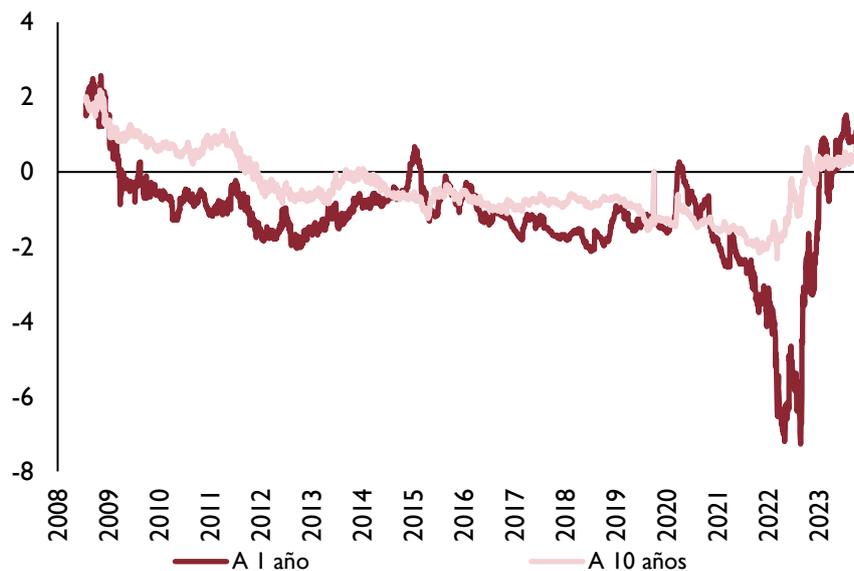


RECUADRO 2. ¿SE HA COMPLETADO LA TRANSMISIÓN DE LAS SUBIDAS RECIENTES DE TIPOS DE INTERÉS HACIA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA?

En los meses recientes los costes de financiación de las familias y de las empresas han seguido elevándose en respuesta a los aumentos de los tipos de interés oficiales del Banco Central Europeo. El cambio de tono de la política monetaria comenzó a mediados de 2022 y desde entonces se ha producido un incremento de los tipos de interés de referencia de 450 puntos básicos, el más rápido e intenso desde la creación de la Unión Monetaria Europea. En consonancia, los tipos de interés reales -aproximados mediante el diferencial entre la tasa “overnight interest swap” (OIS) y el valor del swap de inflación al mismo plazo- que mantuvieron tasas negativas hasta comienzos de 2023, presentan en la actualidad valores positivos y crecientes. Ello hace que por primera vez en más de una década los tipos de interés reales de largo plazo se sitúen en terreno positivo.

GRÁFICO RE_2.1. TIPOS DE INTERÉS REALES (%)



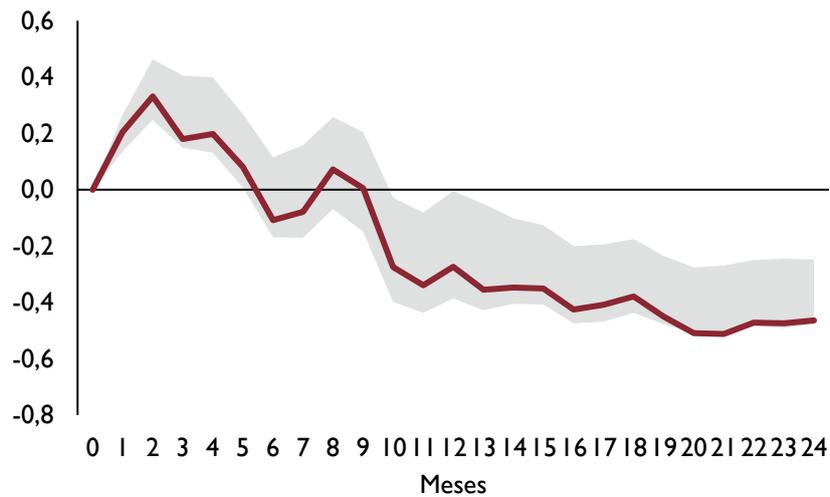
Fuente: Refinitiv

Nota: Calculado mediante la tasa OIS menos el valor del swap de inflación al mismo plazo

La intensidad y el momento con el que estos incrementos de costes se trasladan a la economía real está sujeta a mucha incertidumbre. En este sentido, las estimaciones de la AIReF sugieren que un shock a los tipos de interés puede tener un impacto negativo sobre la actividad económica con un retardo de entre ocho a diez meses, alcanzándose su efecto máximo en torno a 14-20 meses. Estos resultados se encuentran en línea con las estimaciones basadas en modelos alternativos realizadas por el BCE, que

sugieren que la transmisión del cambio de tono en la política monetaria que comenzó a finales de 2021 podría reducir el crecimiento medio del PIB de área en 2 puntos porcentuales en el período 2022-2025. El impacto negativo sobre el crecimiento en 2024 ascendería a 2 puntos porcentuales, tras alcanzar su efecto máximo en 2023 (-4 puntos porcentuales)⁷.

GRÁFICO RE_2.2. IMPACTO DE UN SHOCK DE UNA DESVIACIÓN TÍPICA AL EURIBOR A 3 MESES SOBRE LAS VENTAS DE GRANDES EMPRESAS

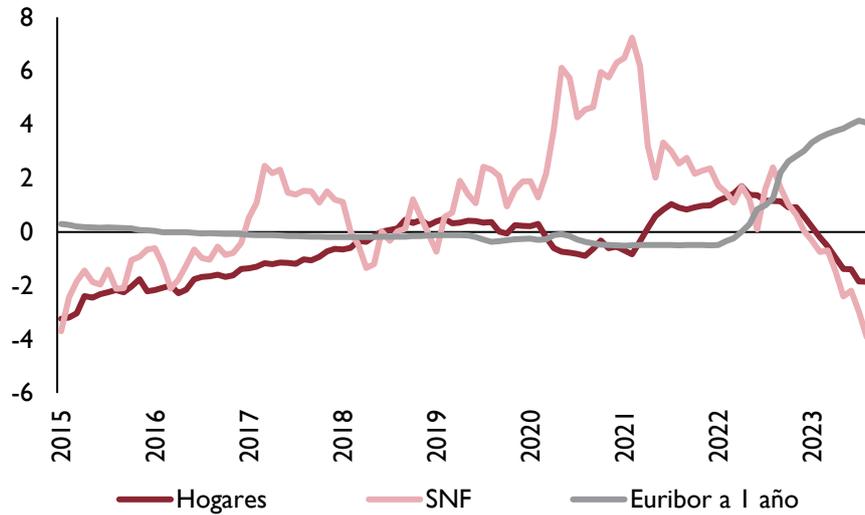


Fuente: AIReF

La evolución de los tipos de interés de los préstamos bancarios, de los criterios de concesión del crédito y de los volúmenes de financiación en el área del euro sugieren que la transmisión del endurecimiento de la política monetaria se está produciendo de manera intensa, pero todavía no se habría completado. Asimismo, se observa cómo, paulatinamente se ha ido frenando la financiación a hogares y las sociedades no financieras, con especial intensidad en los préstamos destinados a la compra de vivienda.

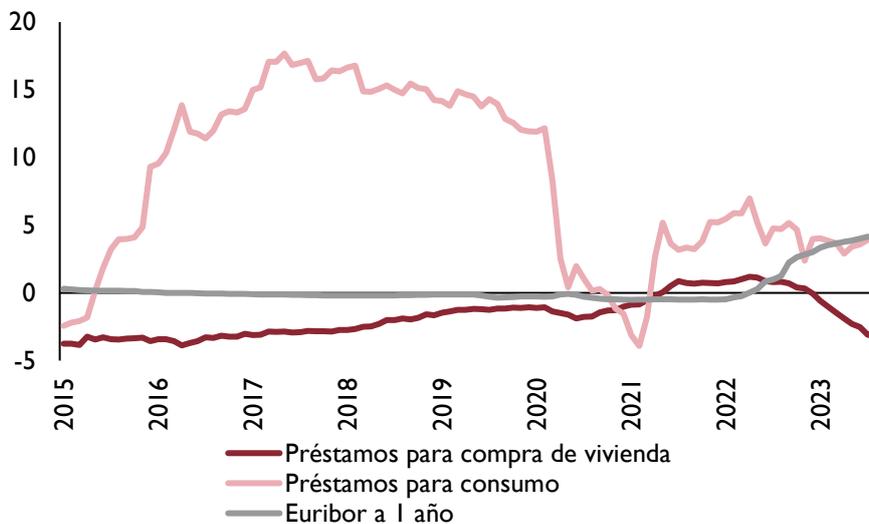
⁷[BCE \(2023\)](#)

GRÁFICO RE_2.3. VARIACIÓN INTERANUAL DE LA FINANCIACIÓN TOTAL A SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES (%)



Fuente: Banco de España

GRÁFICO RE_2.4. VARIACIÓN INTERANUAL DE LOS PRÉSTAMOS A HOGARES. DESGLOSE POR FINALIDAD

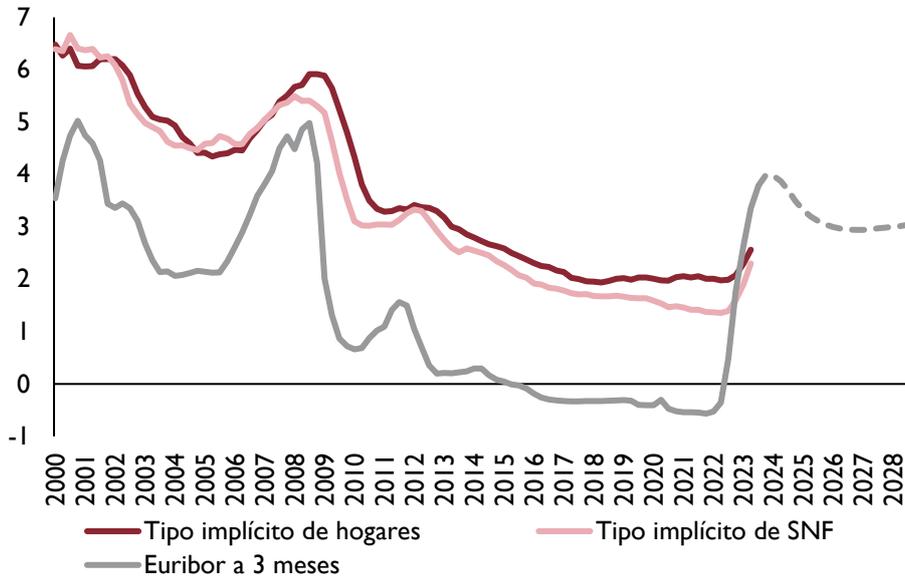


Fuente: Banco de España

Aunque los costes de las nuevas operaciones de financiación para los hogares y de las empresas han aumentado de manera notable, los retardos en la fijación de tipos de interés -principalmente semestrales o incluso anuales- han hecho que los tipos implícitos de los préstamos (y los valores de deuda) aún no hayan crecido en la misma medida que los tipos de referencia. Esto hace que, la renta disponible de los hogares y las sociedades no financieras posea un colchón temporal que se irá agotando paulatinamente, poniendo bajo presión la capacidad de compra

conforme se recupere la relación histórica entre tipos implícitos y tipos de referencia.

GRÁFICO RE_2.5. TIPOS IMPLÍCITOS DE LA DEUDA DE LOS HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y EURIBOR A TRES MESES (%)



Fuente: Banco de España, INE, Refinitiv y Haver

Nota: Calculado con la rúbrica de intereses pagados antes de la asignación de SIFMI en relación con saldo de préstamos (y valores representativos de deuda en el caso de las SNF)

Todo ello sugiere que, aunque la transmisión de la política monetaria a la actividad real se está produciendo con rapidez e intensidad, a lo largo de 2024 todavía cabe esperar efectos negativos sobre las decisiones de gasto de los hogares y empresas asociados al endurecimiento de las condiciones de financiación.