

Artículos

1 La transmisión de la política monetaria: de los tipos hipotecarios al consumo

Pedro Baptista, Maarten Dossche, Andrew Hannon, Dorian Henricot, Omiros Kouavas, Davide Malacrino y Larissa Zimmermann

Introducción

La política monetaria influye en el consumo a través de múltiples canales, con diferentes efectos sobre las decisiones de los hogares. Al mantener la estabilidad de precios, la política monetaria favorece el consumo a medio plazo, ya que protege el poder adquisitivo de los hogares. Sin embargo, a corto plazo, el endurecimiento de la política monetaria suele frenar el consumo privado¹. En primer lugar, las subidas de los tipos de interés reducen el consumo corriente, dado que aumentan el atractivo del ahorro a través del «canal de sustitución intertemporal». Las decisiones de consumo también responden a las variaciones de los tipos de interés oficiales, puesto que afectan a los precios de los activos financieros y reales y generan efectos riqueza (el canal del balance de la política monetaria). Paralelamente, los movimientos de los tipos de interés influyen en la economía real y en la evolución de las condiciones del mercado de trabajo, por lo que cambian las perspectivas de renta, con consecuencias para las decisiones de consumo de los hogares. La política monetaria también afecta a las finanzas de los hogares a través de su impacto en los flujos de efectivo generados por las deudas y los activos de los hogares. Con unos tipos de interés más altos se incrementan los pagos por intereses de los hogares endeudados, lo que reduce los fondos disponibles para el gasto, al tiempo que aumentan los ingresos por intereses de los activos remunerados, lo que eleva el flujo de caja para los tenedores de esos activos. Dados estos dos factores contrapuestos, la magnitud y el signo de los efectos totales de estos flujos para cada hogar dependen de su posición neta frente a los tipos de interés². Este mecanismo se conoce como «canal de los flujos de caja» de la política monetaria.

A raíz de las subidas de los tipos de interés oficiales, el canal de los flujos de caja de la política monetaria puede tener efectos adversos persistentes para el consumo. En este artículo se analiza el impacto de las decisiones de política monetaria a través de las variaciones en los costes del servicio de la deuda y, en particular, en las cuotas hipotecarias, sin tener en cuenta otros canales directos y

¹ Véase, por ejemplo, G. Peersman y F. Smets, «The monetary transmission mechanism in the euro area: evidence from VAR analysis», en I. Angeloni, A. K. Kashyap y B. Mojon (eds.), *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Cambridge University Press, Cambridge, 2003.

² A. Auclert, «Monetary Policy and the Redistribution Channel», *American Economic Review*, vol. 109, n.º 6, 2019, pp. 2333-2367.

los efectos de equilibrio general³. Este enfoque viene determinado por la relevancia de los préstamos hipotecarios para los hogares de la zona del euro, ya que uno de cada cuatro tiene una hipoteca, así como por la heterogeneidad del mercado hipotecario de la zona del euro entre los distintos países y grupos de renta. Para ello, se presenta nueva evidencia utilizando información a nivel de hogar sobre el momento en que se producen cambios en las cuotas hipotecarias y en el consumo obtenida de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés). En concreto, se muestra que, debido a los siguientes factores: i) el mayor predominio de las hipotecas a tipo de interés fijo que en el pasado y ii) la reducción de la brecha entre los tipos de interés de los saldos vivos y los tipos de interés de los nuevos préstamos en comparación con el comienzo de los ciclos anteriores de endurecimiento de la política monetaria, es probable que el impacto sobre el consumo a través del canal hipotecario sea más prolongado en el ciclo de endurecimiento de la política monetaria de 2022-2023. El objetivo del estudio es cuantificar este efecto específico. Otros factores pueden actuar en la dirección contraria, como la evolución positiva de las rentas reales como consecuencia de la recuperación de las crisis recientes, así como la posible disminución de los niveles de ahorro elevados, que se vieron impulsados en cierta medida por la incertidumbre o por errores de percepción sobre la renta⁴. En el resto del artículo no se considerarán estos otros canales y la atención se centrará exclusivamente en cuantificar los efectos retardados del endurecimiento a través del componente hipotecario del canal de los flujos de caja.

Conclusiones

En este artículo se analiza cómo la política monetaria influye en el consumo a través de las variaciones de los tipos hipotecarios. Las simulaciones realizadas con datos a nivel de hogar muestran que, debido al mayor predominio de las hipotecas a tipo de interés fijo que en el pasado y a las diferentes configuraciones de los tipos de interés de los nuevos préstamos concedidos en comparación con los de los créditos vivos, se espera que el canal de los flujos de caja siga ejerciendo una presión restrictiva significativa. *Ceteris paribus*, esto debería continuar frenando el consumo a través del aumento de las cuotas hipotecarias, a pesar del ciclo de relajación en curso. El análisis efectuado subraya la importancia de la heterogeneidad en la transmisión de la política monetaria al poner de relieve las diferencias entre países y grupos de renta en lo que respecta a los contratos hipotecarios. Los hogares más pobres tienden a tener más hipotecas a tipo de

³ M. Di Maggio, A. Kermani, B. J. Keys, T. Piskorski, R. Ramcharan, A. Seru y V. Yao, «Interest Rate Pass-Through: Mortgage Rates, Household Consumption, and Voluntary Deleveraging», *American Economic Review*, vol. 107, n.º 11, 2017, pp. 3550-3588; M. Floden, M. Kilstrom y J. Sigurdsson y R. Vestman, «Household Debt and Monetary Policy: Revealing the Cash-Flow Channel», *Swedish House of Finance Research Paper*, n.º 16-8, 2017; G. Kaplan, B. Moll y G. L. Violante, «Monetary Policy According to HANK», *American Economic Review*, vol. 108, n.º 3, 2018, pp. 697-743, y J. Slacalek, O. Tristani y G. L. Violante, «Household balance sheet channels of monetary policy: A back of the envelope calculation for the euro area», *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 115, 2020.

⁴ Véanse, por ejemplo, los recuadros titulados «Factores que explican la elevada tasa de ahorro de los hogares de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2024, y «¿Están aumentando las rentas reales? La percepción de los hogares y su impacto en el consumo», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2025.

interés variable o hipotecas a tipo de interés fijo con períodos de fijación más cortos, lo que significa que se ven afectados en una fase más temprana del ciclo. En el ciclo en curso, estos hogares serán los que hayan experimentado el mayor incremento de los pagos por intereses a finales de 2030, con efectos desproporcionados sobre el consumo debido a su mayor propensión marginal al consumo.

En general, se estima que el impacto de la política monetaria sobre el consumo a través del componente hipotecario del canal de los flujos de caja es significativo. El efecto en el consumo agregado asciende a 1 punto porcentual entre 2022 y 2030, con un 35 % de los efectos pendiente de materializarse. No obstante, es importante señalar que este análisis se centra en un canal específico de ajuste y no pretende proporcionar una evaluación completa de la evolución en curso del consumo, que también incluye los efectos positivos derivados de la recuperación de las rentas reales y de la confianza de los consumidores, en un contexto de relajación de la política monetaria.

Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic [aquí](#).

2

Avanzar en la unión de los mercados de capitales en Europa: una hoja de ruta para armonizar la poscontratación de valores

Benjamin Hanssens, David Sandín de Vega y Hannah Franziska Sowa

Introducción

La poscontratación es una parte esencial del funcionamiento de los mercados de capitales europeos. Tras ejecutar una operación se deben seguir varios pasos importantes que implican transferir la titularidad de los productos financieros (por ejemplo, instrumentos de deuda) del vendedor al comprador y gestionar los activos utilizados como garantía en las operaciones financieras. Por ejemplo, una entidad de crédito que desee obtener financiación de un banco central debe aportar algunos de sus activos admisibles como garantía, al igual que ocurre cuando un comprador utiliza una vivienda como garantía de un préstamo hipotecario. Es preciso asegurar que estos procesos de poscontratación se lleven a cabo de manera fluida y segura¹. Unos servicios de poscontratación seguros y eficientes son la base para el buen funcionamiento de los mercados de capitales, ya que contribuyen a que resulten atractivos y reducen los costes del ahorro y de las inversiones.

Adoptar un enfoque armonizado en los procesos de poscontratación es fundamental para lograr un mercado de capitales eficiente en Europa. En el informe de Mario Draghi sobre el futuro de la competitividad europea se identifica la fragmentación en el ámbito de la poscontratación en Europa como un importante obstáculo para el desarrollo de un gran mercado de capitales integrado². Dos aspectos son pertinentes para alcanzar la armonización europea de los servicios de poscontratación ahora y en el futuro. En primer lugar, deben armonizarse las distintas prácticas jurídicas y operativas nacionales que están vigentes en la actualidad³. En segundo lugar, es esencial establecer un marco para el desarrollo de

¹ Las actividades de poscontratación son los pasos que se siguen tras ejecutar una operación para asegurar que se complete correctamente. Estas actividades incluyen: i) la compensación, que es el proceso de conciliar las órdenes de compra y de venta, garantizando que las dos partes de la operación dispongan de los fondos y los valores necesarios para completarla; ii) la liquidación, en la que se realiza el intercambio efectivo de los valores y el pago entre el comprador y el vendedor, transfiriéndose así la titularidad; iii) la custodia y la administración de activos, que comportan la custodia de los valores, así como la gestión de eventos corporativos como los pagos de dividendos y de intereses u otros acontecimientos que afecten a los valores, y iv) el registro, que implica documentar y comunicar los detalles de la operación a las partes y a los organismos reguladores pertinentes para garantizar la transparencia y el cumplimiento de la normativa.

² M. Draghi, *The future of European competitiveness*, Comisión Europea, 9 de septiembre de 2024.

³ El Consejo de Gobierno del BCE ha subrayado la necesidad de completar la armonización de los procesos clave de poscontratación que aún no se han integrado y, por lo tanto, son ineficientes desde la perspectiva de los mercados de capitales europeos —como los procedimientos relativos al tratamiento de las retenciones fiscales y el procesamiento de los eventos corporativos—, con el fin de impulsar una unión de los mercados de capitales más profunda e integrada. Véase «[Comunicado del Consejo de Gobierno del BCE sobre el avance en la unión de los mercados de capitales](#)», 7 de marzo de 2024.

soluciones innovadoras para alcanzar la unión digital de los mercados de capitales⁴. El BCE considera que hay una necesidad urgente de integrar los mercados de capitales europeos, que están fragmentados no solo en el área de la poscontratación, sino también en la de supervisión y en otras áreas⁵. Este artículo se centra en el ámbito actual de la poscontratación.

Para mejorar los procesos de poscontratación existentes, el Eurosistema recomienda el establecimiento de un código normativo único europeo. Se necesitan mejoras, en particular, en tres áreas de la poscontratación: i) la liquidación de valores (la transferencia de valores), ii) la gestión de los activos de garantía (los procesos para gestionar los activos utilizados como garantía en las operaciones de crédito) y iii) la administración de activos (por ejemplo, la gestión de los pagos de cupones o de dividendos y los reembolsos). Para ello, el Eurosistema ha estado trabajando con los participantes en los mercados con el fin de elaborar estándares para el código normativo que aborden los obstáculos existentes en estas áreas⁶. El grupo consultivo de infraestructuras del mercado para valores y colateral (AMI-SeCo, por sus siglas en inglés) ha desarrollado estos estándares y ha instado a la adopción del código normativo único⁷.

En este artículo se examinan los retos que debe afrontar el actual ecosistema de poscontratación y se establece una hoja de ruta para superarlos. En la sección 2 se describe el entorno actual de la poscontratación en Europa, que está fragmentado. En la sección 3 se analiza el papel del banco central en la poscontratación y en la sección 4 se exploran los obstáculos existentes en el ámbito de la liquidación de valores, la gestión de activos de garantía y la administración de activos, así como los desafíos para la adopción y la aplicación de estándares europeos en estas áreas. También se explican las iniciativas emprendidas por el Eurosistema con el fin de eliminar estos obstáculos promoviendo de forma activa un código normativo único europeo para la poscontratación que permita armonizar los procesos de negocio y las definiciones y el intercambio de datos. Por último, en la sección 5 se presenta una propuesta de hoja de ruta para implementar el código normativo único en estos ámbitos.

Conclusiones

La integración de las actividades de poscontratación a escala europea es importante de cara a desarrollar unos mercados de capitales más profundos y

⁴ P. Cipollone, «[Towards a digital capital markets union](#)», discurso pronunciado en el simposio del Bundesbank «The Future of Payments», Frankfurt am Main, 7 de octubre de 2024.

⁵ C. Lagarde, [Out of the Comfort Zone: Europe and the New World Order](#), discurso pronunciado en el 34º Congreso Europeo de Banca, 22 de noviembre de 2024.

⁶ La estandarización es el proceso de elaborar e implementar estándares técnicos basados en el consenso de distintas partes. Las normas y los procesos comunes generan ganancias de eficiencia. El procesamiento más rápido o la automatización no solo benefician al sector, sino que también contribuyen a fortalecer el sistema financiero, a reforzar la competencia y a aumentar la disponibilidad y la accesibilidad de oportunidades de inversión, ayudando a ampliar los mercados de capitales en Europa.

⁷ AMI-SeCo promueve un diálogo activo con los participantes en los mercados sobre cuestiones relacionadas con la compensación y la liquidación de valores y con la gestión de activos de garantía. Ayuda al Eurosistema a promover unas infraestructuras del mercado financiero seguras y eficientes.

más amplios al servicio de los ciudadanos y las empresas europeos. Se deben aplicar soluciones armonizadas para aumentar la competencia transfronteriza y promover la eficiencia. Aprovechando los avances realizados en los servicios TARGET, es necesario prestar atención a las áreas que no están armonizadas relacionadas con la liquidación de valores, la gestión de activos de garantía y la administración de activos.

El código normativo único europeo para la poscontratación debería aclarar la configuración futura de las estructuras de mercado. El código normativo único minimizará la incertidumbre y estimulará la innovación. Debería aportar claridad sobre los estándares para intercambiar datos con el fin de facilitar el procesamiento automatizado y estandarizado de extremo a extremo, desde los emisores hasta los inversores. Es crucial abordar en su origen las discrepancias existentes en el uso y el intercambio de datos, dado que pueden propagarse por toda la cadena de operaciones, lo que subraya la necesidad de un código normativo único.

Es esencial acordar una hoja de ruta para la transición al código normativo único. Se debe adoptar un enfoque coordinado en toda Europa, con un calendario para sustituir gradualmente las actuales prácticas nacionales y establecer un estándar unificado para el procesamiento de valores. De este modo se contribuirá a lograr unos mercados de capitales verdaderamente europeos. La hoja de ruta inicial se centra en la gestión de activos de garantía y en la administración de activos y tiene como objetivo eliminar estos obstáculos arraigados en el sector de valores.

Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic [aquí](#).