

En este recuadro se analiza el impacto que una hipotética subida de los tipos de interés de mercado tendría sobre las rentas de las AAPP, las sociedades no financieras (SNF) y los hogares españoles¹. Para ello se considera un horizonte de tres años (2018-2020), partiendo de los datos observados hasta marzo de 2018, y se evalúan un escenario base y otros tres alternativos, que incluyen diversas situaciones hipotéticas de aumentos de los tipos de interés. En los ejercicios se considera el impacto tanto sobre los ingresos por intereses como sobre los pagos por el mismo concepto asociados, respectivamente, a los activos financieros y a los pasivos de los distintos sectores.

El escenario base contempla una subida gradual y moderada de los tipos de interés de mercado conforme a las expectativas im-

plicitas en las curvas de rentabilidad. Este marco coincide con las proyecciones centrales del último escenario macroeconómico publicado por el Banco de España². Los escenarios alternativos contemplan aumentos en los tipos de interés de mercado, a título meramente ilustrativo, de 100 puntos básicos (pb) por encima de los niveles del escenario central. En el primer escenario alternativo, la subida se limita a las rentabilidades hasta un plazo de un año; en el segundo, al tramo medio y largo de la curva; y el tercero considera un desplazamiento al alza toda la curva de tipos de interés. Con el fin de simplificar el ejercicio, en estos tres escenarios se supone que las variables macrofinancieras, como

1 Este recuadro es una actualización del recuadro 1.3 del *Informe Anual, 2016*, del Banco de España.

2 Véanse las «Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2018-2020): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de junio de 2018».

Gráfico 1
AAPP. CARGA NETA (a)

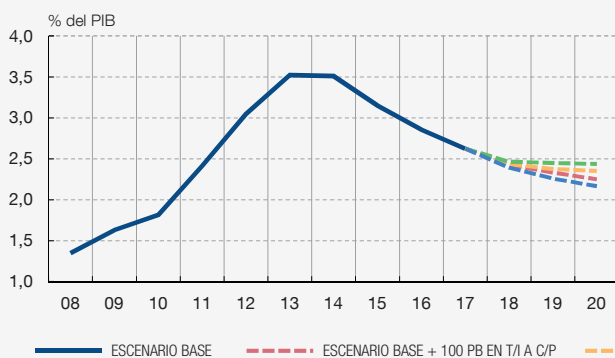


Gráfico 2
SOCIEDADES NO FINANCIERAS. CARGA NETA (a)

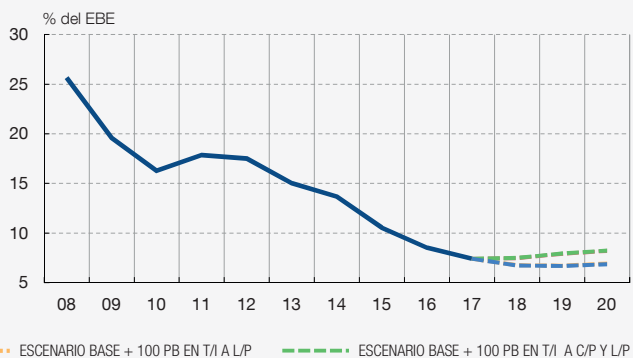


Gráfico 3
HOGARES. CARGA NETA (a)

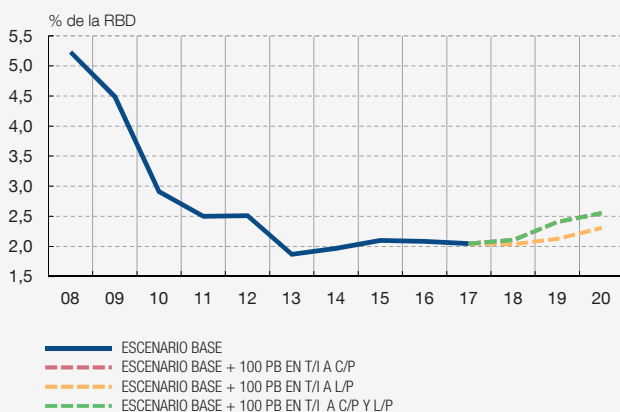
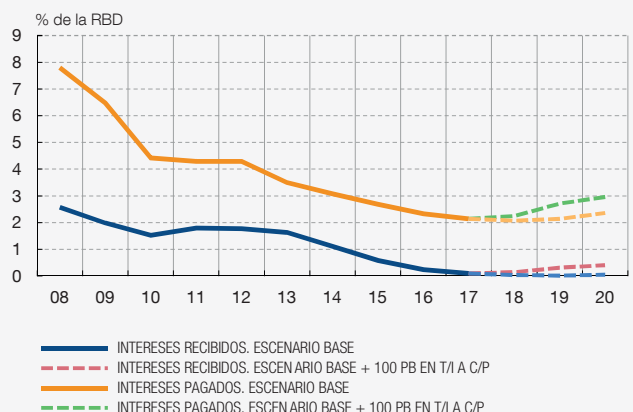


Gráfico 4
HOGARES. GASTOS E INGRESOS FINANCIEROS



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Intereses pagados por financiación recibida menos los cobrados por depósitos.

el PIB y el volumen de deudas o de activos, no se ven afectadas por la perturbación en los tipos de interés, de manera que los niveles de estas variables se mantienen en los mismos valores del escenario central.

Para simular el impacto que los incrementos en los tipos de interés de mercado tendrían sobre las rentas de los agentes económicos, se ha estimado la evolución de las variables fundamentales a lo largo del horizonte de previsión bajo los distintos escenarios contemplados. Así, por un lado, se han estimado los saldos de determinadas partidas de activos financieros —depósitos a la vista y a plazo— y de pasivos —crédito y valores de renta fija— y, por otro lado, los tipos de interés vinculados a estos instrumentos. En concreto, para determinar el impacto sobre la remuneración media de los depósitos y el coste de los saldos de crédito de los hogares y las empresas, se han utilizado ecuaciones estimadas con información histórica que miden la traslación habitual desde los tipos de mercado a estas rentabilidades. En el caso de las emisiones de deuda de las AAPP y las empresas, se han tenido en cuenta el calendario de vencimientos de la deuda viva y las necesidades futuras de financiación. Asimismo, se ha supuesto que, en las nuevas emisiones, la proporción entre valores a corto y a largo plazo será la misma que el Tesoro fijó para el año 2018, en el caso de las AAPP, y la observada en marzo de 2018, en el de las SNF.

En los gráficos 1 a 3 se presentan los resultados de las simulaciones para cada uno de los tres sectores analizados. En el caso de las AAPP, dado el predominio de la financiación a largo plazo y a tipo fijo, el impacto del aumento de los tipos de interés en la carga financiera neta (diferencia entre los pagos y los ingresos por intereses) es gradual y, comparativamente, más acusado cuando la subida se concentra en el tramo largo de la curva. La elevada inercia de los pagos por intereses en este sector, vinculada con el largo plazo de los pasivos contraídos, hace que la carga financiera neta no aumente a lo largo del horizonte de tres años simulado bajo un escenario de incremento moderado de los tipos de interés como el contemplado bajo el escenario base, y que tampoco lo haga en los escenarios alternativos. En cuanto al efecto de las perturbaciones, los resultados de las simulaciones muestran que un incremento de 100 pb en los tipos de interés a corto plazo se traduciría en una carga financiera neta que, al final del horizonte de previsión (finales de 2020), sería 0,1 puntos porcentuales (pp) más elevada en relación con el PIB que en el escenario base, mientras que un aumento de la misma cuantía en los tipos de interés a largo plazo implicaría un aumento de aquella de 0,2 pp. En un escenario en el que ambos tipos se incrementaran simultáneamente, los pagos netos por intereses de las AAPP se elevarían en 0,3 pp del PIB en comparación con el escenario base. Estos efectos son sustancialmente mayores que los que se estimaban hace unos años, con anterioridad al notable aumento registrado por el endeudamiento de las AAPP, que ha acrecentado la sensibilidad del saldo a las variaciones en los

tipos de interés. El tamaño del efecto es relevante, en la medida en que, como se puso de manifiesto con ocasión de la publicación de las proyecciones más recientes del Banco de España³, la intensidad prevista del proceso de consolidación presupuestaria a lo largo del período 2018-2020 es, dado el favorable contexto cíclico esperado, modesta.

Por su parte, como se observa en el gráfico 2, la carga financiera neta del sector empresarial es más sensible a incrementos en el tramo corto de la curva de rentabilidades, lo que refleja el predominio de financiación con vencimiento próximo y a tipo variable. Esta misma característica hace que la traslación de los movimientos en los tipos de interés del mercado a los costes medios de los saldos se produzca de manera más rápida que en el caso de las AAPP. Incluso en el escenario base, que, como se ha señalado, contempla aumentos moderados y graduales en los tipos de interés, la carga financiera neta se acabaría situando por encima del nivel registrado en marzo de 2018, lo que indica que el margen de bajada de los costes medios de financiación ya se habría agotado. Las simulaciones muestran que una subida de 100 pb en los tipos de interés de corto plazo daría lugar a un incremento en la carga financiera neta del sector de 1,4 pp en relación con su excedente bruto de explotación (EBE) al final del horizonte de previsión, en comparación con el escenario base. En el caso de una subida de los tipos de interés a largo plazo, la carga financiera neta apenas se incrementaría en 5 pb. Combinando las dos perturbaciones, el impacto neto sería algo inferior a 1,5 pp (esto es, aproximadamente, un 0,35 % del PIB). Estos efectos son cuantitativamente elevados, pero más moderados que los que se estimaban justo antes de la última crisis, como consecuencia del notable desendeudamiento de este sector durante los últimos años.

Por último, en el caso de las familias, dados el predominio de la financiación a tipo de interés variable y la duración corta de los depósitos, los gastos e ingresos financieros están fundamentalmente ligados a las variaciones en los tipos de interés de corto plazo y son prácticamente insensibles a los cambios en el tramo largo de la curva de rentabilidades. Concretamente, el impacto asociado a una subida de 100 pb en los tipos de interés a corto plazo sobre los pagos por los intereses de las deudas contraídas se estima en 0,6 pp de la renta bruta disponible (RBD) al final del horizonte considerado (véase gráfico 3). El impacto en términos netos es más moderado: de algo menos de 0,2 pp de la RBD, ya que, para el conjunto del sector, los mayores pagos por los intereses de las deudas contraídas se ven en gran parte compensados por el aumento de la remuneración de los depósitos del sector (casi 0,5 pp de la RBD) (véase

3 «Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2018-2020): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de junio de 2018».

gráfico 4). Al igual que en el caso de las empresas, se observa cómo, incluso en el escenario que contempla una subida gradual y moderada de los tipos de interés (escenario base), tanto la carga financiera bruta como la neta tienden a elevarse a lo largo del horizonte de previsión, lo que sugiere que el recorrido a la baja de estas dos variables ya se habría agotado. Por otra parte, de nuevo de forma similar a lo que ocurría con las empresas, el notable endeudamiento de las familias durante los últimos años, junto con la trayectoria creciente de sus depósitos, ha contribuido a que se modere sustancialmente el efecto renta negativo asociado a aumentos en los tipos de interés.

En conclusión, los resultados de este recuadro muestran en qué medida se verían negativamente afectadas por incrementos en los tipos de interés las rentas de los tres sectores considerados, siendo el efecto diferente para cada uno de ellos. En el caso de las AAPP, el impacto es comparativamente más lento y se produce fundamentalmente como consecuencia de incrementos en las rentabilidades a medio y a largo plazo. Por el contrario, para las familias y las empresas los efectos son mucho más rápidos y tienen lugar principalmente a causa de la elevación de los tipos de interés de corto plazo. Entre estos dos sectores, el que se vería comparativamente más afectado por estas perturbaciones sería el empresarial, dado su mayor endeudamiento neto.