

Trabajo de Fin de Grado
Grado de Economía, Facultad de Economía y Empresa,
Universidad de Zaragoza

Análisis del programa TLTRO

Autor: David Cucalon Gomez
Tutor: Pablo Lozano

Resumen

El programa de operaciones de refinanciación a largo plazo con objetivo específico (TLTRO) fue una respuesta del BCE ante la crisis inmobiliaria de 2008 y la posterior crisis de Grecia en 2011, forzándolo a mantener y adoptar nuevas medidas no convencionales para salvaguardar la estabilidad económica de la eurozona. El programa TLTRO se lanzó en verano de 2014 y fue diseñado para ofrecer liquidez a los bancos y fomentar el crédito a las familias y empresas.

Conforme se desarrolló el programa, el BCE demostró flexibilidad en su gestión, adaptando la normativa según las necesidades económicas que iban surgiendo y ampliando el número de subastas realizadas, pudiendo así responder a los cambios en las condiciones económicas y financieras.

Sin embargo, los diversos análisis de datos sobre el impacto del programa indican que el efecto sobre el sistema bancario fue más profundo y efectivo, logrando estabilizarlo. En cambio, el efecto en la economía real, especialmente sobre las PYMEs ha sido menos evidente, esto sugiere que, aunque el programa TLTRO resultó crucial para mantener la estabilidad económico-financiera, su capacidad para impulsar la recuperación económica pudo haber sido limitada en este aspecto.

ÍNDICE

1. Introducción.....	1
2. Contexto económico	2
2.1 Situación económica previa (2007-2014)	2
2.2 Los TLTRO. Objetivos y explicación.....	11
TLTRO I	12
2.3 EVOLUCION, TLTRO II y TLTRO III.....	15
3. Impacto sobre la economía	18
3.1 Impacto sobre el sistema bancario	18
3.2 Impacto sobre la economía real	23
Conclusiones.....	25
Bibliografía.....	26

1. Introducción

Las tres grandes recesiones que ha sufrido Europa en los últimos 15 años siendo la crisis inmobiliaria la primera, seguida de la crisis del sistema financiero europeo y finalmente la más reciente, la crisis del Covid-19, han llevado a la economía a situaciones extremas en las que solo un pequeño puñado son comparables en el último siglo.

Situaciones como el incremento histórico de endeudamiento público, la caída en picado del mercado inmobiliario, el impago de sus obligaciones por parte de Grecia o el desplome bursátil a nivel mundial denotan que las economías de todo el planeta están interconectadas como nunca en la historia lo habían estado debido a la globalización y el uso de nuevas tecnologías al servicio de cualquier persona.

De la misma manera los países y entidades institucionales públicas se tienen que encargar de velar por la seguridad y estabilidad de los mercados y economías acorde a esta revolución tecnológica de la manera mas diligente posible.

Tras haber dedicado tiempo y esfuerzo a la realización del grado de economía unido a un rápido interés en relación con las noticias económicas de actualidad se despertó en mi una curiosidad por establecer conexiones entre los fundamentos económicos que he aprendido y los eventos mundiales que impactan en los mercados.

Por ello, tras leer recientemente que finalizaba el programa TLTRO del Banco Central Europeo quiero tratar de entender y analizar la verdadera utilidad que proporciona un programa de estas características al sistema bancario y a la economía real en el entorno de grandes crisis económicas.

La estructura de este trabajo se va a dividir en tres segmentos, el primero de ellos será una contextualización de la situación económica previa y el análisis de las razones principales que el Banco Central Europeo consideró para lanzar el programa.

El segundo segmento se trata de comprender como el Banco Central gestiona la normativa del programa y como las entidades financieras solicitantes pueden acceder a este tipo de financiación y su desarrollo posterior.

En último lugar, se analizará el impacto que el programa ha tenido sobre el sistema bancario y sobre la economía real.

2. Contexto económico

2.1 Situación económica previa (2007-2014)

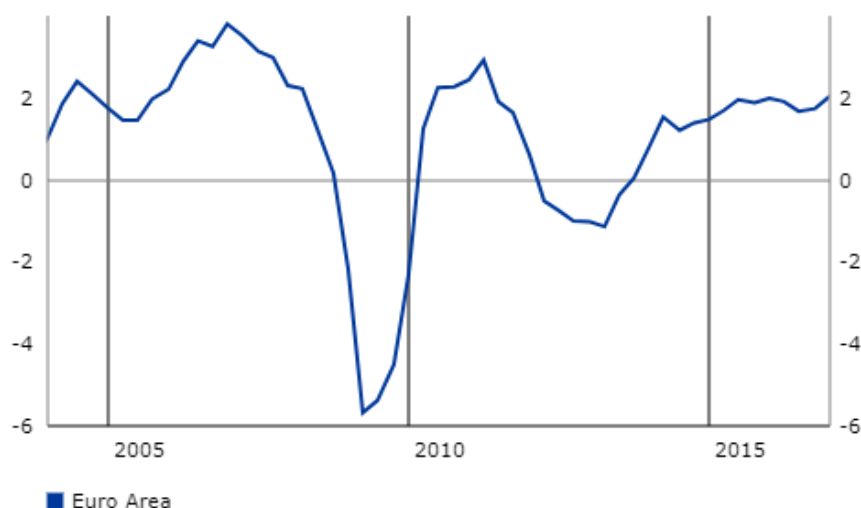
El sector bancario europeo estuvo en el centro de la crisis que se desarrolló durante 2007 y 2009, los bancos de la eurozona se vieron afectados por la propagación de los conocidos CDO (Collateralized Debt Obligation) por el sistema financiero global, una innovación financiera que permitía la participación sobre los pagos de un determinado paquete de hipotecas, algunas con mucho más riesgo de impago que otras y con una alta calificación crediticia. Cuando el mercado inmobiliario en EE. UU comenzó a debilitarse por el aumento de morosidad y la caída de los precios, los inversores que poseían estos títulos empezaron a dejar de percibir los retornos de su inversión, por lo que muchos de ellos quedaron atrapados al no existir suficientes compradores para tales activos. Esta espiral de pánico vendedor se convirtió en una crisis de liquidez sin precedentes que se había extendido por el sistema interbancario europeo debido a la alta exposición que tenía al mercado estadounidense (Menezes, V. y Rodil, O., 2012).

Desde comienzos de esta crisis, el banco central europeo fue de los primeros en atender las necesidades e intentar corregir las disfunciones que estaban empezando a tener lugar en el sistema interbancario. Una de las primeras respuestas para atender esta creciente demanda de liquidez causada el pánico y la presión de ventas fue aumentar los fondos otorgados y el plazo de devolución de estos, añadiendo diversas subastas adicionales. Estas operaciones se conocen como LTRO (Long Term Refinancing Operations), aunque llevaban implementándose más tiempo, no llegaba el crédito a la economía real, gran parte de lo suministrado era reabsorbido a través de la facilidad de depósito, donde las entidades bancarias, reticentes a prestar al sector privado no financiero, colocaban su liquidez (Antonio Millaruelo y Ana del Río, 2013).

Fue a partir de octubre de 2008, con el dramático giro de las perspectivas macroeconómicas encaminadas hacia una recesión profunda, cuando el crecimiento del PIB comienza a hundirse (véase gráfico 2.1). Ante esta situación los gobiernos de la

eurozona, y en especial los países periféricos obtienen menos ingresos fiscales, por lo que o bien aumentan el nivel de endeudamiento de la economía, o llevan a cabo un recorte del gasto público, lo que se traduce en una menor prestación de servicios y programas públicos.

Gráfico 2.1. Crecimiento del PIB Eurozona



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central Europeo

En este contexto aparecieron las operaciones LTRO complementarias, a tipo fijo en lugar de variable y de adjudicación plena (véase gráfico 2.2). Esto quiere decir que el banco central europeo proporcionaba un tipo de interés fijo durante la duración del préstamo para brindar a los bancos cierta estabilidad y certidumbre. La adjudicación plena hace referencia a que los bancos comerciales podían pedir la cantidad de fondos que necesiten siempre que cumplan con los requisitos establecidos por el BCE y tengan activos suficientes para garantizar el préstamo con el objetivo de que la abundante oferta de liquidez llegara a todas las entidades del sistema (flexibilizando adicionalmente su política de aceptación de activos para garantizar préstamos), por lo que no existía ningún límite establecido sobre la cantidad que podía solicitar un banco elegible de participar en las operaciones LTRO. A lo largo del periodo también fue variando su duración, existiendo de tres meses, seis meses, un año y hasta tres años. Estas operaciones buscaban satisfacer la enorme cantidad de liquidez que demandaba el sector bancario. A su vez, esta serie de préstamos fue acompañada de una bajada de los tipos de interés oficiales para

estimular el flujo de crédito y satisfacer la demanda de liquidez. El recorte de los tipos de interés por parte de la autoridad monetaria europea supuso 350 pb entre 2008 y 2009.

Por otro lado, también existía la problemática de la escasez de ciertas divisas, más concretamente a raíz de la crisis de las hipotecas sub-prime faltaban dólares estadounidenses en los mercados europeos. Esto planteó diversas dificultades para las entidades financieras el obtener los dólares necesarios para hacer frente a sus operaciones diarias, como pueden ser: la financiación de importaciones y exportaciones, las inversiones en el mercado estadounidense o la cobertura de riesgo en dólares. Estos motivos sumaron todavía más presión sobre el mercado financiero europeo.

Para hacer frente a esta cuestión, el banco central europeo fijo una línea de swap de divisas con la reserva federal en abril de 2008, así como con el banco nacional de suiza en octubre de 2008. Este conjunto de medidas estaba diseñado para cumplir un propósito que una vez fuera logrado se extinguirían simplemente con no renovar las operaciones una vez que fueran venciendo, de hecho, a finales de 2009 ya se estaba produciendo esta normalización monetaria (Boletín Mensual del BCE. Julio 2011), cuando de pronto empezaron a aparecer preocupantes informes sobre las maltrechas cuentas públicas de Grecia, poniendo en tela de juicio la sostenibilidad de la deuda pública de este país. Como resultado, Grecia tenía cada vez más dificultades para financiarse en los mercados y finalmente en abril de 2010 solicitó formalmente ayuda financiera a la Unión Europea y al Fondo Monetario Internacional (Antonio Millaruelo y Ana del Río, 2013).

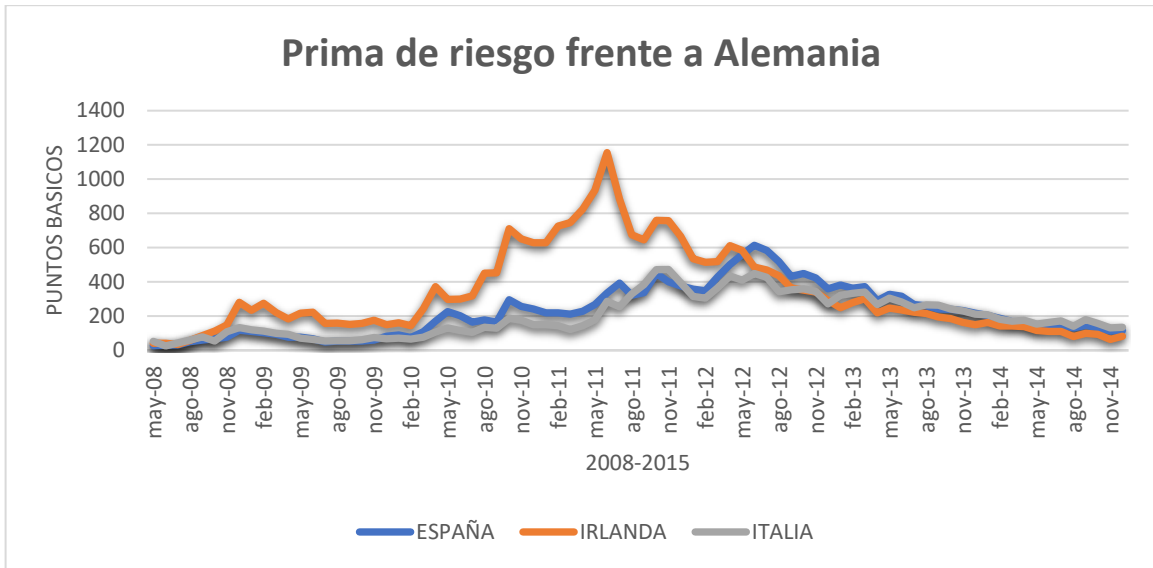
Gráfico 2.2. Cronología de las medidas no convencionales del Eurosistema



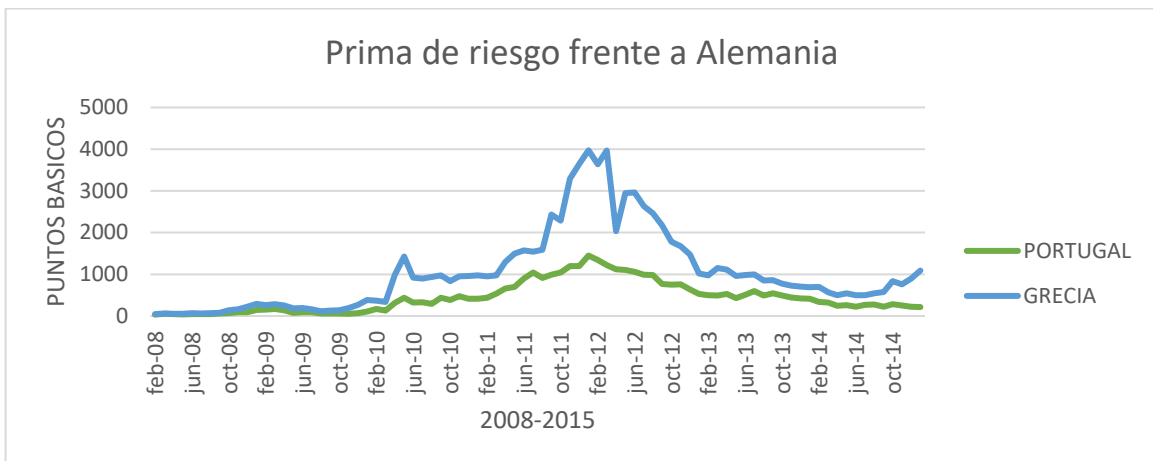
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco central europeo y Banco de España

Pocos días después, el 10 de mayo de 2010 el banco central europeo con objeto de hacer frente a las tensiones ocasionadas por la crisis de Grecia implementó el Security Markets Programme (SMP) sustituido en 2012 por Outright Monetary Transactions (OMT). Su principal objetivo fue el de impedir la propagación de las tensiones sobre la deuda soberana griega a otros países con situaciones potencialmente similares. Las operaciones de este programa estaban enfocadas en comprar deuda soberana en los mercados secundarios, posteriormente se llevaba a cabo una esterilización para evitar la expansión de la base monetaria. En un principio se fijó como principal objetivo los bonos de deuda griega, pero más tarde se utilizó el programa en otros episodios de tensión con otros de los países afectados. En los siguientes gráficos se pueden observar las primas de riesgo de diversos países de la eurozona durante este periodo frente a Alemania (véase gráfico 2.3).

Gráfico 2.3. Primas de Riesgo de la EUROZONA frente a Alemania



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central Europeo



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central Europeo

La desconfianza de los inversores en los mercados de deuda soberana continuó al alza y en noviembre de 2010 y abril de 2011, solicitaron ayuda financiera Irlanda y Portugal respectivamente, activando de nuevo, aunque en menor medida las adquisiciones de deuda pública por parte del regulador europeo a través del programa Security Markets Programme (SMP). Pero las turbulencias en el Eurosistema solo acababan de empezar, cuando la recesión empezó a sentirse de manera más acusada se comenzó a vislumbrar

de manera más clara que Grecia no podía cumplir con los objetivos exigidos para reestructurar su economía y el mercado volvió a cuestionar la sostenibilidad de su deuda pública. Por ello, el 21 de Julio de 2011 se acordó en una cumbre europea el segundo rescate financiero de Grecia estimando necesario un apoyo adicional para evitar el impago de su deuda y la reestructuración de su economía. Una de las principales exigencias que se determinaron fue la reestructuración voluntaria de la deuda pública griega en manos del sector privado, asumiendo pérdidas. Este factor fue clave, ya que la percepción del riesgo por parte del inversor cambió radicalmente debido a que anteriormente parecía impensable que un país de la eurozona pudiera acometer impagos de su deuda. El efecto inmediato que se produjo tras esta situación es la escalada caótica de las primas de riesgo de los países potencialmente más vulnerables a acabar en una situación similar.

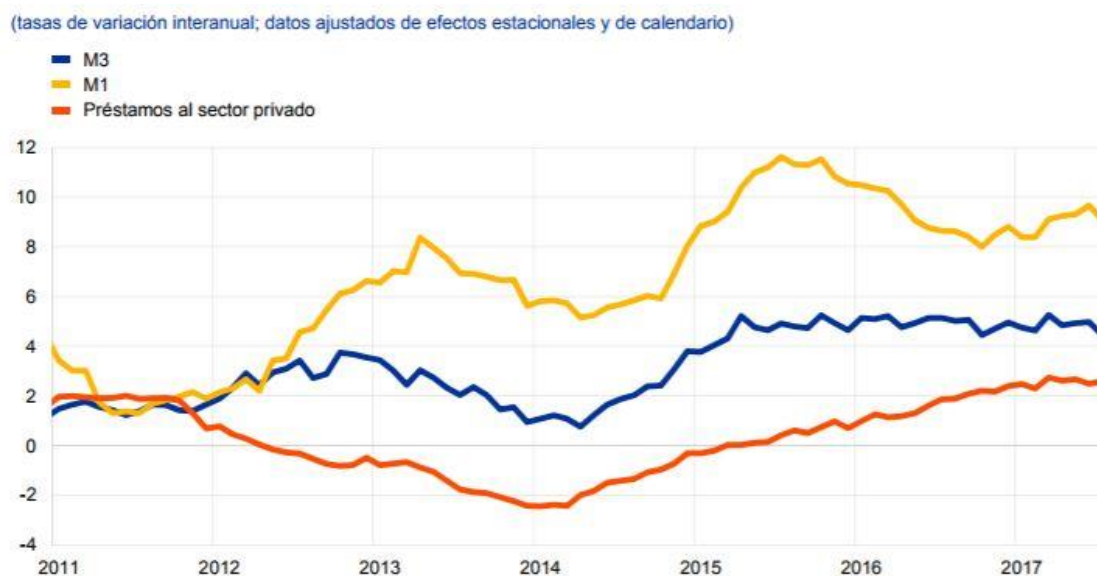
Con este panorama el banco central europeo reevaluó el carácter temporal de su batería de medidas inicial. Con la sensación generalizada de que el Eurosistema podía colapsar en cualquier momento, desde finales de 2011 y a lo largo de 2012 el mercado comenzó a exigir a los países con más papeletas de convertirse en la próxima Grecia un tipo de interés cada vez mayor para prestarles dinero. Así, los bonos de referencia a diez años de España en Julio de 2012 (7,62%), Portugal en enero de 2012 (17,37%), Grecia en marzo de 2012 (41,58%), Italia en noviembre de 2012 (7,48%), Irlanda en agosto de 2011 (14,21%) y Bélgica en noviembre de 2011 (5,81%) alcanzaron rentabilidades históricamente altas, propagándose la inestabilidad combinada con la crisis financiera y el deterioro de las perspectivas macroeconómicas.

Por todos estos motivos, el banco central europeo no tuvo más remedio que mantener y ampliar las medidas no convencionales implementadas desde octubre de 2008 con el objetivo de salvaguardar la moneda única, así como el Eurosistema.

Por último, para entender la motivación clave que lleva al banco central europeo a implementar la herramienta TLTRO (Targeted Long-Term refinancing operations) es fundamental entender porque la liquidez ofrecida por el banco central no estaba llegando a la economía real o el sector privado. En el siguiente gráfico se puede observar como las tasas de variación de la M1 y la M3 registran valores positivos durante todo el periodo, en cambio la variación de los préstamos al sector privado comienza a registrar valores negativos, es decir, un porcentaje significativo de los préstamos no se renovaban o no se

concedían al sector privado, mientras que el incremento de dinero en circulación era positivo.

Gráfico 2.4. Tasas de Variación M1, M3 y préstamos al sector privado



Fuente: Bankinter

Los factores que dan pie a esta situación las explicó Peter Praet, miembro de la junta ejecutiva del BCE en un discurso sobre política económica (Praet, P. 2014). En él, se explican las tres razones o riesgos que ven desde el banco central en la economía de la región para implementar los TLTRO. Aunque la fragmentación financiera se había reducido en la eurozona, señala en primer lugar que la inflación está por debajo del objetivo y acrecienta el riesgo de deflación persistente que en ese momento era del 0,5%, llegando a tocar suelo a finales de 2014 en -0,5% (véase gráfico 2.5). El riesgo para los países más vulnerables se encontraba en una mayor carga financiera por el aumento real de la deuda y un menor consumo e inversión por las expectativas de precios menores.

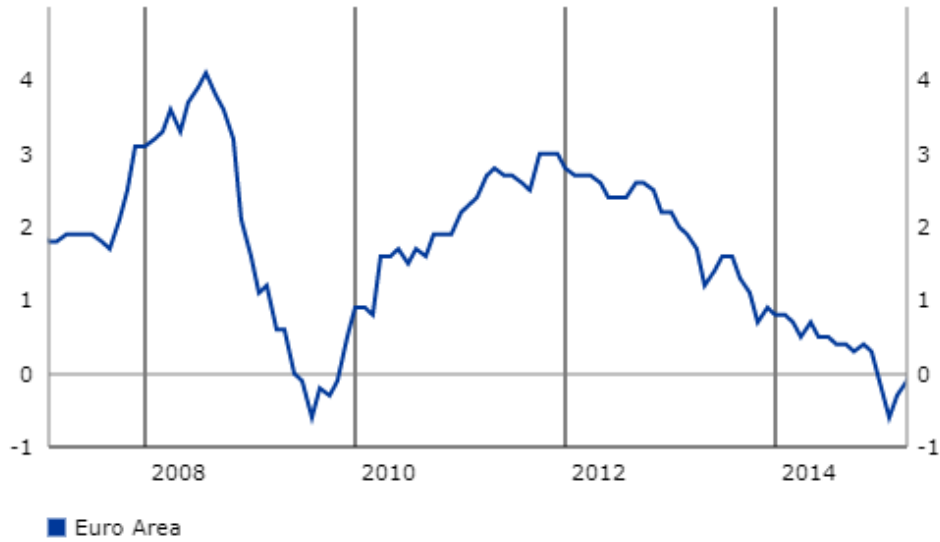
En segundo lugar, en los países periféricos el crédito no estaba fluyendo de manera adecuada debido a las estrictas condiciones para solicitar préstamos y el tipo de interés que ofrecen eran entre uno y dos puntos porcentuales mayores en promedio que en Alemania, causando que el crecimiento de los préstamos según los análisis internos del BCE entrase en territorio negativo desde 2012 hasta 2015 (véase gráfico 2.4). En los

países más afectados por la crisis de deuda soberana y con múltiples disfunciones estructurales de su economía, un prestatario con perfil de morosidad similar se le cobra una tasa mayor que en un país menos afectado, esta razón también la menciona el Banco de España (Informe anual del banco de España 2013). La elevada heterogeneidad entre los distintos países dificultaba la transmisión de la política monetaria ya que el recorte de los tipos de interés se trasladó correctamente a varias de las economías de la eurozona mientras que en las economías más vulnerables solo disminuyó ligeramente. La peor parte según Peter Praet se la llevan las pequeñas empresas ya que el flujo de crédito hacia ellas era decepcionante, los tipos de interés habían bajado (véase gráfico 2.6), pero no los costes de financiación. Por lo que resultaba fundamental la reducción de esta fragmentación financiera para el correcto funcionamiento de la transmisión de política monetaria. Las entidades financieras suficientemente solventes y con liquidez para otorgar préstamos se vieron incentivadas ante las malas perspectivas macroeconómicas y la elevada rentabilidad que ofrecían ciertos bonos soberanos a colocar su liquidez en la deuda pública, tomando así menos riesgos que prestando a hogares y empresas.

En tercer lugar, hace hincapié en el riesgo de estancamiento en el crecimiento para la eurozona ya que cinco años después de la crisis financiera todavía existen muchos países de la eurozona sin fuerte signos de recuperación económica a pesar de las facilidades otorgadas a través de las medidas no convencionales. Una posible causa la argumenta apoyándose en que, si la política monetaria es incapaz de generar tasas de interés reales suficientemente negativas para equilibrar ahorro e inversión estimulando la demanda a su vez, la economía entra en el punto de la llamada trampa de liquidez.

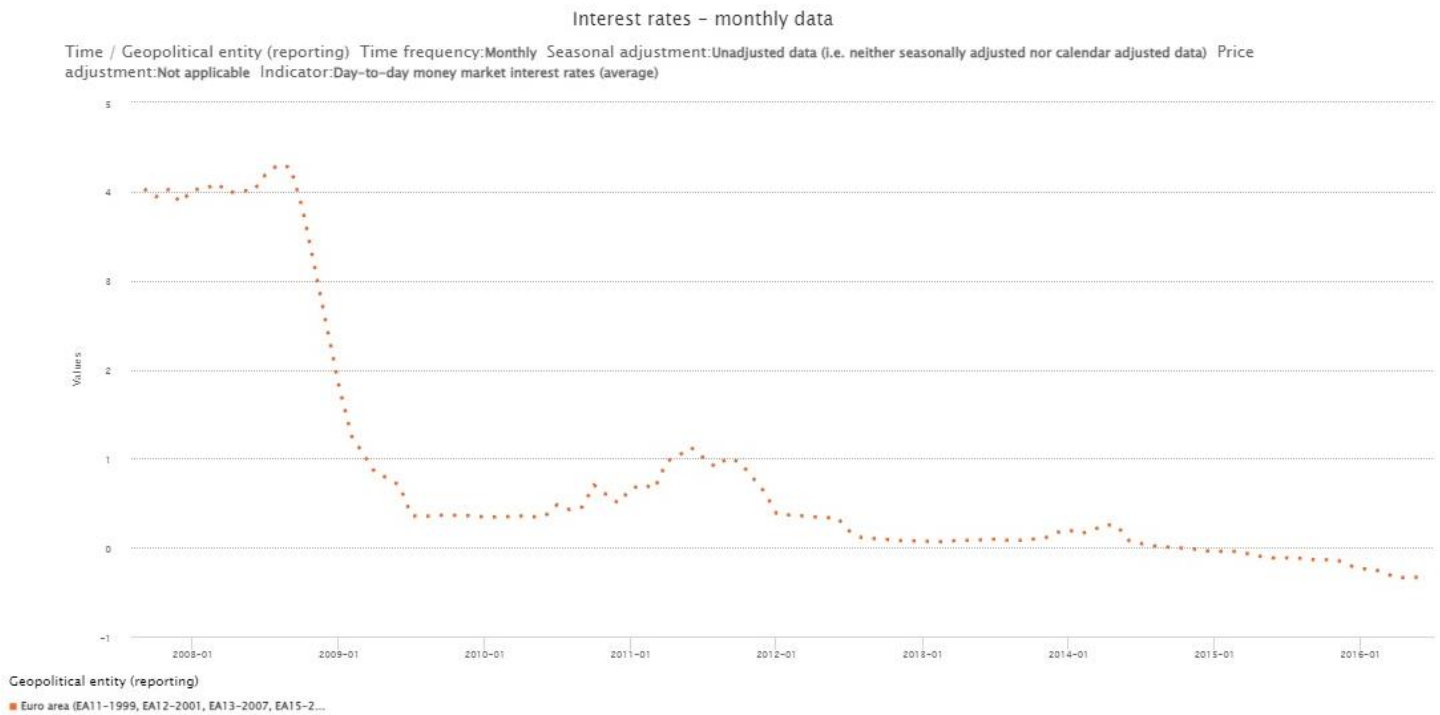
Por último, concluye que la última herramienta que ha implementado el Banco Central Europeo (TLTRO) tiene como objetivo apoyar la economía en estos tres aspectos, proporcionando más facilidades crediticias, cumplimentando su mandato de estabilidad de precios y finalmente logrando un crecimiento sostenible en el largo plazo para la economía europea.

Gráfico 2.5. Índice de precios armonizado de la eurozona (2007-2014)



Fuente: Banco Central Europeo

Gráfico 2.6. Tipos de interés de la Eurozona



Fuente: Eurostat

El análisis previo ayuda a precisar la delicadeza de esta situación con la que se encontraba el banco central europeo antes de la aplicación de esta herramienta conocida como “TLTRO” (Targeted Long-Term refinancing operations), como un banco central a través de sus distintas herramientas intenta modificar según que variables a lo largo del tiempo para lograr su objetivo fundamental, la estabilidad de los precios. Según el banco central europeo la estabilidad de precios es la mejor contribución que la política monetaria puede hacer al crecimiento económico. Actualmente, el consejo de gobierno del BCE se reúne cada seis semanas para adoptar decisiones de política monetaria para mantener la inflación en el 2%, una vez adoptadas las medidas, la presidenta y el vicepresidente las explican detalladamente en las sucesivas conferencias de prensa.

Ante esta situación tan compleja que tuvo lugar, el banco central europeo decidió actuar para estabilizar la economía de la región, buscando una relajación de las condiciones crediticias, la disminución de las tasas de interés asociadas a los préstamos, el ajuste de inflación hacia su objetivo y la restauración de los canales deteriorados de flujo de crédito, por ello, utiliza en 2014 el instrumento TLTRO (Operaciones de refinanciación a largo plazo con objetivo específico).

2.2 Los TLTRO. Objetivos y explicación

Según se define la herramienta de los TLTRO en la página web oficial del Banco Central Europeo, su principal objetivo es proveer de fondos a los bancos con préstamos de larga duración con condiciones muy favorables con el fin de relajar las condiciones de acceso al crédito y así estimular la economía real.

El programa TLTRO permite obtener financiación a los bancos a tasas de interés muy reducidas a cambio de cumplir ciertos criterios. Este carácter condicional está sujeto al dinero que ha prestado un banco participante a las familias y empresas (sector privado)

excluyendo los préstamos hipotecarios, es decir, la cantidad que puede obtener del programa de operaciones de financiación a más largo plazo con objetivo específico es una proporción del saldo de préstamos vivos que tiene el banco participante antes de las subastas del programa, por lo que los bancos solo obtienen crédito barato si pasan el dinero obtenido a las familias y empresas en forma de préstamos. A diferencia de los instrumentos convencionales del Banco Central Europeo, estos préstamos se devuelven pasados cuatro años, ofreciendo mayor estabilidad y fiabilidad.

Este programa proporciona financiación a los bancos con un coste muy inferior con la condición de que sostengan el crédito a las familias y empresas, ya que cuando el ciclo económico es recesivo los bancos por si solos son más reacios a hacerlo. Por otro lado, en un entorno de deflación la fluidez del crédito ayuda a recuperar el objetivo de inflación del dos por ciento.

TLTRO I

A través de un comunicado emitido en el diario oficial del Banco central europeo el 29 de Julio de 2014 (Banco Central Europeo, 2014), se dan a conocer las medidas relativas a las operaciones de financiación a más largo plazo con objetivo específico. En él, se explica con detalle cómo va a ser el proceso en el que se va a desarrollar esta herramienta, las condiciones para acceder a esta financiación, las directrices para presentar la información necesaria para acceder a los préstamos, las sanciones que tomará el banco central en caso de incumplimiento de alguno de los participantes y finalmente, añade como se realiza matemáticamente el cálculo para la financiación admisible neta de cada participante.

En cuanto al calendario y desarrollo de las dos primeras subastas, los bancos comerciales que querían participar formaron grupos en los que se designaba a una entidad líder de un grupo de más bancos con relación estrecha entre sí y manteniendo todos ellos las reservas exigidas por el Eurosistema en conformidad con el reglamento. En España fueron el banco Santander, el banco BBVA, el banco Popular y el banco Sabadell con el fin de liderar el proceso de solicitud en representación de su grupo. Antes del 8 de agosto de 2014, estas entidades líderes debían solicitar a través de un comunicado a su respectivo banco nacional, en este caso el banco de España el tratamiento de grupo TLTRO que

permanecería inalterado durante todo el desarrollo, y debía ser confirmado por el banco nacional antes del 25 de agosto del mismo año.

A su vez, los bancos solicitantes debían rellenar el primer formulario con un informe de actividad correspondiente al periodo 01/05/2013 a 30/04/2014 antes del 28 de agosto de 2014 a su banco nacional respectivo.

Esta información se utilizaba para calcular el límite de préstamo que podía solicitar un grupo, calculado en base a un porcentaje del saldo de los préstamos vivos de cada entidad solicitante exceptuando préstamos a la vivienda, dicho de otra manera, la cantidad máxima que un grupo puede solicitar depende directamente de la cantidad que el grupo de entidades tiene prestada netamente a fecha 30 abril de 2014 a instituciones no financieras y hogares sin contar los préstamos hipotecarios. Antes del 11 de septiembre, el banco nacional informa a los grupos solicitantes su cantidad máxima para tomar prestada.

El 16 de septiembre de 2014 se anuncian las TLTRO y las entidades tienen hasta el 17 de septiembre para colocar sus ofertas. Se llevaron a cabo ocho subastas (C1, C2...C8) en el programa TLTRO I, con una serie de características. Entre las dos primeras subastas (C1+C2) ninguna entidad puede tomar prestado más del 7% de su valor de referencia o límite de préstamo (asignación inicial). Posteriormente podían seguir participando en las sucesivas subastas realizadas (C3...C8) a lo largo de 2015 y 2016, estas se llamaban asignación adicional y se debía cumplir el siguiente requisito, la entidad participante puede solicitar un préstamo en la TLTRO k (Ck) pero su importe máximo está limitado al triple del exceso de financiación neta que ya haya recibido sobre su valor y mes de referencia "k" restando cualquier cantidad que ya haya sido prestada anteriormente a partir de marzo de 2015 o C3.

Las subastas se realizaron de manera estándar y a tipo fijo, hallando este interés como la suma del tipo aplicable a las operaciones principales de financiación más un diferencial de 10 puntos básicos a lo largo de todo el periodo de vigencia de cada operación. La primera liquidación se lleva a cabo el 24 de septiembre, donde los participantes toman prestado como máximo el 7% de su valor de referencia como se menciona anteriormente. Tras esta primera liquidación existe otra con el mismo procedimiento que se liquida el 17 de diciembre, llamadas C1 y C2 respectivamente. El Banco Central Europeo comunicó

en una nota de prensa que en la primera subasta los bancos solicitantes habían tomado prestado la cantidad de 82,6 billones de euros (Nota de prensa, 2014).

En cuanto a la política de activos de garantía que exige el banco central europeo se encuentran activos como bonos soberanos, generalmente se aceptaban todos los de la eurozona siempre que cumplieran con los estándares de calidad del banco central europeo. Bonos emitidos por instituciones supranacionales como el banco de inversión europeo o el fondo de estabilidad financiera europeo (FEEF). Bonos emitidos por instituciones de gobierno local y regional de países de la eurozona cumpliendo nuevamente con los estándares de calidad crediticia exigidos y por último también aceptaba activos respaldados por hipotecas como los bonos hipotecarios. Cabe mencionar que también puede aceptar otros activos de calidad como bonos corporativos.

Posteriormente el 10 de febrero de 2015 el banco central modificó el tipo de interés de los préstamos C3 en adelante suprimiendo el diferencial de 10 puntos básicos y únicamente referenciando el tipo aplicable al tipo de interés de las operaciones principales de financiación (Banco Central Europeo, 2015). El 28 de abril de 2016, un año más tarde introduce nuevas modificaciones relativas al reembolso anticipado, dando más libertad a los bancos para hacer reembolsos voluntarios fuera de las fechas inicialmente previstas (Banco Central Europeo, 2016).

El siguiente punto del calendario es el 17 de agosto de 2016, fecha límite que tenían los solicitantes para mandar un informe a su respectivo banco nacional, correspondiente al periodo 01/05/2014 hasta 30/04/2016 para calcular un posible pago anticipado obligatorio. Las entidades cuya financiación neta admisible haya superado su valor de referencia o incumplan los plazos en los que se debe presentada la información pertinente a través de los informes requeridos para el cálculo de su valor de referencia deberán hacer un reembolso anticipado obligatorio de la totalidad de sus préstamos iniciales y adicionales, cuya fecha de liquidación era el 29 de septiembre de 2016.

Transcurridos dos años después de cada TLTRO existe la opción para las entidades participantes de devolver con anterioridad a su vencimiento la totalidad o parcialmente los préstamos y/o sus intereses. Por último, el 26 de septiembre de 2018 llega el vencimiento de los préstamos y sus intereses, es decir, cuatro años después de su inicio.

2.3 EVOLUCION, TLTRO II y TLTRO III

El consejo de gobierno del Banco Central Europeo decide el 10 de marzo de 2016 lanzar una nueva serie de préstamos TLTRO formado por cuatro nuevas subastas u operaciones de manera trimestral desde junio de 2016 hasta marzo de 2017, argumentando la necesidad de estimular la concesión de crédito por parte de la banca comercial a través de los mecanismos de transmisión de política monetaria para llegar a la economía real. Recalcando una vez más que esta nueva serie de préstamos va a ayudar a que la inflación se establezca en el objetivo del dos por ciento.

El reglamento que rige el instrumento TLTRO se mantiene vigente, aunque se van añadiendo las siguientes modificaciones que se describen a continuación.

Las entidades participantes pueden acceder hasta un treinta por ciento de una parte elegible de sus préstamos restando cualquier cantidad que pudieron tomar prestada anteriormente y que todavía este pendiente de la primera serie de operaciones TLTRO realizadas en 2014. Las entidades participantes pueden empezar a devolver los préstamos una vez cumplidos dos años de su fecha de liquidación y de forma trimestral en lugar de semestral, las cuatro operaciones de TLTRO II se produjeron en junio de 2016, septiembre de 2016, diciembre de 2016 y marzo de 2017.

También se produjeron modificaciones en cuanto al reembolso anticipado obligatorio, debiendo reembolsarse la totalidad de préstamos iniciales y adicionales si durante el periodo 01/05/2014 a 30/04/2016 su financiación neta admisible acumulada sea inferior a su valor de referencia a fecha 30/04/2016. También se exige devolver el exceso si el total de préstamos solicitados respecto a su asignación adicional excede la asignación adicional en el mes de referencia de adjudicación de abril de 2016 (Banco Central Europeo, 2016).

Además, el Banco Central Europeo decide incentivar a aquellas entidades que superen su índice de referencia crediticio cuyos préstamos neto elegible supere su referencia entre el 1 de febrero de 2016 y el 31 de enero de 2018 se les cobrará un tipo de interés menor vinculado a la tasa de facilidad de depósito vigente en el momento de asignación durante todo el periodo de la operación. Esto significa que los bancos que hayan prestado a las

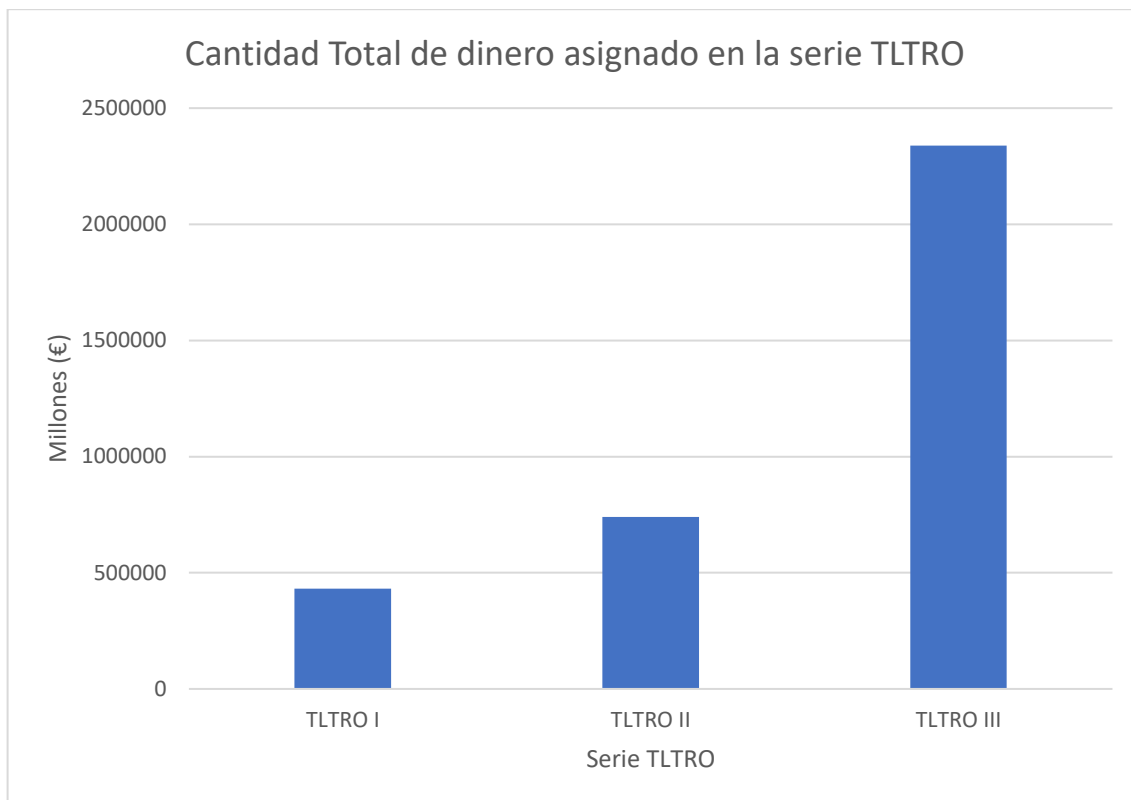
familias y empresas una cantidad mayor de dinero que la que han recibido del programa TLTRO pagaran un tipo de interés menor sobre esos préstamos, por el contrario, las entidades que hayan recibido una cantidad mayor del programa TLTRO que la que han prestado a familias y empresas sí que pagaran mayores intereses sobre los préstamos TLTRO. De esta manera el banco central incentiva el flujo de crédito hacia la economía real asegurándose de que los bancos no usan la liquidez para otra cosa.

En el momento de la segunda subasta del TLTRO II, estaba pendiente de devolver la cantidad de 497.000 millones de euros, teniendo en cuenta las devoluciones anticipadas del TLTRO I y las nuevas adjudicaciones del TLTRO II (Banco Central Europeo y Reuters, 2016).

Por otro lado, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo ofreció la posibilidad de un reembolso voluntario adicional para todos aquellos participantes de las dos operaciones TLTRO I coincidiendo con la liquidación de las operaciones TLTRO II, permitiéndoles renovar las cantidades prestadas con las nuevas condiciones. Sin embargo, en 2019, modifica la manera en la que se notifica la intención de realizar un reembolso anticipado en las fechas previstas con la intención de allanar el camino para la nueva serie de préstamos TLTRO III y facilitar el cálculo de los límites de pujas de todas las entidades establece que es necesario un aviso que manifieste la intención de realizar un reembolso anticipado obligatorio voluntario con al menos dos semanas de antelación a la fecha de reembolso anticipado. Y en caso de que el participante no realice la liquidación en la fecha prevista será objeto de una sanción pecuniaria.

En cuanto al esquema de presentar información de manera obligatoria se sigue la misma senda recorrida que en la primera serie, de tal manera que se presentan dos informes. El primero de ellos es para medir la concesión de préstamos y calcular el índice de referencia de cada participante y el segundo se utiliza para medir el rendimiento crediticio con el índice de referencia transcurridos dos años (Banco Central Europeo, 2016).

Gráfico 2.7. Asignación bruta total del programa TLTRO



Fuente: elaboración propia a partir de datos del Banco Central Europeo

El siguiente gráfico muestra la evolución del dinero total solicitado por los participantes de la TLTRO II en las sucesivas operaciones incluyendo los reembolsos anticipados voluntarios de los participantes de la TLTRO I, lo que en total suma la cantidad de 497.000 millones de euros (véase gráfico 2.7).

El 22 de Julio de 2019, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo aprueba una nueva serie de préstamos TLTRO III (Banco Central Europeo, 2019).

La primera modificación que se lleva a cabo es sobre los préstamos pendientes de la TLTRO II, el Banco Central Europeo decide acortar un año la duración de estos estipulando que estos vencen tres años después de su liquidación. A su vez, introduce cambios en los tipos de interés aplicados, se aplicará generalmente el tipo aplicable a las operaciones principales de financiación excepto a los participantes con financiación neta admisible negativa en la que se aplicará el tipo aplicable a la facilidad de depósito durante toda la vida de la TLTRO III correspondiente (Banco Central Europeo, 2019).

El cambio que acomete la segunda modificación es la de ampliar la asignación de crédito de cada participante hasta el 50% del saldo de sus préstamos vivos (excluyendo préstamos a la vivienda) una vez deducida la cantidad ya obtenida en las operaciones TLTRO, es decir, amplían el margen de todos los participantes del 30% hasta el 50%. También incluyen en este comunicado la opción para todos los participantes de reducir o resolver el préstamo trimestralmente con anterioridad a su vencimiento un año después de su liquidación (antes solo era posible dos años después de la liquidación) (Banco Central Europeo, 2020).

Posteriormente, el 30 de abril de 2020 el Banco Central Europeo, y con motivo de hacer frente a la pandemia introdujo las siguientes modificaciones relativas a las TLTRO, reduce de manera general los tipos de interés asociados a los préstamos por el periodo comprendido entre el 24 de junio de 2020 y el 23 de junio de 2021, por el que las entidades que habían concedido préstamos admisibles a la economía por menor valor que la cantidad recibida del programa TLTRO, obtendrían el tipo aplicable de la facilidad de depósito, por el contrario las entidades que hubieran concedido préstamos admisibles por mayor valor que la cantidad recibida del programa TLTRO obtendrían un tipo de interés igual a la facilidad de depósito menos 50 puntos básicos, nunca superando el umbral de menos 100 puntos básicos (Banco Central Europeo, 2020).

El 12 de marzo a fin de respaldar el crédito a los más afectados por la crisis del coronavirus se aplica una reducción temporal del tipo de interés aplicado a los préstamos TLTRO III así como, bajo ciertas condiciones, la reducción de umbral de concesión de crédito al 0% entre el 1 de abril de 2020 y el 31 de marzo de 2021.

Como se observa en el gráfico la cantidad de dinero prestado ha ido en aumento durante todo el programa llegando a un máximo de 742 solicitantes o postores en la subasta inmediatamente posterior a la crisis del coronavirus.

3. Impacto sobre la economía

3.1 Impacto sobre el sistema bancario

El impacto que esta serie de préstamos ha tenido sobre el sector bancario se puede dividir en dos tipos de efectos, los directos y los indirectos, siendo los primeros los que afectan a los bancos que participaron en el programa y los segundos al resto de bancos que no

participaron en el programa. Con una sencilla predicción se llega a la conclusión de que los participantes del programa obtienen una reducción de sus costes de financiación, lo que se traduce en un crecimiento de la oferta de sus préstamos (efecto directo). En cuanto a los efectos indirectos surge fuerzas contrapuestas.

Por un lado, las entidades participantes compiten de forma más agresiva en el mercado de crédito al tener menor coste de financiación y dado que los préstamos de las diferentes entidades son sustitutos, el modelo predice un debilitamiento de la oferta en las entidades no participantes. Por otro lado, la competencia en el mercado de depósitos se ve reducida ya que muchos de los participantes sustituyen una parte de los depósitos por los fondos obtenidos a través del programa TLTRO. Esta menor demanda de depósitos se traduce en un menor precio de los depósitos, por lo que todas las entidades, participen de las TLTRO o no, se ven beneficiadas.

A partir de un análisis empírico tomando como muestra 130 entidades bancarias pertenecientes a la eurozona y abarcando el periodo de estudio desde mitad de 2014 hasta finales de 2017 se pretende identificar los posibles cambios en las políticas de crédito de las entidades al haber participado en las subastas del programa TLTRO. (Miguel Garcia-Posada Gomez, 2019).

Para ello, empezaron por obtener las primeras variables significativas para el estudio. La primera era calcular el volumen de fondos que habían adquirido estas entidades en las subastas iniciales respecto a su total de activos. La segunda variable era calculada por países, siendo el total de fondos solicitados por los bancos de un país entre el total de activos de todos los bancos del país participaran o no del programa TLTRO. Para la primera variable el resultado era 0% para aproximadamente la mitad de los bancos de la muestra ya que no participaron en el programa, y para los que sí lo hicieron, los resultados variaban entre el 0,1% y el 5%.

La primera conclusión obtenida fue que el mero hecho de participar en el programa no tenía un efecto significativo en ninguno de los criterios de aprobación de los préstamos, que los dividieron en cinco tipos: Criterios de aprobación generales, criterios de aprobación para pymes, criterios de aprobación para grandes empresas, márgenes de préstamos ordinarios y márgenes de préstamos de mayor riesgo.

La segunda conclusión sí que arrojaba mas luz sobre los efectos directos que impactaron en el sistema bancario y era que los bancos que participaban en el programa, por cada 1% que aumentaba la primera variable, es decir, el volumen de fondos solicitado respecto al total de activos hacia que la probabilidad de relajar los criterios en los prestamos para grandes empresas y estrechar los márgenes de los prestamos ordinarios aumentara en 7,2% y 11,6% respectivamente. Por otro lado, no se observaban cambios significativos en los prestamos a pequeñas empresas y los de mayor riesgo (Véase cuadro 3.1.)

Cuadro 3.1. Margen Intensivo de las TLTRO

Margen Intensivo de las TLTRO					
Cambio en la probabilidad de relajar los criterios de aprobacion y reduccion de margenes cuando los bancos aumentan las solicitudes de TLTRO					
	Generales	Pymes	Grandes empresas	Márgenes ordinarios	Márgenes de riesgo
Aumento en 1% de TLTRO banco	NS	NS	7,2%	11,6%	NS

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central Europeo

Nota: NS = Efecto no significativo

Este primer análisis sugiere que la transmisión de política monetario se trasladó correctamente a la economía real a través de la reducción del tipo de interés de los prestamos a grandes empresas y la reducción del margen en prestamos de menor riesgo crediticio.

En cuanto a los efectos indirectos derivados del programa TLTRO que se manifiestan en la competencia del mercado de crédito y financiación se observa a través de la muestra obtenida que cuando la competencia aumenta su participación en el programa, el resto de

los bancos (participaran en el programa o no) tenían más probabilidades de relajar los criterios generales, para las pymes y para las grandes empresas de manera significativa por cada uno por ciento que la competencia aumentaba su participación del programa TLTRO.

Lo que sugieren estos datos es que efectivamente el programa TLTRO contribuyó a relajar las condiciones crediticias tanto de los bancos que participaban como de los que no lo hacían. Los bancos que no participaron compensaron la pérdida de competitividad asociada a no solicitar fondos del programa TLTRO con un mejor acceso a los mercados de financiación. Como se menciona anteriormente, una menor demanda de depósitos de las entidades participantes beneficiaba a las que no participaban (Véase cuadro 3.2) (Miguel Garcia-Posada Gomez, 2019).

Cuadro 3.2. Efectos indirectos del programa TLTRO

EFECTOS INDIRECTOS DE LAS TLTRO					
Cambio en la probabilidad de relajar los criterios de aprobacion y reduccion de margenes cuando los competidores nacionales aumentan sus solicitudes de TLTRO					
	Generales	Pymes	Grandes empresas	Márgenes ordinarios	Márgenes de riesgo
Aumento en 1% de TLTRO competencia	7,6%	6,6%	12,6%	NS	NS

Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos del Banco Central Europeo

Tras esto se llevó a cabo un análisis mas exhaustivo para intentar aislar el efecto indirecto sobre la competencia a través de externalidades en los mercados de financiación. El punto de partida del siguiente análisis es una encuesta EPB en la que se pregunta a los bancos sobre la evolución de los factores que afectan a sus criterios para otorgar prestamos y a las condiciones y términos que estos aplican, por lo que uno de estos factores puede

contribuir a relajar las condiciones, a endurecerlas o simplemente no las altera. A su vez, estos factores se dividen en cuatro grupos: Costes de financiación y disponibilidad de fondos, presión de la competencia, percepción de riesgos y, por último, tolerancia de la entidad al riesgo. Con todos estos datos se incluye en el análisis una nueva variable explicativa, que intenta medir la intensidad de la competencia en los mercados de crédito. Cada factor se computó de manera que tomara valor 1 si contribuía a relajar las condiciones y tomara valor 0 si contribuía a endurecerlas o mantenerlas inalteradas.

Los efectos de la variable competencia son significativos y positivos, lo que nos indica que los bancos tienen una respuesta hacia la competencia relajando sus condiciones crediticias, expandiendo su oferta de crédito y evitando perder así cuota de mercado. La variable TLTRO país representa de esta manera únicamente la externalidad positiva que causa el programa TLTRO en los mercados de financiación y por ende la variable competencia muestra el efecto en los mercados de crédito (Véase Cuadro 3.3) (Miguel Garcia-Posada Gomez, 2019).

Cuadro 3.3. Externalidades de las TLTRO

EXTERNALIDADES POSITIVAS DE LAS TLTRO EN LOS MERCADOS DE FINANCIACION (CAMBIO EN LA PROBABILIDAD DE RELAJAR LOS CRITERIOS DE APROBACIÓN Y MÁRGENES SOBRE PRÉSTAMOS CUANDO LOS COMPETIDORES NACIONALES AUMENTAN SUS SOLICITUDES DE TLTRO, TENIENDO EN CUENTA EL EFECTO DIRECTO DE LA COMPETENCIA)					
	Generales	Pymes	Grandes empresas	Márgenes ordinarios	Márgenes de riesgo
Aumento en 1% de TLTRO PAÍS	9,4%	8,2%	13,1%	NS	NS
Efecto de la competencia=1	8,6%	8,0%	8,8%	37,6%	9,5%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos del Banco Central Europeo

Este análisis llevado a cabo refleja dos claras conclusiones ya mencionadas anteriormente, la primera es que las entidades no participantes también ven reducidos sus costes de financiación debido a la menor demanda de las entidades participantes por lo que podían captar depósitos, bonos y otros instrumentos a un menor coste. La segunda,

es que en el mercado de crédito se observa una relajación de las condiciones y los márgenes llevada a cabo en primer lugar por las entidades participantes y posteriormente de igual manera las no participantes hacen lo mismo sobre todo si están expuestas a un alto grado de competitividad en su mercado (Miguel Garcia-Posada Gomez, 2019).

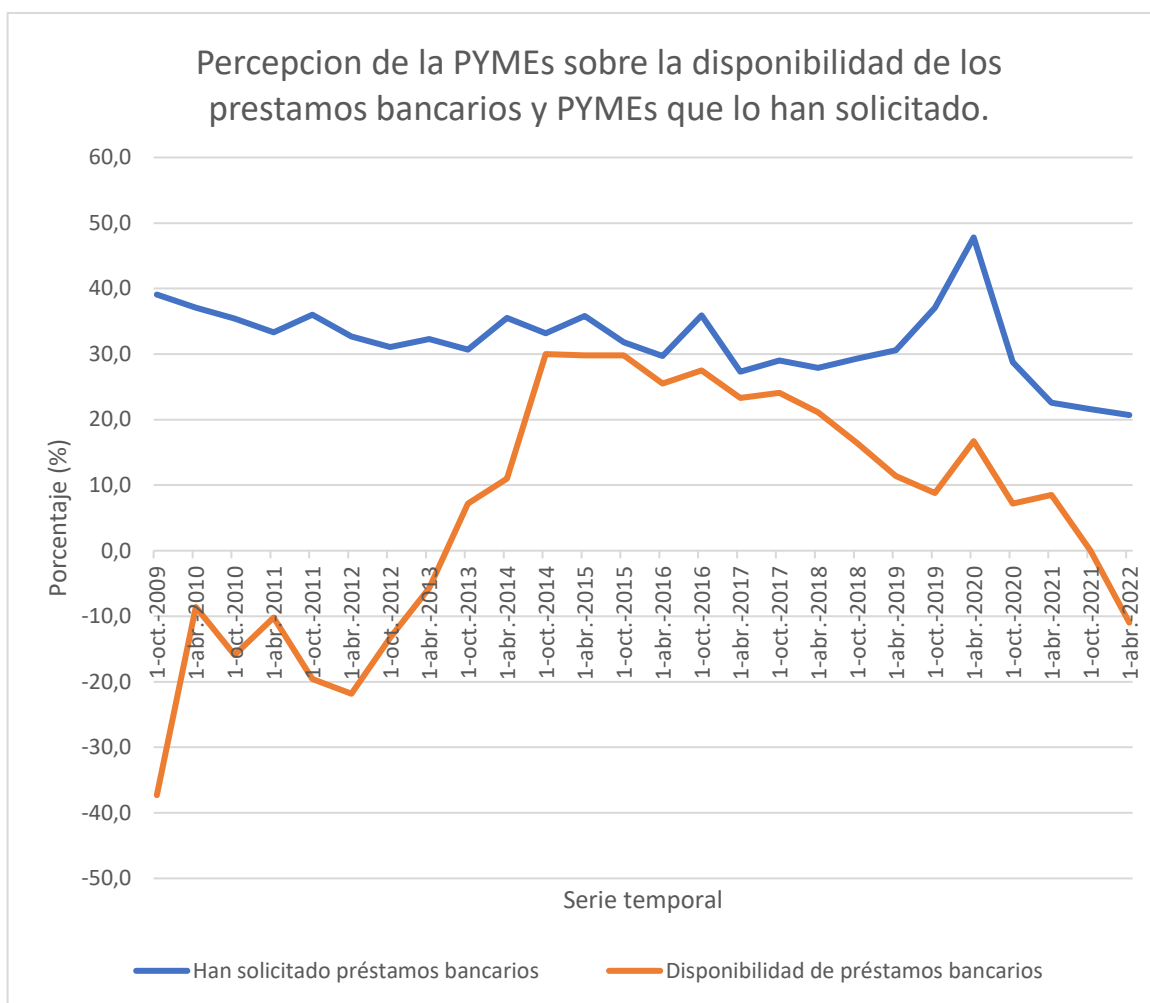
3.2 Impacto sobre la economía real

Para medir el impacto sobre la economía real resulta interesante analizar por una parte como ha sido la evolución del crédito hacia las pequeñas y medianas empresas y por el otro lado como ha evolucionado hacia los hogares y las instituciones privadas sin fines de lucro al servicio de los hogares (Alves P., Arrizabalaga F., Delgado J., Roibás I, 2019).

Comenzando por las pequeñas y medianas empresas es de dominio publico que representan la gran mayoría de del tejido empresarial, siendo en España mas del 99% de todo el entramado. Como podemos ver en el grafico 7, se observa la evolución de dos variables distintas. La primera se trata de la percepción que tienen las PYMEs sobre la disponibilidad de dinero que tienen los bancos en ese momento para prestar. La segunda es el porcentaje de empresas de pequeño y mediano tamaño que de facto solicitan un crédito al banco. A la vista de la evolución temporal de ambas variables vemos que la percepción de las empresas sobre la disponibilidad del crédito bancario toma una tendencia creciente desde el inicio, pasando de valores negativos a positivos.

En cambio, la evolución del porcentaje de empresas que solicitan un préstamo bancario permanece plana o ligeramente decreciente, cosa que nos invita a pensar que, aunque las empresas percibieran mas liquidez en los bancos, consideraban que la facilidad para conseguir un préstamo permanecía igual o había empeorado. Lo que sí que es cierto es que a partir de 2014 es cuando las pequeñas y medianas empresas consideran a los bancos con el nivel de mayor disponibilidad de crédito de toda la serie temporal, pudiendo atribuirse muy probablemente algo de mérito al programa TLTRO que comienza en ese año. La evolución total del porcentaje de pequeñas y medianas empresas que han solicitado un préstamo entre 2009 y 2022 es negativa, a pesar del ultimo gran repunte que existe debido a la excepcional situación vivida a raíz de la pandemia en 2020.

Gráfico 3.1. Percepción de las PYMEs sobre la disponibilidad del crédito bancario y PYMEs que lo han solicitado.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España

Según las encuestas EPB del año 2019 y para estudiar su reciente evolución se evidencia que los préstamos a PYMEs han sido los que cuyas condiciones mas se han endurecido entre 2016 y 2019 comparado con otro tipo de prestamos como son a las grandes empresas, a la vivienda y al consumo y otros fines. Por su parte, en cuanto a la variación de demanda de prestamos los datos muestran que las pequeñas y medianas empresas

tenían un incremento de demanda entre 2016 y 2017 pero se vuelve plana en los siguientes dos años, es decir que la demanda no cambia.

Atendiendo al mismo informe observamos como para el mismo periodo evolutivo las condiciones para préstamos al consumo y otros fines parten de una situación de relajación, no de endurecimiento, sin embargo, la tendencia durante el periodo entre 2016 y 2019 es de un paulatino endurecimiento. Si prestamos atención a la variación de la demanda de estos préstamos, descubrimos que permanece sin cambios durante 2016 y es a partir de 2017 cuando experimenta un fuerte repunte, aumentando la demanda hasta un 30% en 2018 para posteriormente caer en picado en 2019.

Conclusiones

El programa TLTRO fue concebido con el objetivo de estabilizar el sistema bancario europeo y desbloquear los canales de financiación hacia la economía real adecuándolo simultáneamente con los objetivos de inflación.

Tras haber analizado las causas de implementación, la gestión del programa por parte del Banco Central Europeo y los datos relacionados con los sectores más representativos de la economía real no puedo afirmar que el programa TLTRO haya cumplido todos sus objetivos.

En lo que respecta a la categoría de las PYMEs, el acceso a la financiación apenas ha mejorado desde hace diez años, debido principalmente al tipo de garantías que exigen los bancos a estas empresas.

En cambio, por el lado del consumo sí que se aprecia cierta mejoría en las cifras respecto a hace una década. De manera muy positiva también el crédito hacia las grandes empresas ha crecido sustancialmente gracias a este programa.

No se puede determinar de manera exacta si se han cumplido los objetivos del Programa TLTRO, lo que sí que sugiere el análisis realizado es que sin la actuación del Banco Central Europeo muy probablemente el flujo de crédito hacia las PYMEs y el consumo habría sido mucho menor. Las consecuencias de un menor desarrollo durante la última década de estos dos sectores habrían mermado el crecimiento económico aún más,

especialmente de las economías periféricas de la eurozona a partir de la crisis de Grecia, arrastrándola mucho más tiempo en términos de crecimiento económico.

Una posible recomendación para que el programa hubiera tenido un mayor impacto sobre la economía real habría sido incentivar a los bancos participantes del programa con mayores ventajas conforme más saldo vivo de préstamos tuvieran de las PYMEs.

De esta manera los objetivos inicialmente planteados en este trabajo son coherentes con los resultados obtenidos, aunque repito, la limitación de no realizar un análisis econométrico de los datos infinitamente más exhaustivo no me permite demostrar la efectividad de manera categórica del programa TLTRO.

Bibliografía

Alves P., Arrizabalaga F., Delgado J., Roibás I., (2019). Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero. Boletín económico del banco de España. (2019), 3-4.

<https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=7128895>

Banco Central Europeo (2011). Boletín Mensual del BCE, 72-73

<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/11/Fich/bm1107.pdf>

Banco Central Europeo (2014). DECISIÓN (BCE/2014/34).

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014D0034&qid=1598879694432&from=EN>

Banco Central Europeo (2014). BCE asigna un total de 82,6 billones en la primera operación TLTRO.

https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140918_1.es.html

Banco Central Europeo (2015). DECISIÓN (UE) 2015/299

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015D0005&qid=1598879694432>

Banco Central Europeo (2016). DECISIÓN (UE) 2016/811.

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32016D0011&qid=1598879694432>

Banco Central Europeo, (2016). BCE anuncia nueva serie de TLTRO II.

https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310_1.en.html

Banco Central Europeo y Reuters (2016). Evolución de la cantidad total pendiente de devolver del programa TLTRO.

https://www.ecb.europa.eu/paym/groups/pdf/mmccg/20160927/2016-09-27_MMCG_Item_2_iiiTLTRO_II_expectations.pdf?f3d885166f753c111d4086b3f9c2a100

Banco Central Europeo (2019). DECISIÓN (UE) 2019/1311.

[https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019D0022\(01\)&qid=1598879694432](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019D0022(01)&qid=1598879694432)

Banco Central Europeo (2020). DECISIÓN (UE) 2020/407

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020D0407&qid=1598879694432>

Banco Central Europeo (2020). DECISIÓN (UE) 2020/614

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020D0614&qid=1598879694432>

Banco de España (2013). Informe anual, 19-20.

https://www.bde.es/f/webbde/INF/MenuVertical/BilletesYMonedas/ficheros/Informe_BCE_2013.pdf

García-Posada M. (2019). El impacto de las TLTRO sobre las políticas de crédito bancario: el papel de la competencia.

<https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=7040780>

Menezes, V. y Rodil, O. (2012). La crisis financiera global en perspectiva: génesis y factores determinantes. *Revista de Economía Mundial*, 204-209

<https://www.redalyc.org/pdf/866/86623416008.pdf>

Millaruelo A. y del Río A. (2013). Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE a lo largo de la crisis. *Boletín económico del banco de España*, 89-91.

<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/13/Ene/Fich/be1301-art4.pdf>

Praet P. (2014). 8th Kiel Institute Summer School on Economic Policy: Reassessing Monetary Policy, Kiel, 3 July 2014.

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140703.en.html>

