

# Artículos

## 1 Horas trabajadas en la zona del euro

Vasco Botelho, Agostino Consolo y António Dias da Silva

### Introducción

**En este artículo se analiza la evolución de las horas trabajadas por persona ocupada en la zona del euro a la luz de su relevancia para la contribución del factor trabajo a la producción de bienes y servicios y para la capacidad del mercado laboral de adaptarse a la evolución macroeconómica<sup>1</sup>.** En primer lugar, se examinan los factores que explican el descenso tendencial de las horas trabajadas por trabajador durante los últimos 25 años. A continuación, se considera la importancia de las horas trabajadas por persona ocupada para el ajuste del mercado laboral durante las fases de expansión y recuperación de la economía. La disminución a largo plazo de las horas por empleado puede afectar al factor trabajo, en función de su interacción con la tasa de actividad. Las fluctuaciones cíclicas de las horas trabajadas por ocupado aportan flexibilidad durante las fases de desaceleración, dado que las empresas pueden ajustar sus costes laborales reduciendo las horas en lugar del empleo (retención de mano de obra) si se producen perturbaciones adversas para su rentabilidad. La contribución de las horas medias al ajuste cíclico afecta a la medición de la fortaleza y de la holgura del mercado de trabajo. Esta es un determinante importante de la dinámica de la inflación salarial y de los precios, lo que la hace relevante para la ejecución de la política monetaria.

**La caída del número de horas trabajadas por persona ocupada es un fenómeno secular.** Entre 1870 y 1973, las horas anuales por trabajador se redujeron en más de mil en Francia, Alemania, Italia y Países Bajos<sup>2</sup>. En otros países, como Australia, Canadá, Japón, Reino Unido y Estados Unidos, la evolución fue similar. Después de 1973, el ritmo de descenso se ralentizó ligeramente y la disparidad entre países aumentó. Esta caída estructural obedece a varias razones,

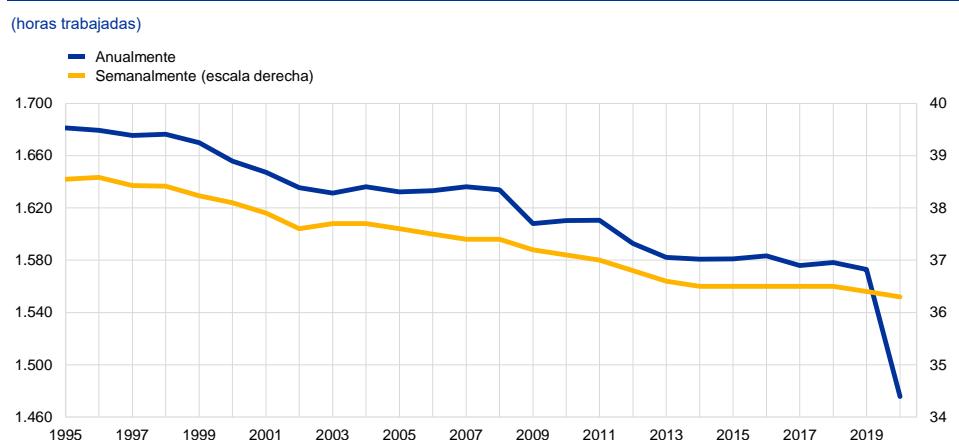
<sup>1</sup> En este artículo se utilizan dos fuentes principales de datos para las horas trabajadas por persona ocupada. La primera es el conjunto de datos de las cuentas nacionales de Eurostat, que contiene información sobre el empleo total y el número total de horas trabajadas. Las horas trabajadas por trabajador se calculan dividiendo el total de horas trabajadas por el empleo total. La segunda fuente es la encuesta de población activa de la Unión Europea (EU-LFS, por sus siglas en inglés). Esta encuesta recoge datos sobre el «número de horas habitualmente trabajadas por semana» y el «número de horas efectivamente trabajadas durante la semana de referencia». El primer indicador abarca todas las horas, incluidas las extraordinarias (remuneradas o no), que una persona trabaja normalmente. El número de horas efectivamente trabajadas durante la semana de referencia comprende todas las horas, incluidas las extraordinarias, con independencia de si fueron remuneradas o no.

<sup>2</sup> Datos recopilados en A. Maddison, *The World Economy: A Millennial Perspective*, OCDE, 2001. Más concretamente, las horas anuales trabajadas por persona ocupada en 1870 eran 2.945 en Francia, 2.841 en Alemania, 2.886 en Italia y 2.964 en Países Bajos. Para 1973, las horas trabajadas habían disminuido hasta 1.771 en Francia, 1.804 en Alemania, 1.612 en Italia y 1.751 en Países Bajos.

con los avances tecnológicos como factor común o incluso como desencadenante<sup>3</sup>. De hecho, el progreso de la tecnología durante los últimos 150 años cambió la naturaleza de la actividad productiva y dio lugar a la creación de numerosos puestos de trabajo en el sector de servicios. El rápido aumento de la productividad permitió la subida de los salarios y la reducción del coste de las actividades de ocio, alterando la distribución óptima del tiempo entre el trabajo y el ocio. Este artículo se centra en los últimos 25 años para efectuar un análisis detallado de la evolución de las horas trabajadas por persona ocupada en la zona del euro.

**Entre 1995 y 2019, las horas anuales trabajadas por trabajador en la zona del euro se redujeron en más de cien.** Las horas semanales trabajadas por persona ocupada en la zona del euro pasaron de 38,6 en 1995 a 36,4 en 2019 (gráfico 1). En 2020, las horas por trabajador registraron un descenso especialmente acusado como consecuencia de la pandemia de coronavirus (COVID-19), aunque se espera que la mayor parte de esta caída sea temporal. Asimismo, la pandemia afectó al número de horas efectivamente trabajadas en la zona del euro, pero, en comparación con el período anterior, durante 2020 no produjo cambios significativos en la jornada semanal del trabajador medio.

**Gráfico 1**  
Horas trabajadas por persona ocupada



Fuente: Cálculos de los autores basados en datos de Eurostat.  
Notas: Véase en la primera nota a pie de página la definición de las dos medidas de horas trabajadas que se utilizan en este gráfico. La discrepancia observada en 2020 en la trayectoria de las horas trabajadas por persona ocupada entre los dos indicadores puede reflejar el impacto temporal de la pandemia de COVID-19 en el mercado de trabajo de la zona del euro. La última observación corresponde a 2020.

**El descenso de las horas trabajadas por persona ocupada en la zona del euro durante los últimos 25 años se asocia principalmente a las tendencias de la tasa de actividad y del trabajo a tiempo parcial.** Desde una perspectiva teórica, la reducción de estas horas podría reflejar una disminución de las horas trabajadas a jornada completa o parcial, así como un aumento de la proporción de empleo a tiempo parcial. La principal causa del descenso de las horas por trabajador en la zona del euro durante los últimos 25 años es el incremento de la parcialidad. Desde

<sup>3</sup> T. Boppart y P. Krusell, «[Labor Supply in the Past, Present, and Future: A Balanced-Growth Perspective](#)», *Journal of Political Economy*, vol. 128, n.º 1, 2020. Los autores sostienen que la clave de la disminución de las horas es que el efecto renta favorecido por la productividad supera ligeramente el efecto sustitución.

la perspectiva de los hogares, una tasa de actividad más elevada aumenta la renta agregada y puede dar lugar a un descenso de las horas trabajadas debido a efectos renta, es decir, los ingresos aumentan si en un hogar trabajan dos de sus miembros, y estos pueden decidir trabajar, en promedio, menos horas. Al mismo tiempo, es posible que los sistemas de tributación conjunta desincentiven la oferta de trabajo de los segundos perceptores de renta, lo que se traduciría en una mayor probabilidad de que estos últimos trabajen a tiempo parcial<sup>4</sup>. Las horas trabajadas por persona ocupada pueden reducirse como consecuencia tanto de los efectos renta como de los sistemas de tributación conjunta. Además, los cambios normativos y en las preferencias de los trabajadores también afectan a la jornada laboral. Por ejemplo, a las modificaciones en la regulación del tiempo de trabajo (como la introducción de la semana laboral de 35 horas en Francia a principios de la década de 2000) se han sumado cambios en las preferencias que llevan a los trabajadores a solicitar una reducción de las horas semanales trabajadas en lugar de negociar subidas salariales<sup>5</sup>. El aumento de la tasa de actividad y de la parcialidad ha estado determinado principalmente por una mayor tasa de actividad femenina, dado que las mujeres son más propensas a aceptar trabajos a tiempo parcial. El incremento de la participación laboral de la mujer se debe, en parte, al desplazamiento de la producción del hogar a la economía de mercado (lo que se denomina «comercialización de la producción del hogar»), un fenómeno que se considera que, en Europa, se ha producido más tarde y en menor magnitud que en Estados Unidos<sup>6</sup>.

**La evolución de las horas trabajadas por persona ocupada es importante para medir la fortaleza del mercado de trabajo de la zona del euro durante el ciclo económico.** Las consecuencias de la crisis financiera global y de la crisis de deuda soberana de la zona del euro han tenido un efecto duradero sobre el factor trabajo medido por el total de horas trabajadas. Durante las crisis, la retención de mano de obra mediante la reducción de las horas trabajadas limitó el aumento del paro en la zona del euro. El ajuste de las horas trabajadas es una parte importante de cualquier análisis exhaustivo de la fortaleza y los tiempos de las recuperaciones del

---

<sup>4</sup> Para consultar explicaciones sobre las horas trabajadas por persona ocupada basadas en la tributación, véanse, por ejemplo, E. C. Prescott, «[Why Do Americans Work So Much More Than Europeans?](#)», *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, vol. 28, n.º 1, 2004; L. Ohanian, A. Raffo y R. Rogerson, «[Long-term changes in labor supply and taxes: Evidence from OECD countries, 1956-2004](#)», *Journal of Monetary Economics*, vol. 55, número 8, 2008, pp. 1353-1362, y A. Bick, B. Brüggemann, N. Fuchs-Schündeln y H. Paule-Paludkiewicz, «[Long-term changes in married couples' labor supply and taxes: Evidence from the US and Europe since the 1980s](#)», *Journal of International Economics*, vol. 118, número C, 2019, pp. 44-62. Véase también Z. Eckstein y K. I. Wolpin, «[Dynamic Labour Force Participation of Married Women and Endogenous Work Experience](#)», *Review of Economic Studies*, vol. 56, n.º 3, 1989, pp. 375-390.

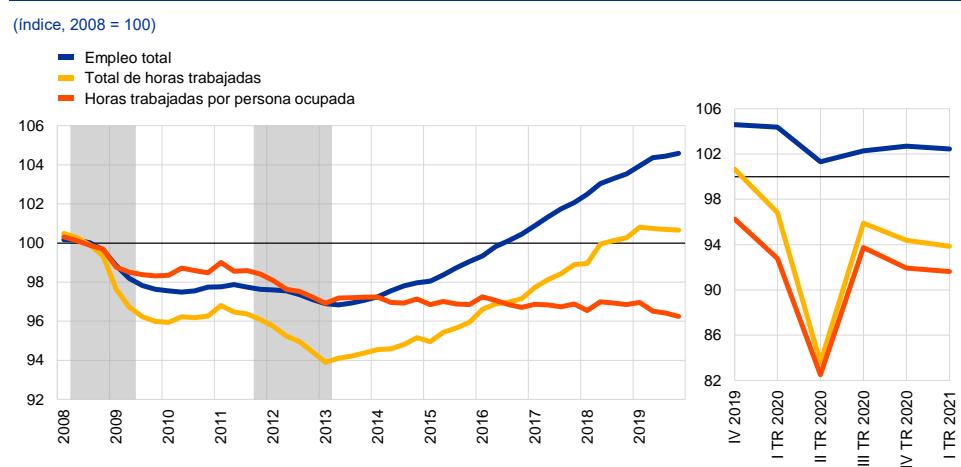
<sup>5</sup> Aquí se incluye más flexibilidad en términos de duración de la semana laboral y planificación de vacaciones. Otras normativas, como el Acuerdo marco sobre el trabajo a tiempo parcial (Directiva 97/81/CE), facilitaron el uso del trabajo a tiempo parcial.

<sup>6</sup> La comercialización de la producción del hogar se refiere al desplazamiento de la producción tradicional de los hogares al mercado. En este concepto se incluyen las tareas de preparación de las comidas, cuidado de niños o de personas mayores y limpieza del hogar. Véanse, por ejemplo, R. B. Freeman y R. Schettkat, «[Marketization of Household Production and the EU-US Gap in Work](#)», *Economic Policy*, vol. 20, n.º 41, 2005, pp. 5-50; L. Fang y C. McDaniel, «[Home hours in the United States and Europe](#)», *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 17, número 1, 2017, pp. 1-27, y B. Bridgman, G. Duernecker y B. Herrendorf, «[Structural transformation, marketization, and household production around the world](#)», *Journal of Development Economics*, vol. 133, número C, 2019, pp. 102-126.

mercado de trabajo, dado que es posible que la tasa de paro no refleje plenamente la situación de ese mercado. Por ejemplo, el número de horas trabajadas por trabajador adquirió incluso mayor importancia para la capacidad del mercado laboral de adaptarse a la pandemia de COVID-19, ya que los países de la zona del euro establecieron programas de mantenimiento de los puestos de trabajo con el fin de proteger el empleo (gráfico 2)<sup>7</sup>.

**Grafico 2**

### Horas trabajadas y empleo desde la crisis financiera global



Fuente: Cálculos de los autores basados en datos de Eurostat.

Notas: Las zonas sombreadas del panel izquierdo representan recesiones en la zona del euro según la definición del [Euro Area Business Cycle Dating Committee](#). Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2019 en el panel izquierdo y al primer trimestre de 2021 en el panel derecho.

## Conclusiones

**El análisis de las horas trabajadas por persona ocupada es importante para explicar tanto las tendencias de largo plazo como las fluctuaciones cíclicas del mercado de trabajo de la zona del euro.** La tendencia secular a la reducción de las horas trabajadas por trabajador se asocia principalmente a los avances tecnológicos, a los cambios sectoriales hacia el sector de servicios, a las modificaciones de las normativas laborales y fiscales, y al incremento de la tasa de actividad y de la preferencia por el empleo a tiempo parcial. Al mismo tiempo, las variaciones cíclicas de las horas trabajadas por persona ocupada han proporcionado un importante margen de flexibilidad al mercado laboral para resistir las perturbaciones adversas que han afectado a la rentabilidad de las empresas durante la crisis financiera global, la crisis de deuda soberana de la zona del euro y la pandemia de COVID-19.

**Diversos factores contribuyen a explicar la reducción de las horas trabajadas por persona ocupada durante los últimos 25 años, pero la senda futura tras la pandemia es incierta.** El aumento del trabajo autónomo y de la tasa de actividad de las mujeres, así como el consiguiente incremento de la parcialidad, explican parte

<sup>7</sup> Véase el artículo titulado «[The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

del descenso de las horas trabajadas por trabajador en los últimos 25 años. Si bien estas horas desempeñaron un papel fundamental como margen de ajuste durante la pandemia, sigue sin estar claro si se recuperarán y alcanzarán los niveles anteriores a la pandemia.

**El ajuste cíclico de las horas trabajadas por persona ocupada es un rasgo distintivo de la zona del euro, de ahí su importancia para la evaluación del mercado laboral.** Como consecuencia del uso de contratos a tiempo parcial y, más recientemente, de la aplicación generalizada de programas de mantenimiento del empleo, la medida convencional de paro no puede reflejar toda la infrautilización del trabajo en la zona del euro. Por tanto, es necesario que los análisis del mercado de trabajo incluyan el margen intensivo. Así pues, las horas trabajadas y la proporción de empleo a tiempo parcial (involuntario) son métricas importantes que complementan los indicadores convencionales del mercado laboral. Además, las horas trabajadas por empleado en la zona del euro tienden a reducirse con más rapidez durante las fases de desaceleración del ciclo y, posteriormente, no se recuperan del todo durante la fase alcista. El análisis en tiempo real se ha vuelto más difícil e incierto, dado que, en la dinámica de las horas trabajadas por persona ocupada, intervienen distintos factores permanentes y cíclicos, que pueden desdibujar las posibles secuelas de las recesiones.

**La heterogeneidad del mercado de trabajo medida en términos de trabajadores a jornada completa y a tiempo parcial es un factor importante que afecta a la curva de Phillips.** Al examinar la relación entre salarios y paro en la zona del euro, en Eser *et al.*<sup>8</sup> se llega a la conclusión de que la sensibilidad de los salarios a la brecha de producción puede ser menor cuando hay muchas personas subempleadas o inactivas. Por consiguiente, valorar el margen intensivo y considerar las diferencias entre los tipos de empleo puede proporcionar una señal más clara de la fortaleza del mercado laboral, así como de las implicaciones para los salarios y la inflación. Asimismo, la heterogeneidad del mercado de trabajo es relevante para la desigualdad de la renta, en particular cuando las horas medias trabajadas o los trabajadores a tiempo parcial se ven afectados de forma más persistente después de una recesión económica. Los efectos de histéresis sobre las horas trabajadas pueden contribuir adicionalmente al aumento de la dispersión de la renta entre los trabajadores, como se sugiere también en Heathcote *et al.*<sup>9</sup> con respecto a Estados Unidos.

**La trayectoria futura de las horas trabajadas por persona ocupada es difícil de predecir, pero la combinación de factores parece indicar que se mantendrá la tendencia descendente.** Es probable que el aumento esperado de la tasa de actividad de las mujeres y de los trabajadores de más edad presione a la baja las horas trabajadas por trabajador. El incremento del porcentaje de empleo en los servicios, un sector con mayores tasas de parcialidad, también puede traducirse en una disminución de las horas medias trabajadas. En cambio, la continua mejora de

<sup>8</sup> Véase F. Eser, P. Karadi, P. R. Lane, L. Moretti y C. Osbat, «[The Phillips Curve at the ECB](#)», The Manchester School, 2020.

<sup>9</sup> Véase J. Heathcote, F. Perri y G. L. Violante, «[The rise of US earnings inequality: Does the cycle drive the trend?](#)», *Review of Economic Dynamics*, vol. 37, suplemento 1, 2020, pp. S181-204.

la cualificación de la población activa puede moderar el descenso de las horas trabajadas por persona ocupada, dado que los que tienen un nivel de educación superior tienden a trabajar más horas en promedio. Las preferencias con respecto a la distribución del tiempo seguirán siendo un factor clave en la evolución de las horas trabajadas.

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

## 2

# Las TLTRO III y las condiciones del crédito bancario

Francesca Barbiero, Miguel Boucinha y Lorenzo Burlon

## Introducción

**Las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) desempeñan un papel esencial en el mantenimiento de unas condiciones de financiación bancaria favorables para los hogares y las empresas, por lo que contribuyen a que la inflación alcance el objetivo del BCE, fijado en el 2 % a medio plazo.** Estas operaciones forman parte de un amplio conjunto de instrumentos complementarios de política monetaria, que incluyen compras de activos, tipos de interés negativos e indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*)<sup>1</sup>. Desde su introducción en 2014, las TLTRO han facilitado la transmisión de la política monetaria incentivando la concesión de crédito al incorporar un objetivo específico y reduciendo el coste de la financiación bancaria, lo que ha sido fundamental para evitar el deterioro de las condiciones crediticias que se habría producido en caso contrario. La tercera serie de estas operaciones (TLTRO III) se puso en marcha a principios de 2019. El anuncio inicial de esta serie en marzo de 2019 ofreció tranquilidad a los mercados sobre la extensión de la TLTRO II existente. Las operaciones pretendían impedir que se produjeran «efectos de congestión» en los mercados de financiación bancaria que de otro modo se habrían materializado como consecuencia de la necesidad de sustituir la financiación obtenida en las TLTRO II próximas a finalizar. Las operaciones se recalibraron en septiembre de 2019, con el fin de mantener unas condiciones de crédito bancario ventajosas, asegurar el correcto funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria y, por consiguiente, respaldar en mayor medida la orientación acomodaticia de dicha política. Desde que comenzó la crisis del coronavirus (COVID-19), la recalibración de esta herramienta fue —gracias a su diseño y a la función que desempeña el sistema bancario de la zona del euro en el citado mecanismo de transmisión— una parte integral de la respuesta del BCE para garantizar unas condiciones de financiación favorables para las empresas y los hogares durante la pandemia.

**Las TLTRO III han proporcionado abundante liquidez a unos tipos de interés atractivos para atender las necesidades urgentes de liquidez de los hogares y las empresas provocadas por la pandemia.** La respuesta de política monetaria del BCE a la crisis del COVID-19 consistió en dos herramientas principales. En primer lugar, las compras de activos contribuyeron a que las condiciones de financiación de la economía real fueran favorables en unos momentos de mayor incertidumbre, gracias tanto al incremento de la dotación del programa regular de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés) como a la puesta en marcha del

<sup>1</sup> Véanse M. Rostagno, C. Altavilla, G. Carboni, W. Lemke, R. Motto, A. Saint Guilhem y J. Yiangou, *Monetary Policy in Times of Crisis: A Tale of Two Decades of the European Central Bank*, Oxford University Press, 2021, y el artículo titulado «[The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2015.

programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés). En segundo lugar, la recalibración de las operaciones TLTRO III vigentes ayudó a asegurar que los bancos dispusieran de financiación en condiciones ventajosas para facilitar el acceso al crédito por parte de las empresas y los hogares<sup>2</sup>. Las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno el 12 de marzo<sup>3</sup> y el 30 de abril<sup>4</sup> de 2020 han garantizado la transmisión de la política monetaria a través de los bancos en una época de elevada incertidumbre y de considerables necesidades de liquidez incrementando el importe máximo de la financiación que estos podían obtener en las TLTRO III del 30 % al 50 % de los préstamos computables (lo que proporcionó un margen adicional de alrededor de 1,2 billones de euros) y reduciendo el tipo de interés aplicado a estas operaciones, hasta un nivel tan bajo como el –1 % hasta junio de 2021 para los bancos que cumplieran los requisitos para la concesión de préstamos. Estas decisiones también permitieron ampliar el conjunto de activos admisibles como garantía de la financiación obtenida en las TLTRO III y ofrecer mayor flexibilidad a las entidades de crédito en cuanto a opciones de reembolso y modalidades de participación en las distintas operaciones. Como consecuencia de las decisiones del Consejo de Gobierno del 10 de diciembre de 2020<sup>5</sup>, el importe máximo de la financiación se aumentó hasta el 55 % de los préstamos computables y el plazo durante el que los bancos podían garantizarse un tipo de interés tan bajo como el –1 % se prorrogó hasta junio de 2022, a condición de que cumplan requisitos adicionales para la concesión de préstamos hasta el final de 2021. Ello sirvió para proteger las condiciones de financiación de los efectos dominó derivados de la pandemia.

**La magnitud de la perturbación causada por la pandemia, la amplia respuesta de política monetaria y el atractivo diseño de las TLTRO (después de varias recalibraciones) se plasmaron en una de las mayores inyecciones directas de liquidez del BCE al sector bancario de la zona del euro, que elevó la financiación total recibida a 2,2 billones de euros en junio de 2021; de este modo se proporcionó un apoyo sustancial a la zona del euro durante todo el período de la pandemia.** Las medidas de política monetaria adoptadas para amortiguar el impacto de la pandemia en la financiación obtenida se complementaron con el respaldo de las aplicadas en otras áreas de política, que abarcaron desde el ámbito micro- y macroprudencial (a través de medidas de relajación de los requerimientos de capital) hasta la política fiscal (mediante el uso extendido de avales públicos y de moratorias). Las favorables condiciones de las TLTRO, junto con la ampliación de los activos que podían aportarse como garantía (véase recuadro 1), el margen de capital y una demanda de préstamos que se vio reforzada por otras políticas, permitieron una extensa participación de las entidades de crédito de la zona del euro en el programa TLTRO III, la mayor observada hasta

<sup>2</sup> Los ajustes temporales del sistema de activos de garantía del BCE fueron un apoyo fundamental en la recalibración de las TLTRO III. Además, esta se complementó con la introducción de las operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia (PELTRO, por sus siglas en inglés), con la disponibilidad temporal de operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento coincidente con la primera operación TLTRO III disponible tras las recalibraciones de marzo y abril de 2020 (denominadas OFPML puente [*bridge LTRO*]), y con el establecimiento de líneas *swap* y *repo* por parte de bancos centrales de todo el mundo que proporcionaron euros y otras divisas.

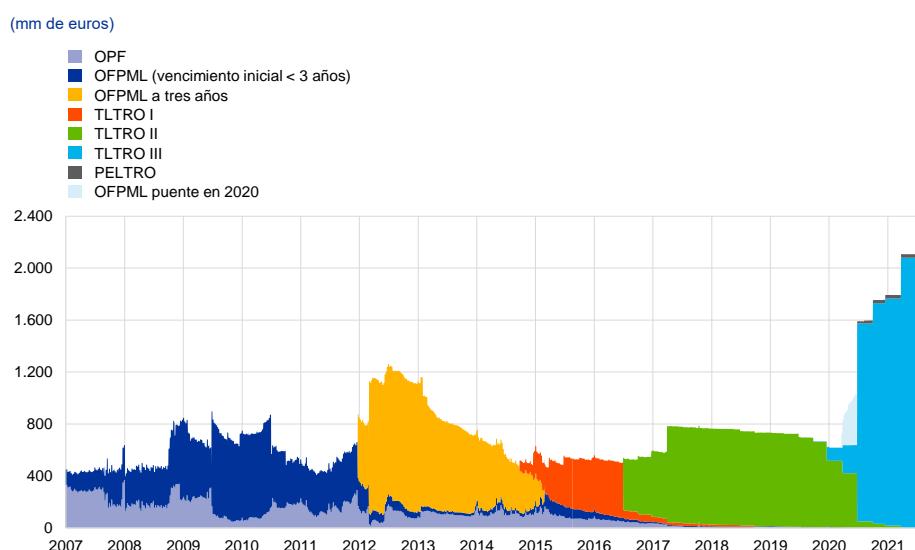
<sup>3</sup> Para más detalles, véase [Nota de prensa del BCE de 12 de marzo de 2020](#).

<sup>4</sup> Para más detalles, véase [Nota de prensa del BCE de 30 de abril de 2020](#).

<sup>5</sup> Para más detalles, véase [Nota de prensa del BCE de 10 de diciembre de 2020](#).

la fecha en las operaciones de financiación del Eurosistema. La financiación total recibida superó los 1,5 billones de euros después de la operación de junio de 2020 y, como consecuencia de las operaciones posteriores, se incrementó hasta los 2,2 billones de euros en junio de 2021 (gráfico 1). En este artículo se estudia de qué manera ha afectado esta modalidad de financiación a plazo más largo con objetivo específico del banco central a las condiciones del crédito bancario y se cuantifica este efecto.

**Gráfico 1**  
Financiación obtenida del Eurosistema



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la evolución de la financiación obtenida del Eurosistema desagregada por las distintas operaciones de financiación. «OPF» se refiere a las operaciones principales de financiación; «OFPML (vencimiento inicial < 3 años)» a las operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento inicial inferior a tres años, y «OFPML a tres años» a las operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento inicial a tres años. «TLTRO I», «TLTRO II» y «TLTRO III» son los tres programas de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico. «PELTRO» se refiere a las operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia, y «OFPML puente en 2020» a las operaciones de financiación a plazo más largo introducidas para cubrir las necesidades de liquidez entre el anuncio de la recalibración de las TLTRO en marzo de 2020 y la primera operación posterior en junio de 2020.

**El artículo se organiza como sigue.** El recuadro 1 arroja luz sobre el papel de las medidas de relajación de los criterios de admisión de los activos de garantía. En la sección 2 se explica cómo se transmite el estímulo proporcionado por las TLTRO III a los prestatarios finales a través de los bancos. El recuadro 2 se centra en el impacto del programa en los tipos de interés del mercado monetario. En la sección 3 se documenta hasta qué punto han contribuido las TLTRO III a la relajación de las condiciones del crédito bancario, considerando su eficiencia frente a otras medidas de política y la posibilidad de que se produzcan efectos secundarios. En el recuadro 3 se analiza el impacto de las TLTRO III en el exceso de liquidez, y en la sección 4 se presentan las principales conclusiones del artículo.

## Conclusiones

**Las TLTRO III han sido efectivas para proteger la transmisión de la política monetaria a través del canal bancario durante la pandemia.** Las TLTRO

anteriores ya respaldaron las condiciones de financiación de los hogares y las empresas mucho antes de que la pandemia de COVID-19 afectara a la zona del euro. Las recalibraciones de las TLTRO III en la primera mitad de 2020 otorgaron un mayor papel al programa como baluarte fundamental contra el deterioro del mecanismo de transmisión de la política monetaria a través del canal bancario en un contexto de tensión financiera sin precedentes en el sistema bancario de la zona del euro. La mayor inyección de liquidez en la historia del BCE —en junio de 2020—, seguida de la amplia participación en las operaciones posteriores, ha proporcionado liquidez del banco central a tipos de interés atractivos a condición de que los bancos de la zona cumplan objetivos de concesión de crédito ambiciosos, pero alcanzables. El impulso procedente de las mejoras introducidas en las operaciones se transmitió de distintas maneras a las condiciones crediticias y trascendió los criterios de concesión explícitos recogidos en el programa. Ello ha contribuido a garantizar unas condiciones de financiación favorables para los hogares y las empresas durante la pandemia. Como el estímulo proporcionado a las condiciones crediticias a través de los bancos suele transmitirse con un desfase, el impacto final de las TLTRO aún no se ha materializado por completo.

**No existe evidencia de que el estímulo proporcionado por las TLTRO se haya diluido o haya causado efectos secundarios importantes hasta ahora, ya que el programa interactúa de forma positiva con el paquete de medidas de política monetaria más amplio.** Al brindar apoyo a los márgenes de los préstamos, el programa proporcionó a los bancos flexibilidad suficiente para conceder crédito al sector privado sin que necesariamente aumentaran sus riesgos, en especial en un contexto de demanda sin precedentes derivada de las necesidades urgentes de liquidez que experimentaron las empresas en las fases iniciales de la pandemia. Asimismo, se dispone de evidencia de que el diseño de las TLTRO garantizó que el estímulo llegara a los hogares y a las empresas como se pretendía, sin quedar excesivamente diluido por usos no justificados de los fondos, como la concesión de crédito a los Gobiernos. La eficacia de estas operaciones en la transmisión de las condiciones favorables a los sectores a los que se dirigían se vio notablemente respaldada por la contribución de otros instrumentos de política monetaria, como las compras de activos, la *forward guidance* y la política de tipos de interés negativos, así como las medidas de relajación de los criterios de admisión de los activos de garantía, que se aplicaron de forma simultánea a las TLTRO, y por la de otras áreas, como las políticas micro- y macroprudencial o la política fiscal, a través, por ejemplo, de la provisión de avales públicos.

**Las TLTRO que ofrecen financiación condicionada a tipos de interés inferiores al tipo de la facilidad de depósito son un instrumento eficaz y flexible de la orientación acomodaticia de la política monetaria próxima al límite inferior efectivo, en especial en un entorno caracterizado por un alto grado de incertidumbre.** El establecimiento de un objetivo específico es un rasgo fundamental de las operaciones, que incrementa los incentivos para que los bancos concedan préstamos. La fijación de un tipo de interés condicional en las TLTRO por debajo del tipo de la facilidad de depósito ha creado margen adicional para relajar las condiciones de financiación de las entidades de crédito en un entorno de tipos negativos y constituye un respaldo eficaz frente a tensiones en el acceso de los

bancos a la financiación de mercado. Además, el estrecho vínculo con el tipo de interés de la facilidad de depósito ha permitido que la política de tipos negativos continuara estimulando la concesión de préstamos, incluso cuando los tipos de los depósitos siguieron reduciéndose.

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