
Evolución de los flujos de rentas por intereses en España entre 1995 y 1999

Este artículo ha sido elaborado por José Antonio Cuenca Morales y Federico José Sáez Pérez, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCIÓN

La política monetaria tiene la capacidad de influir en las condiciones financieras de la economía mediante el uso, entre otros instrumentos, de los tipos de interés. Estos alteran el precio relativo del consumo presente de las familias frente al consumo futuro, y modifican, en el caso de las empresas, el coste de uso del capital. De este modo, las variaciones de los tipos de interés afectan a las decisiones de gasto de ambos tipos de agentes y producen cambios en las decisiones de ahorro (y de desahorro), que tienen un reflejo inmediato sobre la composición de la cartera de activos financieros y de los pasivos. Una buena parte de los activos financieros sirve para materializar las decisiones de ahorro, pero existe otra parte que se utiliza como medio de pago en las decisiones de gasto. Las variaciones en los tipos de interés afectan al atractivo relativo de unos activos financieros sobre otros y a los niveles de endeudamiento asumidos por los distintos agentes.

Pero las variaciones en los tipos de interés afectan no solo a la estructura de los saldos de las carteras (*efecto sustitución*), sino también a la estructura de flujos de rentas por intereses que periódicamente devengan los activos financieros y los pasivos (el denominado *efecto renta*). Así, ante movimientos de los niveles de los tipos de interés, los flujos de rentas periódicas que se derivan de los saldos de las carteras de activos y pasivos varían por dos vías: una directa, debida al propio cambio en el nivel de los tipos de interés, que genera una variación en las rentas devengadas para un saldo dado; y otra, inducida por el efecto sobre los saldos y la composición de las carteras. La expresión [I] representa la variación de rentas cobradas o pagadas que se derivan de la tenencia de un activo financiero o un pasivo entre el instante $t = T$ (R_T) y un instante de referencia $t = 0$ (R_0). Esta variación de renta, $R_T - R_0$, puede descomponerse, mediante una simple manipulación aritmética, en dos sumandos: el primero de ellos puede interpretarse como la variación de renta que se debe al cambio de los tipos de interés entre 0 y T , $S_0 * (r_T - r_0)$, mientras que el segundo recoge la variación del monto de rentas devengadas debida al cambio en los saldos durante el mismo período $[(S_T - S_0) * r_T]$.

$$\begin{aligned} R_t &= R_T - R_0 = S_T * r_T - S_0 * r_0 = \\ &= S_0 * (r_T - r_0) + (S_T - S_0) * r_T \end{aligned} \quad [I]$$

Sobre la base de la descomposición propuesta en [I], este artículo pretende analizar la evolución de los flujos de rentas periódicas por intereses correspondientes a los distintos sectores entre 1995 y 1999, período de continuo descenso de los tipos de interés y en el que han tenido lugar modificaciones muy importantes en las carteras de instrumentos financieros de los agentes. Así, en primer lugar, hay que destacar que se ha producido un intenso proceso de desintermediación de los pasivos financieros bancarios en manos de las familias y de las empresas no financieras en favor de un creciente protagonismo del sector de inversores institucionales (fondos de inversión, empresas de seguros y fondos de pensiones) como canalizadores e intermediarios en la colocación del ahorro. En segundo lugar, se ha registrado, durante gran parte del período considerado, una fuerte revalorización de los activos financieros de renta fija a medio y largo plazo y de renta variable, como consecuencia de la evolución de los tipos de interés (efecto revalorización de activos financieros o *efecto riqueza*) y de las perspectivas futuras de mayores beneficios empresariales. Igualmente, debe destacarse el fuerte crecimiento del endeudamiento del sector privado no financiero y un considerable aumento de las posiciones más líquidas de dicho sector. Por último, el sector exterior ha adquirido una importancia creciente como fuente de financiación de los sectores nacionales (principalmente, de las empresas no financieras y de las instituciones de crédito) y como destino de fondos en forma de inversión directa y de cartera.

La interrelación de todos estos procesos hace que resulte muy difícil atribuir los cambios sufridos por las rentas periódicas por intereses de los distintos agentes exclusivamente a los descensos de los tipos de interés, sin hacer una referencia a la evolución de los saldos y a los efectos que la evolución de dichos tipos de interés tuvo sobre la revalorización de los activos de renta fija y variable. De ahí que, en este artículo se cuantifiquen tan solo los cambios en las rentas netas provenientes de los activos financieros y pasivos que generan cobros o pagos periódicos, descomponiendo dichos cambios en los ocurridos por efecto de la variación de los tipos de interés y por la variación de los saldos, según la expresión [I]. Quedan, por tanto, fuera de esta cuantificación las rentabilidades de aquellos activos financieros que se revalorizan como consecuencia de los cambios en sus precios; estas revalorizaciones representan una rentabilidad *ex post*, puesto que solo se materializa cuando se liquida el activo (por venta o por amortización). La revalorización de activos como consecuencia de cambios en sus precios forma parte de la

variación de la riqueza financiera de los agentes y no de las rentas periódicas percibidas (1).

La acumulación de rentas devengadas por las carteras de un conjunto de agentes frente a todos los demás agentes o sectores permite dibujar un mapa completo de flujos de rentas intersectoriales por intereses en el que el total de rentas cobradas es igual al total de rentas pagadas. En el epígrafe 2 se describe la información utilizada para el desarrollo de un ejercicio de este tipo, así como las limitaciones del mismo como consecuencia de las características de dicha información. En el epígrafe 3 se comenta la estructura del reparto, entre todos los sectores de la economía, de los cambios en las rentas por intereses periódicos que tuvieron lugar desde el comienzo del descenso generalizado de los tipos de interés en la segunda parte de 1995 hasta el tercer trimestre de 1999. Una parte de esta estructura de reparto se analiza más detalladamente en el epígrafe 4, en el que se pone énfasis sobre la importancia de los cambios en las rentas netas por intereses de las familias y de las empresas no financieras en sus relaciones con las instituciones de crédito. El epígrafe 5 concluye el artículo, recogiendo las consideraciones finales.

2. LA INFORMACIÓN DISPONIBLE

Un ejercicio como el propuesto requiere disponer de dos conjuntos de información con un elevado nivel de correspondencia en cuanto a su contenido. Por un lado, es necesario contar con información completa de las carteras de activos financieros y de pasivos de cada sector frente a todos y cada uno de los restantes sectores. Por otro, la cuantificación de los flujos exige la existencia de información sobre tipos de interés representativos para cada uno de los activos y pasivos considerados.

En este sentido, las Cuentas Financieras Trimestrales (CFT) elaboradas en el Banco de España son el elemento esencial para realizar este ejercicio, ya que constituyen un sistema de información cerrado y completo de saldos (y también de operaciones) para una clasificación muy amplia, tanto de activos financieros y de

(1) Por ejemplo, las rentas periódicas derivadas de un bono del Estado provienen del pago periódico del cupón, mientras que su rentabilidad total incluye, además, la procedente de la diferencia de precios entre el momento de la compra y el de la venta, o el de su vencimiento, y es, por tanto, una rentabilidad *ex post* que se recibe únicamente cuando se produce tal venta o vencimiento.

pasivos como de sectores emisores y tenedores (2).

Por otro lado, la mayor parte de los tipos de interés disponibles proviene de los requerimientos estadísticos realizados a las distintas entidades financieras y a los organismos encargados de la centralización de información sobre el funcionamiento de los diferentes mercados financieros. No obstante, la información disponible sobre tipos de interés no permite siempre una perfecta correspondencia con todas y cada una de las categorías de instrumentos financieros definidos en las CFT. Cuando este es el caso, se pueden asignar a estos instrumentos financieros unos tipos de interés correspondientes a otros instrumentos que, por mantener ciertas similitudes con los primeros, recojan de forma aproximada la evolución de la remuneración que efectivamente presentan, pero de la que no se tiene información. Esta aproximación puede resultar a veces cuestionable en cuanto al nivel de los tipos de interés escogidos, aunque se considera que, en la mayoría de los casos, es suficientemente válida en términos de variaciones.

El ejercicio propuesto de cambios en la distribución intersectorial de rentas por intereses se ha realizado teniendo en cuenta aquellos instrumentos que devengan cobros o pagos periódicos, considerándose los siguientes activos financieros y pasivos tal y como se definen en las CFT: depósitos transferibles, otros depósitos, valores a corto plazo, obligaciones y créditos, así como algunas subclasificaciones para las que se dispone de información apropiada de tipos de interés.

En cuanto a los sectores, se han considerado las siguientes agrupaciones: las familias e instituciones privadas sin fines de lucro (en adelante, familias), las empresas no financieras, las instituciones de crédito (que incluyen el Banco de España, otras instituciones monetarias, el crédito oficial y los establecimientos financieros de crédito), los inversores institucionales (instituciones de inversión colectiva, sociedades y agencias de valores, y empresas de seguros), las Administraciones Públicas (AAPP) y, por último, el sector exterior. Esta clasificación se aparta ligeramente de la agrupación institucional que se realiza en las CFT, pero resulta relevante por cuanto agrupa al conjunto de inversores institucionales, que tan-

(2) La metodología de construcción de las CFT se encuentra explicada en la publicación del Banco de España titulada *Cuentas financieras trimestrales de la economía española (1997-1/1999-3) (metodología SEC/79)*, disponible en la dirección del Banco de España en Internet y cuya última edición corresponde a enero de 2000.

ta importancia ha cobrado en los últimos años, y lo separa del resto de intermediarios financieros de carácter más tradicional.

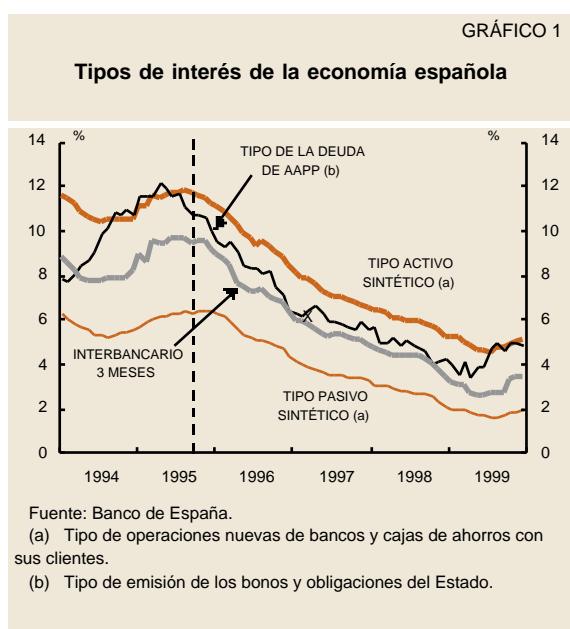
Con la información disponible se calcula, para cada activo financiero y para cada pasivo de los sectores considerados, la variación, entre dos instantes de tiempo, del flujo de rentas cobradas o pagadas. Posteriormente, para cada uno de estos sectores, se acumulan los cambios en los flujos habidos en todos los instrumentos y se obtiene el sistema completo de flujos netos de cada sector frente a todos y cada uno de los demás. Como resulta evidente, pueden realizarse múltiples combinaciones en la agregación de la información en función del tipo de análisis que se quiera realizar sobre los flujos intersectoriales de rentas.

3. CAMBIOS EN LOS FLUJOS INTERSECTORIALES DE RENTAS POR INTERESES ENTRE 1995 Y 1999

El largo proceso de descenso de los tipos de interés registrado en España a partir de los meses finales de 1995, y que se extendió hasta mediados de 1999 (véase gráfico 1), ha tenido como consecuencia una fuerte redistribución de las rentas por intereses. En el gráfico 2 se ofrece la información sobre la magnitud de esta redistribución. Para la realización del ejercicio se han tomado como referencia básica los niveles de tipos de interés y la estructura de cartera de activos financieros y pasivos del último trimestre de 1995 y se han contabilizado las variaciones acumuladas de renta hasta el tercer trimestre de 1999, que es la última fecha para la cual se dispone de CFT completas y cerradas.

A la luz de esta información, uno de los fenómenos que conviene destacar es que los sectores más endeudados en términos netos fueron aquellos que han visto aumentar sus rentas como consecuencia de los menores pagos por intereses de sus pasivos. En concreto, las empresas no financieras han visto reducidos sus pagos netos acumulados, entre comienzos de 1996 y el tercer trimestre de 1999, en una cuantía estimada equivalente al 3,5 % del PIB (3); por su lado, las Administraciones Públicas han visto disminuir sus pagos netos acumulados en un 5,1 % del PIB. Como contrapartida, los sectores que se han visto afectados negativamente por los descensos de los tipos, en términos de rentas por intereses, han sido principalmente las instituciones de crédito y las familias. Ambos sectores se caracterizan por

(3) Esta cifra es el resultado de acumular el ahorro registrado, año a año, durante el período 1996-1999.III y dividir entre el PIB de 1999.



haber mantenido tradicionalmente una posición neta acreedora en instrumentos que generan flujos por intereses periódicos. En el caso de las instituciones de crédito, los ingresos por cobro de intereses de los créditos concedidos se redujeron en mayor medida de lo que lo hicieron los pagos por los depósitos y otros pasivos. De este modo, sus rentas totales netas acumuladas por intereses disminuyeron en un 3,8 % del PIB. Las familias, como consecuencia de su posición total neta acreedora en instrumentos que devengan intereses, experimentaron durante el período de descenso de tipos de interés una disminución de las rentas del orden del 3,4 % del PIB.

No obstante, en el caso de las familias conviene recordar que el profundo proceso de desintermediación financiera que se ha desarrollado durante el período de referencia ha provocado una reestructuración significativa de sus activos financieros. En concreto, la proporción de los depósitos a plazo sobre el total de activos financieros se redujo en favor de un fuerte incremento de las participaciones en fondos de inversión, las cuales registraron una revalorización muy importante durante el período, precisamente asociada a los descensos de los tipos de interés. En concreto, la revalorización experimentada por el total de activos financieros de las familias (principalmente, la correspondiente a las participaciones en fondos de inversión y a las acciones) a lo largo del período 1996-1999 puede estimarse, en términos acumulados, en una cuantía equivalente al 19 % del PIB. La revalorización de activos financieros pasa a incrementar la riqueza financiera de las familias, mientras que las rentas netas por intereses afectan negativamente a su renta bruta disponi-

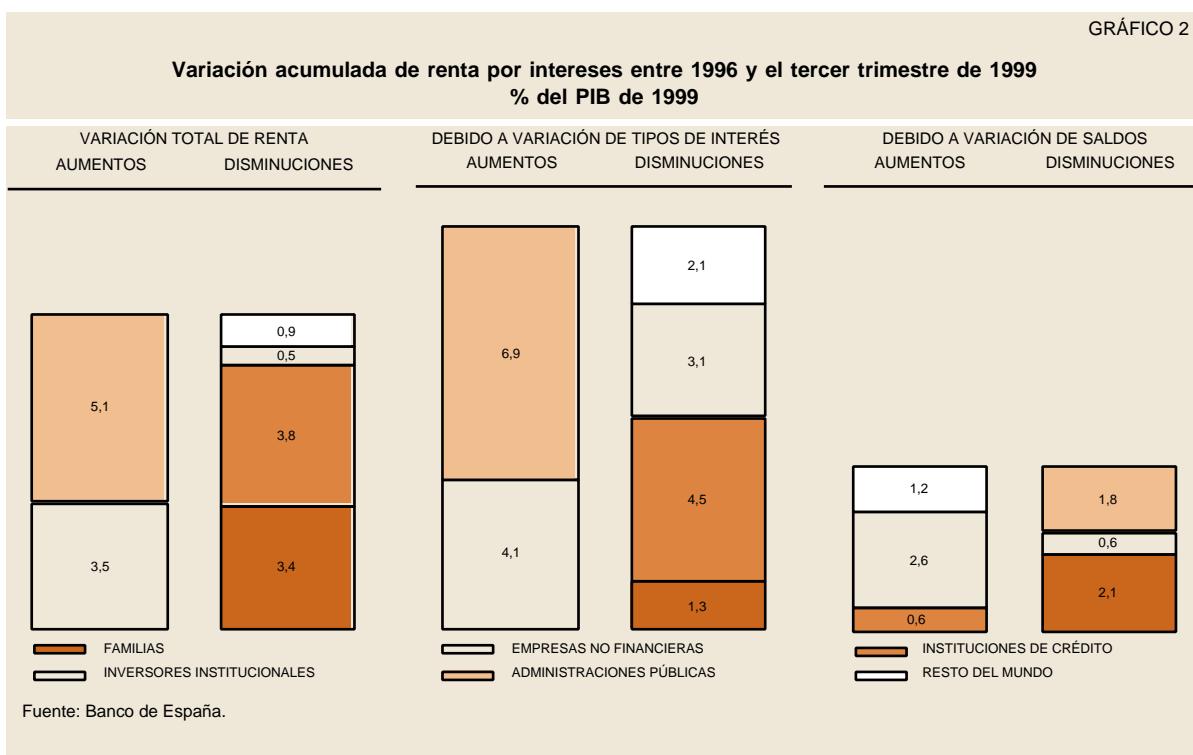
ble. Por esta razón, no es adecuado agregar ambos efectos para evaluar el efecto neto total sobre las decisiones de gasto de las familias, aunque, sin duda, el derivado del descenso de las rentas netas por intereses se vio, al menos parcialmente, compensado por el experimentado como consecuencia del aumento del valor de su riqueza financiera.

En el gráfico 2 se observa que la cuantía neta de las rentas devengadas asociadas a la variación de saldos tuvo, para las familias, el mismo signo que la correspondiente a la variación de los tipos de interés, puesto que el menor nivel de los tipos de interés incentivó el aumento del endeudamiento de este sector (esto es, los pasivos generadores de renta por intereses crecieron en mayor medida que los activos financieros que devengan esas rentas).

En el caso de las empresas no financieras, el proceso de disminución de los tipos de interés tuvo un impacto muy favorable, si bien, en este caso, el efecto de la variación de saldos compensó, parcialmente, las ganancias de renta obtenidas por la vía de la caída de los tipos. Esto es debido, como en las familias, a que el endeudamiento neto de este sector ha aumentado significativamente en los últimos años, en un contexto de expansión económica, aumento de la rentabilidad empresarial y reducciones del coste del endeudamiento.

Algo similar ocurrió con las AAPP, que entre 1996 y 1999 registraron un ahorro acumulado neto por variación de los tipos de interés que se estima en una cuantía equivalente al 6,9 % del PIB, que compensó muy sobradamente el aumento de los pagos asociados a la variación de saldos (derivado de los crecientes saldos vivos de deuda pública en el período), que se estima que fue de un 1,8 % del PIB. El proceso de descensos continuos de tipos de interés animó significativamente la demanda de valores públicos, y las AAPP aprovecharon esta oportunidad para transformar sustancialmente la estructura temporal de vencimientos de su deuda viva, sustituyendo deuda a corto plazo (letras del Tesoro) por la deuda emitida a plazos más largos. La progresiva amortización de los títulos emitidos a tipos de interés anteriores a 1996 (que pagaban intereses muy altos) y la estrategia de canje de esas emisiones por otras nuevas han permitido que las Administraciones Públicas hayan reducido significativamente sus pagos por intereses.

La evolución de los tipos de interés también ha afectado significativamente a las instituciones de crédito. Aunque durante el período considerado (1996-1999.III) estas instituciones sufrieron un descenso de sus rentas



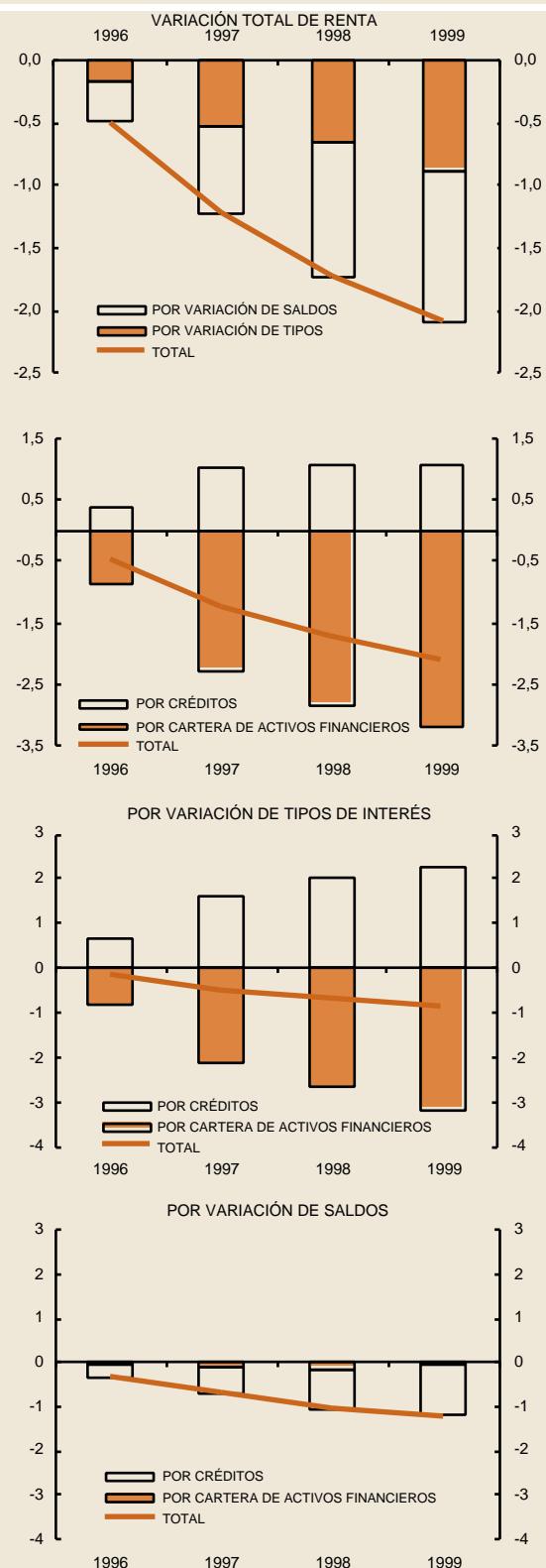
acumuladas netas equivalente al 3,8 % del PIB, los ingresos derivados de sus activos frente al resto de sectores (en su mayor parte, créditos y cartera de títulos de renta fija) disminuyeron alrededor del 13,4 % del PIB y los pagos por intereses devengados por sus pasivos (depósitos de todo tipo y títulos emitidos de renta fija, principalmente) lo hicieron por un valor acumulado del 9,6 % del PIB. Estas magnitudes ponen de manifiesto el importante papel de este sector en la intermediación global de los flujos financieros de la economía española y, de forma determinante, en la intermediación de los flujos financieros de los sectores de familias y empresas no financieras. De todos modos, aunque las instituciones de crédito vieron reducirse drásticamente sus ingresos netos por intereses como consecuencia de los descensos de los tipos de interés, se han adaptado al nuevo entorno de tipos de interés más bajos, recomponiendo sus fuentes de ingresos y reorientando su negocio hacia nuevas actividades. Así, por ejemplo, en los últimos años los ingresos procedentes del cobro de comisiones por operaciones y por servicios a la clientela aumentaron notablemente, lo que permitió sanear los efectos derivados del estrechamiento del margen financiero. En concreto, por el concepto de comisiones, el conjunto de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito aumentó sus ingresos entre 1996 y 1999 en aproximadamente un 1,2 % del PIB, lo que representa una tercera parte de lo que se redujeron los ingresos netos por intereses.

Por último, debe destacarse que la disminución de los tipos de interés ha permitido reducir los pagos de rentas por intereses de la economía española a los inversores no residentes. La descomposición del efecto total en sus componentes muestra que el ahorro de rentas por la caída de los tipos fue del 2,1 % del PIB, mientras que el aumento del endeudamiento en el exterior por parte de las entidades de crédito y de las empresas no financieras hizo que las rentas pagadas aumentaran en una cuantía que se estima en el 1,2 % del PIB, con lo que el efecto total fue de una disminución del 0,9 % del PIB.

4. LAS RENTAS POR INTERESES DE LAS FAMILIAS Y DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS FREnte A LAS INSTITUCIONES DE CRÉDITO

La mayor parte de la operativa financiera de las familias y de las empresas no financieras se establece con el sector de instituciones de crédito como contrapartida. Además, dadas las obligaciones de suministro de información que las entidades de crédito tienen frente al Banco de España, son precisamente estas operaciones las que ofrecen una información más completa y fiable. Por otra parte, muchos de estos datos se exigen con periodicidad mensual, con lo que, en el momento actual, se dispone de la mayor parte de la información necesaria para realizar el ejercicio de flujos de rentas por in-

GRÁFICO 3

Variación anual de rentas por intereses procedentes de instituciones de crédito (a) (b). Familias

Fuente: Banco de España.

(a) Calculada con respecto a los saldos y tipos del cuarto trimestre de 1995.

(b) En porcentaje de la Renta Bruta Disponible, RBD.

tereses de las instituciones de crédito frente a las familias y las empresas no financieras para el año 1999. En los dos epígrafes siguientes se realiza un cuantificación de dichos flujos de rentas por intereses con la vista puesta en su importancia relativa en términos de la cuenta de renta de cada sector.

4.1. Las familias

La evolución de las rentas periódicas netas de las familias derivadas de su actividad financiera con las instituciones de crédito se ha visto fuertemente condicionada por el carácter netamente acreedor de su posición financiera. Como ya se ha comentado, las familias han experimentado una significativa y continua disminución de rentas netas recibidas por intereses periódicos en comparación con las que estaban obteniendo en 1995. En el gráfico 3 se muestra, para cada año, la diferencia entre las rentas por intereses efectivamente recibidas ese año y las que se hubieran obtenido en un escenario con los tipos de interés y los saldos correspondientes al cuarto trimestre de 1995. La cuantía de esta diferencia de rentas netas por intereses como consecuencia de la diferencia del cambio de escenario se ha dividido por la renta bruta disponible de las familias para obtener una idea de la importancia relativa de los cambios en las rentas por intereses sobre la evolución del total de rentas netas (salariales y no salariales) generadas por el sector familias. También se muestran distintas descomposiciones de los cambios en los flujos de renta que resultan relevantes.

En el parte superior del gráfico 3 se aprecia la evolución de este proceso de caída continua de las rentas por intereses y su descomposición entre los efectos asociados a la variación de los tipos de interés y a la variación de los saldos. En 1999, las familias obtuvieron unas rentas netas por intereses un 2,1 % de su renta bruta disponible, inferiores a las que hubieran obtenido si se hubieran mantenido los saldos y los niveles de tipos de interés del cuarto trimestre de 1995. De esta cantidad, el 0,9 % se puede asociar al efecto acumulado de los descensos de los tipos de interés a lo largo del período (*por variación de tipos de interés*) y otro 1,2 % al cambio en la estructura de carteras de activos financieros y pasivos (*por variación de saldos*). Una descomposición de estos efectos entre activos y pasivos pone de manifiesto cómo la posición netamente acreedora de las familias frente a las instituciones de crédito ha condicionado la evolución de las rentas netas, a pesar del ahorro que las familias han experimentado por la vía de los créditos.

En relación con la evolución de las rentas netas pagadas por los créditos, las familias han tenido menores gastos financieros en 1999 que en 1995 por valor del 1,1 % de su renta bruta disponible, pese a que el endeudamiento asumido por las familias a lo largo de todo el período ha aumentado alrededor de un 75 %. En este sentido, y en términos de participación en su renta disponible, las familias podrían seguir teniendo incentivos para endeudarse por encima de los niveles actuales. No obstante, dada la evolución de los tipos de interés actuales, las expectativas de tipos de interés futuros y los niveles de endeudamiento observados, es muy probable que, a corto plazo, la contribución futura del componente *por variación de tipos de interés* sea significativamente menor que el actual y que el componente *por variación de saldos* sea aún mayor. En este caso, las familias experimentarían un significativo aumento de sus gastos periódicos por intereses, que, sumado a los niveles de amortización de préstamos que tienen comprometidos, tendería a desincentivar la asunción de nuevos créditos a ritmos tan elevados como en el pasado reciente.

Por su parte, en 1999 las rentas derivadas de las tenencias de activos financieros (principalmente, depósitos de todo tipo) resultaron inferiores en un 3,2 % de su renta bruta disponible a las que corresponderían a un escenario de tipos de interés y de saldos como los observados en el cuarto trimestre de 1995, habiendo sido motivada esta reducción, principalmente, por efecto de la *variación de tipos de interés*. En términos de la *variación de saldos*, el efecto ha sido casi inapreciable, porque, a pesar de que se ha producido un fuerte proceso de destrucción de depósitos a plazo —durante una parte importante del período— en favor de un aumento de las participaciones de las familias en los fondos de inversión y de pensiones, ha tenido lugar, igualmente, un aumento de las posiciones más líquidas de las familias (depósitos a la vista y de ahorro), que han compensado la evolución de los saldos de los depósitos a plazo.

A la vista de estos resultados netos para el conjunto de las familias, la variación de los tipos de interés durante el período 1995-1999 ha reducido la renta neta por intereses recibida por las familias, lo que, en principio, podría haber tenido un efecto contractivo sobre el gasto. Sin embargo, deben hacerse algunas consideraciones a este respecto. Si bien las familias son un sector netamente acreedor, existe un subconjunto importante de ellas que se caracteriza por su fuerte nivel de endeudamiento. Dicho endeudamiento tiene, en general, como finalidad el gasto, ya sea este en forma de adquisición de vivienda o de bienes de consumo durade-

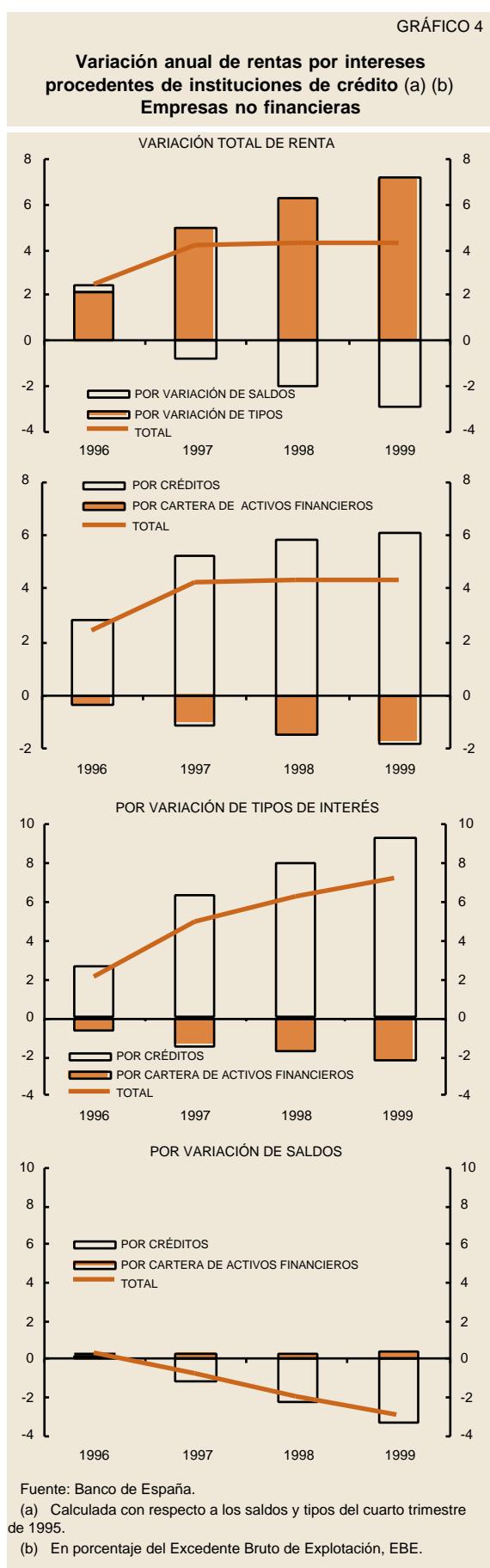
ros (4). Para este subconjunto de familias netamente deudoras, es de prever que el efecto derivado de los descensos de los tipos de interés haya tenido un carácter fuertemente expansivo sobre las decisiones de gasto. Por otra parte, cabe preguntarse en qué medida el subconjunto de familias netamente acreedoras condiciona sus decisiones de gasto a los cambios en los ingresos recibidos por intereses de sus activos financieros. Si las decisiones de consumo de este conjunto de familias no se ven significativamente afectadas por variaciones de renta por intereses de sus activos, no cabe esperar tampoco que el efecto *renta* derivado del descenso de los tipos de interés haya sido significativamente contractivo en términos de la demanda de bienes. Es por esta razón por la que caben dudas justificadas de que el efecto de la caída de los tipos de interés sobre la renta disponible de las familias haya tenido finalmente un signo contractivo sobre la demanda.

4.2. Las empresas no financieras

A diferencia de las familias, las empresas no financieras tienen una posición financiera frente a las instituciones de crédito fuertemente deudora en términos netos. Por esta razón, los flujos netos de renta de las empresas no financieras derivadas de sus carteras de activos financieros y pasivos frente a las instituciones de crédito registraron una evolución muy diferente a la de las familias.

En 1999, las empresas no financieras obtuvieron unas rentas netas por intereses —en sus operaciones con las instituciones de crédito— que, comparadas con las que hubieran obtenido con los saldos y los tipos de interés vigentes en el cuarto trimestre de 1995, supusieron un aumento del 4,3 % de su excedente bruto de explotación (EBE) (véase gráfico 4). En concreto, en 1999 el efecto de la *variación de tipos de interés* sobre los niveles de finales de 1995 supuso unos menores pagos por intereses de los pasivos (unos mayores ingresos netos) del orden del 9,4 % del EBE. Como consecuencia de los crecientes niveles de endeudamiento asumidos desde 1995, el denominado efecto *por variación de saldos* ha sido creciente durante todo el período (en 1999 supuso un aumento de los pagos, respecto del escenario de refe-

(4) En concreto, parece razonable suponer que los hogares relativamente «más jóvenes» poseen una mayor propensión media a consumir sobre su renta disponible que aquellos «menos jóvenes», en la medida en que los primeros tienen que afrontar unos gastos de consumo de bienes duraderos y para la adquisición de vivienda relativamente mayores que estos últimos, y, para financiarlos, deben acudir significativamente al endeudamiento.



rencia de finales de 1995, equivalente al 3,3 % del EBE de 1999), aunque, como se ha señalado también en el caso de las familias, solo ha compensado parcialmente el efecto positivo sobre las rentas netas derivado de la *variación de los tipos de interés*.

Debe, sin embargo, llamarse la atención sobre el hecho de que las ganancias netas totales de renta derivadas de los créditos aumentaron considerablemente en 1997 y que, desde entonces, los incrementos sucesivos han sido de mucha menor cuantía, en la medida en que el denominado efecto *por variación de saldo* ha ido creciendo progresivamente. En este sentido, en el futuro inmediato cabría esperar que, debido a los aumentos que se vienen observando en los tipos de interés de los créditos desde mediados de 1999, el ahorro de rentas acumulado *por variación de tipos* desde 1995 debería disminuir. Igualmente, y siguiendo la tendencia observada, los efectos derivados de los elevados crecimientos de los saldos de crédito tendrían, como resultado previsible, un aumento de los pagos por la vía de la *variación de saldo*. La suma de ambos efectos debería tender a reducir de una forma significativa el ahorro empresarial por intereses pagados y, probablemente también, a reducir los incentivos a pedir prestado a tasas de crecimiento tan elevadas como las que se han venido observando, y que, entre 1995 y 1999, supusieron un aumento acumulado del endeudamiento bancario superior al 50 %.

5. CONSIDERACIONES FINALES

Los incentivos que introducen las variaciones de las condiciones financieras para gastar o ahorrar (el denominado *efecto sustitución*) siempre discurren en un sentido favorable para la transmisión de la política monetaria, en la medida en que tipos de interés más bajos, inducidos por una política monetaria expansiva, fomentan el gasto presente y desaniman el ahorro, y viceversa. Asimismo, el impacto de los tipos de interés sobre el precio de los activos financieros suele contribuir a la transmisión de los impulsos monetarios, puesto que tipos de interés más reducidos aumentan el atractivo de la renta fija y variable, con lo que los precios de estos activos y el valor de la riqueza financiera de los agentes se incrementan (lo que representa el llamado *efecto riqueza*). Las variaciones de los tipos de interés también afectan a las rentas que los agentes obtienen y pagan por sus activos financieros y pasivos. Sin embargo, en este caso, no es posible establecer *a priori* si el impacto de esos cambios favorece la transmisión de la política monetaria, pues esto depende, entre otros factores, del saldo finan-

ciero inicial de cada agente. En este artículo se ha evaluado este último tipo de efectos y su contribución a la transmisión de la política monetaria.

El proceso de descenso de los tipos de interés que comenzó en la mayor parte de los instrumentos financieros en la segunda parte del año 1995, y que se extendió hasta mediados de 1999, ha tenido efectos importantes sobre la estructura de los flujos intersectoriales de rentas por intereses. En el conjunto del período 1996-1999, los sectores que presentan una posición de endeudamiento neto, como las empresas no financieras, se han visto claramente beneficiados por el curso de los tipos de interés, experimentando descensos intensos en el volumen total de rentas netas pagadas, a pesar, incluso, del fuerte aumento de los niveles de endeudamiento que han ido asumiendo. Los sectores con una posición financiera acreedora —como las familias y las instituciones de crédito— han sido la contrapartida de aquellos, y sus rentas totales por intereses han registrado descensos considerables.

En el caso de las empresas no financieras, la evolución de los tipos de interés ha generado unos flujos de rentas con un efecto expansivo muy relevante, puesto que los menores costes financieros netos han permitido desarrollar nuevos proyectos de inversión productiva y de inversión directa en el exterior, en un entorno en que el rendimiento de la actividad empresarial ha sido creciente. Por su parte, el ahorro de rentas pagadas por intereses que ha experimentado el sector de AAPP no ha tenido, por sí mismo, un efecto expansivo sobre la demanda, en la medida en que ese ahorro se ha destinado, principalmente, a la reducción del déficit público y no al aumento de otras partidas de gasto. Además, de manera indirecta, esta utilización conservadora de los menores pagos por intereses ha podido realimentar el proceso de saneamiento presupuestario, en la medida en que la reducción del déficit público ha aliviado la presión de las finanzas públicas sobre los mercados de capitales e incentivado la disminución de los tipos de interés a largo plazo.

Por último, son las familias las que han registrado una caída en sus rentas recibidas por intereses y, por tanto, las que han podido experimentar un *efecto renta* contractivo derivado del descenso de tipos de interés. A este respecto, hay que hacer algunas consideraciones. En primer lugar, en el caso de las familias, el *efecto composición* resulta muy relevante, puesto que las familias que poseen activos financieros pueden ser distintas y mantener un comportamiento muy diferente del de las familias que están endeudadas. Así, es razonable pensar que las familias con una posición financiera acreedora tienen una propensión media a consumir, sobre su renta bruta disponible, inferior a la de las familias más endeudadas, de forma que, aunque se haya reducido la renta por intereses del conjunto de las familias, es posible que el impacto de la caída de los tipos de interés sobre el gasto nominal no haya sido, en su conjunto, contractual. En segundo lugar, en los últimos años las familias han invertido de modo muy significativo en activos financieros que no devengan intereses, como las acciones o las participaciones en fondos de inversión, pero que se han visto muy beneficiados por una fuerte revalorización, como consecuencia directa de los descensos de los tipos de interés. Es difícil cuantificar el impacto expansivo del aumento de la riqueza financiera sobre las decisiones de gasto, pero en cualquier caso ha tenido que compensar, al menos parcialmente, el efecto derivado de las menores rentas por intereses. Finalmente, los menores ingresos por intereses recibidos por las familias se han generado en un período en el que otras rentas mucho más significativas, como las procedentes del trabajo, se han expandido notablemente como consecuencia del fuerte crecimiento del empleo y de la menor presión fiscal. En este sentido, parece razonable confiar en que el posible efecto contractual sobre la demanda derivado de la menor renta disponible de las familias por la caída de los tipos de interés haya sido pequeño y, probablemente, más que compensado por los otros efectos favorables antes mencionados, en vista del dinamismo observado en el consumo en todos estos años.

24.2.2000.