

Recuadro 1

LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA A LAS CONDICIONES FINANCIERAS A TRAVÉS DEL CANAL BANCARIO DURANTE EL RECIENTE PERÍODO DE RELAJACIÓN

Javier Martín e Irene Roibás

En España, al igual que en el conjunto del área del euro, el canal bancario desempeña un papel fundamental en la transmisión de la política monetaria a las condiciones financieras de la economía debido a la relevancia de las entidades de crédito en la intermediación financiera. Este canal opera principalmente a través de la variación del coste de financiación de los bancos y de la rentabilidad de sus activos financieros. Todo ello repercute en la remuneración que los hogares y las empresas obtienen por sus depósitos y en el coste y la facilidad con que acceden a los préstamos bancarios. La velocidad y la intensidad con las que se transmite la política monetaria a través de este canal dependen de distintos factores, como la solidez del sistema bancario y su grado de concentración, el contexto macroeconómico o el acceso a fuentes de financiación alternativas¹.

En este recuadro se analiza la transmisión de la reciente relajación de la política monetaria a las condiciones financieras de los hogares y las empresas en España a través del canal bancario. Para ello, se describen los mecanismos que operan a través de dicho canal y se evalúa la eficacia con la que se está produciendo la transmisión a los tipos de interés bancarios. Posteriormente, se contextualiza la variación experimentada por el coste y el volumen de crédito en relación con lo observado durante el último ciclo equiparable —en términos de intensidad de la bajada de los tipos de interés oficiales— y se compara el crecimiento de la financiación bancaria en este ciclo con lo que cabría esperar según los patrones históricos.

A finales de 2023, el Banco Central Europeo (BCE) empezó a adoptar un tono menos restrictivo de su política monetaria y anunció que los tipos de interés oficiales habían alcanzado niveles que contribuirían al retorno de la inflación al objetivo del 2 % a medio plazo. Desde junio de 2024 se han producido sucesivas bajadas de los tipos de interés oficiales, que han

supuesto una caída acumulada de 200 puntos básicos (pb) en la facilidad de depósito, hasta alcanzar el 2 % en junio de 2025. Estas bajadas, así como su anticipación por parte de los inversores, se han ido trasladando a los tipos de interés de los mercados monetarios y de deuda². Así, desde octubre de 2023 hasta mayo de 2025 (último dato disponible de los tipos de interés bancarios), el euríbor a un año se redujo en unos 200 pb, hasta el 2,1 %, mientras que el tipo de interés de referencia análogo a diez años³ acumuló un descenso de 70 pb, hasta el 2,5 %⁴.

Los menores costes de las entidades de crédito para financiarse en los mercados de deuda han ejercido presión a la baja sobre la remuneración de los depósitos y han reducido adicionalmente el coste de sus pasivos. Como suele ser habitual, este ajuste se ha producido de manera progresiva y con un cierto desfase temporal⁵. Así, los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a plazo de los hogares y de las empresas han disminuido en unos 80 pb y 160 pb, respectivamente, desde sus valores máximos alcanzados en junio de 2024 y en diciembre de 2023, hasta situarse en el 1,8 % y el 1,9 % en mayo de 2025.

La relajación de la política monetaria también ha reducido la remuneración de las reservas bancarias y ha ejercido presión a la baja sobre la rentabilidad de otros activos de las entidades de crédito, como la deuda pública. El menor atractivo de inversiones alternativas ha incentivado a los bancos a otorgar nuevo crédito y ha reducido su coste de forma gradual. En particular, entre octubre de 2023 y mayo de 2025, el tipo de interés de los préstamos nuevos se redujo en unos 120 pb, 120 pb y 160 pb en los segmentos de hogares para adquisición de vivienda, consumo y otros fines, y empresas, respectivamente (hasta el 2,7 %, el 5,8 % y el 3,4 %).

1 Para un análisis del impacto de las características específicas de los bancos en la transmisión de la política monetaria a través del canal bancario y de la estructura del sector bancario a nivel de país, véanse, por ejemplo, Carlo Altavilla, Fabio Canova y Matteo Ciccirelli. (2020). «Mending the broken link: Heterogeneous bank lending rates and monetary policy pass-through». *Journal of Monetary Economics*, 110(C), pp. 81-98; Leonardo Gambacorta y David Marques-Ibanez. (2011). «The bank lending channel: lessons from the crisis». BIS Working Papers, 345, Bank for International Settlements, y Sergio Mayordomo e Irene Roibás. (2023). «La traslación de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés bancarios». Documentos Ocasionales, 2312, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/30254>

2 Los tipos de interés a medio y largo plazo también se ven influidos por las primas de riesgo.

3 Al no existir una referencia del euríbor a diez años, esta variable se aproxima mediante el componente fijo de un contrato de permuta de tipos de interés a diez años en el que la parte variable es el euríbor a seis meses.

4 No obstante, alcanzó su nivel mínimo en este ciclo en diciembre de 2024 y se situó en el 2,2 %.

5 Normalmente, este desfase es de entre seis meses y un año. Véase, por ejemplo, Philip Lane (2022). *The transmission of monetary policy*. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp221011-5062b44330.en.html>

Recuadro 1

LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA A LAS CONDICIONES FINANCIERAS A TRAVÉS DEL CANAL BANCARIO DURANTE EL RECIENTE PERÍODO DE RELAJACIÓN (cont.)

Para valorar la velocidad y la intensidad con las que se está produciendo la transmisión de la política monetaria a los tipos de interés bancarios, se ha llevado a cabo un ejercicio que compara la evolución observada de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósito y de crédito desde octubre de 2023 hasta mayo de 2025 con la evolución contrafactual que se habría observado si el canal bancario hubiera operado de manera eficaz, dada la evolución experimentada por los tipos de interés de mercado. En particular, se han empleado modelos de corrección de error con datos mensuales de los tipos de interés bancarios y los tipos de interés de mercado al plazo correspondiente, entre enero de 2003 (inicio de la serie histórica de tipos de interés aplicados por las instituciones financieras monetarias a residentes en la Unión Económica y Monetaria)⁶ y agosto de 2007, con el fin de estimar la relación histórica entre ambos en un período de expansión económica sostenida de la economía española y relativa estabilidad financiera. Durante estos años, la elasticidad a largo plazo entre los tipos de interés bancarios y los de mercado estimada por estos modelos era cercana a la unidad, lo que indica una transmisión eficaz de la política monetaria⁷.

En los gráficos 1 y 2 se presentan los resultados de este análisis para los tipos de interés de los nuevos depósitos a plazo y de los nuevos préstamos bancarios, respectivamente. Como muestra el gráfico 1, la traslación de la política monetaria a la remuneración de los depósitos a plazo de los hogares estaría siendo más lenta en este ciclo de lo previsto por el modelo (situándose el tipo de interés casi 100 pb por encima de lo esperado, según la estimación puntual, en mayo de 2025). En cambio, la transmisión a la remuneración de los depósitos a plazo de

las empresas estaría siendo eficaz, de acuerdo con lo estimado por el modelo (el tipo de interés observado se sitúa dentro del intervalo de confianza al 95 %)⁸. Por su parte, el gráfico 2 muestra que, en general, la transmisión de la reducción de los tipos de interés de mercado a los del nuevo crédito bancario también se estaría produciendo de manera eficaz⁹, si bien desde principios de 2025 la transmisión se habría ralentizado ligeramente en los préstamos a hogares.

El gráfico 3 permite contextualizar la variación experimentada por el coste y el volumen de crédito en el actual período de relajación de la política monetaria en relación con lo observado en el episodio de 2008, durante el cual el tipo de interés de las operaciones principales de financiación disminuyó 325 pb, hasta alcanzar el 1 % en mayo de 2009¹⁰. Esta caída fue superior a la observada en el episodio actual, y los tipos de interés oficiales alcanzaron un nivel más bajo. Se observa que, a pesar de que la reducción de los tipos de interés del nuevo crédito fue más intensa durante el período comprendido entre octubre de 2008 y mayo de 2010 en todos los segmentos —de 360 pb para la financiación de vivienda (hasta el 2,4 %), 220 pb para la del consumo y otros fines (hasta el 6,5 %) y 330 pb para empresas (hasta el 2,6 %)—¹¹, la evolución de los saldos vivos de crédito ha sido, en general, mucho más favorable en el ciclo actual. En particular, los saldos vivos de crédito han aumentado en este ciclo de forma generalizada (un 0,7 % en vivienda, un 5,5 % en consumo y otros fines y un 0,8 % en empresas desde el último trimestre de 2023 hasta el primer trimestre de 2025), en línea con el incremento experimentado por la oferta y la demanda de este tipo de financiación¹². En cambio, en el episodio de 2008, tanto la oferta como,

6 Circular 1/2010 del Banco de España, que transpone a la normativa española el Reglamento del BCE (BCE/2013/34)

7 A partir del verano de 2007, esta relación comenzó a alterarse debido a factores asociados a la crisis financiera global, como el aumento del riesgo de crédito y la fuerte competencia por captar depósitos minoristas, motivada por las dificultades de financiación de algunas entidades del área del euro. Para mayor detalle sobre la metodología empleada, véase Sergio Mayordomo e Irene Roibás. (2023). "La traslación de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés bancarios". Documentos Ocasionales, 2312, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/30254>

8 En el área del euro, en cambio, se observa que la reducción de la remuneración de los depósitos estaría siendo similar a lo esperado tanto en los de hogares como en los de empresas.

9 En el área del euro, el mismo análisis muestra resultados similares, con una transmisión algo más rápida respecto a lo estimado en el segmento de empresas en los meses más recientes.

10 El tipo de la facilidad de depósito se redujo en 300 pb y se situó en el 0,25 % en mayo de 2009. Hasta septiembre de 2019, el Consejo de Gobierno del BCE utilizaba el tipo de las operaciones principales de financiación como instrumento preferente. Desde entonces, en un contexto de tipos de interés muy bajos e incluso negativos, el tipo de la facilidad de depósito pasó a ser el referente clave de la orientación de la política monetaria.

11 La mayor intensidad de esta reducción está en línea con la de los tipos de interés de mercado: de unos 400 pb, hasta el 1,2 %, para el euríbor a un año y de casi 170 pp, hasta el 3,1 %, para la referencia a diez años. Asimismo, la disminución de la remuneración de los depósitos a plazo fue también más intensa: de 270 pp y 330 pp, hasta el 2,1 % y el 1,3 %, para los de hogares y empresas, respectivamente.

12 La evolución de la oferta y la demanda de préstamos se obtiene de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB). La oferta se aproxima a partir de la variación de los criterios de aprobación cambiada de signo.

Recuadro 1

LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA A LAS CONDICIONES FINANCIERAS A TRAVÉS DEL CANAL BANCARIO DURANTE EL RECIENTE PERÍODO DE RELAJACIÓN (cont.)

Gráfico 1

Tipo de interés de las nuevas operaciones de depósito (a)

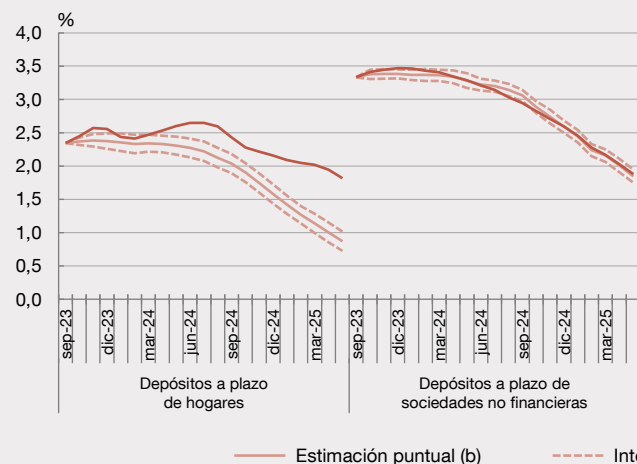


Gráfico 2

Tipo de interés de las nuevas operaciones de crédito (a)

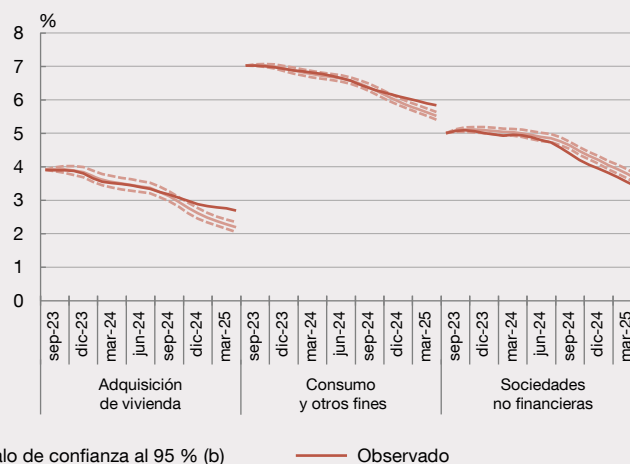


Gráfico 3

Variación en las condiciones de financiación durante ciclos de relajación de la política monetaria

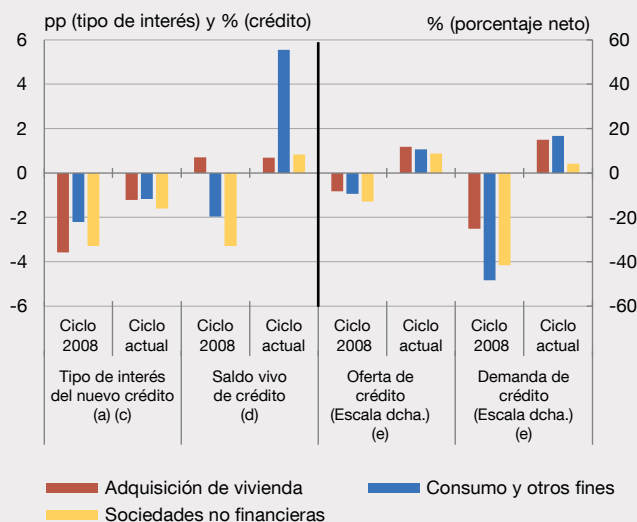
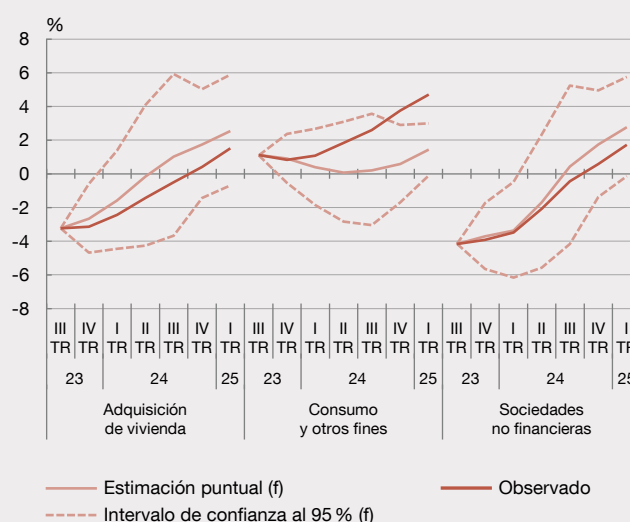


Gráfico 4

Variación interanual del saldo vivo de crédito



FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Tipos efectivos definición restringida (TEDR) ajustados por estacionalidad y componente irregular.
- b Tipo de interés bancario que resultaría si la reducción del tipo de interés de mercado en el ciclo actual se hubiera trasladado de forma eficaz, según lo estimado por modelos de corrección de error desde enero de 2003 hasta agosto de 2008.
- c La variación de los tipos de interés en el ciclo de 2008 se calcula como la diferencia entre mayo de 2010 y septiembre de 2008. Para el ciclo actual, se calcula como la diferencia entre mayo de 2025 y septiembre de 2023.
- d Calculado como el flujo neto de crédito acumulado durante cada ciclo (desde el cuarto trimestre de 2008 hasta el primer trimestre de 2010 y desde el cuarto trimestre de 2023 hasta el primer trimestre de 2025) dividido entre el saldo de crédito al inicio del período. Datos desestacionalizados.
- e Datos de la Encuesta de Población Activa. La oferta se aproxima a partir de la variación de los criterios de aprobación de préstamos cambiada de signo. Para cada segmento se presenta el promedio del porcentaje neto, esto es, el porcentaje de entidades que señalan una relajación (oferta) / aumento (demanda) menos el de las que señalan un endurecimiento (oferta) / disminución (demanda) en el período (desde el cuarto trimestre de 2008 hasta el primer trimestre de 2010 y desde el cuarto trimestre de 2023 hasta el primer trimestre de 2025).
- f Tasa de variación interanual del crédito contrafactual según los patrones históricos, de acuerdo con lo estimado por modelos de corrección del error desde el cuarto trimestre de 2002 hasta el tercer trimestre de 2023, dada la evolución observada del coste del crédito, los criterios de aprobación de los préstamos y un conjunto de variables macroeconómicas relevantes para la demanda de crédito (consumo privado, inversión residencial, precio de la vivienda, inversión empresarial, desempleo e inflación).

Recuadro 1

LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA A LAS CONDICIONES FINANCIERAS A TRAVÉS DEL CANAL BANCARIO DURANTE EL RECIENTE PERÍODO DE RELAJACIÓN (cont.)

sobre todo, la demanda de crédito disminuyeron y se observaron caídas en los saldos vivos en la mayoría de los segmentos (del -2 % y el -3,3 % en consumo y otros fines y en empresas, respectivamente, entre el último trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2010). Solo en el segmento de crédito para la adquisición de vivienda se observó un crecimiento de magnitud similar al registrado en este ciclo.

La distinta evolución de la oferta y la demanda de crédito en ambos ciclos de relajación de la política monetaria está muy influida por el contexto macroeconómico, la salud del sistema bancario y la situación financiera de los hogares y las empresas. Así, a diferencia de la recesión económica que se produjo a raíz de la crisis financiera de 2008, en el ciclo actual la economía española muestra una evolución favorable gracias a la fortaleza del mercado de trabajo y al dinamismo de la actividad económica. El sistema bancario, que en 2008 sufrió una grave crisis de solvencia y liquidez, hoy exhibe una situación favorable de rentabilidad y una buena evolución de la calidad del crédito, con unos niveles de solvencia y liquidez notablemente por encima de los mínimos regulatorios. Por su parte, la situación financiera de los hogares y las empresas ha mejorado significativamente en la última década, con ratios de endeudamiento en niveles cercanos a los mínimos históricos y una proporción de agentes vulnerables en niveles reducidos.

Por último, se ha llevado a cabo un ejercicio que compara el crecimiento registrado por el saldo de préstamos bancarios en el actual ciclo de relajación de la política monetaria con lo que cabría esperar según los patrones históricos, dada la evolución observada del coste del crédito, los criterios de aprobación de los préstamos (como indicador de oferta de crédito) y un conjunto de variables macroeconómicas relevantes para la demanda

de crédito¹³. Para ello, se han empleado modelos de corrección de error que estiman la relación entre los saldos de préstamos bancarios y estas variables con datos trimestrales desde el último trimestre de 2002¹⁴ hasta el tercer trimestre de 2023. A partir de las relaciones históricas estimadas por estos modelos y la evolución observada de las variables explicativas, se proyecta la evolución contrafactual del crédito desde el último trimestre de 2023. El gráfico 4 presenta la tasa de variación interanual observada de los saldos de crédito y la compara con la evolución contrafactual (se muestra tanto la estimada puntual como las bandas de confianza al 95 %). Según estas estimaciones, la financiación bancaria se ha comportado de un modo similar a lo esperado en base a las regularidades históricas, si bien en el segmento para consumo y otros fines el crédito se habría acelerado algo más de lo previsto en virtud de estos patrones en el primer trimestre de 2025.

En conclusión, la evidencia presentada en este recuadro sugiere que la traslación de la política monetaria a los tipos de interés de las nuevas operaciones bancarias durante el actual ciclo de relajación se está produciendo de un modo eficaz en la mayoría de los segmentos, en términos de velocidad e intensidad. Adicionalmente, la evolución positiva de la economía española, la situación financiera favorable que presentan las entidades de crédito y los niveles contenidos de endeudamiento y carga financiera por intereses de los hogares y las empresas han permitido que esta mejora de las condiciones de financiación se traduzca en una recuperación sostenida del crédito bancario. Esta recuperación del crédito estaría en línea con lo que sugerirían las regularidades históricas, dada la evolución del coste de la financiación bancaria, los criterios de aprobación de los préstamos y el contexto macroeconómico.

13 El consumo privado, la inversión residencial, el precio de la vivienda, la inversión empresarial, el desempleo o la inflación.

14 Primer trimestre disponible para los criterios de aprobación de préstamos de la EPB.