

# El recurso de la banca española a la financiación del Eurosistema

Ricardo Gimeno y Ana del Río



5 de julio de 2018

Durante la crisis, la utilización de las facilidades de financiación del Eurosistema por parte de los bancos del área del euro estuvo estrechamente vinculada a las graves tensiones en los mercados de financiación. Sin embargo, desde finales de 2014 su evolución ha venido determinada, fundamentalmente, por la instrumentación de la política monetaria común y la necesidad de acentuar los estímulos monetarios a través de medidas no convencionales. El sistema bancario español presenta actualmente un recurso a esta financiación relativamente elevado, en términos tanto del porcentaje del PIB como de su peso en el balance del sector, si bien el peso en la financiación total del Eurosistema se ha reducido desde 2014. El plazo dilatado de los vencimientos y las condiciones favorables que han mostrado los mercados financieros en el período más reciente otorgan a las entidades margen para afrontar la refinanciación o amortización de dicha deuda de manera ordenada.

Este artículo ha sido elaborado por Ricardo Gimeno y Ana del Río, de la Dirección General de Economía y Estadística.

### Introducción

La provisión de liquidez al sistema bancario forma parte del instrumental de la política monetaria para alcanzar su objetivo principal, que en el caso del Banco Central Europeo (BCE) es mantener la estabilidad de precios en el medio plazo. La provisión de liquidez, junto con las reservas mínimas obligatorias y las facilidades permanentes de crédito y de depósito, integra el marco operativo de la política monetaria común<sup>1</sup>. Su función principal es facilitar el control de los tipos de interés a corto plazo, gestionar la situación de liquidez del sistema y señalar la orientación de la política monetaria, de tal manera que los impulsos monetarios se transmitan a las condiciones financieras de la economía y a las decisiones de gasto y de financiación de los agentes, y, por esta vía, a la inflación.

Antes de la crisis financiera, las operaciones principales de financiación eran una herramienta primordial en la ejecución de la política monetaria en la zona del euro y cubrían la mayor parte de las necesidades de liquidez de las entidades de crédito. A través de estas operaciones semanales, el Eurosistema realizaba una gestión activa de la provisión de liquidez que posibilitó un control satisfactorio de los tipos de interés a muy corto plazo, como primer eslabón de la transmisión de la política monetaria. Por su parte, las facilidades permanentes de crédito y de depósito, que permiten a las entidades solicitar y colocar liquidez, respectivamente, al plazo de un día en cualquier momento, tenían un uso muy limitado. Los límites del pasillo que forman los tipos de interés de estas facilidades actuaban como suelo (facilidad de depósito) y techo (facilidad marginal de crédito) para los tipos de interés a muy corto plazo negociados en el mercado interbancario.

La crisis financiera internacional y la crisis de la deuda soberana en el área del euro requirieron que el Eurosistema realizara sucesivas adaptaciones del marco operativo para atender sus objetivos. Inicialmente, ante el bloqueo de los mercados interbancarios, el BCE tuvo que asegurar la adecuada provisión y distribución de la liquidez asumiendo buena parte de la función de intermediación que anteriormente ejercía el mercado. En este contexto, por ejemplo, el BCE abandonó el sistema de provisión de liquidez basado en el control de la cantidad proporcionada y pasó a satisfacer plenamente la demanda de liquidez del sistema bancario —introduciendo la modalidad de adjudicación plena en las operaciones regulares, procedimiento que sigue vigente en las subastas actuales<sup>2</sup>—. La prolongación de la crisis y la aparición de tensiones en los mercados de deuda soberana llevaron a que el BCE adaptara nuevamente el marco operativo para combatir los riesgos de refinanciación de las entidades y la divergencia (fragmentación) de las condiciones financieras entre países. Así, con el objetivo de garantizar una transmisión homogénea de la política monetaria única, el BCE introdujo operaciones de financiación puntuales

<sup>1</sup> Para mayor detalle, puede consultarse BCE (2011), *La aplicación de la política monetaria en la zona del euro*, documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema.

<sup>2</sup> En octubre de 2017, el Consejo de Gobierno del BCE extendió el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena de las operaciones regulares de política monetaria hasta, al menos, el último período de mantenimiento de reservas de 2019.

y a largo plazo<sup>3</sup>, así como programas de compra de valores específicos y de cuantía limitada<sup>4</sup>.

Más recientemente, desde mediados de 2014, en una situación de escaso margen para reducir adicionalmente los tipos de interés oficiales, el BCE volvió a ampliar su instrumental con medidas no convencionales, que, en esta ocasión, pretendían intensificar el estímulo monetario y frenar los riesgos a la baja sobre la inflación. Estas medidas incluyeron nuevas operaciones de financiación a plazo más largo (TLTRO, por sus siglas en inglés), que se describen más adelante, y el programa ampliado de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés)<sup>5</sup>.

Como resultado de ello, y en comparación con la situación previa a la crisis, se ha producido un aumento sustancial de la financiación del Eurosistema al sistema bancario, con cambios en su composición, naturaleza y distribución por países. En este artículo se analizan estos aspectos, en paralelo con el comportamiento de los balances bancarios, prestando particular atención al caso del sistema bancario español.

### La evolución de la financiación del Eurosistema: 2007-2018

La financiación del Eurosistema a la banca de la zona del euro a través de las operaciones de política monetaria ascendía a unos 760 mm de euros en mayo de 2018, nivel en el que se ha mantenido muy estable desde marzo de 2017 (véase gráfico 1). Este volumen no incluye la cartera de valores emitida por las entidades de crédito y adquirida por el Eurosistema a través de los diversos programas de compra de *covered bonds*. Tampoco incluye la denominada «financiación de emergencia» (ELA, por sus siglas en inglés), que en momentos determinados de la crisis fue relevante en algunos sistemas bancarios y de la que todavía depende el sistema bancario griego<sup>6</sup>.

La financiación proporcionada por el Eurosistema es más elevada que antes de la crisis —un 85 % superior a la de principios de 2007— y su composición, naturaleza y características también han cambiado. Las operaciones semanales apenas representan el 0,2 % del total, frente a más del 70 % de hace diez años. Además, como puede observarse en el cuadro 1, la distribución de la financiación por países muestra un peso relativamente alto en Italia, España y Portugal (en relación con la clave de capital en el BCE<sup>7</sup>). El recurso de

3 Adicionalmente a las operaciones de financiación a largo plazo (LTRO, por sus siglas en inglés) a tres meses, progresivamente se introdujeron operaciones con plazo más largo, hasta alcanzar los doce meses en junio de 2009. La última operación a un año se celebró en octubre de 2011. En diciembre de 2011 se anunciaron dos operaciones de financiación a tres años, conocidas como «VLTRO», que se llevaron a cabo en diciembre de ese mismo año y en febrero de 2012.

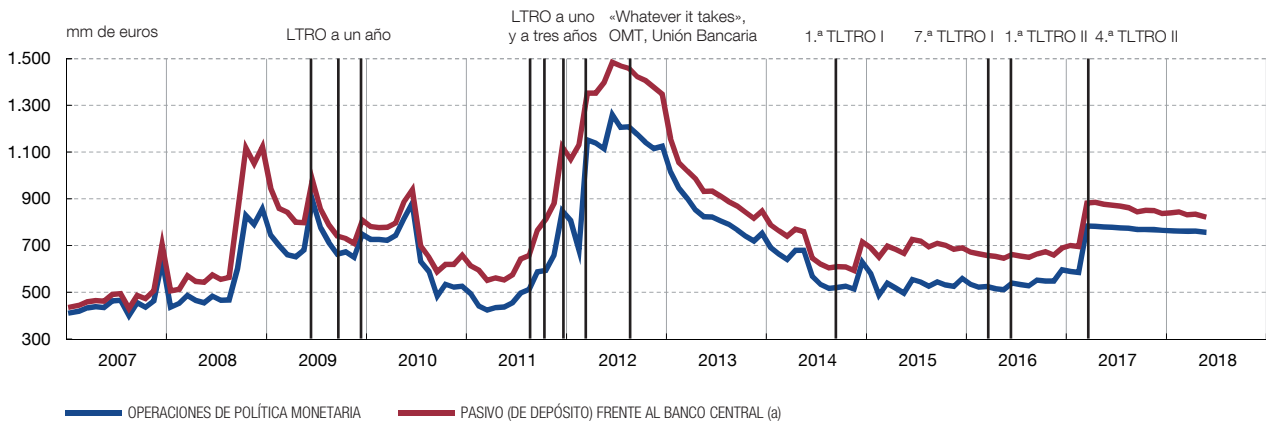
4 Los programas de compra de *covered bonds* CBPP y CBPP2 se introdujeron en julio de 2009 y en noviembre de 2011, respectivamente. En mayo de 2010 se lanzó el programa *Securities Markets Programme* (SMP), en respuesta a la crisis de la deuda soberana y con el objetivo de reparar los problemas de transmisión de la política monetaria que ocasionaban las tensiones en los mercados de valores. La liquidez inyectada a través del SMP se neutralizaba con operaciones de absorción de liquidez semanales, para asegurar que no se afectaba el tono de la política monetaria.

5 Véase, por ejemplo, BCE, «The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures», *Economic Bulletin*, 7/2015.

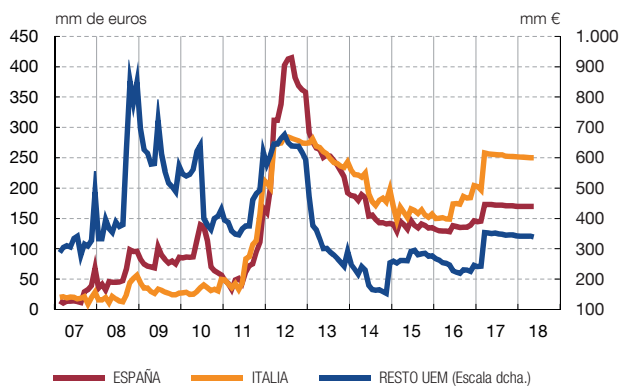
6 Dada la diferente naturaleza y finalidad de la financiación ELA, en este artículo se considera excluida del concepto de financiación del Eurosistema, salvo mención en contrario. La financiación ELA es concedida por los bancos centrales nacionales en situaciones de dificultades temporales de liquidez de entidades solventes concretas, si bien en algunas circunstancias excepcionales de los últimos años se ha empleado de una manera prolongada en el tiempo, como es todavía el caso del sistema bancario griego. Para incorporar la financiación ELA en el agregado de financiación se utiliza la rúbrica de pasivos de las entidades de crédito frente al banco central nacional del balance de las entidades. Hay que tener en cuenta que esta rúbrica, presentada en el gráfico 1 y en la pro memoria del cuadro 1, incluye otras partidas además de la financiación ELA (fundamentalmente, depósitos de los bancos centrales en moneda extranjera).

7 La clave de capital es la participación de los bancos centrales nacionales en el capital del BCE y está calculada a partir del peso en población y en PIB de cada país en la UE. En el cuadro 1 aparece la clave reescalada para los países de la zona del euro como medida de la importancia económica relativa de cada país.

1 FINANCIACIÓN TOTAL DEL EUROSISTEMA

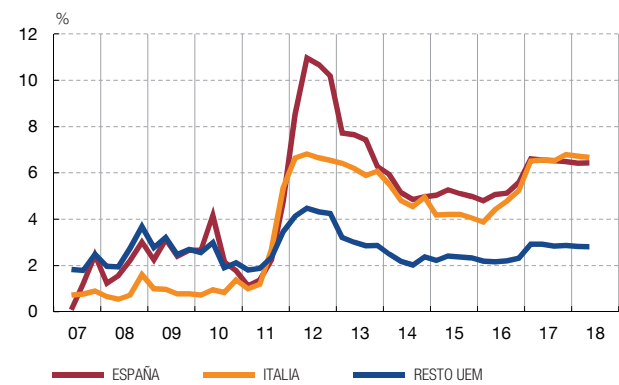


2 VOLUMEN DE FINANCIACIÓN DEL EUROSISTEMA (b)



3 PESO EN EL BALANCE BANCARIO

Pasivo frente al banco central sobre total pasivos entidades de crédito



FUENTE: Banco Central Europeo.

- a Información procedente del balance de las entidades de crédito; incluye financiación ELA, entre otros pasivos.
- b Datos de operaciones de política monetaria del balance desagregado del Eurosistema desde junio de 2016. Se extiende hacia atrás, con las variaciones en la serie de pasivos frente al banco central del balance de las entidades de crédito.

la banca española al Eurosistema se situaba en mayo de 2018 en casi 170 mm de euros, el segundo mayor de la UEM, por detrás de Italia (en torno a 250 mm de euros), lo que en ambos casos representa un volumen cercano al 15 % del PIB y entre el 6 % y el 7 % del tamaño del balance del sector, cifras que son ligeramente inferiores en el caso de Portugal. Considerando los 19 países miembros de la UEM, el valor mediano de la financiación del Eurosistema representa el 4,5 % del PIB y el 1,4 % del activo bancario. Para entender los determinantes de esta situación es necesario remontarse a la crisis de la deuda soberana y, especialmente, a la instrumentación de la política monetaria común desde mediados de 2014.

El mayor aumento de la financiación del Eurosistema se produjo durante la crisis de la deuda soberana en 2011 y 2012, cuando el BCE flexibilizó sus mecanismos de provisión de liquidez y lanzó dos operaciones de financiación a tres años (las denominadas «VLTRO», otorgadas en diciembre de 2011 y febrero de 2012) que aseguraban una financiación estable para el sistema bancario, con el objetivo de que las tensiones en los mercados no agudizaran la recesión y no impidieran la transmisión de la política monetaria común (véase gráfico 1). A mediados de 2012, la financiación del Eurosistema alcanzó máximos por encima de los 1.200 mm de euros —de los cuales, más de 400 mm tenían como contrapartida a las entidades residentes en España—, iniciando posteriormente una reducción

	Financiación con fines de política monetaria (a)				Pro memoria 1: Clave en capital del BCE reescalada	Pro memoria 2: Pasivos de entidades de crédito frente al banco central
	mm de euros	% activo bancario	% del PIB	% total UEM	%	mm de euros
GR (b)	11,2	6,9	11,7	1,47	2,89	20,9
IT	250,4	6,7	14,6	32,87	17,49	248,4
ES	169,7	6,2	14,6	22,27	12,56	173,2
PT	22,0	5,6	11,4	2,88	2,48	22,0
SI	1,1	2,8	2,6	0,15	1,10	1,1
AT	20,1	2,5	5,4	2,64	2,79	21,2
BE	24,3	2,4	5,6	3,19	3,52	26,2
FI	10,1	2,3	4,5	1,33	1,78	10,2
FR	114,2	1,4	5,0	14,99	20,14	156,3
SK	1,1	1,4	1,3	0,14	1,10	1,1
IE	7,5	1,4	2,5	0,98	1,65	7,6
DE	94,6	1,2	2,9	12,41	25,57	101,0
NL	28,2	1,2	3,8	3,70	5,69	28,9
CY	0,9	1,2	4,9	0,12	0,21	0,8
LT	0,3	1,1	0,7	0,04	0,59	0,3
LV	0,2	0,9	0,9	0,03	0,29	0,2
LU	5,6	0,8	10,1	0,74	0,40	5,8
EE	0,1	0,3	0,4	0,01	0,27	0,1
MT	0,1	0,2	0,7	0,01	0,09	0,1
Área del euro	762	2,6	6,8			825,4

FUENTE: Banco Central Europeo.

- a Operaciones principales de financiación y operaciones de largo plazo, a partir del balance desagregado del Eurosistema. Fecha de referencia, 4 de mayo.  
b En el caso de Grecia, las cifras en porcentaje del PIB y del total de los activos bancarios se han calculado utilizando los datos de la columna de Pro memoria 2. Incluyen, por tanto, la financiación ELA.

sostenida que vino posibilitada por las medidas de política económica que adoptaron las distintas autoridades nacionales y europeas y por la consiguiente mejora del acceso a los mercados de financiación. Entre las actuaciones de las instituciones europeas, cabe destacar el lanzamiento de la Unión Bancaria, la concesión de asistencia financiera a España para la recapitalización del sector bancario y las actuaciones adicionales del BCE —entre ellas, las declaraciones del presidente Draghi y la introducción del programa Operaciones Monetarias de Compraventa (OMT, por sus siglas en inglés)<sup>8</sup>—, que, en su conjunto, contribuyeron a la relajación de las graves tensiones financieras. En el verano de 2014, la financiación del Eurosistema se había reducido notablemente, hasta niveles ligeramente por encima de los 500 mm (unos 150 mm en el caso español).

La caída de la financiación del Eurosistema se interrumpió cuando el BCE emprendió una nueva fase de estímulos monetarios para combatir los riesgos a la baja sobre la estabilidad de precios, en un contexto de debilidad económica y escaso dinamismo del crédito bancario. Con los tipos de interés oficiales en niveles ya muy bajos, el BCE incorporó la expansión del balance a su instrumental de política monetaria. Entre otras medidas, en junio de 2014 el BCE anunció las TLTRO que se celebrarían a lo largo de dos

<sup>8</sup> El 12 de julio de 2012, Draghi dijo: «...the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough». A través del OMT, el Eurosistema podría realizar compras de deuda pública en los mercados secundarios de deuda pública. Este programa no ha llegado a activarse.

años. Estas tenían un coste atractivo y pretendían respaldar la concesión de crédito a la economía. Eran un total de ocho operaciones, la primera de las cuales se llevó a cabo en septiembre de ese mismo año, con plazo de vencimiento común en septiembre de 2018, permitiendo además refinanciar los préstamos de las operaciones VLTRO a tres años. A fin de reforzar la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, a las TLTRO les sucedió una nueva serie de cuatro operaciones (TLTRO II), entre junio de 2016 y marzo de 2017, con ventajas en forma de tipos de interés más bajos y plazos más largos y, de nuevo, permitiendo refinanciar los préstamos de las TLTRO anteriores. En las TLTRO II, el plazo de vencimiento es de cuatro años<sup>9</sup> desde su celebración y el coste es el tipo fijo del 0 %, si bien, bajo ciertas condiciones de expansión de los préstamos por parte de las entidades al sector privado —excluyendo los préstamos para adquisición de vivienda—, puede reducirse hasta el -0,4 %, que se corresponde con el tipo de interés de la facilidad de depósito<sup>10</sup>.

Las TLTRO pretendían intensificar el tono acomodaticio de la política monetaria, lo que llevó a un diseño atractivo que buscaba atraer una amplia participación. Los incentivos a refinanciar los préstamos previos del Eurosistema e incluso a incrementarlos<sup>11</sup> eran evidentes, al asegurar unas condiciones de financiación muy favorables durante un período más prolongado. Debido a estas características, las operaciones TLTRO II dieron lugar a un aumento muy apreciable de la financiación del Eurosistema, especialmente en la cuarta y última operación, de marzo de 2017 (véase gráfico 2). En la primera operación TLTRO II, de junio de 2016, se otorgó financiación bruta por importe de 399 mm de euros, que en su mayor parte se utilizó para la sustitución de fondos de las TLTRO previas. En la segunda y tercera operación se adjudicaron 45 mm y 62 mm de euros, respectivamente, mientras que en la cuarta y última operación se concedieron 233 mm de euros. Los préstamos otorgados podrían devolverse antes del vencimiento, una vez transcurridos, al menos, dos años desde la operación<sup>12</sup>.

Desde junio de 2014, el repunte de la financiación del Eurosistema no ha sido especialmente elevado en España, ya que las nuevas facilidades se han destinado en parte a reemplazar las operaciones previas de liquidez del Eurosistema. En este período, el recurso de las entidades españolas se ha incrementado en unos 20 mm de euros, lo que supone que el peso de España en el total de la financiación del Eurosistema se ha reducido (del 30 % al 22 %), en contraste con el incremento registrado en Alemania (del 3 % al 12 %), en Francia (del 11 % al 15 %) y en los Países Bajos (de menos del 1 % a casi el 4 %). Por su parte, el peso relativo de Italia en el total de la financiación se sitúa en casi el 33 %, nivel muy similar al de mediados de 2014 (véanse gráficos 2.3 y 2.4).

Las distintas oleadas de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios llevadas a cabo entre julio de 2015 y julio de 2017 indican que, además de a la sustitución de otras vías de financiación, los fondos obtenidos a través de las TLTRO se destinaron a la concesión de

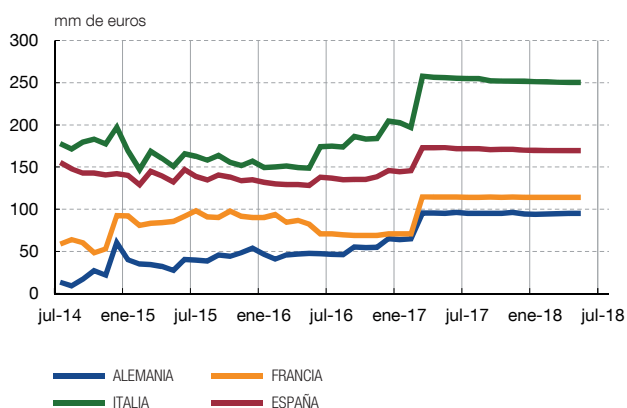
9 Transcurridos dos años desde la operación, las entidades pueden realizar trimestralmente amortizaciones parciales o totales voluntarias de manera anticipada.

10 La aplicación de un tipo más bajo depende del comportamiento de la financiación al sector privado otorgada entre febrero de 2016 y enero de 2018. Para beneficiarse de la máxima reducción del tipo de interés, el saldo vivo de los préstamos debía superar el valor de referencia en un 2,5 % o más a 31 de enero de 2018. Hasta este límite, el nivel del tipo de interés se determina en función del porcentaje por el que los préstamos computables de una entidad de contrapartida superen su valor de referencia y se gradúa linealmente.

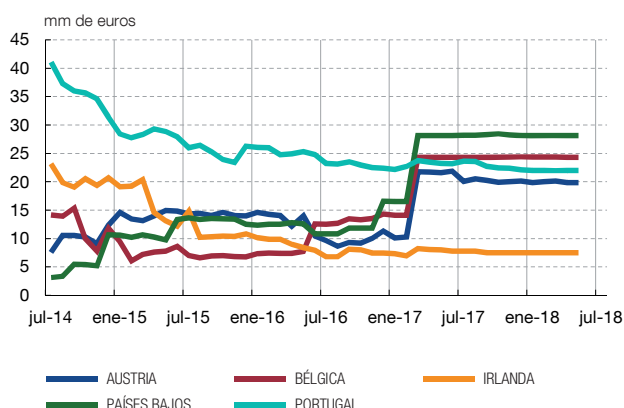
11 Las entidades participantes recibirían el total de la cantidad demandada, sujeta a la aportación de activos de garantía —como en el resto de operaciones de política monetaria— y respetando un límite máximo que dependía de la cartera total de préstamos admisibles.

12 Para mayor detalle, véase BCE, «The targeted longer-term refinancing operations: an overview of the take-up and their impact on bank intermediation», recuadro 5, *Economic Bulletin*, 3/2017.

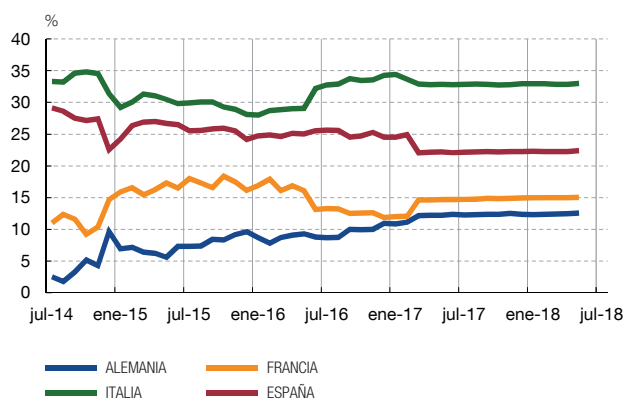
1 FINANCIACIÓN DEL EUROSISTEMA CON FINES DE POLÍTICA MONETARIA



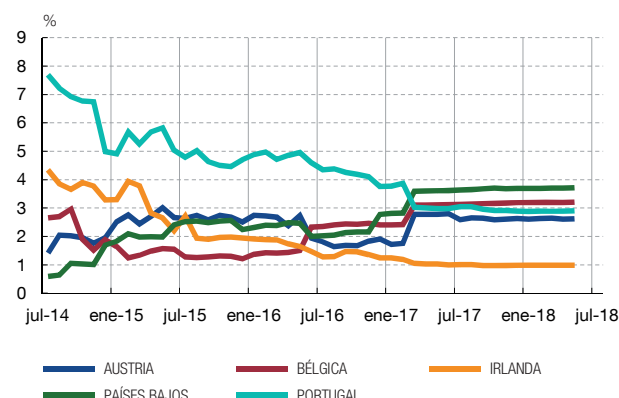
2 FINANCIACIÓN DEL EUROSISTEMA CON FINES DE POLÍTICA MONETARIA



3 PESO EN EL TOTAL DE LA FINANCIACIÓN DEL EUROSISTEMA



4 PESO EN EL TOTAL DE LA FINANCIACIÓN DEL EUROSISTEMA



FUENTE: Banco Central Europeo.

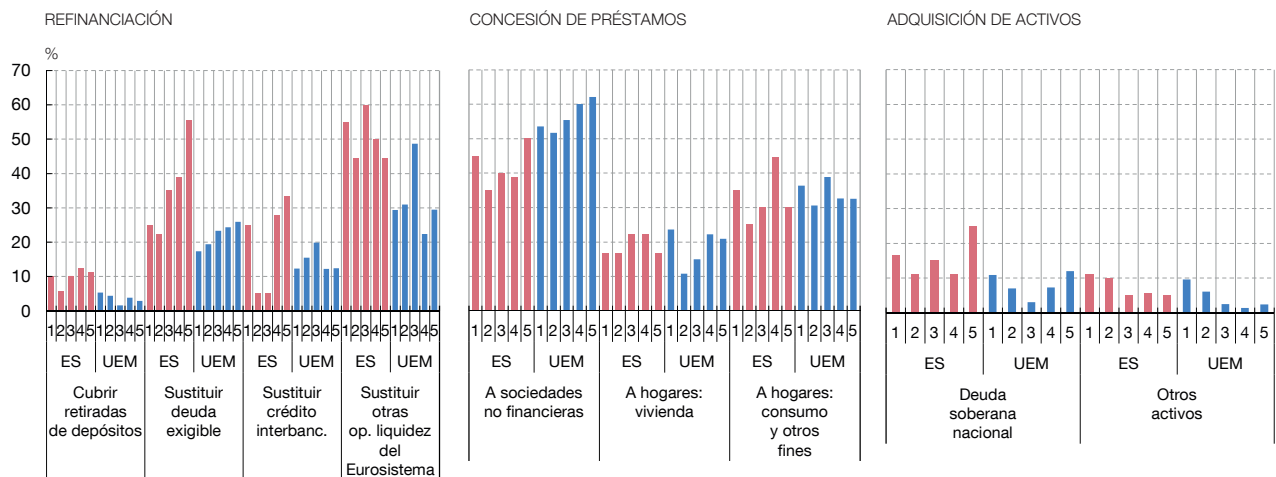
a Datos de operaciones de política monetaria del balance desagregado del Eurosistema desde junio de 2016. Se extiende hacia atrás, con las variaciones en la serie de pasivos frente al banco central del balance de las entidades de crédito.

préstamos al sector privado, mientras que solo una proporción reducida de entidades contestó haber usado los recursos para adquirir otros instrumentos financieros, o para cubrir caídas de depósitos (véase gráfico 3). Siendo la sustitución de otras vías de financiación uno de los principales usos, la ventaja relativa de las TLTRO era mayor en países como Italia y España, donde las entidades mantenían costes de financiación más elevados antes de la introducción de estas operaciones.

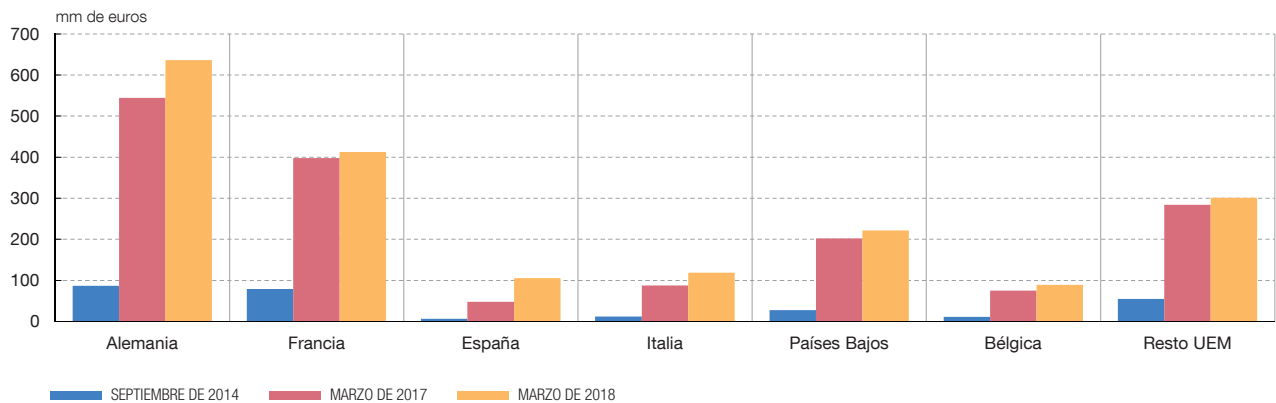
Por tanto, el elevado peso que sigue teniendo la financiación del Eurosistema en España refleja tanto la posibilidad que la política monetaria ha ofrecido para refinanciar los fondos procedentes de operaciones del Eurosistema anteriores como las mayores ventajas relativas en términos de coste. En cambio, para las entidades con liquidez acumulada en forma de exceso de reservas —principalmente, de los países del núcleo de la UEM<sup>13</sup>, como se ilustra en el gráfico 3.2—, la demanda de liquidez adicional era menos atractiva. En marzo de 2017, los depósitos en el banco central de los sistemas bancarios alemán y

13 Véase L. Baldo, B. Hallinger, C. Helmus, N. Herrala, D. Martins, F. Mohing, F. Petroulakis, M. Resinek, O. Vergote, B. Usciati e Y. Wang (2017), *The distribution of excess liquidity in the euro area*, Documento Ocasional, n.º 200, Banco Central Europeo.

1 ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS. DESTINO DE LOS FONDOS DE LAS TLTRO (a)



2 RESERVAS EN EL BANCO CENTRAL



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Indicador = porcentaje de entidades que señalan que los fondos obtenidos contribuyeron considerablemente a ese fin × 1 + porcentaje de entidades que señalan que contribuyeron en cierta medida × 1/2. En cada concepto se muestran los resultados para España y para el conjunto de la UEM de las cinco encuestas que tuvieron lugar entre julio de 2015 y julio de 2017.

francés ascendían a un importe equivalente al 17 % del PIB, mientras que en España y en Italia se situaban en torno al 5 % del PIB.

La evolución de la composición del balance del sector bancario

La mayor importancia de la financiación del Eurosistema ha venido acompañada de cambios sustanciales en el tamaño y en la composición del balance de los sectores bancarios. Desde 2012 se ha producido un descenso generalizado de los activos bancarios, con distinta intensidad por países. El sistema bancario español sobresale por la magnitud del ajuste, que se ha producido en un contexto de pronunciado desendeudamiento del sector privado, y de reestructuración y saneamiento de las entidades de crédito (véanse gráficos 4.1 y 4.2).

Por el lado del pasivo, el hecho más destacable ha sido la caída, tanto en términos absolutos como relativos, de los fondos captados en los mercados mayoristas (véanse gráficos 4.3 y 4.5<sup>14</sup>). Las entidades españolas destacan por un menor peso de la financiación interbancaria (en torno al 11 % del total del balance en el primer trimestre de 2018), frente

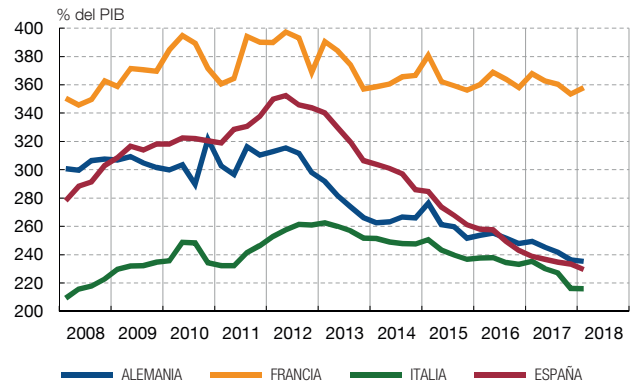
14 Vendría recogido por las rúbricas «Depósitos otras IFM», «Valores de renta fija» y «Depósitos de OFI».



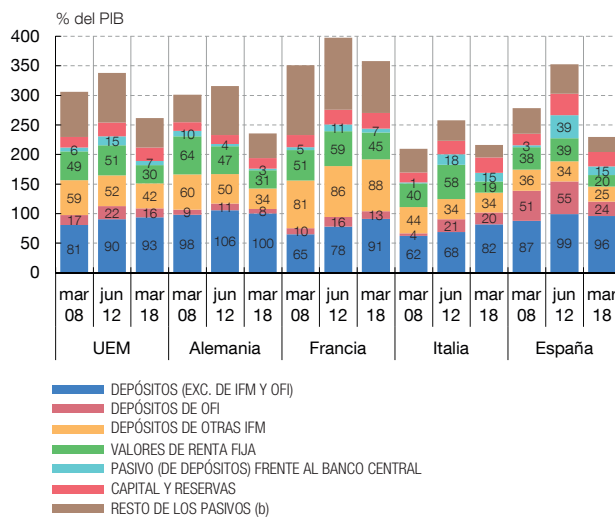
1 BALANCE AGREGADO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO  
Zona del euro



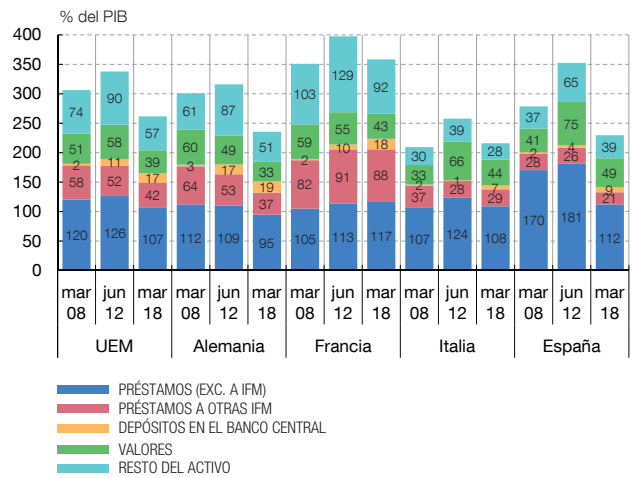
2 BALANCE AGREGADO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO  
Países



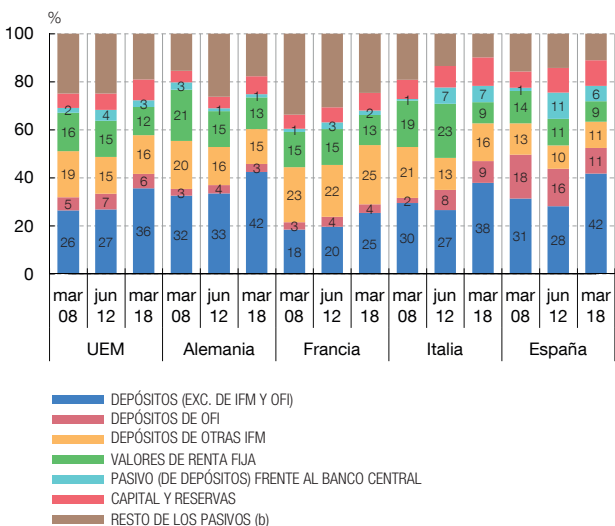
3 PASIVO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO



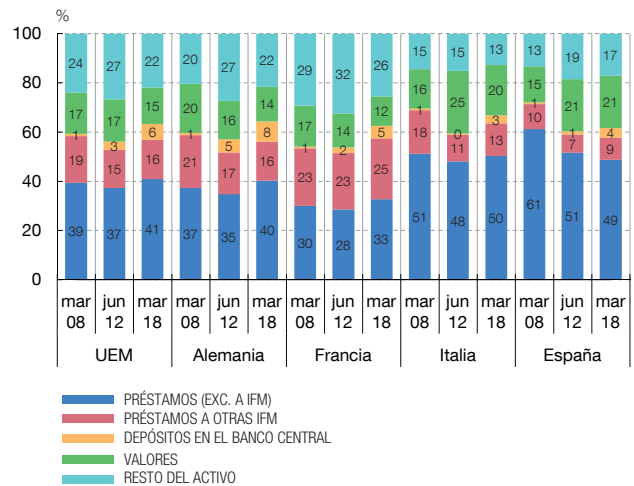
4 ACTIVO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO (c)



5 COMPOSICIÓN DEL PASIVO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

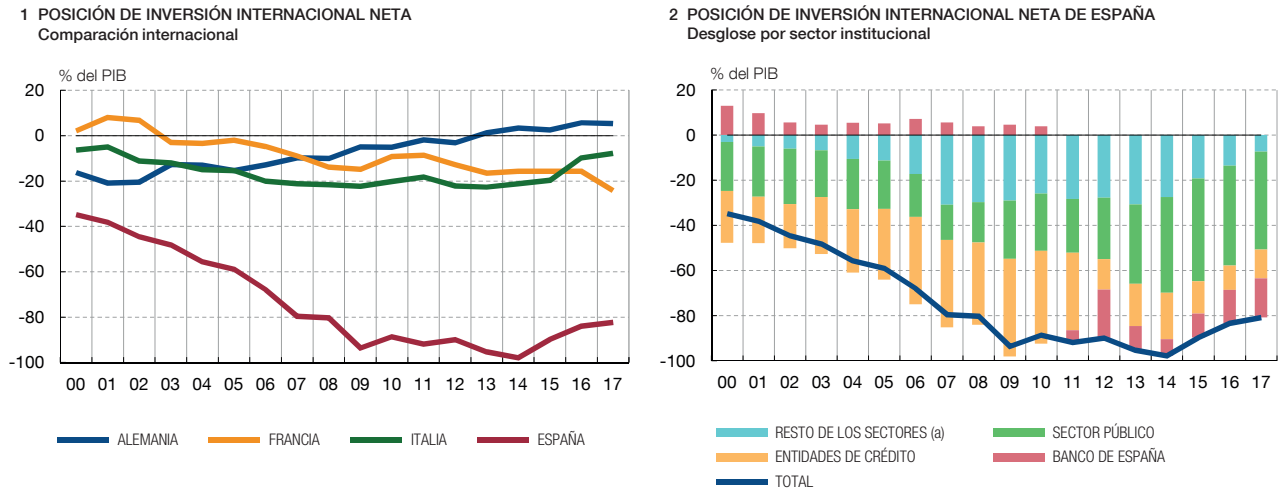


6 COMPOSICIÓN DEL ACTIVO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO (c)



FUENTE: Banco Central Europeo (Aggregated BSI statistics).

- a Información del balance agregado del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM), excluyendo el banco central y los fondos del mercado monetario. Los balances individuales no están consolidados; excluyen, por tanto, las filiales fuera del área del euro.
- b «Resto de los pasivos» incluye pasivos frente al resto del mundo, que para la UEM pesan en torno al 40 % de este componente.
- c Los «préstamos» son a residentes del área del euro y excluyen préstamos a otras IFM. Los «valores» incluyen instrumentos de renta fija, acciones y otras participaciones, emitidos por residentes del área del euro. El «Resto del activo» incluye los activos exteriores, de fuera del área del euro, que en la UEM representan en torno al 50 % de este componente.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Incluye, fundamentalmente, empresas no financieras y empresas financieras no monetarias.

a valores del 25% en Francia y en torno al 15% en Alemania y en Italia. Esta financiación ha tendido a reducirse en los últimos años de manera generalizada (salvo en Francia) y en buena parte representa depósitos de otras entidades nacionales, entre las que se incluyen los bancos del mismo grupo. En relación con la financiación procedente de los mercados de renta fija —recogida en la rúbrica de valores de renta fija y depósitos de otros intermediarios financieros (OFI, por sus siglas en inglés)<sup>15</sup>—, su relevancia en el sistema bancario español —un 44% del PIB y un 20% del pasivo— se encontraba, en el primer trimestre de 2018, próxima a los registros del conjunto de la UEM —46% del PIB y 18% del pasivo—, siendo el componente del pasivo que más se ha reducido en los últimos años. Durante la expansión previa a la crisis, la apelación a los mercados mayoristas internacionales fue el medio principal para captar fondos y financiar la expansión del crédito en España, en un contexto de acceso favorable a dichos mercados y de escasez de ahorro nacional. Ello se reflejó en las elevadas necesidades de financiación de la economía española, que derivaron en una abultada posición de inversión neta deudora, canalizada en gran medida por el sector financiero (véase gráfico 5). Las entidades españolas y las europeas han compensado la caída del peso de la financiación en los mercados mediante un mayor recurso relativo a los depósitos —que llegan a representar el 36% del pasivo del sector bancario en la UEM (véase gráfico 4.5)— y a la financiación del Eurosistema, siendo este último el canal más relevante, entre los principales países del área, para los sistemas bancarios español e italiano, que fueron los que se vieron más afectados por las tensiones en los mercados mayoristas. En particular, el peso en el pasivo de las posiciones frente al Eurosistema es del 6%-7% en los casos español e italiano, por encima del 1% que representaba a principios de 2008.

Por el lado del activo, destaca la pérdida de peso de la inversión crediticia en el sistema bancario español, que está en línea con el fuerte desendeudamiento del sector privado y con el saneamiento de las entidades de crédito (véanse gráficos 4.4 y 4.6). Concretamente, esta partida pasó de representar niveles algo superiores al 60% del balance a principios

15 Los recursos obtenidos por las entidades a través de titulaciones no figuran en el pasivo de las entidades como valores emitidos, sino como depósitos de OFI cuando los créditos no se dan de baja del balance y la operación supone la captación de fondos —esto es, que no se trate de titulaciones retenidas—.

de 2008 a suponer un 49 % a principios de 2018, aproximándose a los registros promedio del conjunto de la UEM. Esta recomposición del activo se ha producido a favor de un mayor peso de la cartera de valores, que se ha incrementado en 6 pp en dicho período, hasta representar el 21 % del balance, situándose por encima del promedio de los sistemas bancarios de la UEM. En el conjunto de la eurozona, lo más destacable es el aumento del peso de los depósitos frente al Eurosistema, pasando del 1 % al 4 % de los activos entre 2008 y 2018, evolución que es coherente con la liquidez generada por la política de expansión del balance del Eurosistema. Este incremento ha sido generalizado, aunque ha tenido una intensidad desigual, siendo más moderado, de entre los principales países del área, en los sistemas bancarios español e italiano, y más acentuado en los de Alemania y Francia<sup>16</sup>.

## Conclusiones

El recurso de las entidades españolas a la financiación del Eurosistema es relativamente elevado, en términos tanto del PIB como de su peso en el balance del sistema bancario, si bien los factores que explican la evolución de esta fuente de financiación han variado sustancialmente a lo largo de los últimos años. En 2014 se interrumpió la caída de la financiación del sistema bancario español procedente del Eurosistema, coincidiendo con el inicio de una nueva fase de estímulos monetarios apoyada en la expansión del balance del Eurosistema. Actualmente, los pasivos frente al Eurosistema proceden casi en su totalidad de las operaciones TLTRO II celebradas en 2016 y 2017, que vencerán en junio, septiembre y diciembre de 2020 o en marzo de 2021, dependiendo de la subasta en que se adjudicaron. Las TLTRO II permitieron refinanciar los préstamos del Eurosistema anteriores e incluso aumentarlos, con condiciones muy favorables, en forma de tipos de interés reducidos y plazos dilatados. El principal uso de las TLTRO fue la sustitución de otras vías de financiación, lo que ofrecía una mayor ventaja a países como España, donde las entidades mantenían costes de financiación relativamente más elevados en aquel momento. Para las entidades con liquidez acumulada en forma de exceso de reservas, en cambio, las operaciones TLTRO eran menos atractivas.

Con todo, el aumento de la financiación del Eurosistema por el sistema bancario español desde mediados de 2014 no ha sido particularmente elevado en comparación con otros países, por lo que su peso en el total de la financiación del Eurosistema ha caído desde entonces.

A partir de junio de 2018, y con una periodicidad trimestral, las entidades pueden realizar reembolsos parciales o totales anticipados y voluntarios de las operaciones TLTRO II, siempre que hayan transcurrido al menos dos años desde la concesión de los fondos. En particular, el 27 de junio fueron amortizados anticipadamente préstamos por valor de unos 11 mm de euros por parte de 41 entidades de contrapartida en la UEM. El plazo dilatado de los vencimientos y las condiciones favorables que han mostrado los mercados financieros en el período más reciente otorgan a las entidades margen para afrontar la refinanciación o la amortización de dicha deuda de manera ordenada.

Fecha de cierre de datos: 29.6.2018.

Fecha de publicación: 5.7.2018.

---

<sup>16</sup> Para un mayor detalle sobre los factores que afectan a la distribución de los excesos de reservas por países, véase, por ejemplo, J. Martínez Pagés (2016), «Las medidas de expansión cuantitativa del Eurosistema y la cuenta financiera», *Boletín Económico*, abril, Banco de España.