra parte, un aumento de los tipos de interés oficiales se asocia con un aumento de la reutilización de los pagos y un menor recurso al saldo en cuenta. Más en concreto, el incremento del coste de las reservas



en el banco central anima a las entidades de crédito a gestionar más activamente su liquidez intradía recurriendo a fuentes de financiación de los pagos alternativas al saldo en cuenta. Con respecto a los participantes, lo que marca la diferencia en la capacidad para sincronizar mejor los pagos es el tamaño de su red y el volumen de pagos que liquidan, que ofrecen más oportunidades para reutilizar la liquidez.

**En conclusión, con el aumento de las reservas en el banco central ha disminuido la eficiencia en el uso de la liquidez en TARGET2, ya que las entidades de crédito tienen menos incentivos para gestionar activamente su liquidez intradía.** Esto es lógico, puesto que la necesidad de sincronizar pagos o de recurrir al crédito intradía por parte de las entidades se ha reducido como consecuencia del aumento de los saldos en cuenta y del bajo coste de oportunidad, así como de las menores oportunidades para utilizarlos con otras finalidades. Sin embargo, la evidencia histórica muestra que, cuando los niveles de reservas en el banco central eran más bajos, los participantes lograron hacer un uso más eficiente de su liquidez. Así pues, si estas reservas disminuyen, es probable que los participantes sean capaces de retornar a una gestión más activa de la liquidez intradía, contribuyendo de este modo a mantener una liquidación fluida de los pagos en TARGET2.

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