



## Impacto en crédito de TLTRO's

TABLA 1: Previsiones macro del BCE

Fuente: BCE

	Mar-19		
	2019	2020	2021
PIB	1.1	1.6	1.5
▪ Var	-0.6	-0.1	0.0
IPC	1.2	1.5	1.6
▪ Var	-0.4	-0.2	-0.2
IPC suby	1.2	1.4	1.6
▪ Var	-0.2	-0.2	-0.2

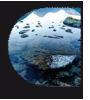
El anuncio de tipos del BCE de la semana pasada trajo consigo varias novedades por parte de la Autoridad Monetaria. En primer lugar, se produjo el cambio de su Forward Guidance, al retrasar la primera subida de tipos hasta finales de 2019, cuando hasta ahora se situaba después del verano de este año. Además, se redujeron de forma importante las previsiones, tanto de crecimiento como de inflación para los próximos años, siendo especialmente relevante el recorte registrado en 2019 (ver Tabla 1), lo que hace surgir importante dudas entorno a la salud de la Zona Euro. Por último, se anunció la implementación de medidas adicionales de liquidez a través de nuevas TLTRO's.

Aunque el mercado llevaba tiempo barajando la posibilidad de que se introdujeran nuevas medidas de liquidez para apoyar a la banca, en esta nota queremos analizar en mayor detalle, tanto las características de las mismas conocidas hasta ahora, como su potencial impacto en el mercado de crédito, especialmente en el sector financiero en euros.

### ¿Cómo serán las nuevas TLTRO's III?

Las nuevas TLTROIII tendrán un vencimiento a dos años con periodicidad trimestral. Comenzarán en septiembre de 2019 y terminarán en marzo de 2021, lo que supone un total de siete operaciones, siendo los detalles técnicos que conocemos hasta ahora los siguientes:

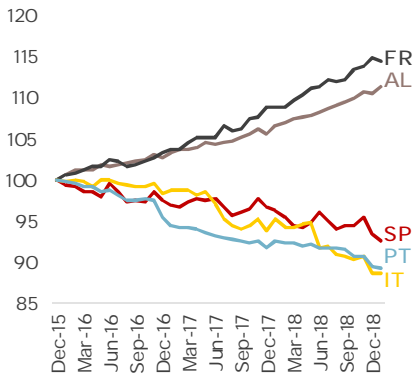
- > Vencimiento: dos años, lo que supone una opción más restrictiva de lo que manejaba el mercado en un principio, ya que se valoraba un horizonte temporal de unos tres años.
- > Volumen: Las entidades financieras podrán financiarse en BCE hasta el 30% de los préstamos considerados elegibles, que existían en el balance de cada una a fecha 28 de febrero de 2019. En este sentido, todavía no se ha especificado qué se considera como crédito elegible, pero si le aplicamos el criterio de las TLTRO's II, el mismo pasaría por la cartera de préstamos excluyendo el hipotecario.
- > Tipo de interés: Será un tipo indexado al aplicado en las operaciones principales de financiación (actualmente en el 0%) durante la vida de cada una de las operaciones. Por lo tanto, estaríamos hablando de un coste variable.
- > Incentivos: el BCE espera ofrecer incentivos a la participación en las subastas para que sigan siendo favorables, aunque los detalles se comunicarán más adelante.



## Impacto en crédito de potenciales TLTRO's

GRÁFICO 1: Evolución cartera crediticia elegible por países

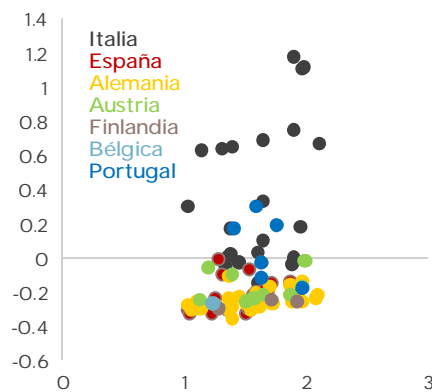
Fuente: BCE



Este último punto es especialmente relevante, ya que a día de hoy, las entidades con mayor capacidad para solicitar liquidez al BCE son las de los países del norte de Europa, al ser las que han visto incrementar sus créditos elegibles en mayor medida a lo largo de los últimos años (ver gráfico 1). Sin embargo, a día de hoy, dichas entidades no tienen grandes incentivos para solicitar esta liquidez, ya que su coste de financiación en mercado es inferior al de la propia TLTRO III. Es más, esta misma situación sería extensible incluso a algunas entidades periféricas bajo ciertos formatos de deuda, como pueden ser los covered bonds (ver gráfico 2). Por lo tanto, será necesario primar las TLTRO's para que la demanda agregada pueda ser lo suficientemente intensa. Ello pasaría por una reducción adicional de la rentabilidad ligada a la inyección de liquidez bajo ciertos parámetros, tal y como sucedía en las TLTRO's II, cuyo coste mínimo potencial podía llegar a ser tan bajo como el tipo de depósito.

GRÁFICO 2: TIRs covered bonds con vencimiento 2 años

Fuente: Bloomberg



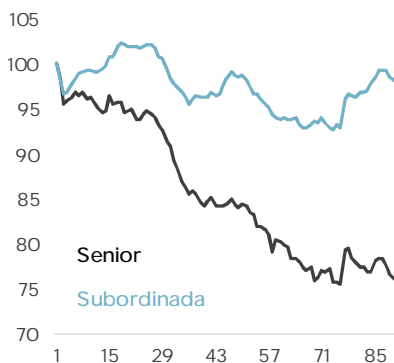
### ¿Qué impacto tendrán en mercado?

Tras el anuncio de tipos del BCE se observaron fuertes compras de las curvas de gobierno, tanto core como periféricas, las cuales se vieron apoyadas por unas estimaciones macroeconómicas negativas que retrasaron, de forma importante, las expectativas de subidas de tipos, más allá de lo que planteaba el Forward Guidance de la Autoridad Monetaria. Estas mismas proyecciones también afectaron a los activos de riesgo de forma negativa, al trasladar un contexto de actividad muy adverso.

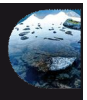
A la hora de analizar el impacto de las TLTRO's III en el sector financiero hay que destacar dos elementos clave. Por un lado, el deterioro macroeconómico reconocido por el BCE a través de sus proyecciones, que incide directamente sobre la calidad de los activos en balance. Por el otro, el retraso en la subida de tipos que dicho deterioro macro conlleva, lo que impacta negativamente sobre los márgenes de las entidades bancarias y, por lo tanto, sobre su capacidad de generar un ROE lo suficientemente elevado. Esto afectaría especialmente al equity y en última instancia a la deuda subordinada.

GRÁFICO 3: Evolución spreads Senior vs Subordinada tras el anuncio de las TLTRO's a nivel conjunto

Fuente: Bloomberg



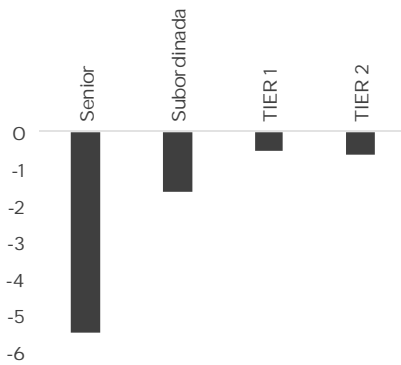
Otro punto a considerar dentro del sector financiero es el efecto que la inyección de liquidez del BCE puede llegar a tener sobre los distintos tipos de deuda existentes. Para valorar este punto, hemos realizado un estudio por el cual analizamos la reacción que ha tenido tanto la deuda senior, como la subordinada, bajo las inyecciones de liquidez realizadas por el BCE en el pasado, asumiendo siempre un contexto general lo más próximo posible a la situación actual. Los resultados del mismo trasladan que el comportamiento relativo de la deuda senior fue sustancialmente más favorable que el de la subordinada (ver gráfico 3).



## Impacto en crédito de potenciales TLTRO's

GRÁFICO 4: Variación de volúmenes de emisión de deuda tres meses después del anuncio de la TLTRO1

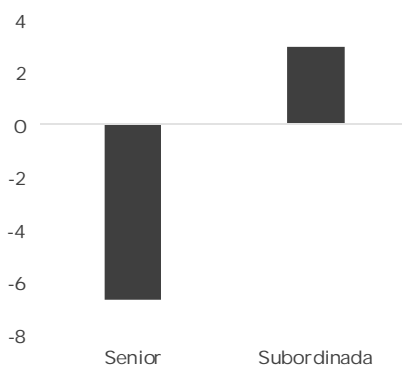
Fuente: Bloomberg



Nota: Tomamos como referencia lo sucedido antes y después del anuncio de la TLTRO 1, ya que las condiciones de mercado fueron más estables, pudiéndose asemejar más a la situación actual, ya que las LTRO's se anunciaron en plena crisis de deuda de la Zona Euro, donde la predisposición a emitir fue muy baja, mientras que la TLTRO2 convivió con la crisis de emergentes y con la implementación del CSPP, por lo que su comportamiento tampoco podría ser extrapolado a día de hoy.

GRÁFICO 5: Variación de volúmenes de emisión de deuda tres meses antes de la TLTRO respecto a 6 meses después

Fuente: Bloomberg

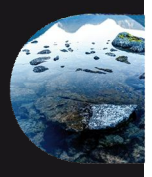


En realidad, los resultados que arroja el estudio planteado anteriormente no dejan de tener sentido, ya que una financiación a gran escala a través del BCE reduce sustancialmente la necesidad de emisión en deuda senior por parte de la banca. Esto, sin embargo, no tiene porqué ser extensible a la deuda subordinada, ya que el objetivo último de esta modalidad está mucho más orientado al soporte del balance y fortalecimiento de los niveles de solvencia de las entidades financieras. De hecho, se puede observar cómo el volumen de emisión de la deuda senior bajo la TLTRO 1, se redujo de manera mucho más sustancial que en el resto de instrumentos en el periodo comprendido entre el anuncio de dicha medida y los tres meses siguientes al mismo (ver gráfico 4). Es más, observamos un comportamiento en este mismo sentido cuando comparamos el volumen de emisión tres meses antes del anuncio de las TLTRO 1 respecto a 6 meses posteriores al mismo (ver gráfico 5), quedando patente una considerable contracción en la emisión de deuda senior, mientras que la subordinada experimenta un aumento.

### Conclusiones

Tras el análisis realizado podemos concluir que:

1. Las TLTRO's III presentan unas características menos beneficiosas para la banca que las anteriores inyecciones de liquidez, aunque lo más relevante es que el mensaje general del BCE es muy negativo de cara a la evolución del negocio bancario.
2. Este hecho plantea unas condiciones adversas para poder generar un ROE elevado, lo que penaliza los activos de riesgo, entre ellos la deuda subordinada.
3. Por su parte, demostramos que históricamente la deuda senior se ha visto más soportada ante inyecciones de liquidez a gran escala por parte del BCE. Ello se produce por la menor predisposición a emitir, al disponer de una fuente de financiación alternativa vía Autoridad Monetaria.



Inverseguros S.V.  
DUNAS CAPITAL

### Inverseguros

Plaza de las Cortes, 2 - 4ª planta.  
28014 Madrid.  
Tel. +34 914 263 820/6  
Fax: +34 915 777 514

### Análisis

Borja Gómez (Director)  
fbgomez@inverseguros.es  
Silvia Verde  
sverde@inverseguros.es  
Patricia Rubio  
correo@inverseguros.es

### Mesa de Operaciones

Paco Otero (Director)  
fotero@inverseguros.es  
Lola Aragón  
laragon@inverseguros.es  
Carlota de la Torre  
ctorre@inverseguros.es

Francisco Abascal  
fabascal@inverseguros.es  
Antonio Daniele  
adaniele@inverseguros.es  
José Luis Carmona  
jcarmona@inverseguros.es

Tel. +34 915 77 3970

Toda información contenida en este informe ha sido obtenida por Inverseguros SV SAU, de fuentes que considera fiables. Las opiniones vertidas en el mismo han sido elaboradas de buena fe y son exclusivas de su Departamento de Análisis y no pueden ser consideradas como una oferta de compra o de venta de acciones. Inverseguros SV SAU no asume ninguna responsabilidad que se derive del contenido de este documento. El sistema retributivo del/los analista/s de los informes se basa en diversos criterios entre los que figuran los resultados obtenidos en el ejercicio económico por el Grupo Inverseguros, pero en ningún caso está vinculada directa o indirectamente al sentido de las recomendaciones contenidas, ni/o a operaciones de banca de inversión realizadas por Inverseguros SV, SAU ni/o por personas jurídicas vinculadas. Inverseguros SV, SAU, es una empresa de servicios de inversión sometida a la legislación española, bajo supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y dispone de un Reglamento de Conducta que puede ser consultado en su página en Internet. [www.inverseguros.es](http://www.inverseguros.es)