

## LA EVOLUCIÓN DE LAS CONDICIONES FINANCIERAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA A LA LUZ DE LAS COMUNICACIONES Y DECISIONES DEL BCE EN LOS ÚLTIMOS MESES

En su reunión del 12 de septiembre, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) decidió adoptar un paquete de medidas orientadas a aumentar el grado de acomodación monetaria en el área del euro<sup>1</sup>. Unos meses antes, en un discurso en Sintra<sup>2</sup> (Portugal) el 18 de junio, el presidente del BCE ya había anticipado la disposición de esta institución para adoptar medidas de estímulo adicionales, como recortes en el tipo de interés de referencia o la reactivación del programa de compra de activos.

Tomando como referencia esta última fecha, en este recuadro se analiza cómo han cambiado las condiciones financieras de la economía española durante los últimos meses, con el fin de valorar hasta qué punto estas se han visto afectadas por las últimas decisiones de política monetaria, así como por la comunicación del BCE en los meses previos a dichas decisiones<sup>3</sup>. En concreto, se examina cómo han evolucionado los costes de financiación del sector público, de los hogares y de las sociedades no financieras, en lo que se refiere tanto a las nuevas operaciones como a los saldos vivos. La disminución de estos costes tiene diferentes implicaciones macroeconómicas. Mientras que una reducción en el coste de financiación de las nuevas operaciones es relevante a la hora de adoptar decisiones de gasto que dependen de la obtención de financiación externa, una caída del coste de la deuda viva aumenta la capacidad adquisitiva de los agentes endeudados, al reducir su carga financiera.

Tras la intervención del presidente Draghi en el foro anual sobre banca central de Sintra, se reforzó la percepción de los inversores de que el escenario de tipos de interés bajos se mantendría durante un período prolongado. Los mercados financieros anticiparon entonces nuevas

medidas de estímulo monetario, lo que se tradujo en descensos, a partir de esa fecha, de los tipos de interés del mercado interbancario en los distintos plazos (si bien es difícil deslindar qué parte de la evolución observada es consecuencia directa de la relajación monetaria y cuál es debida a otros factores).

Como puede observarse en el gráfico 1, el euríbor a tres meses disminuyó, desde el 18 de junio, en 13 pb, hasta alcanzar el -0,45% a principios de septiembre, nuevo mínimo histórico, recuperándose ligeramente con posterioridad. A principios de diciembre se situaba en el -0,39%, lo que, desde el 18 de junio, supone una caída acumulada de 7 pb (magnitud similar a la del recorte de 10 pb en el tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE tras su reunión de septiembre). En el caso del euríbor a doce meses, principal índice de referencia en los préstamos hipotecarios a tipo variable en España, la caída acumulada se sitúa en 9 pb. Los tipos de interés a largo plazo, por su parte, venían disminuyendo desde octubre de 2018, como consecuencia del empeoramiento de las perspectivas de la actividad y del debilitamiento de las expectativas de inflación en el área del euro. En el período transcurrido desde la reunión de Sintra, el tipo *swap* a diez años ha acumulado un retroceso de 10 pb<sup>4, 5</sup>.

El descenso de los tipos de interés del mercado interbancario se ha trasladado a los mercados de deuda pública y corporativa, lo que se ha traducido en caídas adicionales de los costes de financiación con valores de renta fija para Administraciones Públicas y empresas no financieras, que ya venían reduciéndose desde principios de año. Entre el 18 de junio y el 10 de diciembre, la rentabilidad de la deuda pública española a diez años ha registrado una disminución de 2 pb, mientras que el tipo de emisión de deuda de las sociedades no financieras al

1 Entre estas medidas, destacan la reducción de 10 puntos básicos (pb) en el tipo de interés de la facilidad de depósito, el reforzamiento de las directrices acerca de la senda futura de los tipos de interés (*forward guidance*) y la reactivación de las compras netas de activos. Para una exposición más detallada, véase <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190912~08de50b4d2.en.html>.

2 Véase <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190618~ec4cd2443b.en.html>.

3 Además del discurso de Sintra, otro hito importante en la comunicación del BCE acerca de la inminente adopción de medidas de estímulo fue la reunión del 25 de julio del Consejo de Gobierno, en la que este anunció su voluntad de ajustar todos sus instrumentos con el fin de conseguir que la inflación se aproximara a su objetivo.

4 Los tipos de interés *swap* capturan, de forma aproximada, las expectativas de los inversores acerca de la evolución futura de las rentabilidades interbancarias a tres meses, medidas, en el caso del área del euro, a través del índice euríbor.

5 La disminución llegó a ser de 53 pb a mediados de agosto. El posterior repunte de estos tipos de interés obedece, posiblemente, a una cierta estabilización de las perspectivas para la actividad económica, frente al empeoramiento observado hasta entonces.

**LA EVOLUCIÓN DE LAS CONDICIONES FINANCIERAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA A LA LUZ DE LAS COMUNICACIONES Y DECISIONES DEL BCE EN LOS ÚLTIMOS MESES (cont.)**

mismo plazo se ha reducido en 23 pb (véase gráfico 2). A fecha 10 de diciembre, estos costes de financiación se situaban en el 0,46 % y en el 1,54 %, respectivamente, lo que supone unos niveles extraordinariamente bajos desde el punto de vista histórico.

Por su parte, los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito bancario en España también se han reducido en la mayoría de los segmentos, situándose en niveles muy bajos y cercanos a sus mínimos históricos. Como se aprecia en el gráfico 3, entre los meses de junio y

octubre se ha producido un abaratamiento de la nueva financiación a hogares para adquisición de vivienda y, en menor medida, para consumo (26 pb y 13 pb, respectivamente), hasta el 1,82 % en el primer caso, y el 7,14 % en el segundo (cifras ajustadas de estacionalidad). En el caso de las sociedades no financieras, la reducción solo se ha observado en las operaciones por importe superior al millón de euros (5 pb), situándose los tipos de interés de los préstamos en el 1,40 % en octubre. En cambio, en los créditos a empresas de volúmenes inferiores se ha producido un leve repunte.

Gráfico 1  
TIPOS DE INTERÉS DE MERCADO. CORTO Y LARGO PLAZO

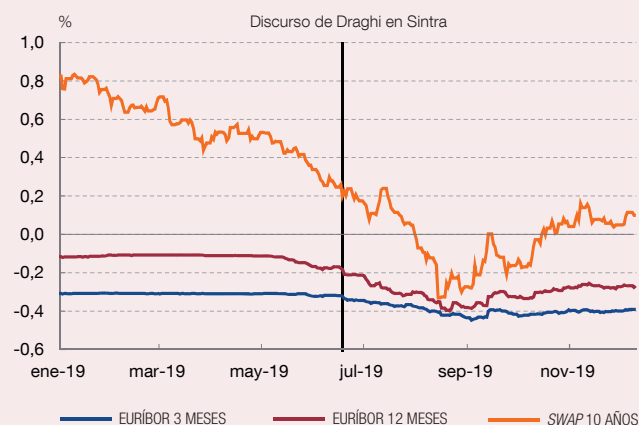


Gráfico 2  
COSTE DE EMISIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA Y CORPORATIVA

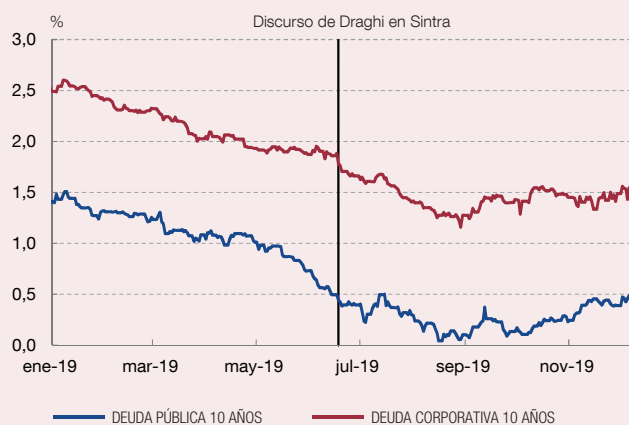


Gráfico 3  
COSTE DE FINANCIACIÓN DE LAS NUEVAS OPERACIONES BANCARIAS (a)

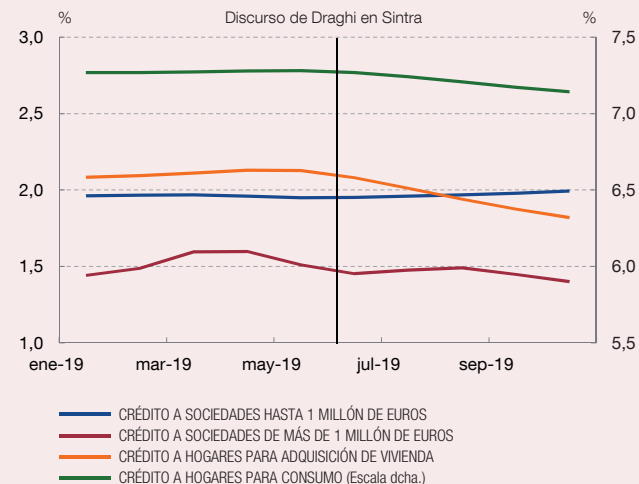
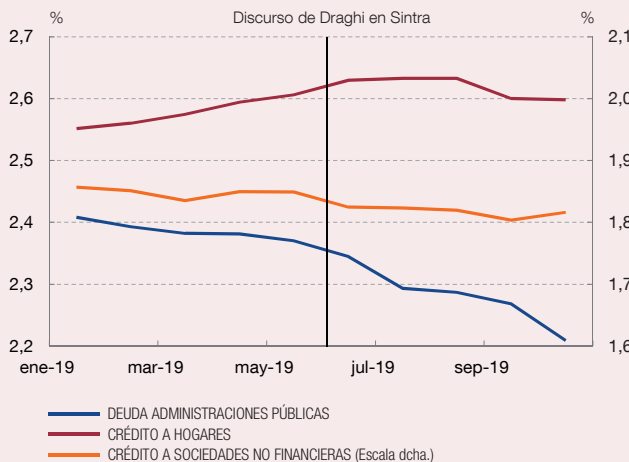


Gráfico 4  
COSTE MEDIO DE LA DEUDA VIVA



FUENTES: Banco de España y Bloomberg Data License.

a Componente ciclo-tendencia de los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito (ajustados por estacionalidad y componente irregular).

**LA EVOLUCIÓN DE LAS CONDICIONES FINANCIERAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA A LA LUZ DE LAS COMUNICACIONES Y DECISIONES DEL BCE EN LOS ÚLTIMOS MESES** (cont.)

Las últimas decisiones de política monetaria también han contribuido al descenso del coste de la deuda viva de los diferentes sectores institucionales. En el caso de las Administraciones Públicas, el tipo de interés de la deuda viva se ha reducido en 14 pb, hasta situarse en octubre en el 2,21 % (véase gráfico 4). En cuanto a la deuda bancaria de los hogares y las empresas, los tipos de interés de los saldos vivos se han reducido levemente —en 3 pb y 1 pb—, hasta el 2,60 y el 1,82 %, respectivamente.

Los movimientos en los costes de financiación que se han descrito son coherentes con el impacto que cabría

esperar de los distintos anuncios y decisiones de política monetaria. No obstante, como nota de cautela, cabe señalar que no se puede trazar una relación precisa entre estos anuncios y decisiones y la evolución observada, pues muy probablemente esta última ha venido condicionada adicionalmente por múltiples factores que operan en distintas direcciones, como las noticias macroeconómicas, la relajación monetaria adicional en Estados Unidos, las novedades en relación con el conflicto comercial entre este país y China o la evolución de las perspectivas sobre el *brexit*.