

## Recuadro 1

**LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA AL PAGO POR INTERESES DE LA DEUDA BANCARIA DE LOS HOGARES Y LAS EMPRESAS**

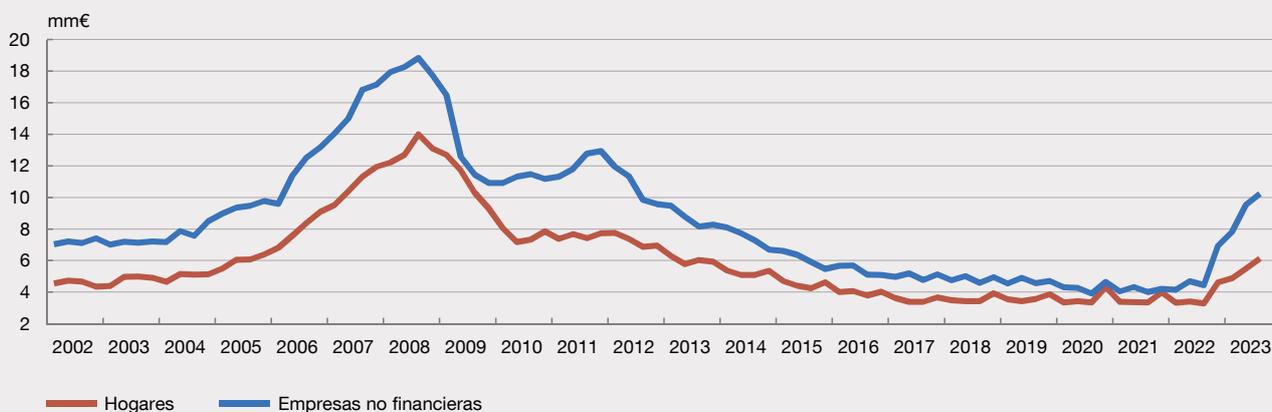
El Banco Central Europeo (BCE) inició un cambio en la orientación de su política monetaria en diciembre 2021, que se manifestó principalmente en un incremento muy acusado de los tipos de interés oficiales —de 450 puntos básicos (pb) entre julio de 2022 y septiembre de 2023—. Como resultado, los pagos por intereses de los hogares y de las empresas endeudados fueron aumentando a través de lo que se denomina el «canal renta» de la transmisión de la política monetaria<sup>1</sup>. Así lo reflejan las cuentas de los sectores de la Contabilidad Nacional, que han recogido un incremento rápido y notable de los pagos por intereses<sup>2</sup> desde los niveles históricamente reducidos en los que se encontraban antes del inicio del ciclo de subidas de tipos de interés (véase gráfico 1). Los pagos por intereses alcanzaron en septiembre de 2023 niveles similares a los de hace aproximadamente una década, por debajo de los máximos de 2008-2009.

En este recuadro se emplea la información granular de la Central de Información de Riesgos (CIR) sobre hipotecas de los hogares y préstamos bancarios de las empresas no

financieras<sup>3</sup> para caracterizar el proceso de transmisión de la política monetaria a los pagos por intereses de esta deuda bancaria y valorar la senda futura a partir de las expectativas de mercado sobre los tipos de interés.

La velocidad de transmisión de la política monetaria a los pagos por intereses de la deuda bancaria —ya sean hipotecas o préstamos a empresas— depende de sus condiciones contractuales. En los préstamos a tipo variable, los pagos por intereses se revisan con la frecuencia establecida en el contrato y en función de la evolución del índice de tipos de interés de referencia. De acuerdo con la información de la CIR, en noviembre de 2023 los préstamos a tipo variable<sup>4</sup> suponían algo menos del 70 % del saldo vivo tanto de las hipotecas de los hogares como de los préstamos a empresas (véase gráfico 2). En el caso de las hipotecas, la frecuencia de revisión del tipo de interés más habitual es la anual (un 62 %, frente al 30 % con frecuencia semestral), mientras que para las empresas son más comunes las revisiones trimestrales (un 52 %, frente al 18 % semestral y el 17 %

Gráfico 1  
Pagos trimestrales por intereses de los hogares y empresas españolas hasta septiembre de 2023 (a)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística. Cuentas trimestrales no financieras de los sectores institucionales.



a Sin ajustar por estacionalidad y antes de la asignación de los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI).

1 Para más detalles sobre la respuesta del BCE y los canales de transmisión de la política monetaria, véase Banco de España. (2023). «Capítulo 3. El episodio actual de tensiones inflacionistas en el área del euro, la respuesta de la política monetaria y sus efectos». En Banco de España, *Informe Anual 2022*, pp. 152-199.

2 Se trata de pagos por intereses asociados a la deuda total y antes de la asignación de los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI).

3 Los créditos hipotecarios se identifican como aquellos cuya finalidad es la vivienda y presentan un colateral real. En empresas solo se consideran los préstamos financieros (se excluyen el crédito comercial y las tarjetas de crédito, que suponen en torno al 10 % del crédito bancario).

4 Los préstamos mixtos se consideran de tipo variable.

Recuadro 1

**LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA AL PAGO POR INTERESES DE LA DEUDA BANCARIA DE LOS HOGARES Y LAS EMPRESAS (cont.)**

Gráfico 2  
Características de los préstamos bancarios (a). Noviembre de 2023

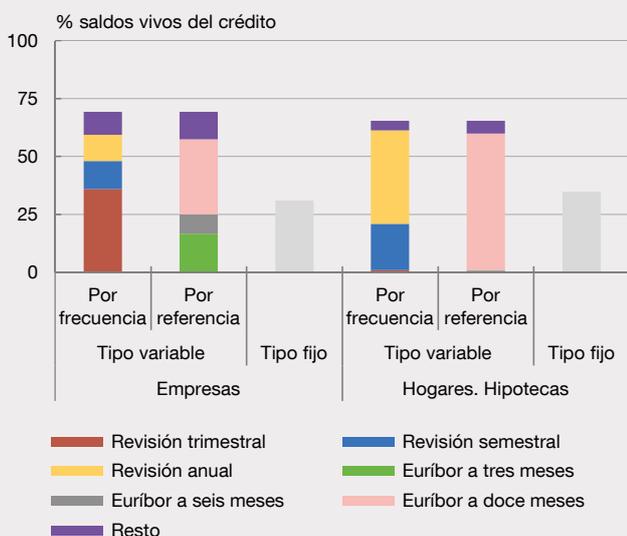


Gráfico 3  
Préstamos bancarios a empresas. Estructura de vencimientos residuales (a). Noviembre de 2023

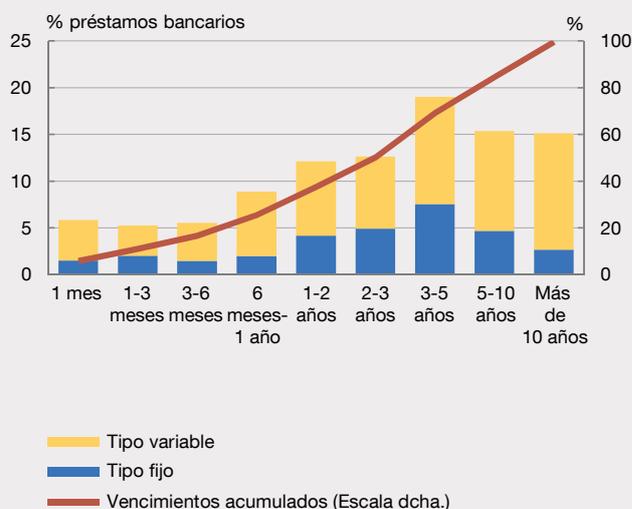


Gráfico 4  
Tipos de interés. Promedio mensual. Último dato de diciembre de 2023 y previsiones de mercado del 29.12.2023

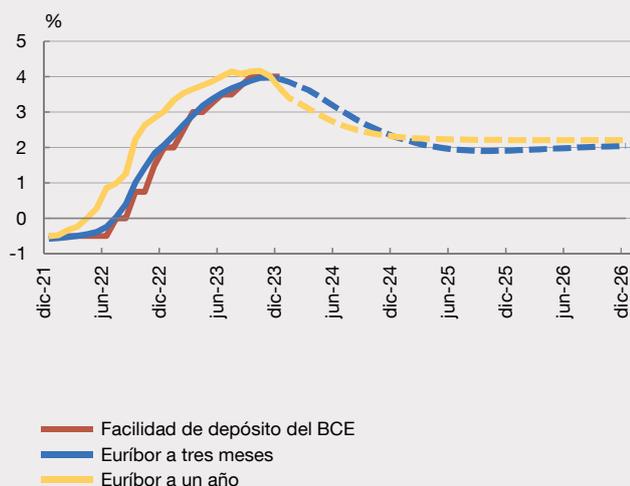
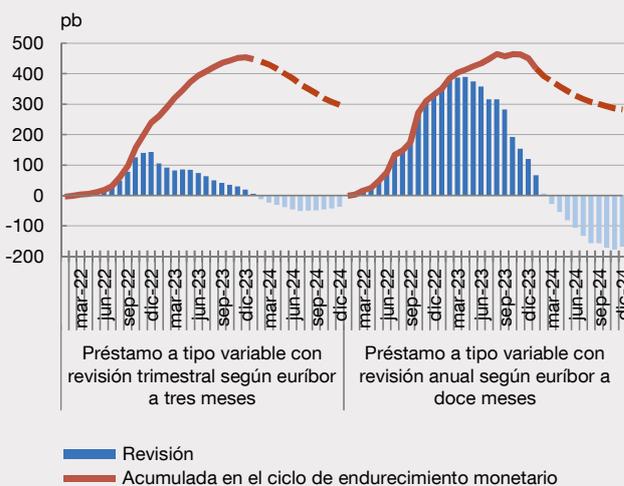


Gráfico 5  
Ilustración de los cambios en los tipos de referencia (b)



FUENTES: Central de Información de Riesgos, Refinitiv Datastream, Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Los préstamos mixtos se consideran préstamos variables.
- b Para cada mes se presenta el cambio en el tipo de interés que se aplicaría a un préstamo bancario que se tuviera que revisar en ese mes. Se distinguen préstamos con frecuencia de revisión trimestral ligados al euríbor a tres meses y préstamos con frecuencia de revisión anual vinculados al euríbor a doce meses. En ambos casos se aplica un desfase de un mes, esto es, para un préstamo que se revisa en enero de 2024 se toma el cambio en el euríbor a tres meses entre septiembre de 2023 y diciembre de 2023 —en el caso de la frecuencia trimestral— o bien entre diciembre de 2022 y diciembre de 2023 —si la revisión del préstamo es anual—. El último dato mensual observado es de diciembre de 2023. Para meses posteriores se toman las expectativas de mercado implícitas en las curvas de rentabilidades que se estiman a partir de las cotizaciones de los derivados financieros sobre los tipos de interés interbancarios a 29 de diciembre de 2023.



## Recuadro 1

**LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA AL PAGO POR INTERESES DE LA DEUDA BANCARIA DE LOS HOGARES Y LAS EMPRESAS (cont.)**

anual)<sup>5</sup>. La referencia más habitual en estos dos segmentos de crédito es el euríbor a doce meses (más del 90% en el caso de las hipotecas y casi el 47% en el del crédito a sociedades), si bien en el caso de las empresas un 24% y un 12% de los préstamos a tipo variable están predeterminados al euríbor a tres y seis meses, respectivamente.

En los préstamos a tipo fijo, los pagos por intereses son predeterminados al inicio de la vida del préstamo. Por tanto, el aumento de los tipos de interés de mercado solo elevaría la carga financiera del prestatario si renueva el préstamo en el momento de su vencimiento, algo que es frecuente en la financiación a corto plazo de las empresas. De acuerdo con la información de la CIR, el vencimiento residual medio de los préstamos bancarios de las empresas se situaba en torno a cinco años en noviembre de 2023, y una cuarta parte de este crédito vencía a lo largo de los doce meses siguientes, siendo casi un 30% de esas amortizaciones préstamos a tipo de interés fijo (véase gráfico 3).

Como se ha comentado, la referencia habitual de los préstamos bancarios a tipo variable son los tipos de interés del mercado interbancario (euríbor), primer eslabón en la cadena de transmisión de la política monetaria (véase gráfico 4). Su nivel está estrechamente ligado al de los tipos oficiales y a las expectativas sobre los mismos en el plazo de referencia. Así, en este ciclo de endurecimiento monetario, los tipos de interés interbancarios a tres y doce meses alcanzaron un máximo en octubre de 2023, del 3,97% y el 4,16% en promedio mensual, respectivamente, iniciando después un descenso, más intenso en el euríbor a doce meses, a medida que se adelantaban e intensificaban las expectativas de reducción de tipos de interés oficiales en 2024. El euríbor a doce meses se redujo 14 y 34 pb en noviembre y diciembre, respectivamente, hasta situarse en el 3,68%. Las perspectivas de mercado para el euríbor —aproximadas por los precios de los derivados financieros a finales de diciembre— apuntan a que la reducción de los tipos de mercado proseguirá a lo largo de los próximos meses.

En este contexto, la transmisión de los mayores tipos de interés de referencia a los de los préstamos a tipo variable está prácticamente completa. Para ilustrarlo, el gráfico 5 presenta el curso de las revisiones de tipos de interés de dos modalidades representativas de préstamo: contratos a tipo variable con frecuencia de revisión trimestral o anual. Para ello se utiliza, respectivamente, el euríbor a tres y doce meses y la evolución esperada conforme a las expectativas implícitas del mercado a finales de diciembre. Las revisiones se aplican con un desfase de un mes, esto es, la revisión en un determinado mes recoge la evolución del euríbor de referencia hasta el mes anterior. Bajo estos supuestos, los contratos trimestrales sujetos a revisión en enero de 2024 —ya sean hipotecas o préstamos a empresas— experimentarían un aumento de tipos de tan solo 5 pb, acumulando un incremento próximo a los 450 pb desde el inicio del ciclo de endurecimiento. En el caso de la revisión anual, la actualización del tipo para los contratos que se revisaran en enero de 2024 señalaría un aumento de unos 65 pb, acumulando un alza de casi 420 pb desde diciembre de 2021. Con las expectativas actuales del mercado sobre los tipos de interés, las revisiones pasarían a ser a la baja en marzo de 2024 para los contratos de revisión anual ligados al euríbor a doce meses, reducciones que serían superiores a los 150 pb para aquellas actualizaciones que tengan lugar en el último tramo de 2024. En todo caso, el incremento acumulado a lo largo del ciclo de endurecimiento monetario seguiría siendo notable.

La información de la CIR permite evaluar la transmisión pendiente de los tipos de interés de mercado al coste de los préstamos vivos a partir de las condiciones específicas de los contratos y de la variación observada y esperada en los tipos de referencia<sup>6</sup>. Para realizar este ejercicio se parte del supuesto de que los hogares no renuevan sus préstamos en el momento de vencimiento<sup>7</sup>. Para las empresas, en cambio, se parte del supuesto extremo de la renovación completa de su deuda bancaria viva con un nuevo préstamo de iguales condiciones en términos de plazo y modalidad de tipo de interés. El ejercicio no incorpora ningún supuesto adicional sobre nuevas

5 La categoría «resto» del gráfico incluye préstamos con renovación mensual (que pesan un 8% en empresas y un 1% en hogares) y con renovación superior a un año (con un peso del 16% en empresas y el 6% en hogares), así como otras clasificaciones de préstamos residuales.

6 Esta evolución se aproxima a partir de las expectativas de mercado implícitas en las curvas de rentabilidades, que se estiman a partir de las cotizaciones de los derivados financieros sobre los tipos de interés interbancarios.

7 Además, se mantiene constante el saldo vivo hasta vencimiento, esto es, se asume que no hay amortización de parte del principal antes de vencimiento ni entran en juego nuevos contratos.

## Recuadro 1

**LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA AL PAGO POR INTERESES DE LA DEUDA BANCARIA DE LOS HOGARES Y LAS EMPRESAS (cont.)**

operaciones de crédito y se realiza con la información disponible de la CIR hasta noviembre de 2023.

Como puede observarse en el gráfico 6, entre diciembre de 2023 y marzo de 2024 los préstamos e hipotecas a tipo variable podrían experimentar aumentos o reducciones en su carga financiera dependiendo de las condiciones de cada contrato. La simulación a partir de los datos de la CIR indicaría que casi un 7% del saldo vivo de las hipotecas a tipo variable vería incrementado su coste en 100 pb o más entre diciembre de 2023 y marzo de 2024. Solamente un 2% del saldo de crédito a tipo fijo concedido a las empresas estaría expuesto a un incremento superior a 100 pb con respecto a su coste de financiación si se renueva. En cambio, alrededor de un 25% del saldo de los préstamos a tipo variable de las empresas y casi un 10% de las hipotecas a tipo variable de los hogares verían reducido su coste en, al menos, 50 pb hasta marzo de 2024. Para este período de cuatro meses habría una

parte importante de la cartera a tipo variable —entre el 60% y el 70%— que no estaría sujeta a revisión y por tanto no registraría variaciones en su coste.

En términos agregados, y bajo las expectativas de mercado actuales, la transmisión de los impulsos de la política monetaria más restrictiva a los pagos por intereses de los préstamos vivos de los hogares y las empresas a tipo variable estaría prácticamente completa a finales de 2023 (véase gráfico 7). A lo largo de 2024, los pagos por intereses de los préstamos a tipo variable experimentarían un descenso gradual, estabilizándose en 2025 en niveles superiores a los vigentes antes del ciclo de endurecimiento. En los préstamos a tipo fijo a empresas hay pendiente cierto recorrido al alza cuando se amorticen, ya que se parte del supuesto de renovación completa y el grueso de estos contratos se firmó antes del ciclo actual de subidas de los tipos. En el caso de los hogares, el ejercicio realizado no incorpora la posible

Gráfico 6  
Deuda bancaria expuesta a cambios de los tipos de interés entre diciembre de 2023 y marzo de 2024

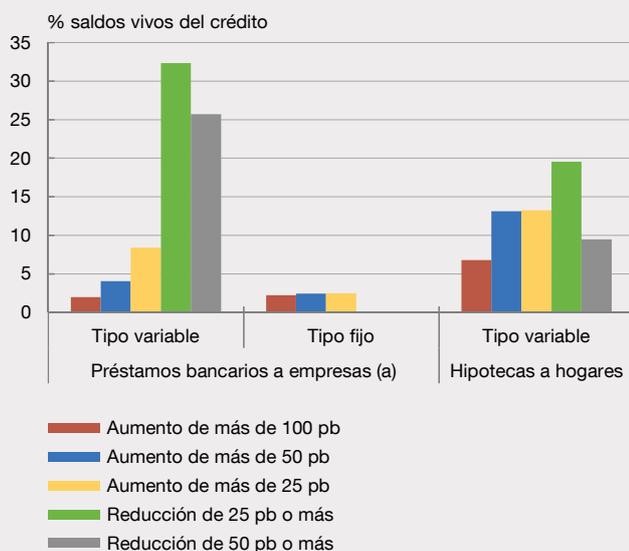
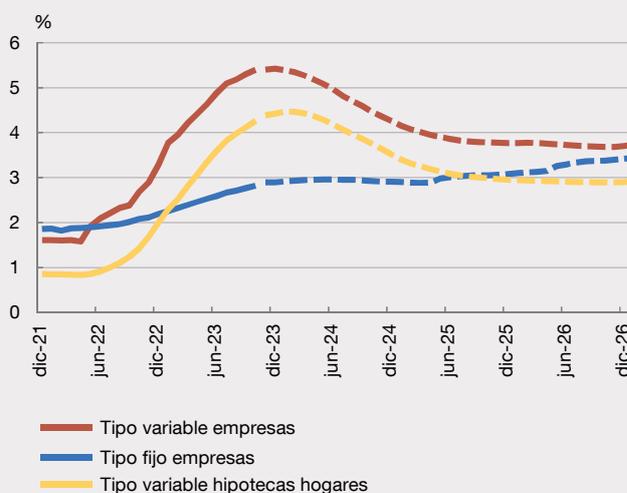


Gráfico 7  
Evolución del tipo de interés por modalidad de contrato a partir de la CIR. Observado y previsiones (b)



FUENTES: Central de Información de Riesgos, Refinitiv Datastream, Banco Central Europeo y Banco de España.



- a Se hace el supuesto extremo de renovación completa de la deuda bancaria viva con un nuevo préstamo de iguales condiciones en términos de plazo y modalidad de tipo de interés.
- b Los tipos observados, hasta noviembre de 2023, representan el tipo medio ponderado por el saldo vivo a finales de cada mes. Desde diciembre de 2023 se realiza una simulación del coste esperado utilizando tipos *forward* implícitos de la curva OIS de diciembre de 2023. Los tipos estimados se ponderan por los saldos de noviembre de 2023.

## Recuadro 1

**LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA AL PAGO POR INTERESES DE LA DEUDA BANCARIA DE LOS HOGARES Y LAS EMPRESAS (cont.)**

dinámica futura de las nuevas operaciones de crédito y asume que los hogares no renuevan las hipotecas una vez alcanzado el vencimiento. A medida que se vayan firmando nuevas operaciones y se amorticen las hipotecas a tipo fijo, la carga por intereses del conjunto

del sector se elevará. Ello es debido a que las hipotecas a tipo fijo suponían cerca de un 35 % del saldo total de hipotecas en noviembre de 2023 y a que una mayoría de ellas se firmó durante el período de tipos de interés bajos<sup>8</sup>.

---

8 En concreto, en noviembre de 2023, el 61 % del *stock* de hipotecas a tipo fijo se había firmado antes de 2022 —con un tipo promedio en torno al 2 %—, por el 16 % entre enero y julio de 2022 —con un tipo promedio próximo al 1,6 %—. Las hipotecas a tipo fijo firmadas en mitad del ciclo de endurecimiento, entre agosto de 2022 y marzo de 2023, representaban el 13 % de la cartera, y las firmadas a tipos más altos —superiores al 3 % en promedio— entre marzo y octubre de 2023 solo representan el 10 %, si bien parte de las hipotecas firmadas recientemente podrían no ser exclusivamente operaciones nuevas sino cambios en la modalidad de contrato a un tipo fijo.