



**COMILLAS**

UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

Facultad de Ciencias humanas y sociales  
**Grado en Relaciones Internacionales**

**Trabajo Fin de Grado**

**Impacto de las nuevas subidas del tipo de  
interés del Banco Central Europeo  
en España**

Un nuevo frente abierto ante la incertidumbre política y  
económica actual

Estudiante: Serena Kendis Segura

Director: Eszter Wirth

Madrid, abril de 2023

## **Resumen**

El presente trabajo pretende analizar el impacto en España de la nueva política monetaria implementada por el Banco Central Europeo. Con el propósito de fomentar el crecimiento económico y preservar la estabilidad de la inflación y los precios en la zona euro, se habían mantenido los tipos de interés en niveles históricamente bajos. Sine embargo, con su objetivo de mantener la inflación entorno al 2% se ha realizado un nuevo ajuste en su política monetaria, aumentando los tipos de interés. Este estudio se centra por tanto en analizar las repercusiones que estas nuevas alzas tendrán en la obtención de financiación, el consumo e inversión en la economía y en última instancia en la deuda pública y prima de riesgo del país, así como en el valor de la moneda del euro.

## **Palabras clave**

Tipos de interés, Banco Central Europeo, inflación, financiación, consumo, inversión.

## **Abstract**

The purpose of this paper is to analyze the impact on Spain of the new monetary policy implemented by the European Central Bank. In order to promote economic growth and preserve inflation and price stability in the euro zone, interest rates had been kept at historically low levels. However, with its objective of maintaining inflation at around 2%, it has made a further adjustment to its monetary policy, raising interest rates. This study therefore focuses on analyzing the repercussions that these new increases will have on obtaining financing, consumption and investment in the economy and ultimately on the country's public debt and risk premium, as well as on the value of the euro currency.

## **Key words**

Interest rates, European Central Bank, inflation, financing, consumption, investment.

## ÍNDICE DE CONTENIDO

<b>1. INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>6</b>
1.1    FINALIDAD Y MOTIVOS .....	6
1.2    OBJETIVOS Y PREGUNTAS DEL TRABAJO .....	8
1.3    METODOLOGÍA DEL TRABAJO .....	9
1.3.1    Estructura .....	10
<b>2. ESTADO DE LA CUESTIÓN .....</b>	<b>11</b>
<b>3. MARCO TEÓRICO .....</b>	<b>14</b>
3.1    TIPOS DE INTERÉS .....	14
3.2    INFLACIÓN Y SU EVOLUCIÓN EN LA UNIÓN EUROPEA .....	18
3.3    POLÍTICAS MONETARIAS DEL BCE.....	22
3.4    INSTRUMENTOS DEL BCE .....	24
3.4.1    Operaciones de mercado libre .....	24
3.4.3    Instalaciones permanentes .....	25
3.4.4    Reservas mínimas .....	26
<b>4. ANÁLISIS Y DISCUSIÓN .....</b>	<b>29</b>
4.1    FINANCIACIÓN .....	30
4.1.1    Hipotecas .....	32
4.2    GASTO Y CONSUMO DE HOGARES E INVERSIÓN .....	40
4.3    DEUDA PÚBLICA Y PRIMA DE RIESGO .....	45
4.4    TIPO DE CAMBIO DEL EURO .....	53
<b>5. CONCLUSIONES Y PROPUESTAS .....</b>	<b>56</b>
<b>6. REFERENCIAS.....</b>	<b>59</b>

## ÍNDICE DE FIGURAS

<b>Figura 1.</b> Evolución del tipo de interés del BCE 1999-2023.....	15
<b>Figura 2.</b> IPCA - datos anuales zona euro (índice medio y tasa de variación) 2013-2022 .....	19
<b>Figura 3.</b> Proyecciones de inflación de la zona del euro para 2023 y años siguientes (en %) .....	21
<b>Figura 4.</b> Tarifas de instalaciones permanentes a (22 de marzo de 2023).....	26
<b>Figura 5.</b> Evolución del porcentaje de hipotecas a tipo fijo frente a tipo variable en España 2009-2023 .....	33
<b>Figura 6 .</b> Variación media mensual del euríbor 2017-2023 (en porcentaje). .....	34
<b>Figura 7.</b> Impacto de los tipos de interés en las economías domésticas.....	35
<b>Figura 8.</b> Evolución del número de hipotecas firmadas para viviendas en España 2015-2023 .....	37
<b>Figura 9.</b> Evolución del importe de las hipotecas para vivienda en España 2015-2023	37
<b>Figura 10.</b> Tipos hipotecarios para la adquisición de vivienda 2022-2023 .....	38
<b>Figura 11.</b> Porcentaje viviendas en propiedad en países de la Unión Europea a 2023 .	40
<b>Figura 12.</b> Desempleo en España en el último año (en%).....	41
<b>Figura 13.</b> Variación salarial en Estados Unidos y la eurozona en porcentajes anuales	43
<b>Figura 14.</b> Consumo de los hogares e inversión en España 1995-2022 .....	44
<b>Figura 15.</b> Evolución de la deuda pública en España 2007-2023.....	46
<b>Figura 16.</b> Evolución de la deuda pública en España en % de PIB 1997-2023 .....	46
<b>Figura 17.</b> Coste medio de la deuda pública española 2008-2020 (en %) .....	47
<b>Figura 18.</b> Previsiones de los intereses pagados por la deuda pública del Gobierno en su cuadro macroeconómico (en %) .....	48
<b>Figura 19.</b> Calificaciones crediticias actuales de España, según las principales agencias de calificación.....	50
<b>Figura 20.</b> Prima de riesgo en la eurozona – a 24 de abril de 2023.....	51
<b>Figura 21.</b> Cronograma de la prima de riesgo española 2020-2023 .....	52
<b>Figura 22.</b> Cotización del EURUSD marzo 2015 – noviembre 2021 .....	54
<b>Figura 23.</b> Cotización del EURUSD mayo 2022 – junio 2022 .....	55

## ÍNDICE DE SIGLAS

AIRF - Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal

BCE - Banco Central Europeo

COVID - SARS-CoV-2

DBRS – Dominion Bond Rating Service

EMF (En sus siglas en inglés) - Federación Hipotecaria Europea

FED - Reserva Federal

IAPC - Índice Armonizado de Precios de Consumo

ICO - Instituto de Crédito Oficial

INE - Instituto Nacional de Estadística

IPC - el índice de precios de consumo

LIE – Límite Inferior Efectivo

MRR - reservas "mínimas

OCDE - Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos

OFPML - operaciones de financiación a plazo más largo

OPF - operaciones principales de financiación

PEC - Pacto de Estabilidad y Crecimiento

PEPP - Programa de Compra de Emergencia Pandémica

PGE- de Ley de Presupuestos Generales del Estado

PIB - Producto Interior Bruto

SEBC - Sistema Europeo de Bancos Centrales

SMI – Salario Mínimo Interprofesional

SVB – Silicon Valley Bank

TAE - tasa anual equivalente

TIN - interés nominal del préstamo

TPI - Instrumento de Protección de las Transmisiones

TUE - Tratado de la Unión Europea

UE - Unión Europea

UEM - Unión Económica y Monetaria

## **1. Introducción**

### **1.1 Finalidad y motivos**

La última vez que el Banco Central Europeo (BCE) subió los tipos de interés fue en 2011, cuando aumentó el tipo de referencia a 1,5%. Sin embargo, desde entonces, el BCE ha mantenido los tipos en niveles históricamente bajos, con el objetivo de impulsar el crecimiento económico y de mantener la estabilidad de inflación y precios en la zona euro. En lugar de subir los tipos de interés, el BCE ha utilizado otras herramientas para apoyar la economía, como la política de flexibilización cuantitativa y las inyecciones de liquidez a través de programas como el Programa de Compra de Emergencia Pandémica (PEPP) en respuesta a la crisis económica provocada por la pandemia de COVID-19. En su última reunión de política monetaria en marzo de 2021, el BCE decidió mantener los tipos de interés en niveles históricamente bajos y continuar con su programa de compra de activos. Sin embargo, el BCE también indicó que vigilaría de cerca la inflación y el crecimiento económico, estando dispuesto a ajustar su política monetaria si era necesario para lograr sus objetivos de estabilidad de precios y apoyo a la economía (Banco de España).

Así lo ha hecho recientemente y las subidas que ha establecido han tenido un gran impacto en la economía de la zona euro y, en última instancia, en la vida de las personas que viven en los países miembros. Ajustar el tipo de interés puede ayudar a prevenir el aumento de la inflación y garantizar que la economía se mantenga estable. Sin embargo, cuando el BCE sube el tipo de interés también pueden tener efectos negativos en la economía, como dificultar la obtención de préstamos para la financiación, encarecer las hipotecas ya existentes y las futuras por conceder a tipo de interés variable, reducir el gasto y la inversión en la economía y aumentar la deuda pública y posible prima de riesgo de un país. Por lo tanto, el BCE debe encontrar un equilibrio entre mantener la estabilidad de precios y no obstaculizar el crecimiento económico.

En consecuencia, es de interés analizar las implicaciones tanto negativas, como positivas que pueden tener las subidas del BCE en España. No sólo al tratarse de un país miembro de la Unión Europea, sino que además ha experimentado períodos de alta inflación en el pasado, como entre las décadas de los 70 y 80. Todo ello sumado al entorno adverso en el que nos encontramos caracterizado por las consecuencias persistentes de la pandemia del COVID-19, una crisis energética y la incertidumbre generada por el

conflicto bélico en Ucrania, por lo que puede resultar una investigación particularmente interesante. Por todo ello, a través del estudio de datos macroeconómicos puede ser de gran ayuda conocer estas subidas en detalle para prever y actuar a tiempo frente a posibles complicaciones económicas e intentar anticipar el posible escenario en el que nos encontraremos.

Cuando la moneda única europea se estableció el 1 de enero de 1999, se acordó fijar los tipos de interés en el 3%. Después de un período excepcionalmente prolongado de tipos de interés extremadamente bajos, para impulsar el crecimiento económico y evitar la deflación en el Viejo Continente, los países de la zona euro han vuelto a ese nivel. Actualmente, el objetivo es combatir la tasa de inflación, que no se ha experimentado desde hace décadas. Para lograr este objetivo, el BCE ha decidido establecer niveles de tipos de interés que moderen la inflación en la economía europea. “El Consejo de Gobierno continuará el curso de subidas significativas a ritmo sostenido de los tipos de interés y los mantendrá en niveles suficientemente restrictivos para asegurar el retorno oportuno de la inflación a su objetivo del 2% a medio plazo”, se ha señalado en el comunicado pactado en el Consejo de Gobierno, reunido en Fráncfort (Pellicer, 2023).

En el año 2022, la situación económica después de la pandemia y los efectos de la guerra en Ucrania, especialmente el notable aumento en los precios de la energía, desencadenó un histórico aumento en la tasa de inflación en la zona euro. En respuesta a esta situación, el Eurosistema implementó cambios en su política monetaria, disminuyendo la adquisición de activos y aumentando los tipos de interés. Para evitar que se produjeran grandes diferencias entre los bonos soberanos emitidos por Estados con alta deuda, el BCE presentó en julio de 2022 una "herramienta contra la fragmentación", el Instrumento de Protección de las Transmisiones (TPI). Además, durante el verano de ese año, se llevó a cabo una reflexión conjunta entre los Estados miembros de la zona euro y el Eurosistema sobre la posibilidad de modificar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Sin embargo, las opiniones de los Estados miembros divergieron ampliamente, generando incertidumbre sobre la posibilidad de cualquier modificación significativa. A pesar de ello, se logró un acuerdo para conceder a los Estados con una elevada deuda más tiempo para reducir su ratio de deuda pública/PIB y el PEC fue suspendido hasta finales de 2022 (Scheinert, 2022).

Estas decisiones han sido tomadas en función a la realidad que hoy vivimos, no obstante, el BCE ha realizado ajustes en función de las circunstancias en las que se ha encontrado a lo largo del tiempo. Desde que este organismo fue establecido el 1 de junio de 1998, ha surgido como el segundo banco central más influyente del mundo. A principios del siglo XXI, la zona euro comenzó con un tipo de interés del 3%, pero en junio de 2000, decidió aumentarlo al 4,25% (Malagón, 2019). Esta cifra se mantuvo constante durante un período prolongado de ocho años y ha ido variando hasta el día de hoy.

## **1.2 Objetivos y preguntas del trabajo**

En el presente trabajo de investigación se examina el impacto de las subidas del tipo de interés por parte del BCE en julio de 2022 hasta marzo de 2023 sobre uno de sus países miembros de la zona euro como es España. Se han distinguido dos posibles enfoques como consecuencia, uno positivo y favorable y, por el contrario, los impactos más negativos que estas subidas pueden tener para la economía española. El objetivo último de este trabajo es analizar dicho impacto para prever posibles escenarios e intentar mitigar los efectos más desfavorables que se pueden hallar en un futuro. Asimismo, se procederá a buscar respuesta a las siguientes preguntas que su vez servirán como eje principal para la estructura de este ensayo:

- ¿En qué consisten y, a qué se deben estas nuevas subidas del tipo de interés de referencia por parte del BCE?
  
- ¿Cuáles son sus principales consecuencias en los siguientes sectores españoles?:
  - Préstamos financieros del sector privado;
  - Hipotecas de los hogares;
  - Gasto y consumo de hogares e inversión empresarial;
  - Deuda pública y prima de riesgo del Estado;
  - El tipo de cambio de la moneda del euro.
  
- ¿Cuál se prevé que sea el futuro ante estas y nuevas subidas del tipo de interés?

### **1.3 Metodología del trabajo**

Para abordar los objetivos planteados en este estudio, se llevará a cabo una búsqueda exhaustiva de información y se realizará un análisis detallado en relación a los temas mencionados, los cuales consisten en: el BCE, su política internacional monetaria y más particularmente, las subidas del tipo de interés de la zona euro. Además, se hará una investigación exhaustiva sobre la economía del Estado español y el sector privado en ambos ámbitos, tanto a nivel empresarial como ciudadano, para comprender el impacto que esta nueva medida tuvo sobre la economía del país.

Asimismo, para llegar a una conclusión significativa sobre las preguntas establecidas se seguirá un análisis a partir del cual se llegará a unas conclusiones. Este trabajo por tanto sigue un proceso de razonamiento inductivo. El método que se llevará a cabo será un estudio de caso que empleará una técnica de investigación cualitativa con el propósito de llegar a conclusiones precisas. Se contrastarán los efectos tanto negativos como positivos sobre las nuevas subidas del tipo de interés en tres ámbitos concretos como son la inflación, el consumo e inversión y la financiación tanto a nivel privado en empresas y consumidores, como del Estado español, estudiando los resultados observados en cada caso.

Para poder llevar esta investigación a cabo y valorar los resultados, se empleará una revisión bibliográfica centrada principalmente en el análisis de artículos y estudios previamente realizados y publicados. Además, para complementar el análisis, se realizará un cruce de datos macroeconómicos disponibles en el Banco Nacional de España y el BCE, para obtener información fiable y verídica como sus datos estadísticos. De igual forma, también se hará una recopilación de datos en diferentes entidades financieras para comprender mejor la situación, en concreto del Estado español que ya ha sufrido periodos de inflación (1970-1980) y que por tanto se puede ver afectado en mayor medida por esta nueva política monetaria. Asimismo, se llevará a cabo una comparación entre las situaciones de inflación en las que se han producido aumentos y disminuciones en los tipos de interés, con el fin de explorar las diferencias entre estas circunstancias opuestas y observar de qué manera han afectado al país en diversos ámbitos como los que se han mencionado previamente.

El periodo analizado está comprendido entre julio de 2022 y marzo de 2023, puesto que es el período en el que se han dado estas subidas. Sin embargo, también incluirán los periodos en los que encontramos una política monetaria contraria a la actual, para llegar así a realizar la comparación mencionada entre ambos enfoques monetarios y conseguir un análisis más veraz sobre su efecto en España.

El enfoque del trabajo será de tipo evaluativo o normativo, ya que se pretende evaluar el impacto de las subidas en los tipos de interés en España. Esto se basará en los descubrimientos previos sobre los efectos que tales aumentos tienen en la economía y la política monetaria del país.

Por último, las limitaciones del análisis se encuentran principalmente en que no se realizará un examen exhaustivo de todas las reformas de política monetaria desde 1999 hasta ahora, sino que se enfocará en políticas específicas y períodos de tiempo concretos, como la política más reciente. Es importante señalar que nuestro análisis se enfoca principalmente en la perspectiva macroeconómica del país, sin profundizar en sectores específicos de la industria.

### **1.3.1 Estructura**

El objetivo de este trabajo es proporcionar respuestas claras y organizadas a las preguntas planteadas en el apartado de objetivos. Para lograr esto, se ha llevado a cabo un revisión de lectura académica en el apartado 2 con diversos artículos y estudios que tratan los distintos efectos que las subidas del tipo de interés producen en la renta variable de los hogares o deuda pública española entre otros, así como la valoración de Europa como are monetaria óptima. Paralelamente, en el marco teórico del apartado 3 es esencial exponer las teorías, así como los conceptos clave que enmarcan este estudio, como las políticas monetarias del BCE y sus instrumentos, la inflación y su impacto en una economía con esta tendencia inflacionaria como es la española.

En los siguientes subapartados del apartado 4 se presentarán las áreas en las que se ha abordado el tema en cuestión como son los impactos de estas subidas de interés en términos de financiación, el impacto sobre las hipotecas de los hogares y cómo se ha visto

afectado el gasto y consumo por parte de los ciudadanos o su efecto en la deuda pública y la prima de riesgo española.

Cada área, se iniciará con una breve contextualización en la que se explicará el entorno en el que se han implementado las medidas. Posteriormente, se expondrán las medidas adoptadas y, finalmente, se mostrarán los resultados significativos de cada ámbito, seguidos de una evaluación de la nueva política monetaria.

Finalmente, el bloque 5 de conclusiones y propuestas tiene como objetivo presentar los resultados globales que se pueden extraer a partir del análisis previo, reuniendo los hallazgos obtenidos del trabajo y proporcionando respuestas claras a las preguntas planteadas en el mismo.

## **2. Estado de la cuestión**

Como destaca Iñigo Ramírez de Cárdenas (2014) en su tesis sobre *Tipos de interés y crisis históricas*, una vez establecido el concepto de tipos de interés, resulta crucial comprender su relevancia en el marco de la política económica de un país. Es importante destacar que los tipos de interés son un factor decisivo en la política monetaria que implementa un banco central. Durante el último trimestre de 2013, el BCE redujo los tipos de interés al 0,25%, un mínimo histórico que sorprendió a muchos. La mayoría de los expertos atribuyen la disminución a la fortaleza del euro, a la situación de crisis de deuda soberana con recesión en varios países del sur de Europa y a la baja inflación, la cuál es uno de los indicadores utilizados por el BCE para tomar decisiones sobre las políticas monetarias. Cabe señalar que reducir los tipos de interés con una inflación alta tendría poco sentido, ya que provocaría un aumento de los precios (mayor inflación). La noticia fue recibida con gran entusiasmo en los mercados, alcanzando máximos anuales en las distintas bolsas europeas, y el índice bursátil Ibex-35 sobrepasó el umbral de los 10.000 puntos básicos.

*“El mercado había pedido en las últimas dos semanas al presidente del BCE, Mario Draghi, que bajara el precio del dinero para reactivar la demanda interna y el crédito debido a que los niveles de inflación en la zona euro rozaban el 0% y ello podía provocar que la zona euro entrara en deflación. La bajada de tipos de interés inundará al mercado*

*de liquidez, lo que permitirá mayores flujos de capitales a un precio que roza el 0%”.* (La Vanguardia, 7 de noviembre 2013).

En este trabajo el autor recoge los siguientes puntos a modo de conclusiones prácticas para tener una mejor comprensión acerca de la importancia sobre un aumento en los tipos de interés:

- (i) Cuando se produce un aumento en los tipos de interés, generalmente el valor de la renta variable (es decir, las acciones en la Bolsa) tiende a disminuir, mientras que la de la renta fija (como los bonos) tiende a aumentar. Esto se debe a que el mercado de bonos ofrece una mayor rentabilidad cuando los tipos de interés suben, y el riesgo sigue siendo menor que en el mercado de acciones.
- (ii) Los tipos de interés también tienen un impacto significativo en la disponibilidad de crédito para las familias, lo que a su vez afecta al consumo. No sólo las familias, sino también las empresas, se ven afectadas por los tipos de interés, lo que a su vez afecta a la inversión y la producción. A medida que los tipos de interés aumentan, el coste de financiación también aumenta, lo que resulta en mayores costes para las empresas y las personas, por lo que estos reducen su inversión y consumo.

El autor indica como la subida de los tipos de interés no es inherentemente negativa, sino que su impacto dependerá del contexto en el que se produzca. La subida de los tipos de interés incluso puede tener efectos positivos, como el control de una inflación elevada. Sin embargo, es importante analizar los efectos *expost* de cualquier variación en los tipos de interés antes de evaluar su impacto general (Ramírez de Cárdenas, 2014).

Asimismo, el estudio de Carlos Lorenzo Rodríguez (2015) sobre *Cómo influyen los tipos de interés en la renta variable española* ha demostrado su influencia y correlación investigando las entidades que conforman el IBEX-35 y los diferentes sectores que pueden agruparse en él. Con respecto a los resultados relacionados con el riesgo derivado de la sensibilidad de los tipo de interés, se halló que el coeficiente relacionado con las variaciones del tipo de interés muestra un valor negativo para las acciones analizadas, lo que indica que una subida en los tipos de interés puede resultar en

que la renta variable se vuelve menos atractiva al compararse con la renta fija. Este cambio puede generar flujos monetarios hacia la renta fija. Además, es importante destacar que el programa de compra de activos públicos del BCE también afecta a la renta variable, ya que la inyección de más dinero en el sistema favorece su rendimiento. Los tipos de interés más bajos generan aumentos en los precios de estos activos, lo que significa mayor riqueza financiera y aumento en los mercados de deuda y bolsa.

En términos generales, los tipos de interés son correctores económicos que influyen en los valores en términos monetarios y tienen un impacto en la macroeconomía dependiendo de las estrategias aplicadas sobre ellos. Desde la perspectiva financiera, los intereses representan el precio pagado por el acceso al crédito y lo que el prestamista recibe a cambio de proveer fondos por adelantado. El trabajo de Lorenzo Rodríguez (2015) destaca la relevancia de los cambios en los tipos de interés de la renta variable, la importancia de tomar en cuenta el riesgo asociado a los tipos de interés y protegerse ante una situación de alta volatilidad y posible normalización monetaria.

Uno de los desafíos más significativos y preocupantes para muchas economías, incluyendo la española, es la posible evolución de la inflación en los próximos meses y la correspondiente subida de los tipos de interés requerida para controlarla. Así lo describe Joaquín Maudos (2022) en su artículo *Los efectos en España de la subida de tipos de interés para El Español*. En él explica como una de las consecuencias inmediatas de este fenómeno es el aumento del costo de la deuda pública. El Tesoro español se verá obligado a emitir alrededor de 125.000 millones de euros en deuda para hacer frente a los vencimientos del año 2023. Además, será necesario emitir más deuda para financiar el déficit público, que se estima en alrededor del 4,5% del PIB (unos 60.000 millones de euros). Por lo tanto, el monto total de deuda que se deberá emitir en el mercado para el año 2023 asciende a 185.000 millones de euros, sujeto al tipo de interés exigido por los inversores en ese momento.

Más allá, un aumento de los tipos de interés en 100 puntos básicos significaría un aumento de 1.850 millones de euros en los intereses anuales a pagar por la deuda emitida. Sin embargo, es importante tener en cuenta que el BCE, en su proceso de retirada de los estímulos monetarios, dejará de comprar deuda pública, lo que hasta ahora ha mantenido bajo control el costo de la deuda. De igual forma, el BCE posee el 33,75% (394.000

millones de euros) de toda la deuda pública española en su balance. Con la retirada del principal comprador de la deuda española, será necesario ofrecer un mayor tipo de interés para atraer a los inversores, lo que ya está ocurriendo, como se evidencia en el reciente aumento del bono a 10 años por encima del 3%.

Por último, también cabe distinguir como hace Adrián Aldridge (2020) en su tesis donde plantea si Europa es un área monetaria óptima abordando la cuestión de la deuda pública en relación al PIB. Las investigaciones indican que los países con niveles elevados de endeudamiento experimentan tasas de crecimiento más moderadas, como es el caso de Italia y España, mientras que los países con baja deuda pública, como Países Bajos y Alemania, aumentan su PIB al tener un crecimiento más dinámico y sostenido. En consecuencia, en Europa se observan dos grupos de países: el primero conformado por las economías del sur, las cuales se caracterizan por un crecimiento volátil y una deuda elevada; y el segundo, las economías del norte, con un crecimiento sólido y capaz de resistir mejor los efectos negativos de la crisis. Cabe destacar que esta situación nos expone a una gran vulnerabilidad debido a que la cantidad de deuda pública se encuentra en una estrecha relación con los tipos de interés actuales establecidas por el BCE.

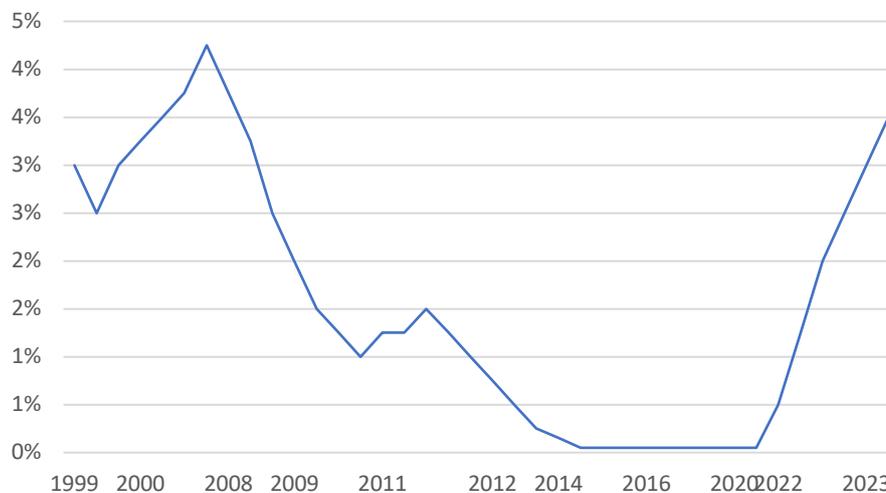
### **3. Marco Teórico**

#### **3.1 Tipos de interés**

El tipo de interés es comúnmente considerado como el precio del dinero en una transacción, pero también se emplea para denotar su valor de forma más general. El coste de un préstamo se encuentra determinado por el tipo de interés que se abona al prestamista, el cual por lo general corresponde a un porcentaje del capital prestado. Además, generalmente los tipos de interés ofrecidos por los bancos a los particulares y las empresas están sujetos a variaciones paralelas a los tipos de interés de referencia fijados por el banco central, si bien, también se ven influidos por otros factores. En una economía de libre mercado, como la zona del euro, los tipos de interés están determinados por la oferta y la demanda de crédito, es decir, se basan en cuánto capital están dispuestas a invertir las empresas y los ciudadanos, así como en la cantidad de crédito disponible. En la siguiente *Figura 1* podemos observar la evolución que ha tenido el tipo de interés impuesto por el BCE a lo largo de las últimas décadas. Esta medida resulta fácilmente

identificable en el contexto de préstamos e hipotecas, no obstante, existen otros tipos de interés oficiales, tales como los fijados por el BCE para operaciones interbancarias y el tipo de interés legal del dinero que se aplica en casos de deudas (ING, 2022).

***Figura 1. Evolución del tipo de interés del BCE, 1999-2023 (en %)***



Fuente: *Expansión* con datos del BCE, 2023

Como se puede observar en el gráfico, los tipos de interés no experimentaban una subida desde el 2011 y permanecieron en 0% desde 2014 hasta mediados del año pasado. Estas nuevas subidas suponen un atractivo para los depósitos bancarios, como veremos más adelante, al igual que para la facilidad marginal de depósito. Las entidades financieras pueden realizar depósitos a un día en los bancos centrales nacionales, y estos depósitos se remuneran al tipo de interés establecido por el BCE, que se conoce como tipo de la facilidad de depósito. Si el tipo de interés es negativo, no habrá incentivos para que las entidades de crédito depositen su dinero en el banco central. Por lo general, no hay límites ni restricciones para estos depósitos. El tipo de interés de la facilidad de depósito es el mismo en toda la zona euro y establece el límite inferior del tipo de interés de mercado a un día. Asimismo, un banco que busca prestar en el mercado interbancario a ese plazo siempre tiene la opción de depositar su liquidez en el BCE (Banco de España).

De esta manera, los tipos de interés son contruidos de manera diversa en función de su finalidad, ya que un préstamo personal no posee las mismas características que uno hipotecario. Se identifican diversos tipos de interés, tales como aquellos establecidos por

los bancos centrales, los que corresponden a una hipoteca o los relativos a un préstamo personal, siendo estos los tres más comúnmente utilizados. (ING, 2022) A continuación se explicarán brevemente cada uno de ellos.

En el contexto de una **hipoteca**, el tipo de interés puede ser fijo o variable. De acuerdo con los datos más recientes de España en 2022 publicados por el Instituto Nacional de Estadística (INE), se constata que el 28,4% de las hipotecas constituidas sobre viviendas son de tipo variable, mientras que el 71,6% restante son de tipo fijo. Se ha observado un creciente interés en las hipotecas a tipo fijo en los últimos años, en gran medida debido a las fluctuaciones en los precios de estas hipotecas durante dicho período, así como al reciente incremento en el nivel del euríbor, que ahora se encuentra en niveles positivos (Bankinter, 2022). En el caso del tipo de interés variable, el interés de la hipoteca se ajusta con el tiempo de acuerdo con la evolución de su índice de referencia, el cual se suma a un diferencial. Por lo general, se establecen períodos de revisión semestrales o anuales, durante los cuales se ajustará el tipo según la evolución del indicador correspondiente. Durante medio año, el tipo de interés permanecerá fijo hasta el momento del ajuste, y volverá a ser fijo durante el siguiente período. El euríbor es la referencia más comúnmente utilizada en hipotecas a tipo de interés variable, y su evolución depende en gran medida de la evolución de los tipos del BCE. La elección entre una hipoteca a tipo fijo o variable determinará el interés a pagar, pero no la forma en que se devolverá el dinero. Esta cuestión dependerá del sistema de amortización, que es otro de los elementos clave en una hipoteca (ING, 2022).

En un **préstamo personal**, el tipo de interés representa el costo adicional que el prestatario debe devolver al prestamista por haber adelantado el dinero. Este tipo se calcula generalmente sobre el principal, es decir, sobre la cantidad pendiente de devolución. A diferencia de los préstamos hipotecarios, en los préstamos personales no se utilizan índices de referencia, sino que sólo se establece un porcentaje que representa el interés a pagar. Sin embargo, es posible diferenciar entre el tipo de interés nominal del préstamo (TIN) y la tasa anual equivalente (TAE). El TIN es más sencillo y sólo considera el porcentaje de intereses que se deben pagar. La TAE, por otro lado, homogeneiza los períodos de cálculo y liquidación a un año, y suma los costos adicionales del préstamo, como la comisión de apertura o la cancelación anticipada. Por esta razón, se utiliza para comparar el interés de productos con diferentes plazos (ING, 2022).

En el marco de un **depósito bancario** a plazo fijo, el depositante consigna a una institución bancaria una suma de dinero por un período de tiempo determinado, recibiendo a cambio una compensación acordada. Esta suele ser un tipo de interés aplicada al capital prestado, que puede ser pagada al final del plazo o en cuotas periódicas durante el mismo. En este contexto, el tipo de interés establecido es el factor clave que determina la rentabilidad del depósito bancario para el depositante (ING, 2022).

La estrategia de política monetaria del BCE se enfoca en influir en los tipos de interés a corto plazo, debido a que estos tienen un papel crucial en la transmisión de la política monetaria, según estudios previos. Al intervenir de esta forma, se puede impactar tanto en el consumo de empresas como de hogares, lo que, a su vez, afecta la evolución financiera y monetaria, y por consiguiente, el nivel general de precios mediante su capacidad para afectar directamente la demanda agregada (Cánovas Sánchez, 2022).

En el ámbito de las finanzas públicas, **la deuda pública** total de un país hace referencia a la deuda correspondiente al conjunto de las administraciones públicas, incluyendo en el caso de España, la deuda del Estado central, de las 17 comunidades autónomas y de las administraciones locales. Cuando un Estado presenta un déficit público debido a un gasto superior a sus ingresos, necesita obtener financiación externa, la cual es adquirida a través de emisiones de activos financieros. Generalmente, el medio más utilizado para financiar este déficit es a través de la emisión de títulos de deuda (como letras del tesoro, bonos u obligaciones). El tipo de interés aplicado en estas emisiones se encuentra influenciado por la confianza que los mercados tengan en la capacidad del Estado de devolver el dinero prestado (Sevilla Arias, 2020). Las agencias de *rating* como *Standard & Poor's*, *Fitch Ratings*, *Moody's Investor Service* y *Dominion Bond Rating Service (DBRS)* asignan una calificación a la probabilidad de pago o calidad crediticia de dichas emisiones y evalúa la habilidad de un país, gobierno o empresa para cumplir con sus obligaciones de pago de deuda. Si existe una mayor probabilidad de incumplimiento, se otorgará una calificación crediticia más baja, debido al mayor riesgo que implica invertir en ellos.

Asimismo, la diferencia entre los tipos de interés sobre la deuda de cada país es lo que se conoce como **prima de riesgo**. Este indicador financiero, refleja el costo adicional que una empresa o un país debe pagar para obtener financiación. La prima de

riesgo varía en función de la percepción de riesgo que tengan los inversores respecto a la capacidad de pago del emisor de la deuda y, adquiere una mayor relevancia en momentos de incertidumbre económica, siendo la confianza un factor clave en este contexto. Cuando un país necesita financiación, recurre a la emisión de deuda pública para obtener capital de particulares, empresas o de otros países. No obstante, si los inversores no confían en la economía del país, será más difícil que éste encuentre inversores dispuestos a financiar su deuda, lo que obligará al país a ofrecer mayores rentabilidades para hacer su deuda más atractiva a los inversores. Esto se debe a que los inversores asumen un mayor riesgo de impago en esos casos (Santander, 2022).

### **3.2 Inflación y su evolución en la Unión Europea**

En una economía de mercado, los precios de bienes y servicios son susceptibles a cambios, algunos de ellos al alza y otros a la baja. La inflación se origina cuando se produce un aumento generalizado de los precios, y no solo de productos específicos. Por lo tanto, la inflación reduce el valor adquisitivo de la moneda con el paso del tiempo. Al calcular el aumento medio de los precios, algunos bienes y servicios que representan un mayor porcentaje de gasto, como la electricidad, tienen un mayor peso en la medición que otros bienes y servicios de menor porcentaje de gasto en la cesta base que se usa para calcular el índice de precios de consumo (IPC).

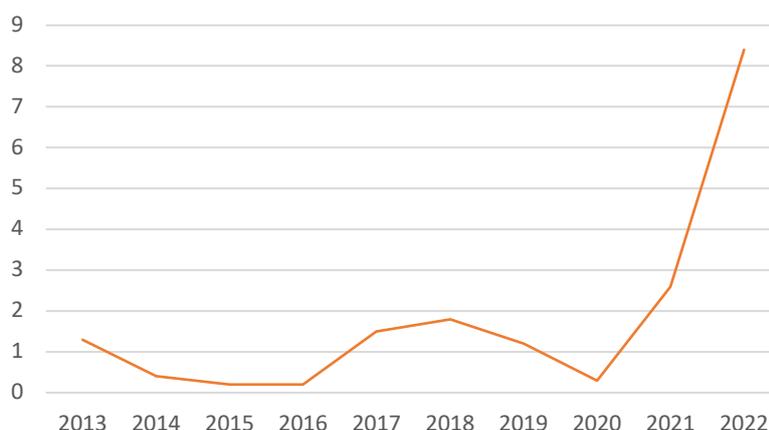
Antes de la introducción del euro como moneda común, cada país de la zona del euro utilizaba sus propios métodos y procedimientos para medir la inflación. La necesidad de tener un instrumento común que permitiera realizar una medición uniforme de la inflación en toda la zona euro, sin discrepancias ni superposiciones y que fuera comparable entre países, se hizo evidente con la introducción del euro. Con el propósito de cubrir estas necesidades, se estableció el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) apoyado en un conjunto de normas legalmente vinculantes. La influencia de las fluctuaciones en el precio de un artículo específico en el IAPC depende del gasto promedio de las familias en ese artículo.

Algunos datos de la zona euro muestra como durante las décadas de los setenta y ochenta, numerosos países europeos experimentaron altas tasas de inflación. Desde mediados de los noventa, estas tasas han disminuido significativamente gracias a los

esfuerzos realizados para prepararse para la adopción del euro y a la política monetaria del BCE. Durante este periodo de tiempo, se mantuvo la tendencia a largo plazo a la baja de los tipos de interés nominales, debido en parte a la menor inflación previa a la pandemia. Los economistas ofrecen diversas explicaciones para este descenso de los tipos de interés reales. Por ejemplo, la hipótesis de Bernanke sugiere que el aumento de la demanda global de activos seguros como los bonos del Estado o corporativos, especialmente en las economías emergentes, ha presionado a la baja los tipos de interés reales a largo plazo. Una teoría relacionada, conocida como la hipótesis del "estancamiento secular", sugiere que el envejecimiento de la población ha provocado una disminución de los tipos de interés reales a largo plazo. Esto se debe a que el envejecimiento de la población, la desaceleración del progreso tecnológico y la falta de oportunidades de inversión productiva han aumentado la demanda de activos seguros como bonos y disminuido la inversión de capital, lo que ha llevado a una disminución de los costos de endeudamiento (Wessel, & Milstein, 2022).

En la *Figura 2* podemos observar la inflación armonizada en la Unión Europea y como ha ido fluctuando a lo largo de la última década. En 2020 inició de nuevo un crecimiento exponencial sin precedentes hasta alcanzar su nivel máximo en octubre de 2022, registrando un aumento del 10,6%. Unos valores sin precedentes cuya tendencia se espera que sea más moderada a partir de marzo, ya que se comparará con los meses de 2022 cuando comenzó la guerra en Ucrania, lo que provocó un aumento significativo en los precios de la energía y, por lo tanto, en la inflación (Bankinter, 2023).

***Figura 2. IPCA - datos anuales zona euro (porcentual anual y tasa de variación), 2013-2022***

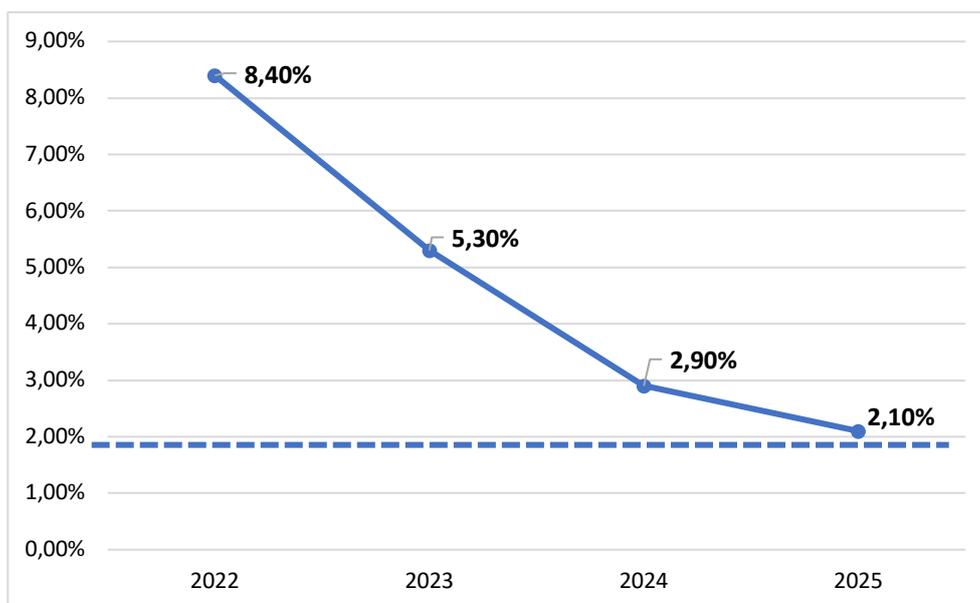


Fuente: Eurostat, 2023

Respecto a la evolución de la inflación dentro de la Unión Económica y Monetaria (UEM) europea actual, durante febrero de 2023, la tasa de inflación interanual experimentó un descenso hasta situarse en el 8,5%, debido a una pronunciada disminución en los precios de la energía. No obstante, la inflación de los alimentos continuó su aumento hasta alcanzar un 15,0%, dado que los incrementos previos en los costos de la energía y otros insumos para la producción de alimentos se trasladaron a los precios al consumidor. Asimismo, persisten fuertes presiones inflacionarias subyacentes. La inflación subyacente, excluyendo la energía y los alimentos frescos, aumentó hasta el 5,6% en febrero, y otros indicadores de inflación también se mantuvieron elevados. La inflación de los bienes industriales no energéticos se incrementó hasta el 6,8% durante el mismo periodo, principalmente debido a los efectos rezagados de los cuellos de botella en la oferta y los elevados precios de la energía registrados previamente. Por su parte, la inflación de los servicios, que aumentó hasta el 4,8% en febrero, también se vio impulsada por la gradual transmisión de las subidas de los costes de la energía, la demanda acumulada tras la reapertura de la economía y el alza de los salarios. Por otro lado, la mayoría de los indicadores de expectativas de inflación a largo plazo se sitúan en torno al 2%, como podemos observar en las [decisiones de política monetaria](#), aunque requieren un seguimiento continuo, especialmente dada la volatilidad reciente en las expectativas de inflación basadas en indicadores de mercado. El objetivo del BCE es garantizar que la inflación regrese a este cifra a medio plazo (BCE, 2023).

A pesar de ello, en la última conferencia de prensa el 16 de marzo de 2023, la presidenta Christine Lagarde y el vicepresidente Luis de Guindos del BCE, establecieron cómo se prevé que la inflación siga siendo elevada durante un período prolongado, lo que ha llevado al Consejo de Gobierno a decidir aumentar los tres tipos de interés oficiales en 50 puntos básicos. Las proyecciones macroeconómicas del BCE se finalizaron a principios de marzo, antes de las tensiones recientes en los mercados financieros. Estas tensiones han añadido incertidumbre a las evaluaciones del escenario de referencia para la inflación y el crecimiento. Las proyecciones del BCE indican que la inflación se situará en una media del 5,3 % en 2023, el 2,9 % en 2024 y el 2,1 % en 2025, como podemos observar en la siguiente *Figura 3*:

***Figura 3. Proyecciones de inflación de la zona del euro para 2023 y años siguientes (en %)***



Fuente: BCE, 2023

Sin embargo, las presiones inflacionarias subyacentes siguen siendo fuertes, y se espera que la inflación, excluidos la energía y los alimentos frescos, se sitúe en una media del 4,6 % en 2023. El crecimiento se ha revisado al alza para 2023, con una media del 1,0 %, pero el repunte del crecimiento en 2024 y 2025 es más débil debido a la política monetaria restrictiva (BCE, 2023).

Por último, es importante tener en cuenta a la hora de influir en los tipos de interés respecto a la inflación que pueda estar sufriendo una moneda, que, en el cálculo de la tasa de inflación, la importancia de cada artículo en el índice de precios no se determina únicamente por la magnitud de su variación. La participación de cada artículo en el gasto medio de consumo de las familias, es decir, su ponderación, también influye en la tasa de inflación. Por tanto, debe ser tomado en cuenta como un factor relevante pero no debe ser considerado como la única guía en la toma de decisiones en el ámbito de la reforma de política monetaria. (BCE, 2022).

### **3.3 Políticas monetarias del BCE**

La UEM no es una meta en sí misma, sino un resultado de la integración económica progresiva. Su objetivo principal es apoyar el crecimiento económico sostenible y el empleo, mediante la adopción de políticas económicas y monetarias adecuadas. Esto se logra mediante la implementación de una política monetaria orientada hacia la estabilidad de los precios, evitando los posibles efectos negativos de una financiación pública insostenible, impidiendo la aparición de desequilibrios macroeconómicos en los Estados miembros, coordinando sus políticas económicas en cierta medida y, asegurando el buen funcionamiento del mercado único. A través de la política monetaria, los países procuran ejercer control sobre la oferta de dinero, especialmente a través del control de los tipos de interés. Las principales variables macroeconómicas, como la inflación, el desempleo y el crecimiento económico, se ven directamente afectadas por ello (Raisin, 2022).

En el caso de la Unión Europea, el marco de política monetaria del BCE sigue una estrategia de metas de inflación, como la Reserva Federal (FED), el Banco de Inglaterra o el Banco de Japón. Además, el euro sigue un régimen de tipo de cambio flotante, sin intervenciones del BCE. Tiene como objetivo principal mantener la estabilidad de precios, lo que implica la vigilancia de los precios de consumo a lo largo del tiempo para evitar fluctuaciones significativas. Asimismo, este organismo está comprometido con el apoyo a las políticas económicas generales de la Unión Europea (UE) con el fin de contribuir a la consecución de los objetivos establecidos en el artículo 3 del Tratado de la Unión Europea (TUE), que incluyen el crecimiento económico equilibrado, una economía social de mercado altamente competitiva que promueva el pleno empleo y el progreso social, y la protección y mejora de la calidad del medio ambiente. En este tratado se establece el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) una entidad compuesta por el BCE y los bancos centrales nacionales de todos los Estados miembros de la UE, independientemente de si utilizan el euro o no. En contraste, el Eurosistema está formado por el BCE y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros de la UE que han adoptado el euro como su moneda. Es importante señalar que mientras algunos Estados miembros mantengan sus monedas nacionales (como Polonia, Hungría, República Checa, Rumania, Bulgaria, Suecia y Dinamarca), persistirá una distinción entre el SEBC y el Eurosistema.

Por lo tanto, el BCE es un organismo supranacional con personalidad jurídica propia, de acuerdo con el derecho público internacional, y constituye el núcleo del Eurosistema y del SEBC. Los bancos centrales nacionales, por su parte, tienen personalidad jurídica propia según la legislación nacional de sus respectivos países. Finalmente, los bancos centrales nacionales que forman parte del Eurosistema ejecutan las funciones que se les han encomendado según las normas establecidas por el BCE. Sin embargo, también pueden llevar a cabo otras funciones de manera autónoma, siempre y cuando el Consejo de Gobierno del BCE considere que no interfieren con las tareas y objetivos de la zona euro (Banco de España). En consecuencia, el BCE y el Eurosistema deben mirar a la Eurozona como un todo y no favorecer a países específicos como indican en uno de sus artículos "El objetivo principal del SEBC será mantener la estabilidad de precios. Sin perjuicio para el objetivo de estabilidad de precios, el SEBC apoyará las políticas económicas generales en la Comunidad con el fin de contribuir a la consecución de los objetivos de la Comunidad" (artículo 105, apartado 1, del tratado constitutivo del BCE).

Para lograr este objetivo, el BCE se basa en su estrategia de política monetaria. Con el fin de mantener la estabilidad de precios y guiar sus decisiones, el BCE se basa en un plan específico. En julio de 2021, el BCE anunció una nueva estrategia de política monetaria cuyos objetivos se centran en la inflación, tras una revisión profunda de la anterior estrategia presentada en 2003 que pretendía mantener la inflación próxima, pero debajo del 2% (BCE, 2003). La disminución en el crecimiento tendencial, influenciado por la menor productividad, los factores demográficos y los efectos de la crisis financiera mundial, han llevado a una reducción en los tipos de interés reales de equilibrio. Debido a esto, el BCE y otros bancos centrales cuentan con menos margen para lograr sus objetivos a través de la modificación de los tipos de interés oficiales (BCE, 2021). El conjunto de los elementos previamente expuestos, sumado a los a los profundos cambios estructurales que han ocurrido desde entonces en la economía de la zona euro y mundial, incluyendo la caída de los tipos de interés reales de equilibrio, la globalización, la digitalización, los cambios en el sistema financiero y el cambio climático, lleva a la estrategia actual estableciendo un objetivo simétrico de inflación del 2% a medio plazo. Esto significa que tanto las desviaciones por encima como por debajo de este objetivo son igualmente indeseables y que el Consejo de Gobierno del BCE responderá a las desviaciones en ambas direcciones, utilizando todos los instrumentos de política

monetaria disponibles. El índice de precios utilizado por el BCE para medir la inflación es IAPC, aunque se ha reconocido que incluir los costos relacionados con la vivienda en propiedad dentro del IAPC representaría mejor la tasa de inflación relevante para los hogares. Para abordar este problema, se ha establecido una hoja de ruta para incorporar estos costos en el índice y se ha decidido que la estrategia de política monetaria del BCE se revisará periódicamente para adaptarse a los futuros cambios económicos. Esta próxima evaluación sobre la estrategia actual está prevista para 2025 (Banco de España).

### **3.4 Instrumentos del BCE**

El conjunto de herramientas que conforman el marco operativo del BCE y los bancos centrales nacionales de la zona euro es el siguiente:

#### **3.4.1 Operaciones de mercado libre**

Las operaciones de mercado abierto se emplean con el fin de regular los tipos de interés, supervisar el nivel de liquidez del sistema financiero y transmitir la orientación de su política monetaria. Dentro de sus operaciones periódicas de mercado abierto, se incluyen las operaciones de inyección de liquidez en euros a una semana (conocidas como operaciones principales de financiación u OPF) y las operaciones de inyección de liquidez en euros a tres meses (también llamadas operaciones de financiación a plazo más largo u OFPML).

#### **3.4.2 Operaciones de mercado abierto no regulares**

En los últimos años, las operaciones regulares se han complementado con operaciones de financiación a plazo más largo en euros con vencimientos de hasta cuatro años, así como con operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses.

- **PELTROs** - Operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia en caso de pandemia - el 30 de abril de 2020, el Consejo de Gobierno del BCE decidió llevar a cabo una serie de siete PELTROs para proporcionar liquidez al sistema financiero de la zona euro y garantizar unas condiciones fluidas en el mercado monetario durante la pandemia. El 10 de diciembre de 2020, el Consejo de Gobierno decidió ofrecer una serie de cuatro PELTRO adicionales en 2021

para servir de respaldo de liquidez y preservar el buen funcionamiento del mercado monetario.

- **TLTROs** - operaciones de financiación a plazo más largo con objetivos específicos - son operaciones que proporcionan financiación a las entidades de crédito por períodos de hasta cuatro años. Ofrecen financiación a largo plazo en condiciones atractivas a las entidades de crédito con el fin de aliviar aún más las condiciones de crédito del sector privado y estimular el préstamo bancario a la economía real.
- **APP** - programa de compra de activos - Aunque desde 2009 se han llevado a cabo compras directas de activos en el marco de varios programas, el APP se puso en marcha en octubre de 2014 con el objetivo de cumplir el mandato de estabilidad de precios del BCE. Las compras netas de activos en el marco del APP finalizaron en julio de 2022. Los pagos del principal de los valores que vencen adquiridos en el marco de este programa se están reinvertiendo en su totalidad.
- **PEPP** - Programa de compras de emergencia para pandemias - El 18 de marzo de 2020, el Consejo de Gobierno anunció el PEPP con una dotación de 750 millones de euros. Esta dotación se incrementó hasta 1,85 billones de euros en diciembre de 2020. El programa se diseñó como respuesta a la emergencia provocada por el coronavirus (COVID-19) para hacer frente a la situación sin precedentes a la que se enfrenta la UEM. Las compras netas de activos en el marco del PEPP finalizaron en abril de 2022. Los pagos del principal de los valores que vencen adquiridos en el marco del mismo se están reinvertiendo en su totalidad.

### **3.4.3 Instalaciones permanentes**

Las entidades de crédito tienen a su disposición dos facilidades permanentes proporcionadas por el Eurosistema:

- La facilidad marginal de crédito, mediante la cual pueden obtener liquidez del banco central por un día, previa presentación de activos garantizados suficientes.
- La facilidad de depósito, que permite realizar depósitos en el banco central por un día.

Las tarifas de ambas facilidades las podemos observar en la siguiente *Figura 4*, dónde encontraremos que actualmente la primera se encuentra a poco de superar por un punto porcentual a la segunda respectivamente y que por la tanto, a través de la cual se podrá obtener una mayor liquidez en este momento.

***Figura 4. Tarifas de instalaciones permanentes a (22 de marzo de 2023)***

<b>Tarifas de las instalaciones permanentes</b>	
Tipo marginal de la facilidad marginal de crédito:	3,75 %
Tipo de la facilidad de depósito:	3,00 %

Fuente: BCE

#### **3.4.4 Reservas mínimas**

Las entidades de crédito establecidas en la zona euro están obligadas por el BCE a mantener depósitos en cuentas abiertas en su banco central nacional, denominados reservas "mínimas" u "obligatorias" (MRR). El BCE exige a las entidades de crédito establecidas en la zona euro que mantengan unas reservas mínimas. Además, las sucursales de entidades de crédito de la zona euro establecidas fuera de la zona no están sujetas a las exigencias de reservas mínimas del Eurosistema. Sin embargo, las sucursales en la zona euro de entidades de crédito establecidas fuera de la zona si deben adoptar dichas normas, a excepción de:

El BCE podrá eximir a las entidades de crédito del cumplimiento de las exigencias de reservas mínimas del Eurosistema, previa solicitud (que deberá presentarse a través del banco central corresponsal), si la entidad tiene una función especial que haría que la imposición de una obligación de reservas mínimas fuera contraria a la finalidad del sistema; y la entidad está sujeta a medidas de reorganización.

El BCE también podrá eximir a las entidades de crédito del cumplimiento de las exigencias de reservas mínimas del Eurosistema (sin necesidad de que lo soliciten a través

del banco central corresponsal) en el período de mantenimiento de reservas en el que las entidades vayan a dejar de existir porque se le retira o renuncia a su licencia bancaria, o porque está sujeta a un procedimiento de liquidación.

### **3.4.5 Orientación futura**

Cuando un banco central emplea la técnica conocida como *forward guidance*, está proporcionando información acerca de la dirección futura de su política monetaria, la cual se basa en su evaluación de las perspectivas para el mantenimiento de la estabilidad de precios. En julio de 2013, el Consejo de Gobierno del BCE comenzó a utilizar esta herramienta mediante el anuncio de que se esperaba que los tipos de interés se mantuvieran en niveles bajos durante un lapso prolongado. La manera en que se comunican dichas indicaciones ha sido objeto de diversas modificaciones desde entonces. Es fundamental que las indicaciones que emita el BCE en cuanto a sus intenciones de política monetaria sean coherentes con la evaluación que realice el Consejo de Gobierno acerca de la coyuntura económica actual y futura, especialmente en lo que se refiere a la inflación, para garantizar que continúen siendo consideradas como creíbles.

El BCE emplea sus herramientas convencionales de política monetaria (los tipos de interés oficiales) con el propósito de mantener la inflación en la zona euro en un nivel coherente con su meta del 2%. En situaciones en las que la inflación es anormalmente baja, el BCE puede reducir los tipos de interés para estimularla. Sin embargo, cuando los tipos de interés ya se encuentran en niveles muy bajos, reducirlos aún más no siempre es efectivo, por lo que el banco central requiere de otras herramientas para lograr sus objetivos. Una de estas herramientas es la *forward guidance*. En estos casos, una comunicación clara de las intenciones de política monetaria ayuda a los bancos, los participantes del mercado financiero, las empresas y los consumidores a comprender mejor cómo evolucionarán probablemente sus costos de financiación en el futuro, y proporciona a la economía el impulso que necesita. Por lo tanto, estas indicaciones aumentan la eficacia de la política monetaria del BCE y ayudan a alcanzar el objetivo principal de mantener la estabilidad de precios en la zona euro, lo que a su vez, beneficia a los ciudadanos europeos.

Los instrumentos utilizados se encuentran dentro del marco legal del Eurosistema para la política monetaria, que está compuesto por el "marco general" y el "marco temporal". El marco temporal actúa como una modificación, complemento o anulación del marco general (BCE, 2023).

A pesar de las circunstancias, aún no se tiene claridad sobre cómo responderá el BCE a los aumentos en el índice de precios, dados los límites de tolerancia señalados. El BCE utiliza dos pilares para tomar decisiones de política monetaria: las previsiones macroeconómicas, teniendo en cuenta diversos indicadores de la actividad, y las condiciones monetarias y financieras. Aunque el esquema seguirá siendo el mismo, el BCE ha indicado que dará mayor importancia al pilar macroeconómico para garantizar la solidez de la recuperación económica posterior a la reciente crisis. Sin embargo, dado que la respuesta de la política monetaria será más discrecional y menos mecanicista, es crucial que los agentes económicos sepan interpretar los indicadores utilizados por el BCE al tomar decisiones. Esto es aún más importante si se confía en que la política monetaria determine las expectativas de inflación de los agentes económicos (García Santos, 2021).

Más allá, la crisis reciente ha puesto de relieve las limitaciones de los tipos de interés del BCE como herramientas de política monetaria. Asimismo, desde la crisis de la deuda soberana, la inflación media de la zona euro ha estado por debajo del objetivo del 2% marcado por el BCE. Desde 2019, el BCE ha proporcionado toda la financiación que los bancos han solicitado al 0 %. Además, ha implementado medidas menos convencionales, como programas de compra de activos públicos y privados a los bancos o programas de fondos condicionados a la concesión de crédito, para aumentar la financiación de la economía. A pesar de esto, el BCE ha reconocido la ineficacia de la política monetaria cuando los tipos de interés alcanzan su nivel mínimo, y ha afirmado que en tales circunstancias son necesarias medidas contundentes, aunque puedan provocar un transitorio rebasamiento del objetivo de inflación. En la revisión de julio de su política monetaria, el BCE ha reiterado los instrumentos utilizados y ha destacado la importancia del último (*forward guidance*) que implica que la comunicación de las decisiones del BCE debe dejar claro el horizonte futuro de las mismas. De este modo, se busca facilitar la formación de expectativas de los agentes económicos sobre las condiciones financieras y ejercer influencia en la determinación de los tipos de interés a largo plazo (García Santos, 2021).

#### **4. Análisis y discusión**

En la actualidad, la moneda única del euro se ha incorporado a la vida cotidiana de veinte Estados miembros de la Unión Europea hasta el momento. El uso del euro conlleva indudables beneficios, tales como la reducción de los costos de las transacciones financieras, la facilidad para viajar, mejorar el papel de Europa en el escenario internacional y fomentar el desarrollo del mercado único (Scheinert, 2022).

Asimismo, la situación económica europea ha sido impactada por la crisis económica desencadenada por la pandemia de COVID-19, la cual ha generado una significativa presión en las finanzas públicas. En marzo del año 2020, el Consejo de la Unión Europea activó la cláusula general de salvaguardia del PEC con el fin de otorgar a los Estados miembros un período limitado durante el cual se podría observar un aumento en la deuda pública, incluso superando las restricciones establecidas por las normas presupuestarias. De igual modo, durante el mismo mes, el BCE inició un programa de compras de emergencia con el fin de enfrentar la pandemia, que consiste en la adquisición de grandes volúmenes de deuda soberana en los mercados secundarios. El objetivo principal de este programa era proporcionar liquidez a los mercados y evitar la aparición de grandes diferencias entre los bonos alemanes y los bonos emitidos por los Estados miembros de la UE con mayores niveles de endeudamiento. Aunque se han proporcionado grandes cantidades de fondos, este programa está sujeto a límites temporales establecidos (Scheinert, 2022).

Durante un tiempo, Christine Lagarde abogó por la permanencia de los tipos de interés en niveles cercanos a cero, sustentando esta postura en el hecho de que la obtención de empleo conlleva una mayor satisfacción para la población que el acceso a tasas de ahorro elevadas. No obstante, resulta conveniente subrayar que los tipos de interés excesivamente bajos propician un incremento en el endeudamiento excesivo, la generación de burbujas financieras e inmobiliarias y la emergencia de empresas inviables. Asimismo, esta medida restringe la capacidad de maniobra de los bancos centrales para impulsar las economías en un contexto de estancamiento económico, situación a la que también se enfrentan los bancos centrales de los Estados Unidos, Japón y el Reino Unido (Wirth, 2019).

Sin embargo, a día de hoy, como se ha comentado anteriormente en este ensayo, la mera expectativa de que el BCE adoptaría una política monetaria restrictiva para contrarrestar la inflación provocó hace meses un aumento significativo de los tipos de interés en los países de la zona euro. Como resultado, las primas de riesgo en los mercados financieros de los países más endeudados aumentaron, lo que se conoce como fragmentación financiera. Este fenómeno se refiere a la falta de sincronización de los tipos de interés en los países de la zona euro. En respuesta, el BCE ha decidido tomar medidas para evitar que las primas de riesgo en los países se disparen. No obstante, esta situación genera un complejo dilema de resolver. El BCE está implementando una política monetaria restrictiva, que actualmente tiene dos enfoques principales: la venta de bonos (conocida como "tapering") o el aumento de los tipos de interés, como se está observando (Fernández, 2022).

A continuación, analizaremos cuatro áreas en las que las subidas del tipo de interés han tenido una gran incidencia, lo que ha generado un cambio en las tendencias que venían predominando hasta el momento, en respuesta a las actuales condiciones políticas y económicas.

#### **4.1 Financiación**

La situación crítica en el sector bancario estadounidense y los problemas financieros de *Signature Bank* y *Credit Suisse*, que ya había sido afectado por escándalos y falta de liquidez, podrían tener un impacto en los planes futuros del BCE. Asimismo, el posible colapso de *Silicon Valley Bank* (SVB) podría generar un ambiente de cautela entre las instituciones financieras y disminuir el flujo de crédito, tal como sucedió en 2008, lo que agravó la crisis financiera mundial. Jean-Claude Trichet, quien ocupó el mismo cargo que Lagarde actualmente en 2008, aumentó ligeramente los tipos de interés ante las previsiones inflacionarias, a pesar de que varios bancos estadounidenses habían quebrado. Lagarde busca evitar que se produzca de nuevo un error similar ya que la rápida subida de tipos de interés tanto por la FED como por el BCE en menos de un año ha contribuido a la crisis de estas dos entidades. Los altos tipos de interés dificultan las condiciones de financiamiento para las instituciones financieras y afectan el valor de sus activos y créditos existentes. Por lo tanto, se espera que la FED aumente los tipos de interés de

manera más moderada en su próxima reunión, posiblemente en un cuarto de punto porcentual. (Wirth, 2023).

Cuando se produce un aumento en los tipos de interés, se genera un incremento en las tasas de depósito de la zona euro que implica que las entidades bancarias deben desembolsar mayores cantidades para obtener préstamos del BCE. Como resultado, estas entidades también aumentarán los costos asociados a los préstamos que otorgan a individuos y empresas. La Dra. Antonia Díaz (2022) profesora titular en la Universidad Carlos III de Madrid y doctora en Economía por la Universidad de Minnesota, explica que el aumento en los tipos de interés perjudica a aquellos que necesitan pedir préstamos o que tienen préstamos con tipos de interés variables.

Antes de la subida de los tipos oficiales de interés que se comenzaron a aplicar el pasado 22 de julio, los bancos solían ofrecer créditos al consumo con mayor facilidad, mientras que actualmente se centran en premiar los depósitos, en un contexto de escasez de liquidez. Antes, los préstamos de menor costo y la amplia liquidez proporcionados por el BCE hacían que los bancos buscaran activamente nuevos clientes, a los que ofrecían préstamos a tipos más altos para obtener mayores márgenes. Actualmente, el tipo de interés medio de los créditos al consumo en España se sitúa por debajo del 7%, según datos del Banco de España (2022). Este tipo lo aplican los bancos cuando conceden créditos para la adquisición de bienes como automóviles, electrodomésticos o televisores. Sin embargo, como señala Díaz (2022), el aumento de los tipos de interés no sólo afecta a los hogares, sino que también perjudica a la inversión empresarial, especialmente en un tejido productivo conformado mayoritariamente por pequeñas empresas altamente bancarizadas.

En España, donde el 99,8% de las empresas son pymes, la solicitud de créditos para hacer frente a obligaciones pasadas o futuras es común. El problema radica en que estos créditos también se encarecerán como resultado de la subida de tipos, lo que puede restringir la inversión y, en última instancia, afectar a la productividad de algunas empresas. Según la advertencia de María Jesús Fernández (2022) economista senior de *Funcas*, la subida de tipos puede perjudicar en mayor medida a sectores muy afectados. Recientemente, el Banco de España ha informado de que hay 21.000 millones de euros de los créditos del Instituto de Crédito Oficial (ICO) en riesgo de impago. Las empresas

que recibieron créditos ICO avalados por el Gobierno para hacer frente al impacto de la pandemia, podrían tener dificultades para su reembolso debido a la situación en Ucrania. La guerra en este país, sumada a la pandemia, podría tener un doble efecto negativo en dichas empresas y la subida de tipos podría agravar aún más su situación financiera.

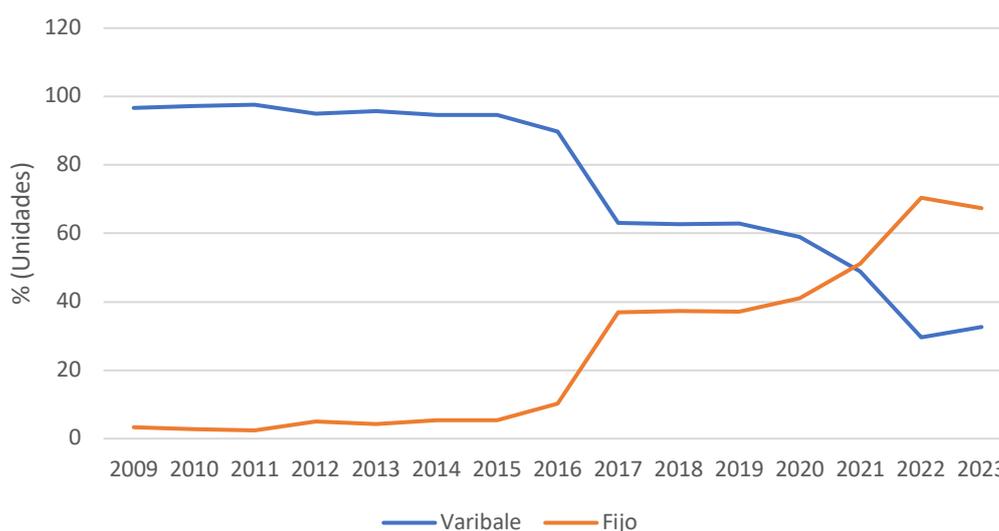
La reciente subida de tipos de interés, aunque ha sido desfavorable para las empresas endeudadas y los hogares, como veremos en el siguiente punto, ha tenido un efecto positivo en los ahorradores. Como señala Fernández (2022) la subida de tipos "aumentará la rentabilidad de los ahorros, tanto en depósitos como en títulos de renta fija". Después de un largo período de rendimientos nulos, los inversores pueden disfrutar de mayores rendimientos para sus ahorros. En particular, se espera que la rentabilidad de los depósitos, bonos y otros instrumentos de renta fija sea mayor. Con los tipos de interés en niveles mínimos, los depósitos han proporcionado una rentabilidad del 0,1% en 2019 y 2020, del 0,3% en 2021 y del 0,4% en 2022. Sin embargo, es de esperar que la subida de tipos de interés conlleve un aumento del rendimiento ofrecido por los depósitos. Lo mismo ocurre con los bonos españoles a 10 años: a finales de 2021, su rentabilidad era del 0,5%, mientras que ahora ofrecen un rendimiento del 3,3% (Benedito, 2022).

#### **4.1.1 Hipotecas**

En términos relevantes para empresas y ciudadanos, los tipos de interés que fija el BCE tienen poca incidencia, ya que se refieren al interés que las entidades financieras pueden obtener al depositar su dinero en dicha entidad. Esta tasa solo tiene efecto a corto plazo. En cambio, lo que adquiere mayor relevancia, son los tipos de interés a medio y largo plazo, como el conocido Euríbor a 12 meses, que se utiliza como referencia para los préstamos hipotecarios. Estos tipos de interés a medio y largo plazo dependen, entre otros factores, de las expectativas sobre los movimientos futuros de los tipos de interés fijados por el BCE (Jareño & Navarro, 2022). Durante la pandemia, los precios de la vivienda y las transacciones en la zona euro aumentaron significativamente, impulsados por los bajos tipos de interés y una creciente demanda de aquellos que buscaban más espacio. Sin embargo, según los economistas, se espera que los precios de la vivienda y las transacciones experimenten una fuerte caída debido al aumento de los tipos de interés (Romei, 2023). La siguiente *Figura 5* muestra como en España entre un 90% y 100% de

las hipotecas se concedieron a tipo variable de 2009 a 2015. Las expectativas de que esta tendencia continúe, han impulsado el Euríbor a un año desde valores cercanos a -0,5% a finales de 2021 hasta valores superiores al 1% en julio de 2022, a pesar de que el BCE aún no había modificado sus tipos oficiales. Esto indica que el mercado ya había anticipado el aumento de las tasas de interés por parte del BCE, y no solo eso, sino que también había anticipado futuras subidas adicionales cuyos resultados veremos más adelante (Jareño & Navarro, 2022).

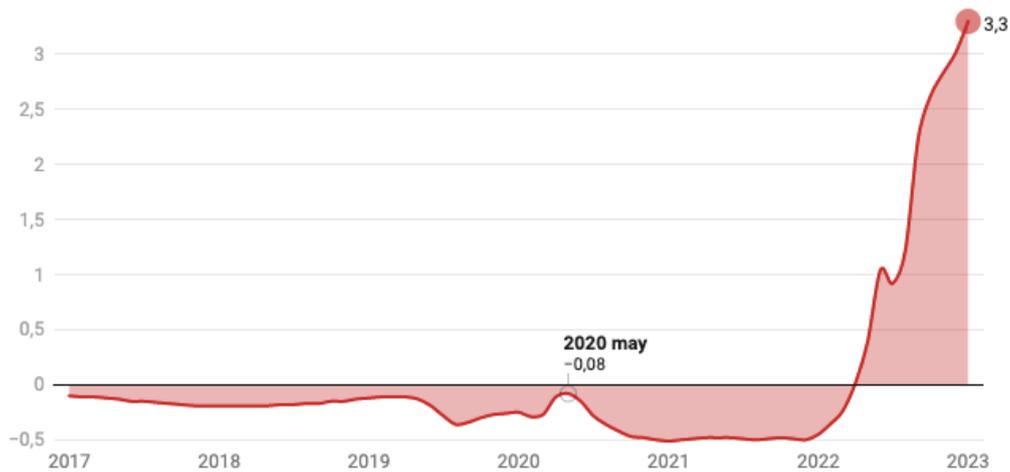
**Figura 5. Evolución del porcentaje de hipotecas a tipo fijo frente a tipo variable en España, 2009-2023**



Fuente: INE y Epdata, 2023

Los datos utilizados en este gráfico pertenecen al mes de enero en los años comprendidos entre 2009 y 2023. Se puede observar cómo al inicio de este periodo el porcentaje de hipotecas a tipo variable era mayor en comparación con las de tipo fijo. Sin embargo, en 2016 se produce un cambio que provoca que se dé una situación completamente opuesta donde las hipotecas a tipo fijo incrementen. Probablemente debido a que sea un tipo de interés más seguro y que dada la situación de incertidumbre del momento, produzca más confianza y beneficio para los consumidores y hogares españoles. Como podemos comprobar en la evolución del Euríbor de los últimos años en la siguiente *Figura 6*, en diciembre de 2021, se situó en -0,5%, alcanzando mínimos históricos en el mercado hipotecario. Sin embargo, en tan sólo unos pocos meses, este índice se elevó abruptamente, alcanzando un 2,8% en noviembre de 2022 y finalizando enero de 2023 en un promedio del 3,3% (Benedito, 2022).

***Figura 6 . Euríbor mensual, 2017-2023 (en %).***



Fuente: BCE

En este sentido, estas subidas del Euríbor ya habían afectado a las familias que tienen préstamos hipotecarios a tipo de interés variable, incluso antes de que el BCE hubiera anunciado oficialmente el aumento de los tipos. Esto ocurre en determinados países donde el tipo variable sigue siendo predominante como es el caso de Finlandia con un 95,1%, Portugal con un 68,6%, Rumania con un 65,5% e Italia con un 52% (Forbes 2023). Es paradójico que el Euríbor a 12 meses apenas haya sido impactado por el anuncio del BCE, ya que el mercado ya había descontado la subida de los tipos de interés. De igual modo, el Euríbor había aumentado en julio de 2022 ante la posibilidad de que la subida fuera de 50 puntos básicos en lugar de los 25 puntos básicos que se habían adelantado. Estos aumentos del Euríbor pueden tener un impacto significativo en las economías familiares como podemos observar en la siguiente *Figura 7*. El monto mensual a pagar en un préstamo hipotecario estándar a tipo de interés variable (por un importe de 150.000 euros a 15 o 20 años) podría aumentar en más de 150 euros al mes, dependiendo de la fecha en que se revise el tipo de interés del préstamo (Jareño & Navarro, 2022).

**Figura 7. Impacto de los tipos de interés en las economías domésticas.**

Importe mensual a pagar (en euros) en préstamos hipotecarios a tipo variable en función de la fecha de revisión con aumentos del euríbor de 1 punto porcentual:

Co = 150000 €		diciembre 21	marzo 22	junio 22	junio 24
Euribor		-0,501	-0,163	0,8	1,7
	15 años	865,08	887,03	951,51	1087,12
	20 años	656,84	678,99	744,70	885,43

Fuente: Jareño & Navarro, 2022

Por ello, uno de los primeros efectos que se observan a raíz de una subida en los tipos de interés se manifiesta en el precio de las hipotecas. Con anterioridad al anuncio de la subida de tipos de interés por parte del BCE, los préstamos hipotecarios ya habían experimentado un encarecimiento. Los bancos, al conocer de antemano que les resultaría más costoso acceder a financiamiento proveniente del BCE, comenzaron a elevar los costos asociados a los préstamos hipotecarios que conceden, desde hace varios meses atrás (Benedito, 2022). Como consecuencia, en el inicio del año 2023, el mercado inmobiliario ha experimentado una desaceleración notable, lo que sugiere que esta tendencia a la baja continuará a lo largo del año en España. Los datos del Consejo General del Notariado indican que las compraventas disminuyeron un 7,3% en enero, con una caída aún más pronunciada del 16% en la firma de hipotecas. Los expertos del sector inmobiliario predicen que esta desaceleración se mantendrá en 2023, aunque evitan utilizar el término "crisis" debido a las cifras récord del año anterior. De las 650.000 operaciones de 2022, se espera que la cifra se reduzca a alrededor de 500.000 en 2023, lo que supone una disminución del 23%, acercándose más a las cifras consideradas estables en el mercado (Garijo,2023).

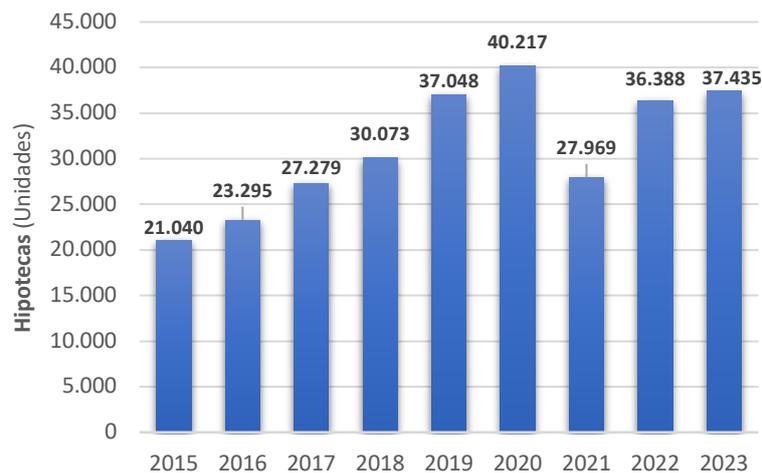
De igual modo, la subida de la inflación, el repunte del euríbor y la incertidumbre económica general están reduciendo las compraventas y pueden ser un catalizador para que los precios disminuyan. Sin embargo, los expertos señalan que las grandes ciudades y las zonas de costa serán las menos afectadas por esta tendencia. Madrid, Cataluña y las zonas costeras han sido tradicionalmente las regiones con precios más altos en el mercado inmobiliario. Por un lado, las grandes ciudades atraen a un mayor número de empresas y

empleados, mientras que en las zonas costeras se refleja el peso del turismo y los compradores extranjeros. Por ende, pese a que todos coinciden en que la evolución del mercado inmobiliario dependerá de la resistencia del empleo. Los datos del inicio del año confirman también la tendencia de desaceleración que se observó a finales de 2022 en cuanto a precios se refiere. Además de los datos del notariado, los últimos índices de precios publicados por el INE muestran un aumento del precio del 7,4% en 2022, pero una disminución del 0,8% en el último trimestre en comparación con el trimestre anterior. Se espera que la desaceleración se produzca a diferentes velocidades según se trate de compraventas de obra nueva, la zona geográfica o el perfil del comprador. Sin embargo, el director gerente de Idealista/data, Daniel del Pozo, considera que los precios todavía están "bastante altos" y no observa motivos para una disminución significativa de los mismos. Aunque pueda haber personas retrasando la decisión de compra, la demanda sigue siendo importante (Garijo,2023).

Así lo cree también Carolina Roca, presidenta de *Asprima*, la asociación de promotores inmobiliarios de Madrid, quien sostiene que incluso si se producen caídas de doble dígito, el mercado inmobiliario seguirá siendo "muy sano" con alrededor de 500.000 compraventas, una cifra a la que el sector está acostumbrado (Garijo,2023). En términos generales, el sector inmobiliario ha perdido protagonismo en la economía española en los últimos 15 años tras el estallido de la burbuja inmobiliaria de los 2000. Actualmente, la inversión residencial representa el 5,5% del PIB, menos de la mitad que en 2007. Es importante destacar que la actividad del sector se apoya en niveles de deuda mucho más bajos que los de hace una década. La deuda de los hogares se sitúa en el 54% del PIB, por debajo de la media de la zona euro y lejos del 82% alcanzado en 2008. Además, como hemos visto, la mayoría de las hipotecas concedidas en los últimos años son a tipo fijo, lo que reduce el impacto del aumento de los tipos de interés implementado por el BCE como veremos representado a continuación. Por último, la exposición del sector bancario al crédito promotor y a la construcción es ahora mucho menor, representando solo el 7% del total del crédito, menos de una tercera parte que en 2007 (Aspachs, 2023).

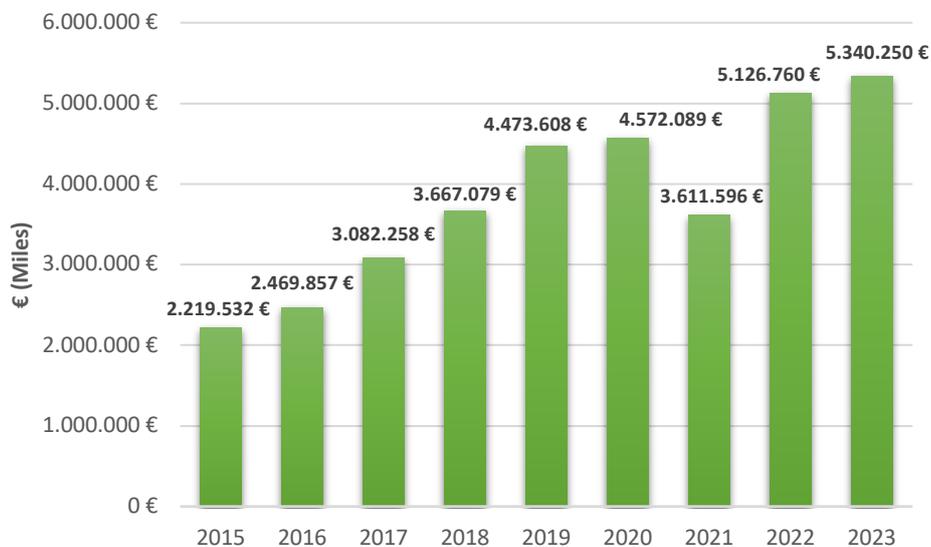
Como se ha mencionado previamente, al producirse un aumento en la demanda de hipotecas a tipo fijo, garantiza que el costo del préstamo permanezca invariable, mientras que la demanda de hipotecas en general podría verse reducida (Benedito, 2022). Sin embargo, como se puede apreciar en la *Figura 8*, la cantidad de hipotecas firmadas ha experimentado un incremento desde el año 2021 a pesar de su importe haya aumentado como se muestra en la *Figura 9*.

***Figura 8. Evolución del número de hipotecas firmadas para viviendas en España, 2015-2023***



Fuente: elaboración propia a partir de datos del INE y Epdata

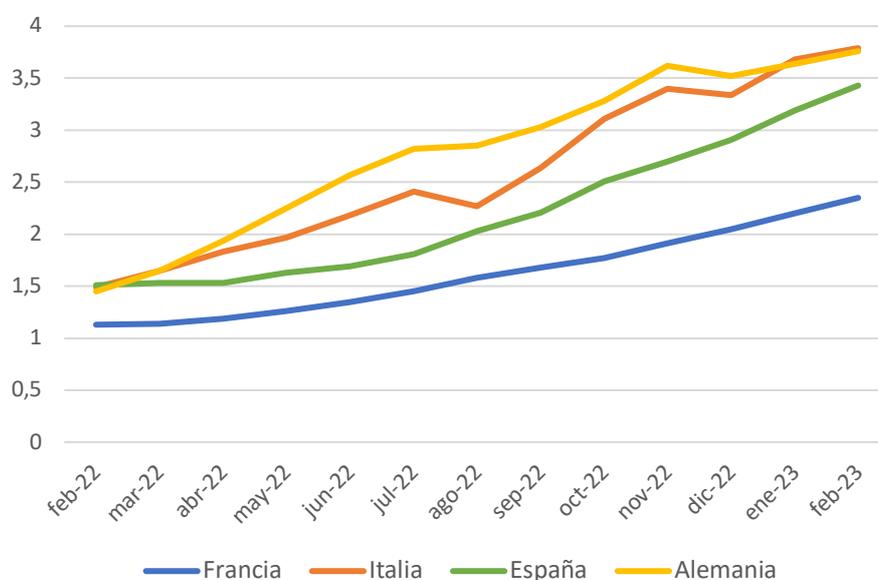
***Figura 9. Evolución del importe total de las hipotecas para vivienda en España, en miles de euros, 2015-2023***



Fuente: elaboración propia a partir de datos del INE y Epdata

Es imperativo que los líderes políticos aborden de manera efectiva el descontento que se está gestando, especialmente aquellos que se enfrentan a elecciones en el próximo año, como Pedro Sánchez, presidente del Gobierno socialista español, cuyo gobierno está presionando a los bancos para que proporcionen ayuda (Jopson, 2022). Hemos podido observar el impacto de las subidas del tipo de interés en las hipotecas del Estado español. Sin embargo, los datos recientes del BCE revelan que la demanda de préstamos hipotecarios en la zona euro si está disminuyendo rápidamente, lo que indica que el aumento de los tipos de interés y la disminución de la confianza de los consumidores están afectando negativamente el mercado inmobiliario. Los bancos informaron que la demanda de préstamos para vivienda disminuyó en un porcentaje neto de -74%, lo que es el nivel más bajo desde que comenzaron los registros en 2003 y representa una disminución significativa desde el -42% registrado en el trimestre anterior. Junto con el endurecimiento significativo de los criterios de concesión de préstamos hipotecarios, el descenso en la demanda se atribuye principalmente a los altos niveles de interés, como podemos comprobar en la siguiente *Figura 10* con algunos países de la zona euro, la baja confianza de los consumidores y la disminución de las perspectivas del mercado inmobiliario (Romei,2023).

***Figura 10. Tipos hipotecarios para la adquisición de vivienda, 2022-2023 (en %)***



Fuente: Financial Times, 2023

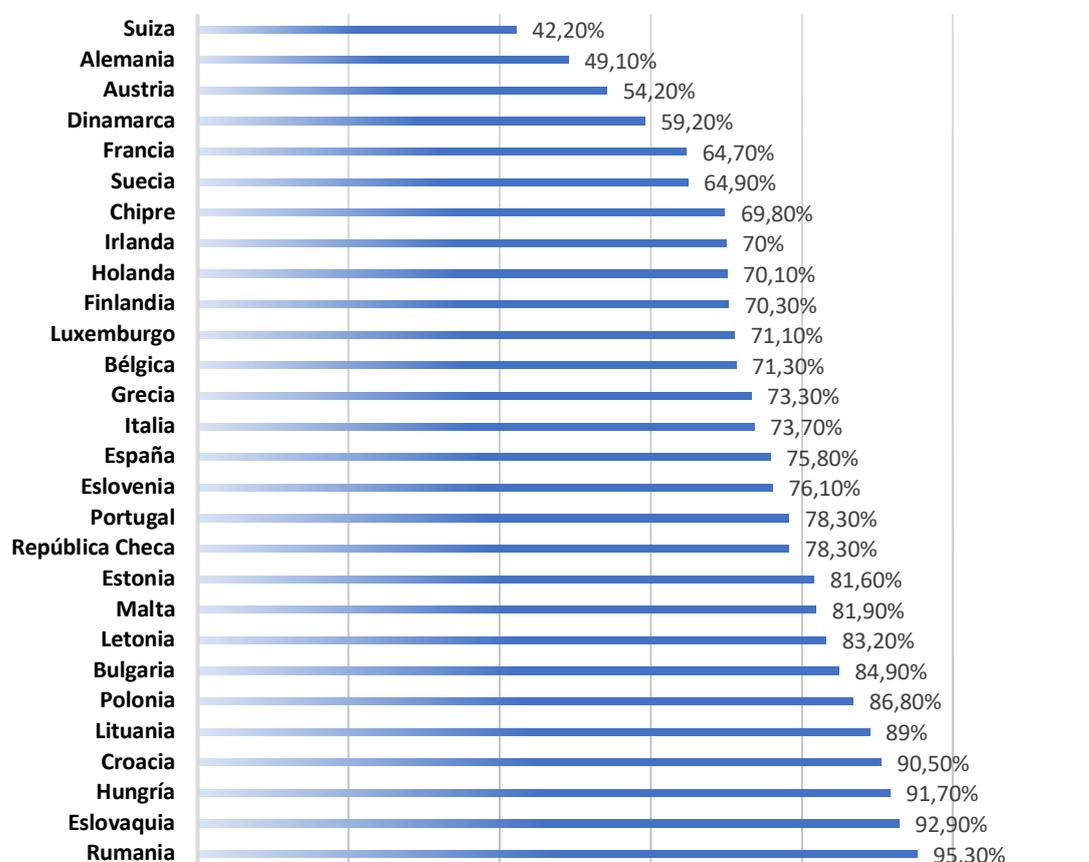
Durante la pandemia, los precios y las transacciones de viviendas en la zona euro experimentaron un auge debido a los bajos tipos de interés y la alta demanda de personas que buscaban más espacio. Sin embargo, con el aumento de los tipos de interés, se espera que los precios de la vivienda y las transacciones disminuyan más del 5% en muchos países, incluidos Alemania y los Países Bajos, en 2023, según las previsiones de *Oxford Economics*. Además, la consultora señaló que se espera que los precios de la vivienda en la zona euro disminuyan en un 2,4%. El informe señala que los bancos están percibiendo mayores riesgos para las perspectivas económicas del bloque, una menor tolerancia al riesgo y un aumento de los costes de financiación, lo que está provocando el endurecimiento de sus directrices de préstamo. Las últimas cifras oficiales de Eurostat indican que los precios de la vivienda en seis países de la zona euro, incluidos Alemania, Dinamarca, Italia y Suecia, disminuyeron en el tercer trimestre de 2022 en comparación con los tres meses anteriores (Romei,2023).

Mas allá, si comparamos la situación de España frente al resto de los miembros de la UE, según los datos recopilados por la Federación Hipotecaria Europea (EMF en sus siglas en inglés), España cuenta con hipotecas atractivas en comparación con otros países europeos, a pesar de que los tipos de interés hayan aumentado significativamente en los últimos meses. España se sitúa en el cuarto lugar en la lista de los países con las hipotecas más baratas, con un tipo de interés medio ponderado del 2,02% en el tercer trimestre de 2022, solo por detrás de Portugal (1,93%), Francia (1,59%) y Dinamarca (1,11%). El promedio no ponderado de los 12 países en la muestra de la EMF es del 3,48%, lo que indica un aumento de 69 puntos básicos en comparación con el trimestre anterior. En este aspecto cabe señalar que a pesar de que las hipotecas en Polonia tienen un tipo de interés del 9%, el porcentaje de viviendas en propiedad en el país es del 84,2% (Forbes, 2023).

Por último, también es importante señalar la explicación proporcionada por Simone Colombelli, director de hipotecas del comparador *iAhorro*, en la que destaca que en países donde la adquisición de vivienda no tiene tanta relevancia en comparación con el arrendamiento, como ocurre en Alemania o Dinamarca, la hipoteca tiene una menor incidencia (Forbes, 2023). Esto lo podemos comprobar en la siguiente *Figura 11* dónde se muestran los distintos porcentajes de viviendas en propiedad que tienen todos los países de la zona euro. España con uno de los valores intermedios a la alza en la gráfica

(75,8%) y encabezada por países bálticos y del este donde entre un 85% y 90% de la población son propietarios) frente a Alemania con un porcentaje de 49,1%, únicamente por delante de Suiza como país con menor porcentaje de viviendas en propiedad.

**Figura 11. Porcentaje viviendas en propiedad en países de la Unión Europea, 2021 (en %)**



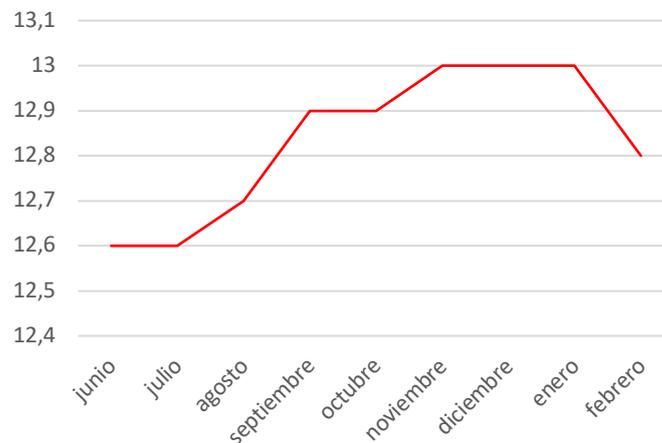
Fuente: Eurostat, 2021

## 4.2 Gasto y consumo de hogares e inversión

Con la medida convencional de política monetaria aumentando los tipos de interés, se busca atenuar las alzas de precios, desacelerar la demanda de bienes de consumo e inversión, y así reducir la presión sobre los precios de los productos y servicios. Un incremento en los costes de financiamiento para empresas y hogares disminuirá tanto el consumo como la inversión. Entre los factores que influyeron en la decisión del BCE se encuentran la resiliencia de las economías de la Unión Monetaria Europea y la solidez del mercado laboral. Sin embargo, este no es el caso de España que, a pesar de haber mejorado en este inicio de año, se encuentra con el mayor dato de desempleo de la UME

(Eurostat, 2023). En la *Figura 12* podemos observar esta evolución desde junio de 2022 hasta el pasado mes de febrero de este año.

***Figura 12. Tasa de desempleo en España en el último año (en% de la población activa)***



Fuente: Eurostat, 2023

Este dato destaca frente a la media de países en conjunto de la UE cuya tasa de desempleo se encuentra en su nivel más bajo, en un 6,7 %, lo que podría llevar a un aumento de los salarios y exacerbar la espiral inflacionaria. No obstante, este argumento se ve cuestionado por un informe interno presentado durante la reunión del BCE en Irani, Finlandia. El informe del BCE (2023) señala que las empresas han incrementado sus márgenes de beneficio en el contexto inflacionario actual, mientras que los consumidores y trabajadores han perdido poder adquisitivo (Canepa, 2023).

En promedio, los salarios han crecido por debajo de la tasa de inflación, lo que ha reducido el poder adquisitivo de los trabajadores en un 5 % en comparación con los niveles de 2021. Además, miles de hogares que firmaron hipotecas a tipo variable se enfrentan a subidas mensuales de varias centenas de euros, como hemos comprobado previamente. Hidalgo (2023) define en su artículo, el margen como la diferencia entre los ingresos generados por un producto (precio medio) y los costos unitarios (laborales y de adquisición de bienes y servicios). Esta diferencia no se traduce exactamente en el margen sobre el producto, pero sí juega un papel importante. Sin embargo, se observa que esta contribución parece debilitarse hacia finales de año, lo que puede generar controversia. A pesar de que instituciones y analistas han afirmado que, al menos hasta finales de 2022, los márgenes no han desempeñado un papel importante en la inflación como vectores de efecto de segunda ronda, el aumento de los márgenes durante gran parte de 2022 se

concentró en sectores específicos, como el refino y la distribución de energía eléctrica, que jugaron un papel clave en la traslación de la subida de costos. Esto explicaría por qué el máximo aporte de los márgenes se observó en el segundo trimestre de 2022.

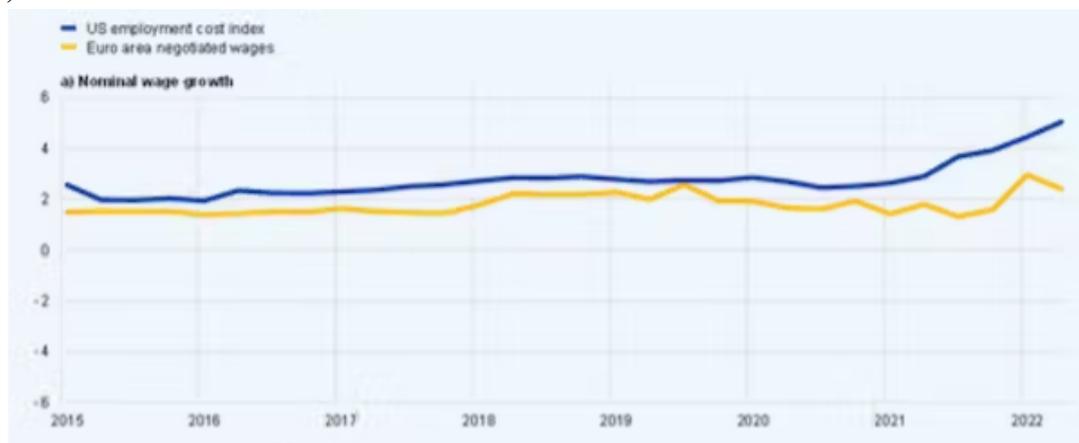
Sin embargo, el contexto no se limita únicamente a la evolución de los costes de producción y ventas. Los costes laborales también se han alzado como un punto de escape de rentabilidad de los pequeños negocios. Según *Cepyme* (2023) los costes totales de las pymes continuaron creciendo por encima de lo que lo hicieron las ventas, impulsados por los costes laborales, que aumentaron casi un 6% en las pequeñas empresas. Además, las bases mínimas de cotización han subido cerca de un 50% desde 2018 y se ha registrado la primera subida de tipos de cotización de los últimos 40 años.

Mas allá, en el último trimestre del año 2022, los costes laborales crecieron más en las empresas pequeñas (un 5,8% en el último trimestre) que en las medianas (4,2%), reflejando el desigual impacto por tamaño de empresa del alza del salario mínimo interprofesional (SMI). Este aumento acumulativo de los costes ha llevado a un aumento del 33% en las pymes en los últimos 24 meses, lo que está menoscabando la resistencia de la empresa. En resumen, la actividad de las pymes se ha debilitado en el último trimestre del año, lo que se traduce en un debilitamiento del empleo y en la primera reducción anual del número de empresas que se registra desde 2013 (exceptuando los años con mayor impacto de la pandemia), con una disminución de 1.151 pymes menos (Velarde, 2023).

Es importante tener esto en cuenta, ya que en el discurso del BCE sólo se considera el factor salarial, sin discutir las ganancias de capital y por lo tanto los márgenes salariales no son proporcionales a la inflación (Wirth, 2023). En la siguiente *Figura 13* podemos observar la variación salarial que ha existido entre Estados Unidos y la zona euro en los últimos años. En ella se puede observar cómo la trayectoria de ambos ha sido similar en el pasado, sin embargo, en el último año han experimentado una creciente separación y divergencia, siendo mayor el coste salarial estadounidense en ambos casos.

**Figura 13. Variación salarial en Estados Unidos y la zona euro en porcentajes anuales, 2015-2022**

1) salarios nominales



Fuente: BCE, 2022

y 2) salarios reales ajustados a la inflación.



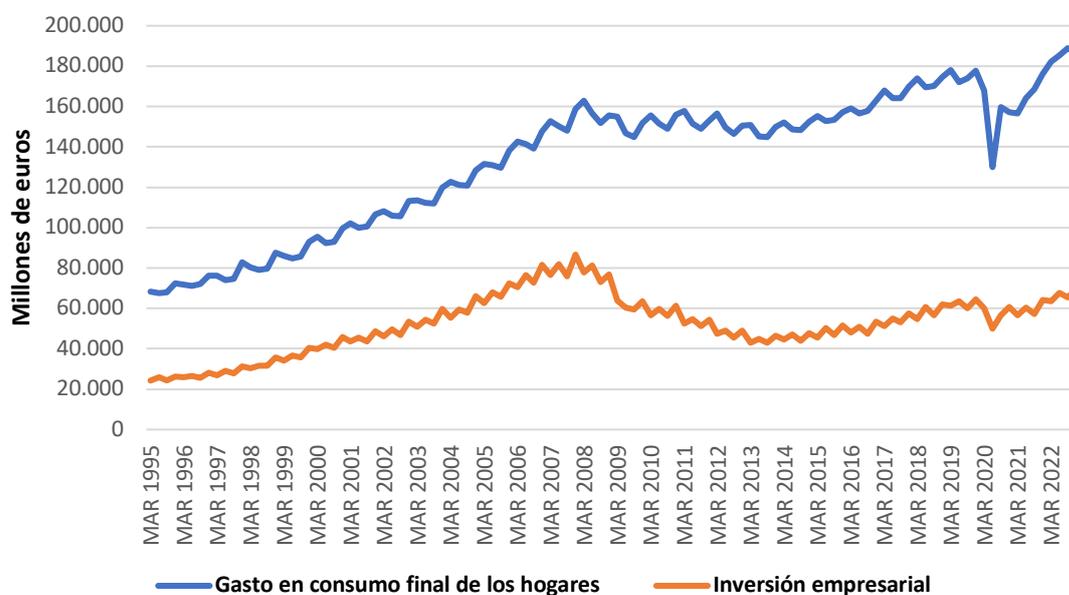
Fuente: BCE, 2022

Marta Martínez-Matute, profesora (2022) del Departamento de Análisis Económico de la Universidad Autónoma de Madrid y doctora en Economía, advierte que el aumento de los costos financieros representa una carga para todo tipo de inversiones, ya sean realizadas por hogares o empresas. Este aumento de costos suele tener como consecuencia una disminución en la inversión y el consumo. El aumento en los tipos de interés generará un encarecimiento en los préstamos, lo cual resultará en una disminución de su atractivo y, por ende, en una menor demanda de crédito tanto para consumo, empresas o hipotecas. No obstante, Fernández, también señala que España cuenta con el respaldo de los fondos europeos (Next Generation EU), lo

cual permitirá contrarrestar el impacto de una eventual disminución del consumo, al menos mientras dure el impulso de dichos fondos (Benedito, 2022).

La *Figura 14* ilustra la evolución del gasto en consumo final de los hogares y de la inversión empresarial. Ambos indicadores experimentaron una disminución en el año 2020, posiblemente debido a los efectos negativos de la pandemia COVID-19 en la economía. A pesar de ello, el gasto en consumo sigue siendo superior al de inversión, aunque este último parece estar en aumento. Es posible que tanto el consumo como la inversión continúen creciendo si los fondos europeos respaldan este desarrollo y las variables políticas y económicas continúan siendo favorables.

**Figura 14.** *Consumo de los hogares e inversión empresarial en España, 1995-2022*



Fuente: elaboración propia a partir de datos de INE y Eurostat, 2023

El último trimestre de 2022 ha evidenciado una disminución del 1,8% en el consumo de los hogares, según estadísticas. Esta situación ha generado una paralización en las ventas del pequeño comercio en España debido a la disminución del consumo de las familias. A pesar de ello, el último barómetro de *Cepyme* (2023) ha reportado un crecimiento del 0,1% en las ventas reales al cierre del año pasado, tras descontar el efecto de la inflación. Es importante destacar que la presión de los costes ha experimentado un aumento del 14%, tres puntos por encima de las ventas a cierre de año. Como resultado

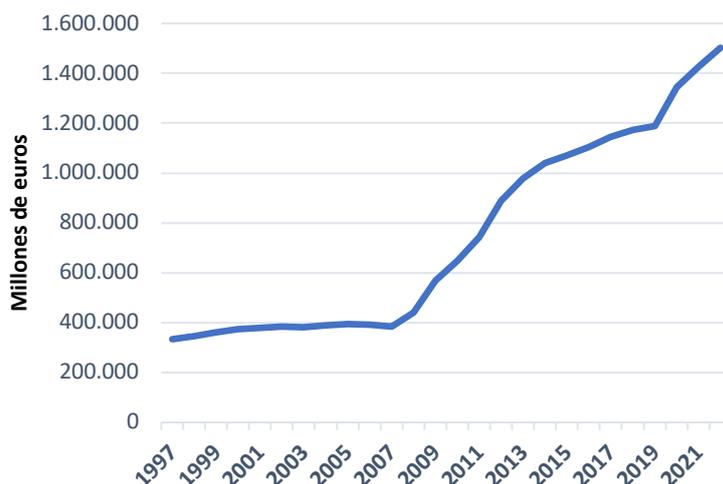
de esta situación, el pequeño comercio ha experimentado una caída significativa, perdiendo 20.752 autónomos en un año (Velarde, 2023).

La viabilidad de miles de negocios en España está en riesgo debido a la convergencia de tres fenómenos. En primer lugar, el consumo que fue retenido durante los peores meses de la pandemia ha ido perdiendo fuerza en los últimos meses, especialmente en el último año debido a los efectos de la guerra en Ucrania. En segundo lugar, los incrementos de costes de producción y de financiación están afectando a los negocios, especialmente los más pequeños, en una situación precaria. Por último, la finalización de la moratoria para la devolución de los créditos ICO concedidos durante la pandemia ha agravado aún más esta situación.

### **4.3 Deuda pública y prima de riesgo**

La acción del Gobierno para hacer frente a la pandemia mediante la provisión de asistencia financiera ha logrado evitar la quiebra de hogares y empresas, sin embargo, ha tenido un costo considerable para las finanzas públicas suponiendo un mayor costo a pagar por el Estado. En 2019, la deuda pública española representaba el 95,5% del PIB, pero en marzo de 2021, un año después del inicio de la pandemia, esta cifra se había elevado al 125,3%. La evolución de la deuda pública en España y su porcentaje de PIB se expone en las siguientes *Figuras 15 y 16*, en el que se han recopilado datos correspondientes al cuarto trimestre de cada año. A pesar de ello, el Estado ha disfrutado de tipos de interés muy bajos o incluso negativos, lo que ha reducido el costo del pago de intereses de la deuda hasta la fecha. Es cierto que la relación entre la deuda pública y el PIB ha disminuido, pero no porque la propia deuda haya disminuido, sino porque el PIB ha aumentado en 2021 y 2022.

***Figura 15. Evolución de la deuda pública en España en millones de euros, 1997-2022***



Fuente: Banco de España y Epdata, 2023

***Figura 16. Evolución de la deuda pública en España en % de PIB, 1997-2022***

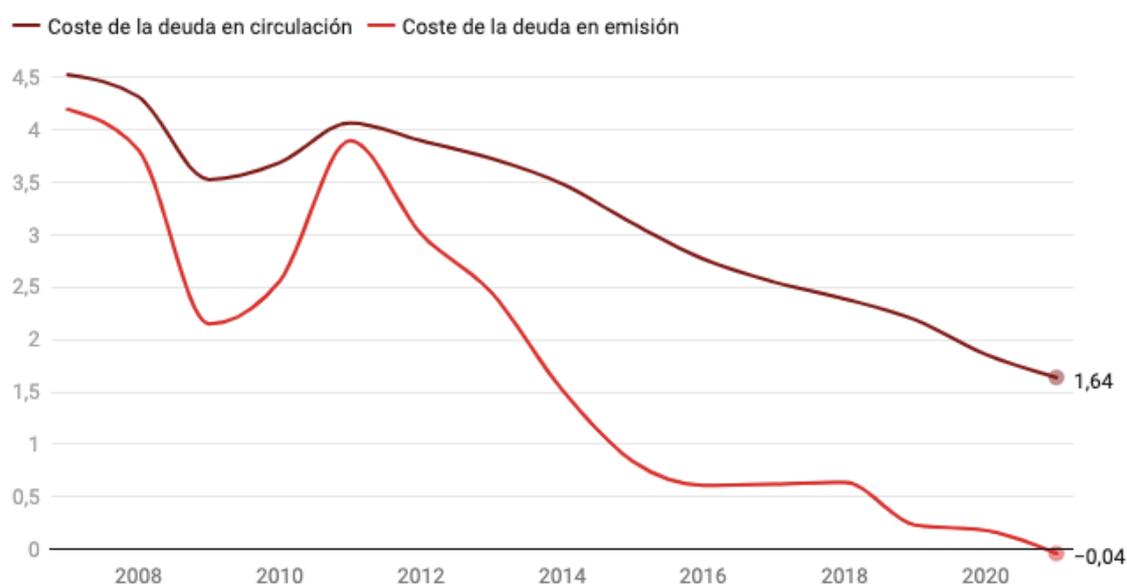


Fuente: Banco de España y Epdata, 2023

En ambos gráficos podemos observar como la deuda pública española se ha incrementado en los últimos años y a pesar de representar ligeramente un porcentaje menor de su PIB. En comparación con el resto de los países de la UE únicamente es superada por países como Portugal (con un 120,1%), Italia (con un 147,3%) y Grecia (con un 178,2%) cuando la deuda pública en relación con el PIB en 2022 de la media europea de los 27 miembros está situada en 85,1% según los datos encontrados en Eurostat (2023).

No obstante, la vicepresidenta y ministra de Economía, Nadia Calviño (2022) ha explicado que el aumento gradual de los tipos de interés por parte del BCE podría limitar este efecto beneficioso. A partir de ahora, el Estado continuará emitiendo deuda, pero el costo de los intereses aumentará cuando deba devolver el capital prestado. Por consiguiente, el aumento del costo de la deuda pública se trasladará a la deuda misma, lo que significa que el Estado tendrá que pagar más por ella en los próximos años. El proyecto de Ley de Presupuestos Generales del Estado (PGE) de 2023, aprobado por el Gobierno español en octubre del año pasado, prevé un aumento del 3,6% en el pago de intereses de la deuda pública para dicho año, llegando a alcanzar la cifra de 31.275 millones de euros. Este incremento se debe al alza de los tipos de interés, reflejando así el impacto que la nueva estrategia monetaria del BCE tendrá en las cuentas españolas durante el próximo año. En los años anteriores, España ha registrado un pago de intereses de 26.805 millones de euros en 2021, equivalente al 2,15% del PIB, y de 25.237 millones en 2020, que representa el mínimo desde 2010. Aunque la cifra del año 2022 se encuentra por debajo de los casi 37.000 millones de 2013, época en que la zona euro se encontraba en plena crisis de deuda soberana, ya se empiezan a observar los efectos de la subida de tipos emprendida por el BCE (H.M, 2022). En las siguientes *Figuras 17 y 18* podemos observar cómo disminuye el coste de esta deuda y los intereses a los que la paga el Estado con niveles que se mantienen en términos similares:

***Figura 17. Coste medio de la deuda pública española, 2008-2020 (en %)***



Fuente: Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, 2022

**Figura 18.** *Previsiones de los intereses pagados por la deuda pública del Gobierno en su cuadro macroeconómico, 2021-2025 (en %)*



Fuente: Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, 2022

Por otro lado, a pesar de que la proporción de deuda respecto al PIB ha disminuido hasta el 113,2% en 2022, en términos absolutos la deuda ha alcanzado niveles históricamente altos, convirtiéndose en un peligro inminente con un valor de 1,5 billones de euros, lo que representa el triple de la cifra registrada en 2008. Hasta ahora, debido a la combinación de tipos de interés bajos y la recuperación económica, la deuda parecía estar amortizándose por sí sola: a pesar del aumento de la deuda, el costo de los intereses se reducía gracias a la caída de los tipos de interés. Esto podría tener un impacto negativo sobre la economía española, ya que el alto nivel de deuda pública hace que el financiamiento a un costo mayor genere más problemas. En consecuencia, para poder minimizar este riesgo, es importante que el Tesoro mantenga su estrategia de reducir la deuda a corto plazo y emitir deuda a largo plazo, algo que actualmente según Díaz está siendo bien recibido por los mercados financieros (Benedito, 2022).

Asimismo, la prima de riesgo española se refiere a la rentabilidad adicional que los inversores demandan por invertir en bonos españoles a 10 años en comparación con los bonos alemanes a 10 años, que son considerados como la referencia de la deuda soberana de máxima calidad en Europa. Esta prima de riesgo se utiliza como un indicador del riesgo crediticio de la deuda soberana en la región (Salobral, 2023). A 24 de abril de 2023 el bono español a diez años aumenta su rendimiento con un 3,52% frente al 2,49% alemán (Expansión, 2023). Sin embargo, el tipo de interés continúa en niveles muy bajos, lo que ha llevado a que los países emitan una gran cantidad de deuda. Esto, unido a la alta inflación, ha provocado que el tipo de interés real sea negativo.

El profesor titular de economía de la Universidad de Barcelona, Gonzalo Bernardos (2022) pronostica que la prima de riesgo, al suponer el costo adicional que un emisor de deuda paga a un inversor en comparación con otro emisor de referencia, se incrementará moderadamente cuando aumenten los tipos de interés. Sin embargo, el BCE ha anunciado su intención de dejar de comprar deuda pública, lo que representa un problema para España ya que desde el inicio de la pandemia el BCE se había convertido en el principal comprador de deuda española, adquiriendo 267.824 millones de euros en bonos. Cuando España ya no pueda vender su deuda al BCE, tendrá que financiarla a través de los mercados. Esto puede tener distintas implicaciones. A corto plazo, España es una de las economías menos afectadas por la pandemia y una de las pocas que podría evitar una recesión este año. En cambio, a largo plazo, los inversores podrían desconfiar de la solvencia de España, especialmente dado que la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIRF) ha advertido de la falta de una estrategia clara de reducción de la deuda, y que existe el riesgo de que se estanque en el 100% del PIB para 2025 sin disminuir aún más.

A modo de evaluación en este aspecto y desde una perspectiva externa, España ha conseguido mantener su calificación de riesgo crediticio en 2022, a pesar de la inflación, el aumento de los tipos de interés y la desaceleración económica. La deuda soberana española ha mantenido la misma nota de solvencia que en 2019, equivalente a un "notable", a pesar de que solo la corporación estadounidense (S&P Global) haya cambiado su perspectiva de negativa a estable a lo largo del año. A pesar de la incertidumbre generada por la guerra de Ucrania y el impacto de la inflación en la recuperación económica de España y de la zona euro después de la pandemia, las principales agencias de *rating* han mantenido la calificación de la deuda soberana española a largo plazo. Como podemos observar en la siguiente *Figura 19*, Moody's, la primera entidad que evaluará la solvencia de España, asigna una perspectiva estable y una calificación de la deuda soberana a largo plazo de 'Baa1', la más baja entre las cuatro grandes agencias, con una evaluación programada para el 13 de enero de 2023 y otra para el 14 de julio del mismo año. Mientras, el BCE ha respondido a la inflación con un aumento agresivo de los tipos de interés, medida que se espera que continúe en 2023 (Heraldo, 2022).

**Figura 19. Calificaciones crediticias actuales de España, según las principales agencias de calificación.**

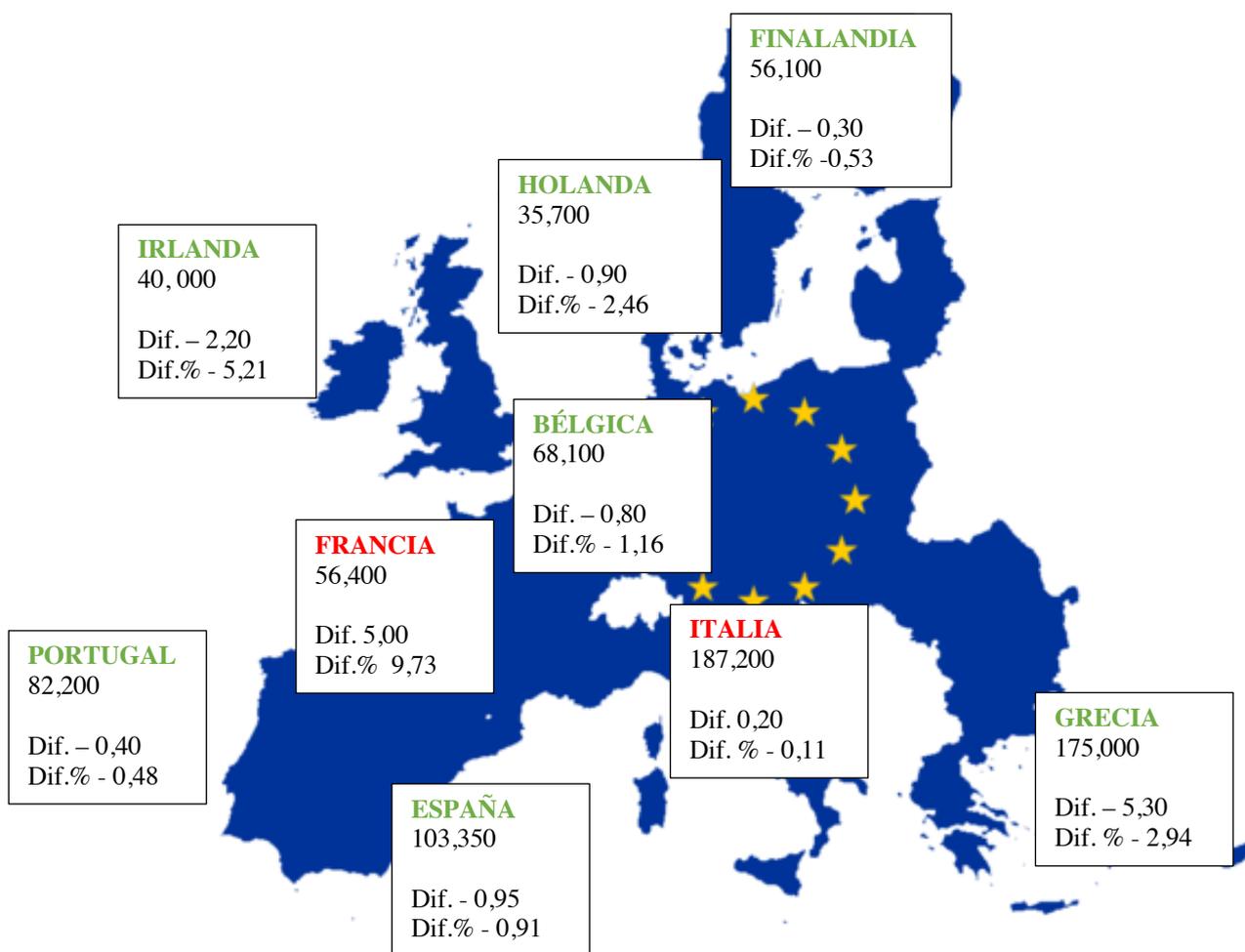
Agencia de calificación	Calificación	Última actualización	Actuación
<b>Standard &amp; Poor's</b>	A (Media-Alta)	21 marzo 2022	Mejora de perspectivas
<b>Moody's Investors Service</b>	Baa1 (Media-Baja)	13 abril 2018	Mejora de calificación
<b>Fitch Ratings</b>	A- (Media-Alta)	19 enero 2018	Mejora de calificación
<b>DBRS</b>	A (Media-Alta)	30 mayo 2020	Rebaja de perspectivas

Fuente: Bonos del Estado en el Mundo

Según los Bonos del Estado en el Mundo, la mayoría de las calificaciones asignadas por las agencias de rating se encuentra en un rango medio-alto por lo que podemos establecer que el riesgo de impago es poco probable en el caso de España y que por tanto es conlleva un menor riesgo invertir en el país. Sin embargo, algunos de estos datos son de años previos a la situación política y económica actual, por lo que es posible que se puedan ver alterados si se realizara una nueva evaluación, dado el nuevo escenario de incertidumbre en el que nos encontramos con altos niveles de inflación, una crisis energética y la guerra que hoy en día persiste entre Rusia y Ucrania.

En cuanto a la situación de la economía española en comparación con el resto de los países europeos, podemos decir que la rápida e irreversible alza de los tipos de interés ha resultado en un encarecimiento significativo del coste de financiación del Estado español. Sin embargo, este incremento no ha sido más acelerado que el experimentado por otras economías de la zona euro cómo podemos observar en la *Figura 20* presentada más adelante tomando como referencia la deuda pública alemana. De acuerdo con la evolución observada en la prima de riesgo, los inversores no han estado exigiendo una rentabilidad adicional a la deuda española, ya que esta se ha mantenido estable en el inicio del año por debajo de los 100 puntos básicos respecto a la de Alemania y en la actualidad, en abril de 2023, la prima de riesgo se sitúa ligeramente por encima de ese nivel, en 103,350 puntos (info.bolsa, 2023).

**Figura 20. Prima de riesgo en la zona euro respecto a la deuda pública alemana – a 24 de abril de 2023**



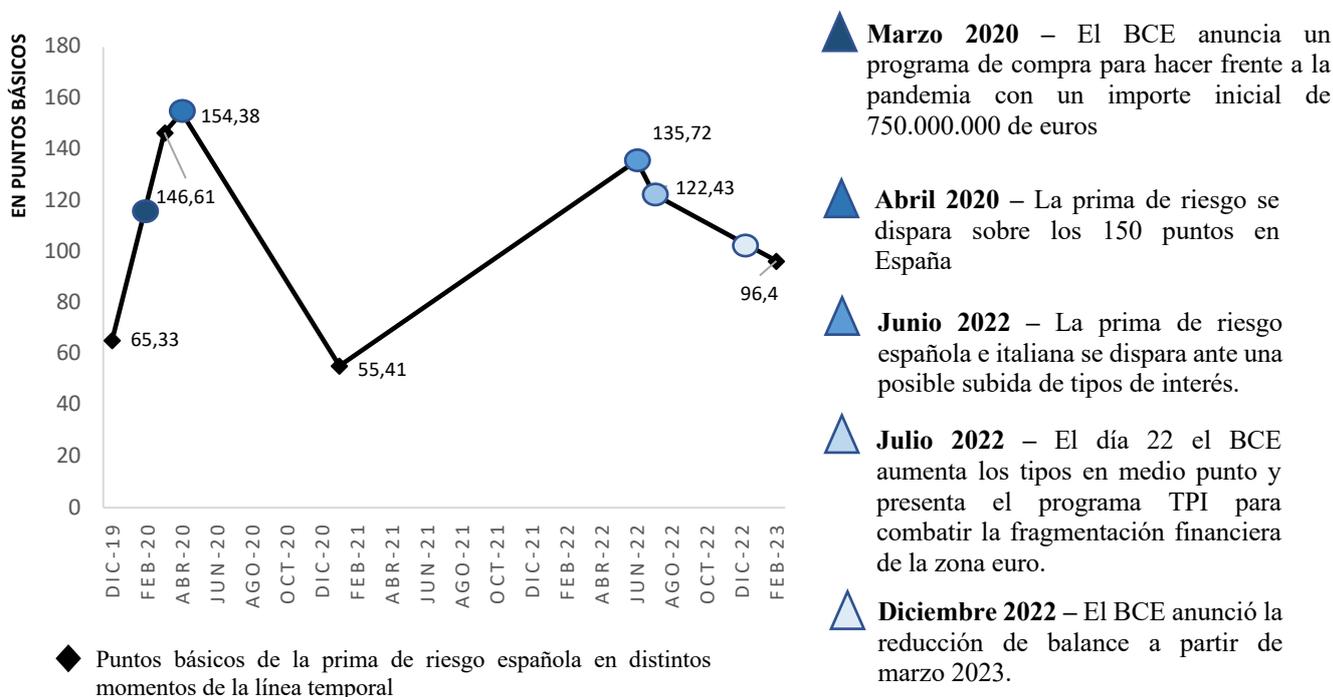
Fuente: elaboración propia a partir de datos de infobolsa

En esta ilustración, a partir de la diferencia entre la rentabilidad del bono alemán a diez años y la de cada país en particular, se ha obtenido la prima de riesgo actual que se puede encontrar en algunos de los países en la zona euro. Como podemos observar muchos de ellos están volviendo a experimentar la tranquilidad anterior al aumento significativo que se produjo en mayo y junio del año pasado. En aquel momento, la anticipación de la primera subida de tipos por parte del BCE, anunciada en julio, generó preocupaciones sobre la fragmentación financiera en la zona euro. Sin embargo, la prima de riesgo italiana todavía se está estabilizando después de que los inversores se estén asegurando que no van a desafiar a Bruselas y por tanto no se producirá una fragmentación financiera (Salobral, 2023). Respecto a Francia, su prima de riesgo se sitúa en 57 puntos básicos, lo que representa un aumento de 6,6 puntos respecto al día anterior

y continua su tendencia ascendente donde durante los últimos 12 meses ya ha aumentado 11 puntos y 10 en lo que va de año (Expansión, 2023).

La siguiente *Figura 21* muestra una cronología de los hechos que han influido en la prima de riesgo española hasta la actualidad, con el objetivo de comprender mejor cómo se ha llegado a este punto.

**Figura 21. Cronograma de la prima de riesgo española, 2020-2023**



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Cinco días

Después de experimentar un fuerte aumento en mayo y junio del año pasado, debido a los temores de fragmentación financiera en la zona euro a raíz del anuncio de la primera subida de tipos del BCE en julio, la prima de riesgo española se ha estabilizado. David Iturralde, director de renta fija de Mapfre AM, atribuye esto a la existencia de los fondos europeos *Next Generation*, que están contribuyendo al crecimiento y evitando un aumento excesivo del endeudamiento neto, así como al mecanismo anti-fragmentación anunciado por el BCE en julio del año pasado. La creación de este mecanismo por sí sola contribuyó a reducir la tensión en la deuda periférica sin necesidad de activarlo (Salobral, 2023). De igual modo, la prima de riesgo italiana también se ha estabilizado en 190 puntos básicos después de que los inversores constataran que el nuevo gobierno de Giorgia

Meloni no iba a desafiar las directrices de Bruselas. Según Iturralde, la prima de riesgo española, que es menos volátil que la italiana, podría oscilar entre 90 y 100 puntos básicos en los próximos meses. Sin embargo, espera que la rentabilidad del bono a 10 años aumente debido a las subidas de tipos y a la reducción del balance del BCE, lo que podría llevarla del 3,4% actual al 3,6% o 3,7%. Así lo cree también Alessandro Tentori, director de inversiones de Axa Investment Managers para el sur de Europa, estimando que la prima de riesgo española podría oscilar entre 80 y 100 puntos básicos este año, con la posibilidad de ampliarse con las nuevas subidas de tipos. Sin embargo, aprecia pocos signos de fragmentación financiera en el mercado europeo de bonos soberanos gracias al programa TPI del BCE y al alineamiento del gobierno italiano con Bruselas, lo que reduce la volatilidad en el mercado (Salobral, 2023).

#### **4.4 Tipo de cambio del euro**

Entre otra de las razones que justifican la subida de tipos de interés por parte del BCE, se encuentra la depreciación significativa del euro frente al dólar en el verano de 2022. Esto ha encarecido aún más las importaciones de productos energéticos denominados normalmente en dólares, lo que ha exacerbado la inflación. A diferencia del BCE, la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra (cuya moneda se ha depreciado debido a su situación política en los últimos meses y al estancamiento tras el Brexit) han venido elevando sus tipos de referencia durante los últimos meses. Esto ha fortalecido sus divisas en relación al euro, y se espera que continúen haciéndolo en el futuro cercano. No obstante, existe el riesgo de una posible recesión derivada del encarecimiento del crédito para empresas y hogares. Aunque las economías de la zona euro han mostrado cierta resiliencia, los últimos indicadores de confianza económica y actividad empresarial han descendido a niveles mínimos en los últimos 17 meses. Además, se teme una crisis energética en Alemania que podría agravar aún más la situación económica en la región (Wirth, 2022).

La modificación de los tipos de cambio, bien por reducción o el aumento de los mismos, suele generar fuertes fluctuaciones en los mercados de divisas y de valores. La razón de esto es que un cambio en los tipos de cambio afecta directamente a la economía en general y, en particular, a los inversores. Sin embargo, uno de los instrumentos más impactados por los cambios en los tipos de interés es el par de divisas EURUSD. Esto se

puede observar claramente en las siguientes *Figura 22*, dónde se puede ver que la depreciación del euro frente al dólar se ha mantenido desde que alcanzó su punto máximo en 2014. Esto se debe a la política monetaria restrictiva del BCE que ha retrasado la primera subida de tipos de interés desde 2011. Aunque se esperaba que el BCE aumentara los tipos de interés en el verano de 2020, la crisis provocada por la pandemia de COVID-19 ha pospuesto dicha subida indefinidamente (Mora,2023).

***Figura 22. Cotización del EURUSD marzo 2015 – noviembre 2021 en número de dólares/euros***



Fuente: Admirals MetaTrader 5

La *Figura 23* expuesta a continuación, muestra cómo el euro se depreció desde 2018 hasta la primavera de 2020 y de nuevo desde abril hasta finales de 2021, debido en parte a la política expansiva del entonces presidente de Estados Unidos, Donald Trump, y a una subida de tipos de la Reserva Federal en 2018. En la primavera de 2021, el EURUSD se volvió a depreciar debido a la incertidumbre que generaba la nueva ola de COVID-19, el inicio de la inestabilidad geopolítica en Europa y el aumento de la inflación, especialmente en el sector energético (Mora,2023).

**Figura 23.** Cotización del EURUSD mayo 2022 – junio 2022 en número de dólares/euro



Fuente: Admirals MetaTrader 5

Al analizar el gráfico con más detalle, se observa la apreciación del euro a mediados de mayo, durante un aumento de los tipos de interés por parte de la FED. Sin embargo, no logró mantener su tendencia alcista debido principalmente al impulso del dólar como activo refugio y al aumento significativo de los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense después del aumento de tipos de la Reserva Federal (Mora,2023). En el tramo final del gráfico, junio 2022, se puede empezar a observar la fuerte depreciación que tuvo el euro frente al dólar hasta el otoño de 2022. Como consecuencia, se encarecieron las importaciones en la zona euro denominadas en dólares, como el petróleo, el gas y otras materias primas. Por consiguiente, el BCE se vio obligado a actuar con un cambio gradual en la política monetaria del BCE, subiendo los tipos de interés en la zona euro. Desde entonces y hasta la fecha, el euro se ha vuelto a apreciar frente al dólar.

## 5. Conclusiones y propuestas

El objetivo principal de este trabajo consistió en comprobar el impacto en España de las últimas subidas del tipo de interés por parte del BCE. Para ello, se plantearon las siguientes preguntas para vertebrar la investigación a las que se han dado respuesta a lo largo de este trabajo:

- *¿En qué consisten y a qué se debe las nuevas subidas del tipo de interés?*

El papel del BCE está definido en los Tratados de la Unión Europea y se le encomienda el objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios, siendo su responsabilidad definir dicho objetivo y la estrategia para lograrlo. En las últimas décadas ha habido cambios en la dinámica inflacionista, como la percepción de un mayor poder de los bancos centrales para controlar la inflación en niveles bajos, una relación menos clara entre inflación y desempleo, una disminución en la frecuencia y duración de aumentos en los precios causados por eventos únicos, y el surgimiento de nuevos factores relacionados con la globalización y la tecnología que han llevado a tasas de inflación por debajo de la meta del 2% de los principales bancos centrales.

Una de las razones principales es la subida en el precio de la energía. Los datos proporcionados por el BCE indican que durante el último año la inflación ha experimentado un incremento en toda Europa, siendo los precios de la vivienda, electricidad y gas los principales impulsores de este fenómeno. Asimismo, dado que Rusia es el tercer mayor productor mundial de petróleo, el conflicto en Ucrania también ha contribuido a generar precios más elevados y volátiles en el mercado del crudo, lo que ha ejercido una presión alcista en los precios mundiales del petróleo (Pascual, 2022). No obstante, existen más razones detrás de las presiones inflacionistas actuales. Según expertos, estas presiones inflacionarias en España y Europa ya eran previas a la invasión de Rusia en Ucrania y se han identificado otras causas que contribuyen al alza de los precios, tales como la interrupción de cadenas de abastecimiento y la expansión cuantitativa, que el BCE utiliza para fomentar el crecimiento económico. Una serie de factores como el aumento de la demanda mundial de materias primas, productos elaborados y mercancías, junto con problemas de transporte y colapsos en las cadenas de suministro, han aumentado los precios. Durante la pandemia, los países productores

redujeron su producción para ajustarse a la demanda, sin embargo, conforme se han relajado las restricciones, la demanda de crudo ha aumentado a un ritmo mayor que la producción, impulsando los precios al alza. Sin embargo, cabe destacar que, si se excluyen los productos energéticos, el IPC presenta un aumento más moderado que si se consideran los costos asociados a la electricidad o los combustibles (Pascual, 2022). De igual modo, la recuperación de la pandemia también ha influido en la inflación al igual que otros factores externos como el posible impacto de las dificultades presentadas por *SVB*, *Signature Bank*, *Credit Suisse* y más recientemente *First Republic Bank*.

- *¿Cuáles son sus principales consecuencias en los sectores españoles?:*

Ha aumentado el costo del **crédito** otorgado por los bancos a las empresas de la zona euro debido a la disminución de su demanda y unas condiciones más restrictivas para la oferta. Los costos de financiamiento para los hogares también han aumentado, especialmente como consecuencia de las alzas de los tipos **hipotecarios**, particularmente en aquellos establecidos en base al tipo variable. Este encarecimiento también tendrá como consecuencia una reducción tanto en el **consumo** como en la **inversión**. Los costes de producción y financiación están aumentando, amenazando la viabilidad de miles de negocios. Paralelamente a los costes laborales, el crecimiento de los salarios ha sido inferior a la tasa de inflación, lo que ha ocasionado una disminución del poder adquisitivo de los trabajadores en términos promedio.

Asimismo, se estima que el Estado incurrirá en mayores costos de intereses al devolver el capital prestado, lo que podría afectar al costo de la **deuda pública**. Además, el BCE ha anunciado su intención de suspender la compra de deuda pública, lo que podría tener un impacto negativo en España, dado que el BCE se había convertido en el principal comprador de deuda española desde el inicio de la pandemia. A pesar de la inflación, el aumento de los tipos de interés y la desaceleración económica, España ha logrado mantener su calificación de riesgo crediticio en el año 2022. Los inversores no han exigido una rentabilidad adicional a la deuda española, ya que la **prima de riesgo** se ha mantenido estable por debajo de los 100 puntos básicos a principios de año y ligeramente por encima en la actualidad. Finalmente, se ha experimentado una depreciación del euro frente al dólar desde junio hasta finales del año 2022, dónde el euro comenzó a apreciarse hasta ahora en abril, alcanzando su nivel más alto debido a la mejora de las perspectivas

económicas de la zona euro y al retroceso más generalizado del dólar. La trayectoria futura del euro dependerá de las presiones inflacionistas mundiales y del impacto que puedan tener en la economía global. En caso de que los bancos centrales necesiten inducir una recesión para controlar la inflación, el dólar podría repuntar debido a su condición de refugio seguro en tiempos de tensión económica (Arnold & McDougall, 2023).

- *¿Cuál se prevé que sea el futuro antes estas y nuevas subidas del tipo de interés?*

Entre las posibles soluciones, se plantea aplazar temporalmente el pago de los intereses y agregarlos a la deuda pendiente al final del préstamo, así como la extensión del plazo de las hipotecas para reducir el pago mensual. No obstante, prolongar el plazo de la hipoteca media española en cinco años aumentaría el costo total de los intereses en 6.700 euros (Jopson, 2022). En este sentido, las proyecciones del Euribor para finales del 2023 son de 3,5% a tres meses y de 3,75% a un año (Bankinter, 2023), por lo tanto, se espera que se continúen adquiriendo hipotecas a tipo fijo por una mayor seguridad y compensación económica a largo plazo, al menos hasta que los tipos hipotecarios bajen un punto porcentual o más para el próximo año como está previsto. De igual forma, se desconoce la duración de la guerra en Ucrania y la crisis energética que está ocasionando un aumento en los costos, lo que resulta en una disminución del gasto e inversión de los consumidores. Esta situación continuará hasta que se invierta la situación, por lo tanto, se estima que el IPC cierre el año 2023 cerca del 4% y se mantenga por encima del objetivo del BCE del 2% durante todo el 2024 (Bankinter, 2023).

En definitiva, el gran dilema al que se enfrenta el BCE es, su deber de estabilizar la inflación, al mismo tiempo que evita una disminución del crecimiento económico y del empleo. La última derivada del aumento del coste de financiación de los déficits públicos está relacionada con la prima de riesgo. Se espera que el Bono a 10 años aumente entre un 0,18% y 0,38% para finales de este año lo que se traduce en una mayor rentabilidad y menor riesgo (Bankinter, 2023). A pesar de esto, el aumento de los tipos de interés puede generar tensiones entre los países centrales y los periféricos del euro, incluyendo España. Por lo tanto, el BCE debe establecer mecanismos para evitar la fragmentación de la zona euro y prevenir una repetición de episodios como el de 2012, con primas de riesgo europeas disparadas (Jareño & Navarro, 2022).

## 6. Referencias

- Aldridge Arabaolaza, A. (2020). *Cost model for bitstream access services with QoS parameters - unican.es*. ¿Es Europa un área monetaria óptima? Consultado el 14 de enero de 2023 de:  
<https://repositorio.unican.es/xmlui/bitstream/handle/10902/1580/Cost%20model.pdf;sequence=1>
- Arnold, M., & McDougall, M. (13 abril, 2023). *Euro surges to 12-month high as investors bet on more ECB rate rises*. Financial Times. Consultado el 22 de abril de 2023 de:  
[https://www.ft.com/content/1eeea86f-5895-451f-ba7d-f76a5a346667?accessToken=zWAF-cZX15-Ykc8e7qhvWJVfH9O6ffdqWjRmZw.MEQCICwidUnMVT9\\_c1ToAEolG0Mmj25HNizFYhJrpxSUvm52AiBW96n6Jc24w8X3aGvwb\\_hg-U1S8TGavJrChhK2FSFXMQ&sharetype=gift&token=e19ca585-84cd-4f96-ad42-70bdd0875c02](https://www.ft.com/content/1eeea86f-5895-451f-ba7d-f76a5a346667?accessToken=zWAF-cZX15-Ykc8e7qhvWJVfH9O6ffdqWjRmZw.MEQCICwidUnMVT9_c1ToAEolG0Mmj25HNizFYhJrpxSUvm52AiBW96n6Jc24w8X3aGvwb_hg-U1S8TGavJrChhK2FSFXMQ&sharetype=gift&token=e19ca585-84cd-4f96-ad42-70bdd0875c02)
- Aspachs, O. (12 abril, 2023). *Sector inmobiliario: Esta vez es diferente, en España*. CaixaBank Research. Consultado el 22 de abril de 2023 de:  
<https://www.caixabankresearch.com/es/economia-y-mercados/analisis-coyuntura/sector-inmobiliario-vez-diferente-espana?index%3Findex>
- Banco de España. (n.d.). *Contabilidad Nacional de la Economía Española*. Banco de España - Estadísticas. Consultado el 20 de abril de 2023 de:  
[https://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/temas/sb\\_cnesp.html](https://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/temas/sb_cnesp.html)
- Banco de España. (n.d.). *El SEBC, el Eurosistema, el BCE y los bancos centrales nacionales*. Banco de España - Eurosistema - Organización - El SEBC, el Eurosistema, el BCE y los bancos centrales nacionales. Consultado el 17 de abril de 2023 de:  
[https://www.bde.es/bde/es/secciones/eurosistema/inst/sebc/El\\_SEBC\\_el\\_Eur\\_51567339e2d0441.html#:~:text=El%20Sistema%20Europeo%20de%20Bancos,adoptado%20el%20euro%20o%20no](https://www.bde.es/bde/es/secciones/eurosistema/inst/sebc/El_SEBC_el_Eur_51567339e2d0441.html#:~:text=El%20Sistema%20Europeo%20de%20Bancos,adoptado%20el%20euro%20o%20no)
- Banco de España. (n.d.). *Política Monetaria*. Banco de España - Política monetaria – La política monetaria del área del euro y sus instrumentos. Consultado el 25 de marzo de 2023 de: <https://www.bde.es/bde/es/areas/polimone/La-politica-monetaria-del-area-del-euro/que-es-la-estrategia-de-politica-monetaria-del-bce-f5ab07e017f4e71.html>
- Banco de España. (n.d.). *Política Monetaria*. Banco de España - Política monetaria - La política monetaria del área del euro y sus instrumentos - Tipos de interés del BCE. Consultado el 20 de abril de 2023 de: <https://www.bde.es/bde/es/areas/polimone/La-politica-monetaria-del-area-del-euro/tipos-de-interes-del-bce/que-son-las-facilidades-permanentes-.html>
- Bankinter. (29 marzo, 2023). *Previsión Tipos de Interés en la eurozona para 2023 y 2024*. Bankinter. Consultado el 22 de abril de 2023 de:  
<https://www.bankinter.com/blog/economia/prevision-tipos-interes-europa>

- Bankinter. (3 julio, 2022). *¿Qué tipos de hipotecas se contratan más en España?* Bankinter. Consultado el 17 de abril de 2023 de: <https://www.bankinter.com/blog/finanzas-personales/tipos-hipotecas-contratan-mas-espana#:~:text=Seg%C3%BAAn%20los%20%C3%BAltimos%20datos%20del,%2C6%25%20a%20tipo%20fijo.>
- BCE. (16 marzo, 2023). *Conferencia de Prensa*. European Central Bank. Consultado el 30 de marzo de 2023 de: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2023/html/ecb.is230316~6c10b087b5.es.html>
- BCE. (2023). *17 indicador compuesto del coste del endeudamiento de los hogares y las sociedades no financieras*. Composite cost of borrowing indicator for households and non-financial corporations - composite cost of borrowing indicators - bank interest rates statistics - financial markets and interest rates - reports - ECB Statistical Data Warehouse. Consultado el 22 de abril de 2023 de: <https://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004935>
- BCE. (2023). *The Eurosystem's instruments*. Banco Central Europeo. Consultado el 25 de marzo de 2023 de: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/html/index.es.html>
- BCE. (21 julio, 2022). *Hemos Subido Los Tipos de Interés. ¿Cómo te afecta esta decisión?* European Central Bank. Consultado el 14 de enero de 2023 de: [https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/interest\\_rates.es.html](https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/interest_rates.es.html)
- BCE. (22 agosto, 2022). *¿Qué es la inflación?* European Central Bank. Consultado e 11 de enero de 2023 de: [https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/what\\_is\\_inflation.es.html](https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/what_is_inflation.es.html)
- BCE. (8 julio, 2021). *Declaración sobre la Estrategia de Política Monetaria del BCE*. Declaración sobre la estrategia de política monetaria del BCE. Consultado el 17 de abril de 2023 de: [https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview\\_monpol\\_strategy\\_statement.es.html](https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement.es.html)
- BCE. (8 mayo, 2003). *La Estrategia de la Política monetaria del BCE*. La estrategia de la política monetaria del BCE. Consultado el 17 de abril de 2023 de: [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2003/html/pr030508\\_2.es.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2003/html/pr030508_2.es.html)
- Benedito, I. (16 diciembre, 2022). *Así Te Afecta la última Subida de Tipos: Hipotecas y créditos más caros, beneficios para ahorradores y el riesgo de la renta variable*. Business Insider España. Consultado el 9 de abril de 2023 de: <https://www.businessinsider.es/subida-tipos-interes-1059947#creditos-1671123135911>
- Canepa, F. (2 marzo, 2023). *ECB confronts a cold reality: Companies are cashing in on inflation*. Reuters. Consultado el 26 de abril de 2023 de: <https://www.reuters.com/markets/europe/ecb-confronts-cold-reality-companies-are-cashing-inflation-2023-03-02/>

- Cánovas Sánchez, L. (24 octubre, 2022). *Inflación y Tipos de Interés*. Universidad de Jaén. Consultado el 11 de enero de 2023 de: <https://tauja.ujaen.es/handle/10953.1/18223>
- EpData. (27 marzo, 2023). *Las hipotecas a nivel nacional: cantidad, importe y ejecuciones hipotecarias*. Las hipotecas a Nivel Nacional: Cantidad, importe y Ejecuciones Hipotecarias. Consultado el 20 de abril de 2023 de: <https://www.epdata.es/datos/hipotecas-nacional-cantidad-importe-ejecuciones-hipotecarias/146/espana/106>
- EpData. (31 enero, 2023). *España - Deuda pública en España hoy, según datos del Banco de España*. España - Deuda Pública en España Hoy, según Datos del Banco de España. Consultado el 20 de abril de 2023 de: <https://www.epdata.es/datos/deuda-publica-espana-hoy-datos-banco-espana/7/espana/106>
- EpData. (31 enero, 2023). *Evolución del Porcentaje de hipotecas a Tipo Fijo frente a las de tipo variable en España*. EpData. Consultado el 20 de abril de 2023 de: <https://www.epdata.es/evolucion-numero-hipotecas-tipo-fijo-frente-tipo-variable/473991fb-42aa-4052-bc1b-1dacbb1f2b13>
- Eurostat. (19 abril, 2023). *IPCA - datos anuales (índice medio y tasa de variación)*. Consultado el 20 de abril de 2023 de: [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/PRC\\_HICP\\_AIND\\_custom\\_5793303/default/line?lang=en](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/PRC_HICP_AIND_custom_5793303/default/line?lang=en)
- Eurostat. (30 diciembre, 2021). *Owning or renting? what is the EU's housing situation?* Owning or renting? What is the EU's housing situation? - Products Eurostat News - Eurostat. Consultado el 26 de abril de 2023 de: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-eurostat-news/-/wdn-20211230-1>
- Eurostat. (5 abril, 2023). *Unemployment by sex and age – monthly data*. Eurostat. Consultado el 20 de abril de 2023 de: [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/une\\_rt\\_m/default/table?lang=en](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/une_rt_m/default/table?lang=en)
- Expansión. (2023). *Tipos del BCE - banco central europeo 2023*. Datosmacro.com. Consultado el 20 de abril de 2023 de: <https://datosmacro.expansion.com/tipo-interes/zona-euro>
- Expansión. (24 abril, 2023). *Bono Alemán a 10 años 2023*. Expansión Datosmacro.com. Consultado el 24 de abril de 2023 de: <https://datosmacro.expansion.com/bono/alemania>
- Expansión. (24 abril, 2023). *Bono español a 10 años*. Expansión Datosmacro.com. Consultado el 24 de abril de 2023 de: <https://datosmacro.expansion.com/bono/espana>
- Expansión. (24 abril, 2023). *Prima de Riesgo de Francia*. Expansión Datosmacro.com. Consultado el 24 de abril de 2023 de: <https://datosmacro.expansion.com/prima-riesgo/francia>

- Fernández, D. (septiembre 8, 2022). *La ruinosa política de schrödinger del BCE: ¿Por qué está siendo tan lento en actuar contra la inflación?* La ruinosa política de Schrödinger del BCE: ¿por qué está siendo tan lento en actuar contra la inflación? Consultado el 18 de abril de 2023 de: <https://www.libremercado.com/2022-09-07/la-ruinosa-politica-de-schrodinger-del-bce-por-que-esta-siendo-tan-lento-en-actuar-contra-la-inflacion-6928938/#:~:text=El%20Banco%20Central%20Europeo%20ha.pa%C3%ADses%20m%C3%A1s%20irresponsables%20fiscalmente%20hablando>
- Forbes, E. P. (11 abril, 2023). *España, entre los países europeos con las hipotecas Más baratas, según la Federación Hipotecaria Europea*. Forbes España. Consultado el 22 de abril de 2023 de: <https://forbes.es/ultima-hora/261096/espana-entre-los-paises-europeos-con-las-hipotecas-mas-baratas-segun-la-federacion-hipotecaria-europea/>
- García Santos, M. N. (7 noviembre, 2021). *La Nueva Política Monetaria del banco central Europeo Permitirá Periodos de inflación*. La nueva política monetaria del Banco Central Europeo permitirá periodos de inflación. The Conversation España. Consultado el 7 de abril de 2023 de: <https://theconversation.com/la-nueva-politica-monetaria-del-banco-central-europeo-permitira-periodos-de-inflacion-169964>
- Garijo, M. (13 marzo, 2023). *Pinchazo en la Vivienda: Las compraventas Agudizarán Su Retroceso en 2023 con una caída de hasta el 20%*. Economía Digital. Consultado el 21 de abril de 2023 de: <https://www.economiadigital.es/economia/pinchazo-vivienda-compraventas-agudizaran-caida-2023.html>
- H. M. (4 octubre, 2022). *El Pago de Intereses de la Deuda Pública Española crecerá un 3,6% en 2023, Hasta LOS 31.275 millones*. ELMUNDO. Consultado el 17 de abril de 2023 de: <https://www.elmundo.es/economia/macroeconomia/2022/10/04/633c57d3e4d4d848628b45c6.html>
- Heraldo. (27 diciembre, 2022). *España mantiene a salvo su 'rating' a Pesar de la inflación, Las Subidas de Tipos y la desaceleración*. ECONOMÍA Inicia sesión Suscríbete por 1€ España mantiene a salvo su 'rating' a pesar de la inflación, las subidas de tipos y la desaceleración. Consultado el 19 de abril de 2023 de: <https://www.heraldo.es/noticias/economia/2022/12/27/espana-mantiene-salvo-rating-pesar-inflacion-subidas-tipos-desaceleracion-1621160.html>
- Hidalgo, M. A. (11 abril, 2023). *Los presuntos culpables de la inflación*. Consultado el 18 de abril de 2023 de: <https://cincodias.elpais.com/economia/2023-04-11/que-sabemos-sobre-las-causas-de-la-inflacion.html>
- infobolsa. (21 abril, 2023). *Primas Riesgo eurozona - Prima de Riesgo*. infobolsa. Consultado el 22 de abril de 2023 de: <https://www.infobolsa.es/primas-riesgo>
- ING. (12 abril, 2022). *¿Qué son los tipos de interés y cómo se utilizan en finanzas?* ING. Consultado el 28 de marzo de 2023 de: <https://www.ing.es/ennaranja/finanzas-personales/conceptos-utiles/tipos-interes-que-son/#>

- Jareño Cebrián, F., & Navarro Arribas, E. (21 julio, 2022). *El BCE Sube Los Tipos para contener la inflación, Pero desestabiliza hipotecas y primas de riesgo*. El BCE sube los tipos para contener la inflación, pero desestabiliza hipotecas y primas de riesgo. The Conversation España. Consultado el 7 de abril de: <https://theconversation.com/el-bce-sube-los-tipos-para-contener-la-inflacion-pero-desestabiliza-hipotecas-y-primas-de-riesgo-187495>
- Jopson, B. (3 noviembre, 2022). *'the Wolf is coming': Rising rates push Spain's homeowners to the Brink*. Subscribe to read | Financial Times. Consultado el 22 de abril de 2023 de: <https://www.ft.com/content/0fb17e89-6d64-49ff-8f76-8c6e0132a528>
- Lorenzo Rodríguez, C. (6 julio, 2015). *COMO INFLUYEN LOS TIPOS DE INTERÉS EN LA RENTA VARIABLE ESPAÑOLA*. Dspace principal. Consultado el 2 de marzo de 2023 de: <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/>
- Malagón, P. (12 septiembre, 2019). *Así Han evolucionado los tipos de interés en los últimos 20 años*. Dirigentes Digital. Consultado el 16 de enero de 2023 de: <https://dirigentesdigital.com/bolsas-y-mercados/asi-han-evolucionado-los-tipos-de-interes-en-los-ultimos-20-anos-EK1590060>
- Maudos, J. (17 junio, 2022). *Los Efectos en España de la Subida de Tipos de Interés - Ivie*. Los efectos en España de la subida de tipos de interés. Consultado el 3 de abril de 2'23 de: [https://www.ivie.es/wp-content/uploads/2022/06/EIEspanol\\_tribunaJMaudos\\_17062022.pdf](https://www.ivie.es/wp-content/uploads/2022/06/EIEspanol_tribunaJMaudos_17062022.pdf)
- Mora, C. C. (2 febrero, 2023). *¿Qué ocurre cuando el BCE sube los tipos de interés?* Admirals. Consultado el 19 de abril de 2023 de: <https://admiralmarkets.com/es/education/articles/forex-analysis/tipos-interes-bce#:~:text=Relaci%C3%B3n%20de%20los%20tipos%20de%20inter%C3%A9s%20y%20las%20divisas&text=Cuando%20el%20BCE%20%2Do%20cualquier,el%20euro%2C%20frente%20a%20otras>
- Pascual, C. A. (10 marzo, 2022). *Las Causas de la inflación en España: No solo influye La Invasión de Rusia a Ucrania*. Newtral. Retrieved April 22, 2023, from <https://www.newtral.es/causas-inflacion-espana/20220310/>
- Pellicer, L. (2 febrero, 2023). *El BCE Sube Los Tipos medio punto hasta el 3% y avisa de nuevos aumentos este año*. El País. Consultado el 23 de febrero de 2023 de: <https://elpais.com/economia/2023-02-02/el-bce-sube-los-tipos-medio-punto-hasta-el-3-y-avisa-de-nuevos-aumentos-este-ano.html>
- Raisin, (18 marzo, 2022). *Política Monetaria: Qué es y qué tipologías existen*. Consultado el 24 de febrero de 2023 de: <https://www.raisin.es/educacion-financiera/politicas-monetarias-que-son-tipologias/>
- Ramírez de Cárdenas Cabello de los Cobos, I. (marzo, 2014). *Tipos de Interés y crisis históricas - Comillas*. TIPOS DE INTERÉS Y CRISIS HISTÓRICAS. Consultado el 2 de marzo de 2023 de: <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/bitstream/handle/11531/339/TFG000338.pdf?sequence=1>

- Romei, V. (31 enero, 2023). *Eurozone mortgage demand falls at Record Pace*. Subscribe to read | Financial Times. Consultado el 22 de abril de 2023 de: <https://www.ft.com/content/13f7f23f-439c-421b-a063-b8b03216d076>
- Salobral, N. (21 febrero, 2023). *La Prima de Riesgo Española SE Aferra a Los 100 puntos básicos ante El Repliegue Definitivo del BCE*. Cinco Días. Consultado el 22 de abril de 2023 de: <https://cincodias.elpais.com/mercados-financieros/2023-02-21/la-prima-de-riesgo-espanola-se-aferra-a-los-100-puntos-basicos-ante-el-repliegue-definitivo-del-bce.html>
- Santander. (1 julio, 2022). *Qué Es la prima de Riesgo*. Web Corporativa Santander. Consultado el 17 de abril de 2023 de: <https://www.santander.com/es/stories/prima-riesgo#:~:text=Prima%20de%20riesgo%3A%20qu%C3%A9%20es%20y%20c%C3%B3mo%20puede%20afectar%20a%20mis%20finanzas&text=Este%20indicador%20financiero%20representa%20el,ser%3%A1%20la%20prima%20a%20pagar>
- Scheinert, C. (septiembre, 2022). *Historia de la Unión Económica y Monetaria: Fichas Temáticas sobre la Unión Europea: Parlamento Europeo*. Fichas temáticas sobre la Unión Europea | Parlamento Europeo. Consultado el 16 de enero de 2023 de: <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/es/sheet/79/historia-de-la-union-economica-y-monetaria>
- Sevilla Arias, A. (marzo, 2020). *Deuda Pública - definición, Qué Es y Concepto*. Deuda pública. Consultado el 17 de abril de 2023 de: <https://economipedia.com/definiciones/deuda-publica.html#:~:text=La%20deuda%20p%C3%ABlica%2C%20deuda%20soberana,conjunto%20de%20las%20administraciones%20p%C3%ABlicas>
- Statista. (23 enero, 2023). *Deuda Pública de los países de la ue en relación con el pib 2022*. Statista. Consultado el 22 de abril de 2023 de: <https://es.statista.com/estadisticas/600378/deuda-publica-de-los-paises-de-la-union-europea-en-relacion-con-el-pib/>
- Triami Media. (2023). *Inflación Armonizada histórica europa – IPCA*. Inflación armonizada histórica Europa – inflación histórica Europa IPCA. Consultado el 10 de marzo de 2023 de: <https://www.inflation.eu/es/tasas-de-inflacion/europa/inflacion-historica/ipca-inflacion-europa.aspx>
- Velarde, G. D. (21 marzo, 2023). *La Caída del Consumo de las familias congela las ventas del pequeño comercio en España*. abc. Consultado el 21 de abril de 2023 de: <https://www.abc.es/economia/caida-consumo-familias-congela-ventas-pequeno-comercio-20230321104433-nt.html>
- Velarde, G. D. (21 marzo, 2023). *La Caída del Consumo de las familias congela las ventas del pequeño comercio en España*. ABC Economía. Consultado el 22 de abril de 2023 de: <https://www.abc.es/economia/caida-consumo-familias-congela-ventas-pequeno-comercio-20230321104433-nt.html?ref=https%3A%2F%2Fwww.abc.es%2Feconomia%2Fcaida-consumo-familias-congela-ventas-pequeno-comercio-20230321104433-nt.html>

- Wessel, D., & Milstein, E. (enero, 2022). *Taking stock of the new fed and ECB monetary policy frameworks - brookings*. Taking Stock of the New Fed and ECB Monetary Policy Frameworks. Consultado el 9 de abril de 2023 de: <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2022/01/Frameworks-Report-updated.pdf>
- Wirth, E. (25 julio, 2022). *El BCE impone Su Autoridad monetaria para intentar llevar La Inflación al 2%*. El BCE impone su autoridad monetaria para intentar llevar la inflación al 2%. The Consultation España Consultado el 7 de abril de: <https://theconversation.com/el-bce-impone-su-autoridad-monetaria-para-intentar-llevar-la-inflacion-al-2-187598>
- Wirth E. (16 marzo, 2023). *La Subida de Tipos del BCE en clave crítica*. La subida de tipos del BCE en clave crítica. The Consultation España Consultado el 7 de abril de: <https://theconversation.com/la-subida-de-tipos-del-bce-en-clave-critica-201977>
- Wirth E. (5 noviembre, 2019). *El Legado de Draghi y los desafíos de Lagarde en el Banco Central Europeo*. El legado de Draghi y los desafíos de Lagarde en el Banco Central Europeo. The Consultation España. Consultado el 7 de abril de 2023 de: <https://theconversation.com/el-legado-de-draghi-y-los-desafios-de-lagarde-en-el-banco-central-europeo-126168>
- World Government Bonds. (2023). *Spain credit rating*. World Government Bonds. Consultado el 19 de abril de 2023 de: <http://www.worldgovernmentbonds.com/credit-rating/spain/>