

**BANCO DE ESPAÑA**

**Los activos del Banco de España frente al Eurosistema  
en la Balanza de Pagos**

**17 Abril 2001**

## **I RESUMEN**

Hasta la creación de la UEM, la variación de las reservas del Banco de España era la contrapartida del conjunto de las operaciones exteriores de los otros sectores. Tras la creación de la UEM, la variación del saldo de la cuenta del Banco de España con el Eurosistema es, en general, la principal contrapartida del conjunto de esas operaciones, contrapartida que el Banco de España ha de ofrecer necesariamente, mientras que la variación de las reservas es el resultado de decisiones propias ligadas a su política de gestión de sus activos y a las directrices del BCE.

La variación de la cuenta del Banco de España con el Eurosistema es la contrapartida principal de todas las operaciones de la Balanza de Pagos, cualquiera que sea su moneda originaria, el país del no residente, el sector institucional residente, y la naturaleza financiera o no financiera de la operación. Es, por tanto, la contrapartida principal de todas sus rúbricas. De ahí el interés analítico de la expresión separada de esta variable en la presentación de los datos de la Balanza de Pagos.

## **II. LAS RESERVAS COMO CONTRAPARTIDA DE LAS OPERACIONES DE LA BALANZA DE PAGOS ANTES DE LA UEM**

Hasta la creación de la UEM, las reservas del Banco de España se definían como sus activos líquidos en moneda extranjera frente al resto del mundo, y eran la contrapartida del resultado neto total de todas las operaciones entre residentes y no residentes.

Unos ejemplos sencillos permiten ilustrar la afirmación anterior.

### **II.1. Operación que se liquida en moneda extranjera**

Un exportador residente en España,  $X_A$ , con cuenta en el banco residente  $B_A$ , vende mercancía a un cliente  $X_B$ , que tiene su cuenta en un banco no residente,  $B_B$ . La operación se liquida en moneda extranjera. Por simplicidad se supone que el banco  $B_A$  mantiene una cuenta mutua de corresponsalía con el banco  $B_B$ . La retirada de este supuesto obligaría a introducir operaciones con bancos y, en su caso, sistemas de liquidación interpuestos, complicando la operativa, pero sin afectar al resultado final.

Se parte de una situación de equilibrio, en la que los agentes económicos mantienen la composición deseada de sus activos y pasivos financieros entre moneda nacional y moneda extranjera, de acuerdo con los tipos de interés y tipos de cambio vigentes, y sus expectativas sobre ellos.

El comprador no residente,  $X_B$ , ordena a su banco,  $B_B$ , que transfiera el importe en moneda extranjera -su moneda- de su compra a la cuenta que el exportador residente,  $X_A$ , tiene en su banco,  $B_A$ . El exportador, que parte de la situación de equilibrio entre moneda nacional y extranjera, solicita a su banco que el abono se lo haga en su cuenta en moneda nacional.

La operación dará lugar a los siguientes flujos iniciales en la contabilidad de los residentes que intervienen en ella:

1. Un aumento de los activos en moneda extranjera del banco  $B_A$ , en forma de aumento de sus depósitos en la cuenta de corresponsalía con el banco  $B_B$ .
2. Un aumento de igual importe de los pasivos en moneda nacional del banco  $B_A$ , en forma de aumento de los depósitos de su cliente  $X_A$ .
3. Un aumento de los ingresos por exportación de  $X_A$ .
4. Un aumento de los activos en moneda nacional de  $X_A$  en forma de aumento de sus depósitos en el banco  $B_A$ .

Sin embargo, en el banco  $B_A$  se ha producido un cambio en la composición inicial de sus activos y pasivos entre moneda nacional y moneda extranjera, por lo que acudiría al mercado de divisas a ofrecer su depósito en moneda extranjera contra un depósito en moneda nacional.

Supongamos, por simplicidad, que ese depósito es adquirido por el Banco de España, en el que el banco  $B_A$  tiene cuenta, y que el Banco de España tiene, a su vez, cuenta en el banco no residente  $B_B$ . En ese caso se registran los siguientes flujos adicionales.

5. Descenso de los activos en moneda extranjera del Banco  $B_A$  al disminuir sus depósitos en el banco  $B_B$ .
6. Aumento de los activos de  $B_A$  en moneda nacional, en forma de depósitos en el Banco de España.
7. Aumento de los activos en moneda extranjera del Banco de España en forma de depósitos en el banco no residente  $B_B$ ; es decir, aumento de las reservas.
8. Aumento de los pasivos en moneda nacional del Banco de España frente al banco residente  $B_A$ .

De estos flujos, la Balanza de Pagos anota solo los que tiene lugar entre residentes y no residentes, que son los designados por 1, 3, 5 y 7. Los flujos 1 y 5, a su vez, se compensan. Por tanto, el resultado final sería:

Un ingreso por exportación de mercancías

Un pago por aumento de las reservas

En la práctica, el supuesto de una compra inmediata y directa por el Banco de España del depósito en moneda extranjera ofrecido por el banco  $B_A$  no es realista. Los bancos y demás instituciones financieras residentes que, como resultado de sus operaciones exteriores y de las de sus clientes, deseen comprar o vender divisas, lo harán en el mercado. Así, por ejemplo, los bancos españoles cuyos clientes hayan realizado importaciones de mercancías pagadas a sus proveedores en moneda extranjera demandarán depósitos en moneda extranjera a cambio de depósitos en pesetas, como consecuencia de transacciones similares, pero de signo contrario, a las explicadas en la operación de exportación anterior.

En conjunto, todas las operaciones de ingresos por cualquier concepto de la Balanza de Pagos, tanto de la cuenta corriente como de la financiera, realizada por cualquier sector institucional, y en cualquier moneda -incluida la peseta; este punto se explica más adelante- darían lugar a oferta de divisas, y las de pagos, a demanda, excepto las operaciones de ingresos y pagos compensados -por ejemplo, una exportación a crédito-.

Hasta la creación de la UEM, si la totalidad de los ingresos superaba a la de los pagos, y el Banco de España no ofrecía contrapartida comprando los depósitos en moneda extranjera ofertados en exceso, el tipo de cambio de la peseta se apreciaba, siendo su variación el mecanismo equilibrador. Si el Banco de España quería evitar la apreciación de la moneda, compraba el exceso de depósitos en moneda extranjera, y el mecanismo equilibrador era el aumento de las reservas. En la práctica, el ajuste se producía por una combinación de ambos mecanismos, dependiendo de la política de tipo de cambio del Banco de España.

## **II.2. Operación que se liquida en pesetas**

Si la operación con el no residente se liquidaba en pesetas, el mecanismo de ajuste a través de las variaciones de las reservas y/o del tipo de cambio era idéntico.

En efecto, supongamos una operación de compra a un residente, por parte de un inversor no residente, de deuda pública emitida por el Tesoro español en pesetas. El comprador no residente venderá a su banco no residente un depósito en moneda extranjera contra pesetas, para poder pagar al vendedor residente. El banco no residente, que ve alterada la composición de sus activos entre su moneda y la peseta, a su vez comprará en el mercado un depósito en pesetas contra un depósito en su moneda. El resultado es similar al del caso anterior: aumento de la oferta de depósitos en moneda extranjera contra depósitos en pesetas que se traducirá, si el Banco de España ofrece contrapartida, en un aumento de las reservas. En este caso, en la Balanza de Pagos se anota:

Un ingreso por inversiones de cartera en el sector de las AAPP  
Un pago por aumento de las reservas

### **III. LOS ACTIVOS DEL BANCO DE ESPAÑA FRENTE AL EUROSISTEMA, COMO CONTRAPARTIDA DE LAS OPERACIONES DE LA BALANZA DE PAGOS NACIONAL DESPUÉS DE LA CREACIÓN DE LA UEM**

Tras la creación de la UEM, las reservas de sus países miembros se definen como los activos líquidos en moneda extranjera que sus Bancos Centrales nacionales mantienen frente a residentes de países distintos de la UEM. No incluyen, por tanto, ningún tipo de activos en euros, ni los activos en moneda extranjera que se mantengan frente a residentes de países UEM. Las reservas del Eurosistema, en su conjunto, están formadas por la suma de las de sus países miembros más las que posee el BCE.

Pues bien, mientras que en la Balanza de Pagos agregada del conjunto de países de la UEM frente a los residentes del resto del mundo, las reservas del Eurosistema, definidas en el párrafo anterior, siguen siendo la contrapartida principal de las operaciones entre los residentes de la zona y los de los otros países, en la Balanza de Pagos de España la variable de ajuste principal ya no son las reservas, sino la variación del saldo de la cuenta del Banco de España con el Eurosistema. La variación de las reservas y de sus otros activos y pasivos son el resultado de decisiones propias ligadas a la gestión de sus activos y a las directrices del BCE.

En efecto, si un banco residente de un país miembro de la UEM, por ejemplo, de España, se encuentra con un exceso no deseado de depósitos en moneda extranjera, los ofrecerá, a cambio de depósitos en euros, en un mercado mucho más amplio que cuando no formaba parte de la eurozona, en el que los demandantes de esos depósitos serán, principalmente, todas aquellas instituciones financieras de todos los países de la UEM que, por operaciones propias o de sus clientes, hayan realizado pagos en moneda extranjera.

Además, y este aspecto es el relevante, no hay razones para que sea el Banco de España el comprador último de esos depósitos. Si el total de los ingresos por operaciones exteriores en moneda extranjera del conjunto de los residentes de la UEM es superior al total de sus pagos, la oferta de depósitos en moneda extranjera contra euros superará a su demanda. En principio, si el BCE no desea que se produzca una apreciación del euro, será quien ofrecerá contrapartida final al mercado. El que el Banco de España, y los Bancos Centrales de los demás países de la UEM intervengan, a su vez, en el mercado, dependerá de sus propias políticas de gestión de sus reservas, y de la política general de tipo de cambio del BCE y las directrices que este indique.

Por tanto, tras la creación de la UEM, aunque el total de los ingresos de la Balanza de Pagos de España superara a los pagos, las reservas del BCE y, en su caso, las del Banco de España y las de los otros Bancos Centrales de la UEM, podrían disminuir si, en el conjunto del área, los pagos a residentes de países no UME fueran superiores a los ingresos, y el BCE deseara evitar la depreciación del euro. Desaparece, por tanto, la vinculación entre el saldo del conjunto de las operaciones exteriores de la balanza de pagos de cada país de la UEM, y las variaciones de sus reservas. Las decisiones de política de cambio del BCE estarán ligadas a los resultados de las operaciones exteriores del conjunto de los países de la UEM, y no a los de la Balanza de Pagos de España o de uno de sus miembros aisladamente considerado.

### **III.1. La liquidación a través de Target**

Antes de ilustrar, con unos ejemplos, lo expuesto en los párrafos anteriores, conviene recordar, previamente, de manera muy sucinta, el mecanismo de liquidación de pagos transfronterizos en euros a través del sistema Target. También interesa advertir que, aunque el Target sea un sistema de liquidación de grandes pagos, el neto final de las operaciones transfronterizas al por menor del sistema de liquidación de la EBA (European Banking Association) también se liquida por Target.

Los cobros transfronterizos recibidos por los bancos residentes, para ellos o para sus clientes, a través del sistema Target, originan un aumento del saldo de la cuenta del Banco de España con el Eurosistema; y los fondos enviados para pagos, dan lugar a una disminución de dicho saldo. La cuenta con el Banco de España del banco residente receptor o emisor de los fondos varía en la misma cuantía. La operación entre el Banco de España y el Eurosistema se anota en la Balanza de Pagos, al ser una operación entre residente y no residente, mientras que la variación de la cuenta entre el Banco de España y el banco residente no se contabiliza, al ser una operación doméstica.

Así, si un banco  $B_A$  residente en España, transfiere euros a través de Target a un banco  $B_B$ , residente en otro país de la UE, la operación se liquidará en su cuenta en el Banco de España. El Banco de España adeuda la cuenta del banco  $B_A$  y abona la cuenta del Banco Central del país de residencia del banco destinatario para que, a su vez, abone la cuenta de este último. Por tanto, el Banco  $B_A$  registra una disminución de sus activos en euros en su cuenta en el Banco de España, y un aumento de sus activos frente al destinatario final de su transferencia, el banco  $B_B$ . El Banco de España registra una disminución de sus pasivos frente al banco  $B_A$ , y una disminución de sus activos frente al Banco Central del país B. Por tanto, el Banco de España registra una disminución de sus activos -o si se prefiere, aumento de sus pasivos, ya que trata de una cuenta mutua- frente al Eurosistema, entendiéndose por tal al conjunto de los Bancos Centrales de la UEM y el Banco

Central Europeo<sup>1</sup>. Obviamente, si el banco  $B_A$  recibiera euros del banco  $B_B$ , el resultado sería un aumento de los activos del Banco de España frente al Eurosistema.

### **III.2. La cuenta del Banco de España con el Eurosistema como contrapartida de las operaciones exteriores de los otros sectores. Ejemplos**

En todos los casos se parte de una situación de equilibrio, en la que los agentes económicos mantienen la composición deseada de sus activos y pasivos financieros entre euros y monedas no euro.

#### **III.2.1 Exportación en moneda extranjera. El comprador es residente de un país no UEM**

Un exportador residente en España,  $X_A$ , con cuenta en el banco residente,  $B_A$ , vende mercancía a un cliente,  $X_B$ , que tiene cuenta en un banco no residente,  $B_B$ , de un país,  $B$ , no UEM. La operación se liquida en moneda extranjera. Por simplicidad, se supone que el Banco  $B_A$  mantiene una cuenta mutua de corresponsalía en moneda extranjera con el banco  $B_B$ .

El comprador no residente,  $X_B$ , ordena a su banco,  $B_B$ , que transfiera en moneda extranjera -su moneda- el importe de su compra a la cuenta que el exportador residente,  $X_A$ , tiene en un banco residente,  $B_A$ . El exportador, que parte de la situación de equilibrio entre euros y monedas no euro, solicita a su banco que el abono se lo haga en su cuenta en euros.

La operación dará lugar a cuatro flujos iniciales, idénticos a los del ejemplo 1 del epígrafe II:

1. Un aumento de los activos en moneda extranjera del banco  $B_A$ , en forma de aumento de sus depósitos en la cuenta de corresponsalía en el banco  $B_B$ .
2. Un aumento de igual importe de los pasivos en euros del banco  $B_A$ , en forma de aumento de los depósitos de su cliente  $X_A$ .
3. Un aumento de los ingresos por exportación de  $X_A$ .

---

<sup>1</sup> Desde noviembre de 2000, la liquidación del Target por novación supone un cambio de técnica contable que no afecta al contenido de esta nota. La única diferencia es que, al final de cada día, los activos brutos de cada Banco Central frente a los otros Bancos Centrales del Sistema se convierten, por su saldo neto, en activos y pasivos frente al BCE. La interposición contable del BCE en los flujos finales diarios entre los Bancos Centrales nacionales no altera el resultado del razonamiento.

4. Un aumento de los activos en euros de  $X_A$  en forma de aumento de sus depósitos en el banco  $B_A$ .

Sin embargo, ahora, y manteniendo el mismo supuesto anterior de que los ingresos de la Balanza de Pagos nacional superan a los pagos, la oferta neta final de depósitos en moneda extranjera por los bancos residentes en España no será, normalmente, adquirida por el Banco de España, engrosando sus reservas, sino que cabe esperar que, en el mercado de divisas de todos los países de la UEM, ese exceso sea adquirido por los bancos e instituciones financieras de los otros países de la UEM. Como luego se explica, si finalmente son adquiridos por el BCE, o por Bancos Centrales de otros países de la UEM, el resultado del ejercicio sería el mismo.

Supongamos, para completar el ejemplo a partir de los cuatro flujos iniciales ya descritos, que el banco  $B_A$  vende el depósito en moneda extranjera al banco  $B_C$ , residente de un país, C, de la UEM, a cambio de un depósito en euros. El banco  $B_A$  transferirá a  $B_C$  el depósito en moneda extranjera que tiene frente a  $B_B$ . A su vez, el banco  $B_C$  ordenará a su Banco Central que transfiera el importe correspondiente en euros, desde su cuenta en él, hasta una cuenta del banco  $B_A$ . El Banco Central de C adeudará la cuenta de  $B_C$ , y abonará los fondos en la cuenta que el Banco de España tiene con él, para que los haga llegar a  $B_A$ . Los flujos detallados que se producirán son los siguientes (se detalla, en cada caso, el asiento por partida doble).

5. Un aumento de los activos en moneda extranjera de  $B_C$  en forma de depósitos frente a  $B_B$ .
6. Una disminución de los activos en euros de  $B_C$  en forma de menores depósitos en su Banco Central.
7. Una disminución de los pasivos en euros del Banco Central del país C frente al banco  $B_C$ .
8. Un aumento de los pasivos en euros del Banco Central del país C en forma de mayores depósitos con él del Banco de España.
9. Un aumento de los activos en euros del Banco de España en forma de mayores depósitos en el Banco Central del país C.
10. Un aumento de los pasivos en euros del Banco de España en forma de mayores depósitos del banco  $B_A$ .
11. Un aumento de los activos en euros del banco  $B_A$  en forma de mayores depósitos en el Banco de España.

12. Una disminución de los activos en moneda extranjera de  $B_A$  frente al banco  $B_B$ .

De los 12 flujos, solo los 1, 3, 9 y 12 tienen lugar entre residentes de España y no residentes. Puesto que las operaciones 1 y 12 se cancelan entre sí, el resultado final en la Balanza de Pagos de España sería:

Un ingreso por exportaciones.

Un pago por aumento de los activos en euros del Banco de España frente al Eurosistema (en forma de activos frente a un Banco Central del Sistema Europeo de Bancos Centrales).

Si se retira el supuesto de que el exceso neto de oferta de divisas generado por las operaciones de la Balanza de Pagos de España, es adquirido por bancos residentes en el área del euro, los resultados son los mismos. Así, si en el conjunto de la zona, la totalidad de los ingresos supera a la de los pagos, el BCE, para evitar la apreciación del euro, puede ser el comprador final del exceso total y, en consecuencia, de algunos depósitos en divisas ofertados por bancos españoles. Sin embargo, el resultado final en la Balanza de Pagos española será, también, un aumento de los activos del Banco de España frente al Eurosistema (frente al BCE, en este caso).

El mismo resultado se produciría si los compradores finales fueran Bancos Centrales de la zona euro. Las reservas de estos Bancos Centrales (y del Eurosistema) aumentarían (aumentarían sus depósitos en moneda extranjera frente a un banco,  $B_B$ , residente fuera de la UEM), pero no las del Banco de España, sino sus activos frente al Eurosistema, a través del mismo proceso de transferencias vía Target desde el banco  $B_A$  hasta el BCE o el Banco Central implicado. Aunque el Banco de España podría ser también la contrapartida final, aumentando sus reservas, su posición frente al Eurosistema adquiere, en general, una importancia mayor en el mecanismo de ajuste.

A continuación se explica el resultado que se produciría si se retiran los supuestos de que la operación es en moneda extranjera y con un país no UEM.

### **III.2.2. Exportación en moneda extranjera. El comprador es residente de un país del área del euro**

Si la operación de exportación tuviera lugar con un residente del área del euro, pero también fuera una operación denominada en moneda extranjera, el resultado en la Balanza de Pagos de España sería similar: un aumento de la posición del Banco de España frente al Eurosistema. Desde la óptica del Eurosistema en su conjunto, sin embargo, el resultado no produciría variación en las reservas del BCE, ya que la oferta de moneda extranjera generada por el banco español receptor de los fondos

para su cliente exportador se vería compensada por la demanda del mismo importe del otro banco de la zona.

### **III.2.3. Exportación en euros. El comprador es residente de un país del área del euro**

Si la operación tuviera lugar en euros, y con un residente de la UEM, también el resultado sería un aumento de la posición del Banco de España frente al Eurosistema. Tampoco, en este caso, se produciría una variación de las reservas del Eurosistema en su conjunto.

### **III.2.4. Exportación en euros. El comprador es residente de un país no UEM**

Si la operación tuviera lugar con un residente de un país no UEM, y estuviera denominada en euros, podría liquidarse a través de Target. En ese supuesto también tendría un impacto directo sobre la variación de los activos del Banco de España frente al Eurosistema. Este sería el caso si el banco no residente utilizara como corresponsal a un banco residente de un país de la UEM distinto de España. Sólo en el caso de que la operación se liquidara a través de un banco corresponsal residente en España el resultado sería un aumento de los ingresos por exportación, con contrapartida en un aumento de los depósitos en euros frente a no residentes de un banco residente, que se registran en la Balanza de Pagos como un pago por variación de activos en la rúbrica de "Otra inversión". En este caso, no habría contrapartida directa del Banco de España, siendo cero el resultado neto total de la operación.

En los dos casos de este ejemplo, de operación en euros con un residente de un país no euro, tanto si se liquida a través de un banco corresponsal, como si se hace a través de Target, el banco no residente del cliente comprador, que ha de adquirir los euros en el mercado, ofertará moneda extranjera que, en última instancia, adquirirá el BCE (o algún Banco Central del Eurosistema), si, en el conjunto de la UEM, este tipo de operaciones exceden a las de pago, y el BCE desea evitar la apreciación de la moneda. Pero sólo en ocasiones será el propio Banco de España quien ofrezca la contrapartida, con el consiguiente aumento de las reservas. En general, sin embargo, será el aumento de la cuenta del Banco de España con el Eurosistema la partida de ajuste de la operación.