

Este artículo ha sido elaborado por Jorge Martínez Pagés, de la Dirección General de Economía y Estadística.

Este trabajo muestra cómo la política de expansión cuantitativa del BCE ha generado un exceso de liquidez dentro de la UEM, propiciando flujos financieros entre países. Ello ha contribuido a la obtención de un saldo positivo en la cuenta financiera de la Balanza de Pagos de España en 2015, excluido el banco central, que se sitúa por encima del superávit de la cuenta corriente y de capital. Resultado de ello, el pasado año aumentó la posición deudora del Banco de España frente al exterior, si bien la naturaleza de estos flujos difiere notablemente de lo ocurrido en el episodio de tensionamiento de los mercados de deuda soberana que tuvo lugar en 2012. En conjunto, la posición deudora neta de la economía española se redujo en 2015, al mismo tiempo que se produjeron importantes flujos de inversión neta hacia nuestro país por parte de los no residentes.

Introducción

A mediados de 2014, el BCE inició una nueva fase expansiva de la política monetaria, con el anuncio de una serie de medidas no convencionales, entre las que se encontraban la fijación del tipo de interés de la facilidad de depósito en valores negativos, la provisión de financiación a las entidades de crédito a más largo plazo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés), en condiciones muy favorables, y la compra de activos, que inicialmente incluía titulizaciones y *covered bonds*, del tipo de las cédulas españolas, y que posteriormente, en 2015, se extendió a bonos soberanos y a otros valores públicos. La aplicación de estas nuevas medidas ha supuesto, a marzo de 2016, la adquisición por parte del Eurosistema de valores públicos y privados por importe de 833 mm de euros y la concesión de préstamos hasta un plazo de cuatro años a las entidades de crédito (EC) por 425 mm. Pese a que se ha producido también la amortización de un importante volumen de préstamos previos, el resultado ha sido una expansión significativa del balance del Eurosistema y un aumento notable de las reservas excedentes (depósitos en el banco central por encima de los requerimientos mínimos regulatorios) de las EC del área.

El Banco de España (BE) ha participado en estas operaciones, concediendo fondos a las EC españolas mediante las TLTRO e inyectando liquidez vía compra de valores. Sin embargo, el volumen de reservas excedentes de las entidades españolas en el banco central apenas se ha elevado desde entonces, lo que indica que la liquidez neta inyectada ha fluído hacia agentes residentes en otros países de la UEM. Tal y como se explica en el artículo, esto ha supuesto un aumento de la posición deudora del Banco de España frente al exterior —materializada principalmente en la forma de pasivos frente al resto del Eurosistema—, cuyo origen y naturaleza difiere notablemente de lo ocurrido en 2012. Entonces, la economía española se enfrentó a una crisis de confianza que supuso una importante salida de fondos hacia el exterior, principalmente mediante las desinversiones de cartera y la no renovación de préstamos por parte de los no residentes. El año pasado, en cambio, la inversión de cartera en España se elevó a 62 mm de euros, con compras particularmente elevadas de instrumentos de deuda a medio y largo plazo de las AAPP españolas. Por su parte, la reducción de los préstamos y depósitos del resto del mundo en el pasado año ha sido más bien un reflejo de las decisiones adoptadas por los agentes residentes (en particular, las entidades de crédito) de reducir su endeudamiento en un contexto de abundancia de liquidez y de aumento de los recursos disponibles asociado al superávit de la cuenta corriente y de capital.

Este artículo se centra en el papel que han tenido las recientes medidas del Eurosistema en la evolución de la cuenta financiera de la balanza de pagos española durante 2015. Para ello, en la siguiente sección se describe, primero, cómo las inyecciones de liquidez por parte de un banco central, vía préstamos o adquisición de valores, se traducen en aumentos en las reservas de los bancos comerciales en dicho banco central y cómo la actuación de las entidades puede generar desplazamientos de dichas reservas de unas a otras, de modo que el saldo global permanece, en general, inalterado. Así, el impacto expansivo esperado de las políticas de expansión cuantitativa no depende, en sí mismo, del destino final de las reservas generadas dentro del conjunto de entidades de crédito pertenecientes al Eurosistema, sino del efecto a la baja que el aumento de las reservas tiene sobre los tipos de interés de los distintos activos y el consiguiente incentivo a conceder y demandar nuevos préstamos. Posteriormente, en la tercera sección, se analiza el caso particular del Eurosistema, en el que conviven varios bancos centrales nacionales (BCN) y el BCE, en una misma área monetaria. Esto genera la aparición de activos y pasivos intrasistema (entre los distintos bancos centrales del área). En la sección se explica cómo surgen estos y la relación que tienen con los flujos financieros de la economía española con el exterior. Por último, en la cuarta sección, se revisa el curso de estos flujos financieros durante el pasado año.

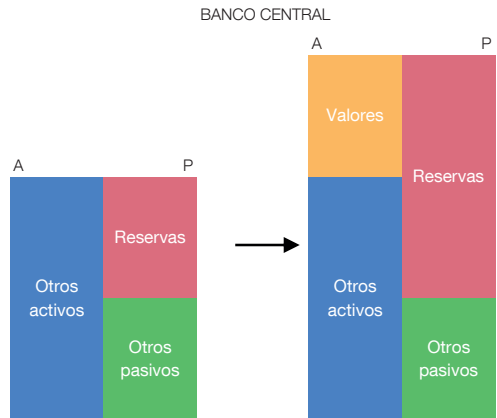
Las medidas de expansión cuantitativa del banco central y sus efectos sobre la liquidez

En el contexto de un área monetaria con un único banco central, en general, cuando este adquiere un activo de una EC residente, la contrapartida de esta operación en el pasivo del banco central es un depósito a nombre del vendedor. Estos pasivos son los que habitualmente se denominan «reservas en el banco central», y constituyen, junto con el efectivo, la base monetaria. Solo las EC residentes están autorizadas a disponer de reservas en el banco central, por lo que todas las operaciones de este han de involucrar de alguna manera a una EC residente.

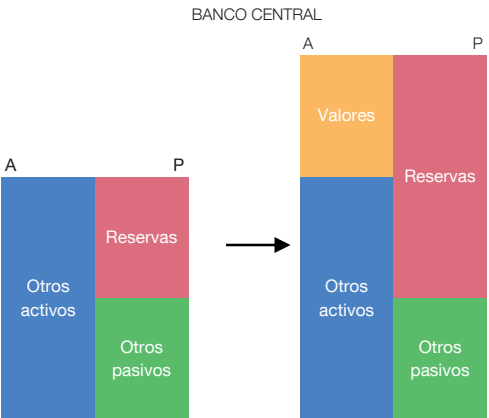
El gráfico 1 ilustra cuál es la operativa asociada. En la columna de la izquierda, se representa una situación en la que el banco central compra valores a una EC del país y, en la columna de la derecha, otra en la que las compras se realizan frente a terceros agentes (residentes o no residentes del área). En ambos casos, el balance del banco central aumenta, incrementándose el activo por el importe de los valores adquiridos y, el pasivo, por el volumen de las reservas de las EC. En el primer caso, la contrapartida de esta operación en el balance de la EC que vende los valores es un cambio en la composición de su activo: se reducen sus tenencias de valores y se elevan, en la misma cuantía, las reservas, sin que haya ninguna modificación en los balances del resto de los agentes. En el segundo caso, dado que los otros agentes no pueden poseer reservas en el banco central, la operación es intermediada por alguna EC residente, de manera que el vendedor obtiene, como contrapartida de los valores vendidos, depósitos en una EC. A su vez, esta registra un aumento equivalente de los depósitos, por el lado del pasivo, y de las reservas en el banco central, por el lado del activo.

Lo importante es que, en cualquiera de los casos, las EC residentes terminan con un volumen de reservas más elevado. Algo similar ocurre con las inyecciones de liquidez a través de las operaciones de política monetaria. En este caso, se produce igualmente un aumento en el balance del banco central, como consecuencia de mayores préstamos a EC, por el lado del activo, y mayores reservas de las EC, por el del pasivo. El gráfico 2 muestra la situación en el caso del Eurosistema en su conjunto (es decir, como un único banco central) a cierre de 2014 y 2015, observándose un incremento de su balance, entre las dos fechas, por un importe de 573 mm de euros. Dicha cifra coincide casi exactamente con el aumento de 571 mm en las tenencias de valores en euros, como consecuencia

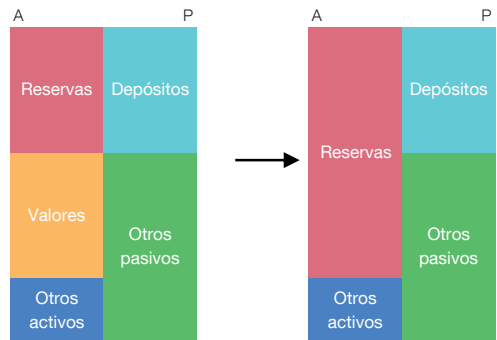
1 COMPRA DE BONOS A EC RESIDENTES



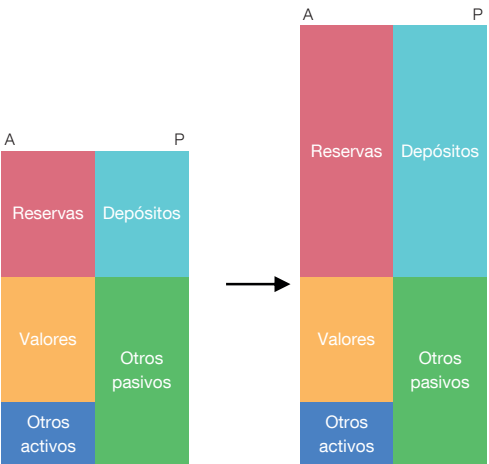
2 COMPRA DE BONOS A OTROS (NO EC RESIDENTES)



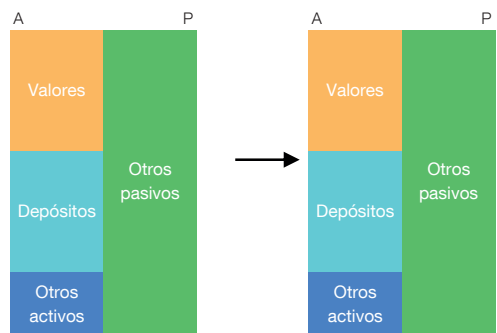
EC RESIDENTES



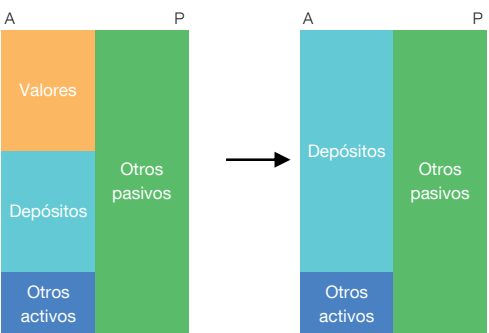
EC RESIDENTES



RESTO SECTORES



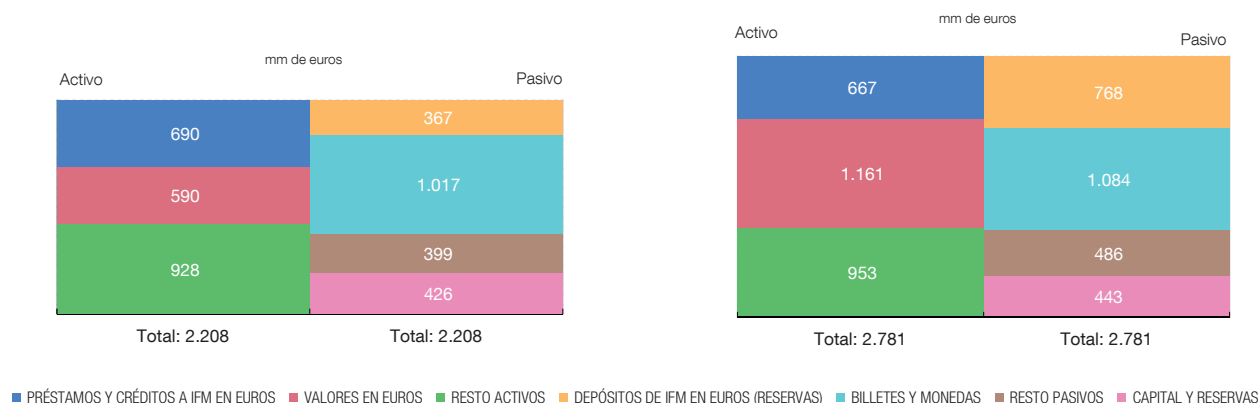
RESTO SECTORES



FUENTE: Banco de España.

1 DICIEMBRE DE 2014 (a)

2 DICIEMBRE DE 2015 (a)



FUENTE: Banco Central Europeo.

a La suma de los componentes puede no coincidir exactamente con el total, debido a los redondeos.

del programa de compra de deuda¹. Por el lado del pasivo, las reservas se incrementaron algo menos (402 mm) debido a que también se elevaron otras partidas.

Enfrentadas a un volumen más elevado de reservas en el banco central, las EC individuales pueden reducir estas utilizándolas, por ejemplo, para adquirir activos o cancelar pasivos. Ahora bien, dado que solo las EC residentes pueden disponer de estas reservas, si una EC residente realiza un pago con ellas, este ha de ser a otra EC residente y el saldo agregado de reservas no variará². Solo mediante la adquisición de activos o la cancelación de pasivos con el banco central es posible reducir el nivel agregado de reservas. Ahora bien, dado que el Eurosistema está adquiriendo, no vendiendo, valores, las EC en su conjunto solo podrían disminuir las reservas o bien convirtiéndolas en efectivo o bien cancelando préstamos recibidos del banco central. Lo primero conlleva costes de almacenamiento, transporte y aseguramiento, lo que reduce su atractivo. En cuanto a lo segundo, hay que tener en cuenta que actualmente el grueso de los préstamos obtenidos por las EC, del Eurosistema, tienen un vencimiento a largo plazo y, además, las entidades que mantienen un exceso de reservas no tienen por qué coincidir con las que mantienen fondos prestados del Eurosistema.

Como resultado de ello, las reservas circularán entre las distintas EC residentes en función de la mayor o menor predisposición de estas —y de sus clientes— a mantener activos líquidos excedentes. Mantener estos tiene un coste, que es el tipo de interés de la facilidad de depósito (que está fijado en el -0,4 % actualmente). Por tanto, lo harán o no dependiendo de las alternativas disponibles. Comprar otros activos (o conceder créditos) solo generará una mayor rentabilidad esperada (o menor coste) si esos activos tienen un nivel de riesgo superior. Alternativamente la cancelación de deudas es otra opción para aquellas EC que tengan margen para hacerlo (por tener pasivos a corto plazo o con la posibilidad de amortizarlos anticipadamente) y su coste supere la rentabilidad (negativa) de las reservas. El resultado de las anteriores operaciones será una redistribución de las reservas entre las distintas EC residentes, hacia aquellas con un menor coste de oportunidad relativo de mantener excedentes de liquidez.

1 Los préstamos a IFM en euros no aumentaron en 2015 a pesar del volumen inyectado en las TLTRO. Esto se debe a que, en el mismo período, se produjo el vencimiento de las VLTRO realizadas en 2011-2012, al tiempo que las entidades redujeron el volumen solicitado al Eurosistema en el resto de las operaciones de inyección de liquidez.

2 Así, por ejemplo, si las reservas se utilizan para pagar la adquisición de nuevos activos a un fondo de inversión, estas se traspasarán, como pago, a la EC en la que dicho fondo tenga abierta una cuenta de depósito. En el caso de la concesión de un crédito, las reservas acabarán en poder de la EC con la que trabaje la persona o empresa propietaria de los activos, o proveedora de los bienes y servicios, adquiridos con el préstamo.

Dicho proceso puede implicar también operaciones con no residentes en el área. No obstante, como se ha explicado antes, en un área monetaria con un único banco central esto no altera el hecho de que las reservas tienen que seguir en poder de alguna EC del área. Además, asumiendo que el banco central no interviene en el mercado de divisas, cualquier adquisición de activos (o cancelación de pasivos) frente al exterior tiene que tener como contrapartida otra operación frente a no residentes con la que se financia la primera (normalmente, un aumento de los depósitos de no residentes en alguna EC residente o una disminución de los depósitos de estas en el exterior), de forma que el saldo de la cuenta financiera de la balanza de pagos permanecerá equilibrado.

El caso particular del Eurosistema

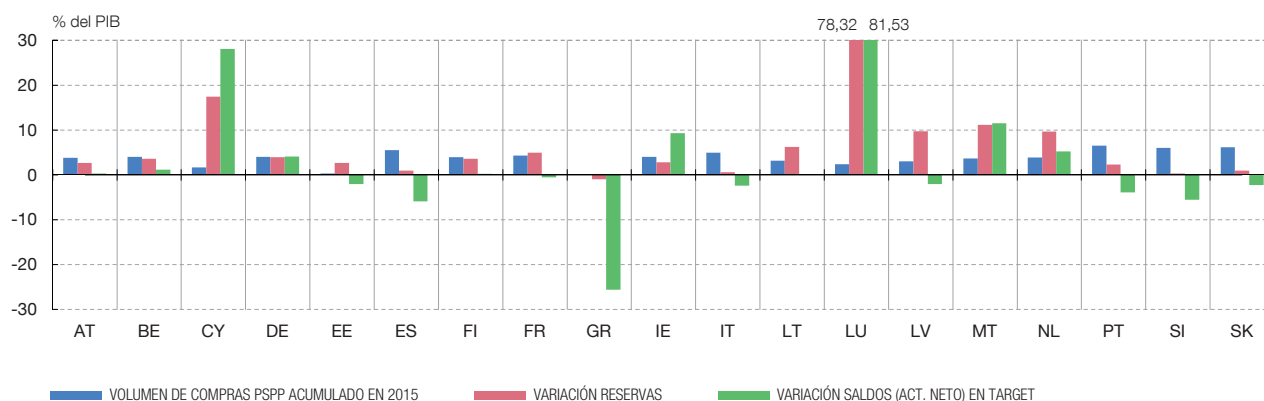
Frente al análisis de la sección anterior, la UEM es un caso particular, ya que constituye un área monetaria única, pero compuesta de varios países con sus respectivos bancos centrales y el BCE. Esto tiene varias implicaciones. En primer lugar, supone que el proceso de redistribución de las reservas en el banco central presentado en la sección previa ya no ocurre solo dentro de un país, sino también entre países de la UEM y, por tanto, con repercusiones en sus balanzas de pagos.

Además, esto introduce la posibilidad adicional de que el BCN compre valores, dentro del marco del programa de adquisición de activos del Eurosistema, a un residente en otro país de la UEM. En este caso, ya no se cumple lo señalado en la sección anterior, en el sentido de que la contrapartida es siempre un aumento de las reservas de las EC residentes en el país, sino que se produciría, en cambio, un aumento de las mantenidas por las EC radicadas en el país de residencia del vendedor en su correspondiente BCN.

Finalmente, los pagos entre entidades de distintos países de la UEM ya no tienen que conllevar como contrapartida necesariamente un descenso (aumento) de los depósitos en el exterior (del exterior) de la entidad pagadora, sino que, si el pago se realiza a través del sistema TARGET, como es habitual, la contrapartida es un cambio en la posición neta en TARGET de los BCN respectivos (véase recuadro 1).

En 2015, el diseño del programa de compra de deuda pública del Eurosistema (PSPP, por sus siglas en inglés) implicó que las adquisiciones se realizaran mayoritariamente de forma descentralizada, por los distintos BCN y en proporción a su clave de capital en el BCE, la cual está relacionada con la población y el PIB de cada país. De esta forma, todos los BCN del área aumentaron su balance de forma más o menos proporcional, con incrementos tanto de su activo como de su pasivo. En el gráfico 3 esto se ilustra con la primera barra por país, que representa las compras acumuladas en 2015 de valores de AAPP, en proporción al PIB. En ausencia de otros factores, esto se debería haber traducido también en una expansión equivalente de las reservas de las EC de cada país en su correspondiente BCN. Sin embargo, como muestran las segundas barras del gráfico, no fue así. En España, Italia, Portugal, Eslovenia y Eslovaquia el aumento de las reservas fue mucho menor, mientras que, en sentido contrario, las reservas aumentaron más que las compras de deuda pública en países como Chipre, Francia, Luxemburgo u Holanda, indicando una cierta redistribución de la liquidez entre países dentro de la UEM³. Dado que esta ocurre mayoritariamente a través de TARGET, los diferentes resultados por países se reflejan también en la variación de las posiciones de cada BCN en dicho sistema, como puede verse en las terceras barras del gráfico 3. Así, en el caso de España, disminuye la posición neta del BE (mayores pasivos), mientras que en el caso de Luxemburgo u Holanda esta

3 Por cuenta de las propias EC o de terceros.



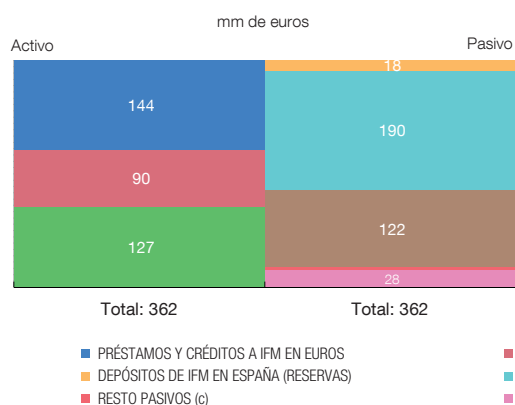
FUENTES: Banco Central Europeo y Eurostat.

a Las compras de deuda soberana en Grecia fueron nulas y, en Chipre, inferiores a su clave, debido al incumplimiento de las condiciones del programa de compra durante todo o parte del período. Tanto en estos dos países como en algún otro en el que el volumen de deuda soberana existente es insuficiente, los BCN respectivos adquirieron otros valores (deuda supranacional y activos sustitutos) hasta llegar a su clave de capital. Estas compras no se recogen en el gráfico. Para Lituania, en las variaciones se toma la diferencia con enero de 2015, fecha de su incorporación a la UEM.

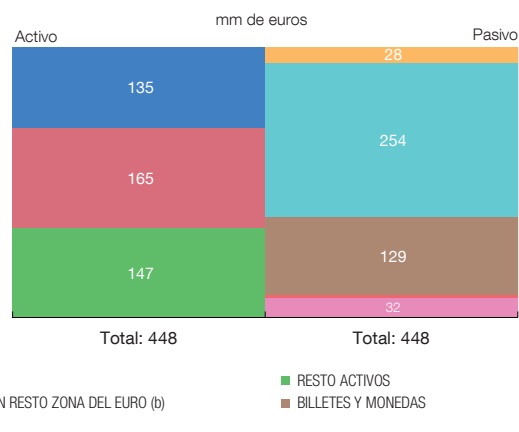
BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA

GRÁFICO 4

1 DICIEMBRE DE 2014 (a)



2 DICIEMBRE DE 2015 (a)



FUENTE: Banco de España.

- a La suma de los componentes puede no coincidir exactamente con el total, debido a los redondeos.
b Principalmente, pasivos intrasistema (posición neta deudora en TARGET).
c «Resto de pasivos» tiene un importe de 4,5 mm de euros en diciembre de 2014 y 4,4 mm de euros en diciembre de 2015.

aumenta. En cualquier caso, la relación no es exacta, ya que existen otros factores (TL-TRO, tenencias de efectivo, etc.) que influyen también en la variación del balance de cada banco central y que no están considerados en el gráfico.

El gráfico 4 muestra, con mayor detalle, la evolución del balance del BE en 2015. En el conjunto del año, su tamaño aumentó en algo más de 85 mm. Por el lado del activo, el incremento se concentró en los valores en euros, como consecuencia del programa de compra de deuda. Por el lado del pasivo, se observa que las reservas de las EC en el banco central también registraron un aumento, pero en una magnitud muy inferior (apenas 10 mm), siendo los pasivos intrasistema (recogidos en la partida de depósitos de IFM del resto de la UEM) los que se elevaron significativamente.

La evidencia muestra, pues, que una gran parte de la liquidez neta inyectada por el BE, en el marco de la política de expansión cuantitativa del Eurosistema, ha tendido a fluir hacia el exterior, bien porque las compras del BE se hayan realizado directamente a no residentes o bien porque los residentes hayan utilizado los fondos obtenidos para realizar pagos al exterior. Dado el elevado endeudamiento externo de la economía española, cabría esperar que el coste de oportunidad de mantener la liquidez inyectada, como reservas excedentes en el banco central, fuera mayor en nuestro país que en otros de la UEM, lo que explicaría este efecto y habría contribuido al saldo positivo de la cuenta financiera de la economía española en 2015 excluido el Banco de España. Por otra parte, tal y como se explica en el recuadro 1, la contrapartida a estos movimientos es un aumento de los pasivos intrasistema del BE, que se analiza en la siguiente sección. Cabe destacar, no obstante, que esto no implica que la política expansiva del Eurosistema haya sido menos eficaz en nuestro país. Como ya se ha señalado, su efecto expansivo esperado no depende, en sí mismo, de la distribución de las reservas generadas para la concesión de nuevos créditos en el conjunto del Eurosistema, sino del efecto a la baja que dichas reservas tienen sobre los tipos de interés de los distintos activos y el consiguiente mayor incentivo a conceder y demandar nuevos préstamos. En este sentido, independientemente del sentido de la redistribución entre entidades de los activos líquidos generados, ese efecto sobre los tipos de interés se ha producido de forma incluso más intensa en nuestro país que en el conjunto de la UEM.

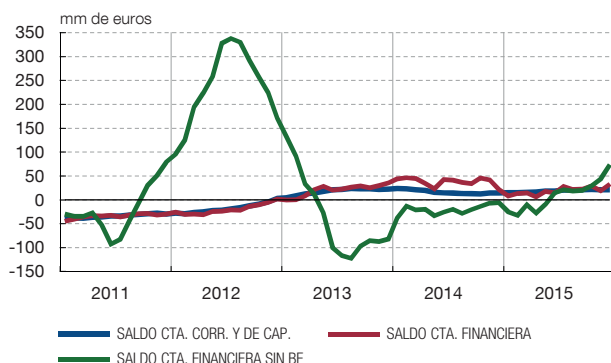
Detalle de los flujos financieros con el exterior de la economía española en 2015

En 2015, la economía española registró un superávit de las balanzas por cuenta corriente y de capital de 21 mm de euros. Esto supone el tercer año consecutivo de registros positivos, tras el balance prácticamente nulo de 2012 (véase panel 1 del gráfico 5). Dicho superávit coincide lógicamente con un saldo positivo de la cuenta financiera (variación de activos menos variación de pasivos). Sin embargo, como ya se ha explicado en la sección anterior, a la hora de analizar los flujos de la cuenta financiera de la balanza de pagos hay que tener en cuenta que los activos exteriores del banco central (principalmente, reservas de divisas y activos intrasistema) actúan en gran medida como elemento de ajuste ante variaciones en el resto de las partidas. Ello explica que los análisis de los determinantes de dichos flujos se realicen generalmente excluyendo al BE.

Excluido el BE, la cuenta financiera registró en 2015 un saldo positivo (aumento de activos exteriores superior al aumento de pasivos) por valor de 74 mm de euros (frente al saldo prácticamente nulo, de -6 mm, en 2014). Este resultado se ha visto influido, en parte, por los mayores recursos disponibles del conjunto de agentes residentes en España, como consecuencia del superávit de cuenta corriente y de capital, ya que una parte de este ahorro se ha podido destinar a adquirir activos en el exterior o a cancelar deudas frente al resto del mundo. No obstante, como muestra el gráfico 5, el saldo de la cuenta corriente y de capital es solo una parte de los determinantes de los flujos financieros netos frente al exterior excluido el BE. Estos dependen también, de forma muy importante, de las decisiones de cartera de los distintos agentes residentes y no residentes. Como se ha comentado anteriormente, la actuación del Eurosistema ha condicionado en parte estos flujos, ya que la liquidez generada en España se ha canalizado en buena medida hacia el exterior.

Como muestra el panel 2 del gráfico 5, el saldo positivo de la cuenta financiera excluido el BE es resultado de una adquisición neta de activos exteriores superior a la asunción neta de nuevos pasivos. La primera pasó de 83 mm, en 2014, a 121 mm, en 2015, situándose en niveles relativamente elevados en términos históricos, mientras que la segunda se redujo de 89 mm a 48 mm. Aun así, el flujo neto de pasivos mantuvo un signo positivo, a diferencia de lo ocurrido en 2012, año en el que las tensiones asociadas a la crisis de los mercados de deuda soberana de la UEM propiciaron cancelaciones muy importantes de pasivos con el exterior.

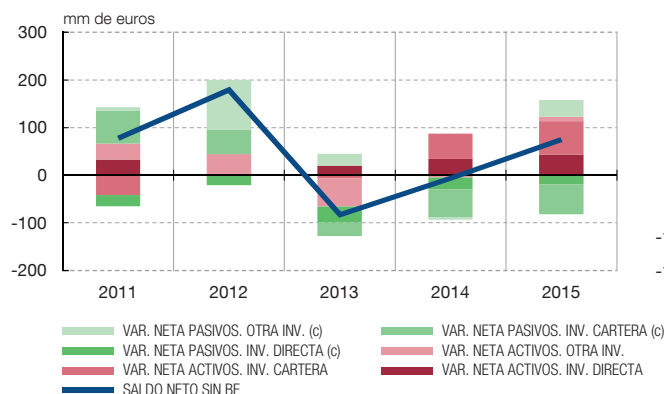
1 BALANZA DE PAGOS. ACUMULADO DE 12 MESES



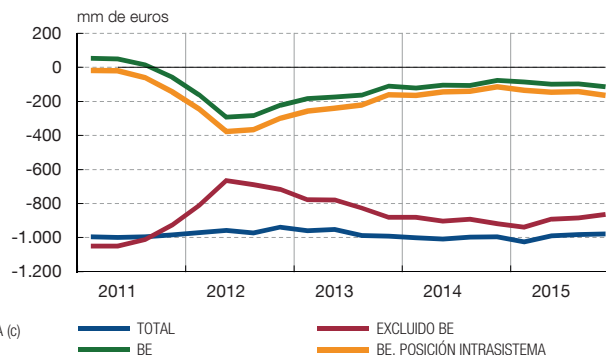
2 CUENTA FINANCIERA SIN BE (a). ACUMULADO DE 12 MESES



3 FLUJOS FINANCIEROS CON EL EXTERIOR POR INSTRUMENTOS. SIN BE (b)



4 POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA (ACTIVOS - PASIVOS)



FUENTE: Banco de España.

- a Los derivados financieros se contabilizan como un neto de netos y están asignados a la variación neta de activos.
 b No incluye la variación de derivados financieros, cuyo importe es reducido.
 c La variación neta de pasivos de los agentes residentes con el resto del mundo se representa con el signo contrario.

La adquisición de activos frente a no residentes se produjo en los tres tipos de categorías funcionales principales (véase panel 3 del gráfico 5), aunque de forma más destacada en las inversiones de cartera (70 mm) e inversiones directas (43 mm) que en las otras inversiones (10 mm). Respecto de las primeras, en un contexto de reducidos tipos de interés y de mayor propensión a diversificar geográficamente sus carteras, los otros sectores residentes (OSR)⁴ aumentaron un 48 % (hasta 51 mm de euros) sus adquisiciones netas de activos de renta variable (participaciones y fondos de inversión), con respecto al año anterior. Estos mismos agentes adquirieron además 21 mm (un 3 % más) de valores de renta fija emitidos por no residentes. En cuanto a la inversión directa, aumentó tanto la realizada por los otros intermediarios financieros monetarios (OIFM; +23 %) como la de los OSR (+26 %). Con todo, el flujo neto de inversión directa hacia el exterior en 2015 se situó todavía notablemente por debajo de los máximos de 2007 (105 mm).

Por su parte, la disminución en el flujo de pasivos en 2015, con respecto al año anterior, estuvo muy condicionada por la cancelación neta de otras inversiones (-35 mm, frente a

4 Distintos de las IFM y las AAPP.

5 mm de aumento en 2014), lo que se explica fundamentalmente por la reducción neta de los depósitos interbancarios (-22 mm), evolución que se habría visto influida por la abundancia de liquidez generada por las medidas de expansión cuantitativa del Eurosistema. La inversión directa neta del exterior en España se redujo moderadamente (de 25 mm a 20 mm), mientras que las inversiones de cartera en activos emitidos por residentes se mantuvieron elevadas, superando ligeramente los niveles de un año antes (62 mm, frente a 59 mm de 2014). Como ya se ha señalado, esto último contrasta con lo ocurrido en 2012, año en el que las tensiones en los mercados financieros y las dudas de los inversores internacionales sobre la economía española propiciaron una venta neta de valores españoles en cartera de no residentes por valor de 52 mm. En 2015, al contrario que tres años atrás, los no residentes invirtieron 70 mm en valores de deuda pública española, correspondiendo un 96 % de ellos a valores a medio y largo plazo.

Dado que, en 2015, el saldo positivo de la cuenta financiera excluido el BE (que implica mayores pagos que ingresos por transacciones financieras con el exterior) superó al saldo positivo de las balanzas por cuenta corriente y de capital —incluyendo errores y omisiones— (que implica unos ingresos netos), el flujo neto de pagos hacia el resto del mundo tuvo su reflejo en un aumento de la posición deudora del BE frente a los no residentes. A su vez, puesto que las reservas de divisas y otros activos y pasivos netos del banco central frente al exterior crecieron en 11 mm, ello implicó un aumento de la posición neta deudora frente al Eurosistema de 51 mm. Dicho aumento rompió con la tendencia descendente iniciada en 2013, al hilo de la relajación de las tensiones en los mercados financieros de la UEM (véase panel 4 del gráfico 5).

El incremento de la posición deudora intrasistema no debe interpretarse como un indicio de resurgimiento de los problemas de financiación de la economía española. Tal y como se ha explicado en la sección anterior, las variaciones en los activos y pasivos intrasistema reflejan los flujos netos de ingresos y pagos con el resto de la UEM. En ocasiones, esos flujos no están equilibrados y se producen salidas o entradas netas de fondos en la economía. Ahora bien, ello puede ser resultado de fenómenos muy distintos. En 2012, esos pagos resultaron en una parte importante de desinversiones por parte del resto del mundo en valores emitidos por los residentes y de la no renovación de préstamos concedidos a estos por parte de los no residentes. En 2015, en cambio —como se ha visto anteriormente—, los no residentes siguieron adquiriendo valores de emisores españoles por importes elevados, de manera que los mayores pagos al exterior se explican por la adquisición de activos exteriores por parte de agentes residentes, en un entorno de bajos tipos de interés y mayor preferencia por la diversificación geográfica de las carteras, y por la cancelación de pasivos interbancarios con entidades no residentes por parte de las EC españolas.

La posición deudora internacional neta de la economía española excluido el BE disminuyó en 2015, como consecuencia del saldo positivo de la cuenta financiera y pese al efecto neto en la dirección contraria derivado de la revalorización de activos y pasivos, pasando de 918 mm, en diciembre de 2014, a 864 mm, doce meses después. Teniendo en cuenta al BE, la mejora es inferior (de 995 mm a 978 mm). En todo caso, dicha posición deudora es todavía muy elevada, tanto en términos absolutos como en porcentaje del PIB (90 %), lo que indica la necesidad de perseverar en el mantenimiento de saldos positivos de las balanzas por cuenta corriente y de capital por un tiempo prolongado.

15.4.2016.

Los activos intrasistema tienen una naturaleza particular, que surge del funcionamiento de la UEM como un área monetaria única en la que participan varios países. Consecuencia de ello, desde el inicio de la UEM, en las estadísticas del Banco de España (BE) se viene haciendo una presentación de la Balanza de Pagos y de la Posición de Inversión Internacional complementaria a la que

aconsejan los manuales internacionales, con una diferenciación clara de la cuenta financiera del Banco de España y, en particular, de la posición neta intrasistema.

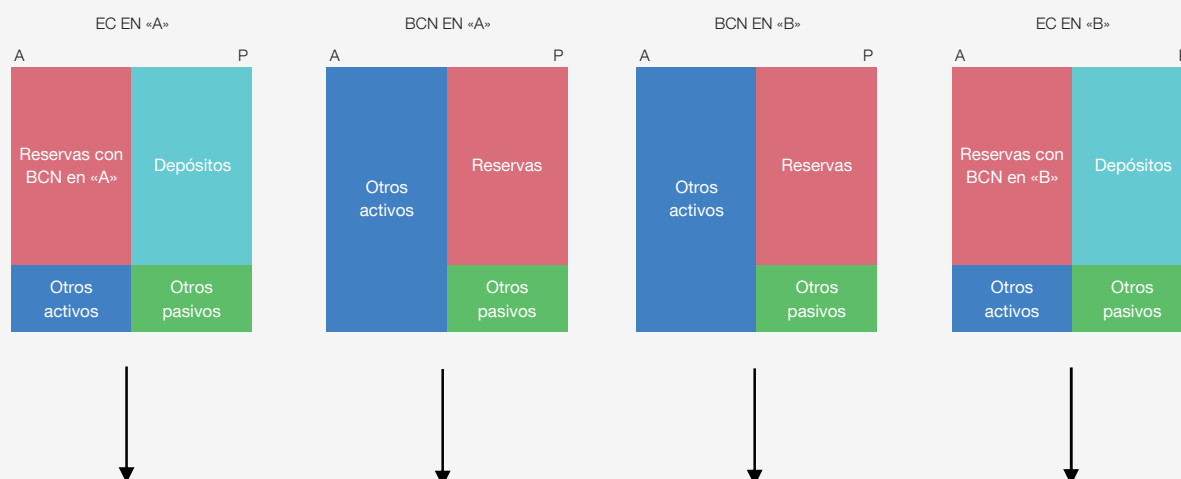
El gráfico adjunto muestra un ejemplo de cómo se crean estos activos intrasistema². El caso considerado es un pago (que puede estar asociado a una operación comercial, como la adquisición de

1 Para un análisis más detallado, véase la nota metodológica del BE «Los activos del Banco de España frente al Eurosistema y el tratamiento de los billetes en euros en la Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional» (<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/bpagos/bpabe.pdf>).

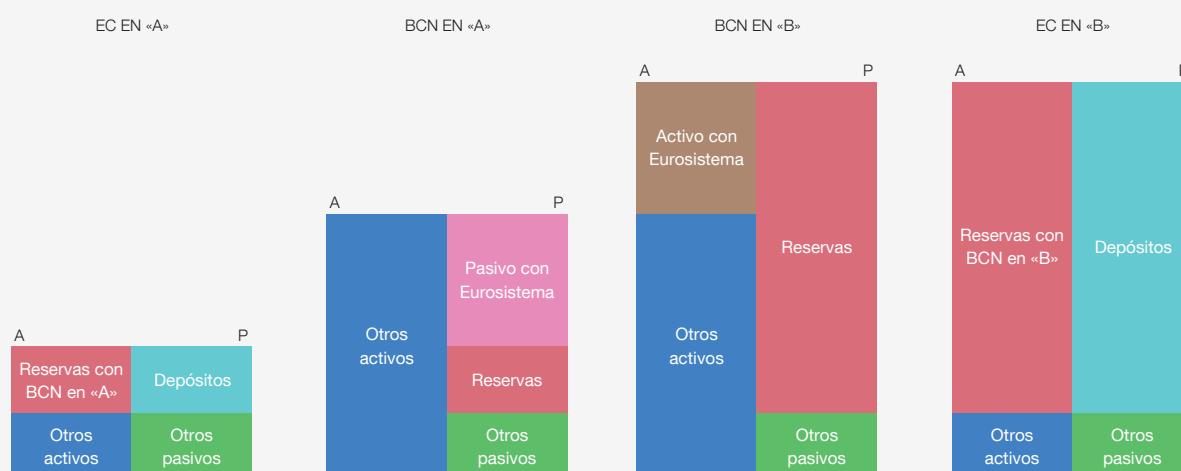
2 Véanse también el recuadro 4 en el *Boletín Económico* del BCE número 6/2015 y el artículo «TARGET balances and monetary policy operations» en el *Boletín Mensual* del BCE de mayo de 2013.

EJEMPLO DE CREACIÓN DE POSICIONES INTRASISTEMA: PAGO DE UN CLIENTE DE EC EN EL PAÍS «A» A UN CLIENTE DE EC EN EL PAÍS «B»

A SITUACIÓN INICIAL



B SITUACIÓN FINAL



FUENTE: Banco de España.

un bien o servicio, o financiera, como la concesión de un préstamo o adquisición de un valor) de un cliente de una EC en el país «A» a un cliente de otra EC en el país «B», ambos dentro de la UEM, y que se realiza a través de TARGET. Las operaciones en TARGET se liquidan en las cuentas de reservas en el banco central de las distintas entidades participantes. Así, partiendo de la situación inicial, representada en los paneles superiores del gráfico, el pago supone una reducción de las reservas de la entidad pagadora (EC en «A») y un aumento igual de las correspondientes a la entidad cobradora (EC en «B»). Ambas entidades, que actúan únicamente como intermediarias, trasladan el pago o ingreso correspondiente a sus respectivos clientes, cargando o abonando el importe en sus depósitos con la EC³. Si el pago hubiera sido entre clientes de entidades de un mismo país, ambas hubieran tenido sus reservas en un mismo BCN y la operación se hubiera liquidado simplemente con un cambio de titularidad dentro del balance de dicho BCN. Sin embargo, en este ejemplo, cada EC tiene sus reservas en un banco central diferente. Por tanto, la liquidación de la operación requiere de un ajuste en los activos y pasivos dentro del Eurosistema. En principio, la operación se realizaría con la apertura de una posición deudora del BCN en «A» frente al BCN en «B». No obstante, el funcionamiento de TARGET estipula que, al final del día, las posiciones bilaterales entre los distintos BCN y el BCE se compensen y conviertan en posiciones netas de cada uno de ellos frente al resto del Eurosistema (posición neta en TARGET). Así, por ejemplo, si el BCN en «A» ha tenido más pagos que ingresos frente al resto de los BCN (como ocurre en este caso), se genera un pasivo neto. Simétricamente, se genera también un

activo neto del BCN en «B». Todas estas posiciones desaparecen al consolidar los distintos componentes del Eurosistema.

En resumen, cualquier pago (ingreso) entre un residente español y un residente en otro país de la UEM que utilice el sistema financiero privado es liquidado a través de TARGET y se traduce en un cambio en la posición TARGET del BE y en una variación de las reservas de las EC españolas en el banco central⁴. Cuando los pagos son superiores a los ingresos, las reservas disminuyen y aumentan los pasivos intrasistema (o disminuyen los activos), y viceversa, cuando los primeros son inferiores a los segundos.

Así, en cierto modo, los activos intrasistema actúan, dentro de la UEM, de forma parecida a las reservas de divisas de los bancos centrales que no forman parte de una unión monetaria. Salidas netas de fondos al exterior generan reducciones en los activos intrasistema y viceversa. Sin embargo, existen importantes diferencias entre ambos. Por un lado, mientras que las reservas de divisas no pueden ser negativas, los activos intrasistema sí (pasivos intrasistema). Además, las variaciones en los activos intrasistema son automáticas. No dependen de la voluntad de los bancos centrales involucrados, sino que cualquier BCN de la UEM está obligado a aceptar, como pago, depósitos en otro BCN del área. Solo así se garantiza la existencia de una política monetaria única en todos los países de la UEM. Hay que tener en cuenta, además, que estos pasivos no son exigibles y no tienen plazo de vencimiento⁵. Así, en principio, en la medida en que la situación no venga acompañada de desequilibrios en el sistema bancario nacional que sea necesario corregir (como, por ejemplo, problemas de insuficiencia de colateral o excesiva dependencia de financiación a muy corto plazo), dicha posición deudora puede persistir en el tiempo.

3 En el caso de pagos originados por las propias EC sin intervención de la clientela, la variación de las reservas sería equivalente, pero no habría cambios en los depósitos de clientes. Por ejemplo, si el pago respondiese a la devolución de préstamos interbancarios previos de la EC en «B» a la EC en «A», la contrapartida sería un menor pasivo/activo interbancario en las EC respectivas. Si el pago correspondiera a la adquisición de un bono (o cualquier otro activo financiero), la reducción de reservas de la EC en «A» se correspondería con un aumento de sus bonos en cartera y la EC en «B» registraría la operación inversa. En cualquier caso, la variación en las reservas es idéntica a la del caso presentado.

4 Si el pago no se realiza a través de TARGET, los movimientos que se registran dependerán de la forma en que se liquide la operación, pero necesariamente implicarán como contrapartida, en la cuenta financiera de la balanza de pagos, un descenso de los activos financieros frente al exterior y/o un aumento de los pasivos.

5 En el contexto actual, además, su remuneración es nula, puesto que se fija igual al tipo de interés oficial de intervención del BCE.

