

Economía Española

EL AHORRO EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA: EVOLUCIÓN RECIENTE Y PERSPECTIVAS

Ángel Laborda (*)

1. INTRODUCCIÓN

Desde 2001 la economía española atraviesa por un período de bajo crecimiento, que parece tocó fondo en 2002. La desaceleración ha sido, sin embargo, mucho menor que en otros ciclos anteriores y que la observada por las grandes economías europeas, si bien, la recuperación también está siendo menos intensa y cuajada de incertidumbres. Este contexto, aunque positivo en términos del empleo y de las rentas, no ha sido especialmente favorable para el ahorro, pues el mantenimiento de un ritmo de crecimiento del PIB relativamente elevado ha descansado fundamentalmente en un avance del gasto de los hogares en consumo y compra de viviendas más rápido que el de su renta disponible. El ahorro privado, como porcentaje del PIB, ha seguido cayendo y el endeudamiento, aumentando, en contra de lo que suele ser habitual en las fases bajas del ciclo, que se caracterizan por los ajustes que llevan a cabo los agentes económicos en sus posiciones financieras. No obstante, el ahorro total nacional, gracias a que el ahorro público ha seguido aumentando, se ha mantenido prácticamente estable, si bien, sigue siendo insuficiente para financiar una inversión que empieza a despegar, lo que origina necesidades crecientes de apelar al ahorro externo. Todo esto condiciona de forma importante la consolidación de la recuperación y la vuelta a una etapa de expansión, ya que la misma se asienta en la capacidad que tengan los agentes económicos de mantener o incluso aumentar sus niveles de

deuda y esto, a su vez, en el mantenimiento de tipos de interés bajos y de la tendencia creciente del valor de su patrimonio, todo lo cual parece hoy bastante problemático.

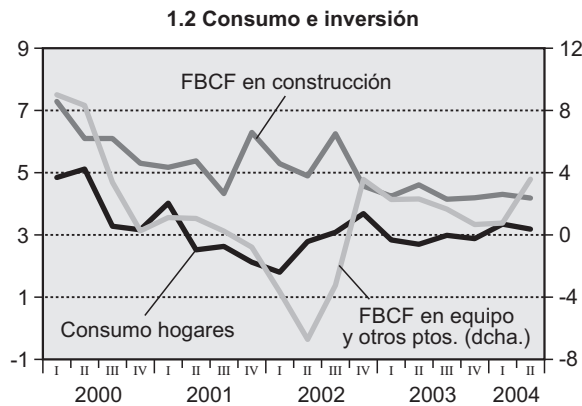
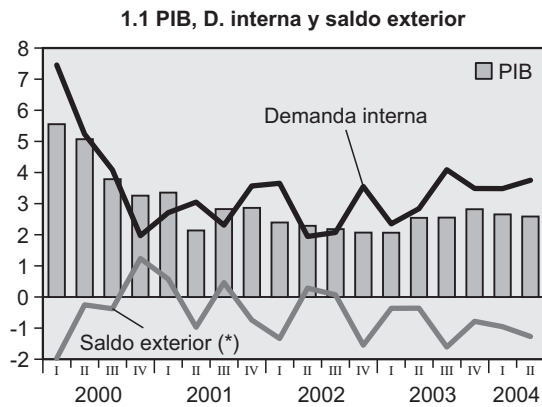
El propósito de este artículo es analizar las tendencias recientes del ahorro en España y exponer las previsiones para el año actual y el próximo. En este sentido, intenta ser una revisión a la coyuntura desde el punto de vista de la formación de las rentas de los agentes económicos y de las variaciones patrimoniales netas debidas al ahorro, lo cual es fundamental para poder prever sus posibles planes de gasto en años futuros. Tras esta introducción, se comenta brevemente el contexto macroeconómico en el que se enmarca la formación del ahorro. En el tercer apartado se analiza la formación del ahorro y las necesidades de financiación del conjunto de la economía española. El cuarto se centra en el ahorro privado, con dos subapartados dedicados, respectivamente, al sector de los hogares y al de las sociedades no financieras. Por último, en el quinto se analizan el ahorro y las necesidades financieras del sector público.

2. CONTEXTO ECONÓMICO: TENDENCIAS RECIENTES Y PERSPECTIVAS A CORTO PLAZO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Tras dos años de desaceleración, la economía española inició en 2003 una nueva fase alcista que llevó el crecimiento medio anual del PIB hasta el

2,5 por 100, tres décimas porcentuales más que en el año anterior. No obstante, los datos trimestrales ponen de manifiesto que esta nueva tendencia al alza se ha detenido en el primer semestre del año actual (véase gráfico 1), lo que levanta dudas sobre su fortaleza y continuidad a corto plazo.

GRÁFICO 1
PIB Y COMPONENTES DE LA DEMANDA
Variación interanual en porcentaje. Series cve



(*) Contribución al crecimiento del PIB.
Fuente: INE.

Analizando el crecimiento del PIB durante 2003 por componentes de la demanda (cuadro 1), se observa que la recuperación comentada provino enteramente de la demanda interna, mientras que el saldo exterior acentuó su contribución negativa, como ya lo hiciera en 2002, lo que derivó en un aumento del déficit por cuenta corriente hasta el 3,3 por 100 del PIB. Las exportaciones de bienes sólo reaccionaron tímidamente a la recuperación del comercio internacional y las de servicios acusaron el debilitamiento de la demanda turística exterior. Las importaciones, por su parte, aceleraron en mayor medida su avance, al compás del fortalecimiento de la demanda interna. Este comportamiento del sector exterior es una novedad en el patrón de comportamiento cíclico de la economía española, dado que en las fases de recesión o desaceleración se tendía a corregir el desequilibrio exterior generado en las fases de expansión, al tiempo que la demanda externa se erigía como el motor más importante de la recuperación.

La explicación de esta "anomalía" cíclica reside, por un lado, en los estímulos de la política fiscal (reducción del IRPF y fuertes aumentos de los gastos en consumo e inversión públicos) y, por otro, en la ausencia de una política monetaria adecuada a las necesidades coyunturales de la economía española, una vez que ésta se integró en la UEM. Con la adopción del euro se ha levantado una de las restricciones que históricamente acababan por frenar su crecimiento, el déficit de balanza de pagos por cuenta corriente, o dicho de otra manera, su insuficiencia crónica de ahorro para financiar el gasto interno en inversión. La consecuencia de este *shock* monetario ha sido un desplazamiento de los niveles de riesgo y endeudamiento permitidos a los agentes económicos españoles, evitando la necesidad de ajustes, lo que ha permitido que la demanda interna siguiese manteniendo un ritmo de avance más rápido que el de las rentas durante toda la fase de desaceleración económica.

La aceleración de la demanda interna estuvo inducida por la de la inversión en capital fijo, ya que el consumo final nacional mantuvo el ritmo del año anterior, un 3,1 por 100. La formación bruta de capital fijo (FBCF) en construcción prosiguió su lenta desaceleración, pero manteniendo una tasa del 4,3 por 100, la más elevada de la demanda interna. A ello contribuyó tanto el gasto en vivienda como en obra civil. La FBCF en equipo y otros productos registró una recuperación modesta, pero significativa, tras su caída en el año anterior. En definitiva, el crecimiento estuvo basado en el consumo y la cons-

CUADRO 1
PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA, 2004-2005
Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	CONTABILIDAD NACIONAL		PREVISIONES FUNCAS		VARIACIÓN RESPECTO A PREVISIONES ANTERIORES (1)	
	2002	2003	2004	2005	2004	2005
I. PIB Y AGREGADOS, precios constantes:						
Consumo final hogares e ISFLSH	2,9	2,9	3,2	2,8	-0,2	-0,5
Consumo final administraciones públicas	4,1	3,9	4,3	4,1	-0,2	-0,1
Formación bruta de capital fijo	1,7	3,2	4,2	4,5	0,2	0,2
— Construcción	5,2	4,3	4,2	3,1	0,7	0,7
— Equipo y otros productos	-2,6	1,7	4,2	6,3	-0,5	-0,5
Demanda nacional	2,8	3,2	3,9	3,4	-0,1	-0,3
Exportación bienes y servicios	1,2	2,6	4,4	6,5	0,0	-0,7
Importación bienes y servicios	3,1	4,8	8,1	7,9	0,6	-0,3
Saldo exterior (contrib. al crec. del PIB)	-0,6	-0,8	-1,4	-0,8	-0,2	-0,1
PIB, pm	2,2	2,5	2,6	2,8	-0,3	-0,4
PIB precios corrientes: — Millardos de euros	698,6	744,8	793,0	843,9	—	—
— Porcentaje de variación	6,8	6,6	6,5	6,4	-0,3	-0,5
II. INFLACIÓN, EMPLEO Y PARO:						
Deflactor del PIB	4,5	4,0	3,8	3,5	0,0	-0,1
IPC (media anual)	3,5	3,0	3,0	2,8	-0,1	-0,1
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	1,7	1,8	1,9	1,9	-0,2	-0,3
Productividad por p.t.e.t.c.	0,5	0,7	0,7	0,9	-0,1	-0,1
Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.)	4,3	4,2	3,8	4,1	0,1	0,0
Coste laboral por unidad producida (CLU)	3,7	3,5	3,1	3,2	0,2	0,1
Tasa de paro (EPA)	11,4	11,3	11,2	11,0	0,1	0,2
III. EQUILIBRIOS FINANCIEROS (porcentaje del PIB):						
Tasa de ahorro nacional	22,8	22,6	22,9	23,0	0,0	-0,1
— del cual, ahorro privado	18,6	18,3	18,9	19,1	0,0	0,2
Tasa de inversión nacional	25,5	26,0	27,1	27,6	0,3	0,6
— de la cual, inversión privada	22,1	22,5	23,6	24,1	0,2	0,6
Saldo cta. cte. frente al resto del mundo	-2,7	-3,3	-4,2	-4,6	-0,2	-0,6
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-1,6	-2,1	-3,0	-3,5	-0,1	-0,5
— Sector privado	-1,6	-2,5	-2,4	-3,3	0,5	-0,2
— Sector público (déficit AA.PP.)	0,0	0,4	-0,6	-0,2	-0,6	-0,3
Deuda pública bruta	54,4	50,7	49,0	46,9	0,7	1,1

(1) Variación en puntos porcentuales entre las previsiones actuales y las publicadas en "Cuadernos" núm. 181, julio-agosto 2004.

Fuentes: 2002-2003: INE, IGAE y BE. Previsiones 2004-2005: FUNCAS.

trucción de viviendas y obra pública, lo que impidió que se corrigieran los dos desequilibrios de la economía española que arrastra desde 1999 y que acabarán por mermar su crecimiento a medio y largo plazo: la inflación y la escasez de ahorro privado.

Como puede observarse en el gráfico 1, las tendencias descritas para 2003 se acentúan durante el primer semestre del año en curso: el consumo y la FBCF, y con ellos la demanda interna en su conjunto, aceleran suavemente su ritmo de avance, pero el saldo exterior deviene más negativo, hasta el punto de provocar un ligero retroceso en las

tasas interanuales del PIB (del 2,8 por 100 en el cuarto trimestre de 2003 al 2,6 por 100 en el segundo de 2004). Las exportaciones también se recuperan, pero en menor medida que las importaciones y que el comercio internacional, lo que significa que la economía española pierde cuota de mercado interno y también externo. El deterioro del sector exterior se explica, sin duda, por factores coyunturales —el efecto renta derivado del mayor crecimiento de la demanda interna española en relación a la de los socios comerciales más importantes (Europa) y el efecto precio derivado de la apreciación del euro—, pero también por factores

estructurales, como la pérdida de competitividad acumulada tras años con un diferencial importante de inflación de costes y la aparición de los países emergentes en el Este de Europa y Asia. Esto último se está plasmando en una progresiva deslocalización de actividades productivas y en una disminución de la capacidad de atracción de inversión directa, lo que a la larga conlleva una disminución del potencial de crecimiento si no se ve contrarrestado con reformas estructurales y cambios en el sistema productivo.

Estos factores son los que explican el comportamiento de los distintos sectores productivos, pues si bien la industria registra una cierta recuperación, ésta es muy modesta e inferior a lo que era usual en fases cíclicas anteriores similares, lo que se traduce en un ajuste a la baja en el empleo del sector. El patrón de crecimiento está favoreciendo sobre todo a la construcción y a los servicios ligados al consumo, sectores en los que el empleo avanza a fuerte ritmo. En conjunto, el empleo siguió durante 2003 la misma senda de recuperación que el PIB, pero, al igual que éste, muestra una ligera desaceleración en el primer semestre de éste año.

Durante el tercer trimestre los indicadores, todavía incompletos, no dan muestras de que el crecimiento del PIB haya retomado su tendencia alcista. La construcción de vivienda sigue boyante, pero la obra civil acusa el ciclo electoral, y el consumo parece moderarse. El único componente de la demanda interna que parece continuar la recuperación es la inversión en equipo. También las exportaciones mostraron en julio un notable repunte, pero sin que ello se traduzca en una mejora en la contribución del sector exterior, dado que lo mismo hicieron las importaciones. El crecimiento medio de julio y agosto de la producción industrial (1,6 por 100) es casi un punto porcentual inferior al del segundo trimestre. Los indicadores de confianza, tanto en el ámbito de los consumidores como de los empresarios, no mejoran y algunos se han deteriorado. El crecimiento medio trimestral de los afiliados a la Seguridad Social es similar al del trimestre anterior. Todo ello lleva a la conclusión de que el ritmo anual de crecimiento del PIB se habrá situado en el tercer trimestre del año en torno al 2,5 por 100.

Las tendencias no deberían cambiar mucho en el cuarto trimestre. El único sector que podría modificar positivamente el panorama sería el exterior, pero no parece que la demanda interna de las economías europeas esté fortaleciéndose para arrastrar suficientemente a las exportaciones españo-

las, de modo que es previsible que el PIB repita la misma tasa del 2,5 por 100. Con ello, y partiendo de las estimaciones oficiales para el primer semestre, la previsión de crecimiento medio anual del PIB puede fijarse en un 2,6 por 100. En el cuadro 1 se desglosa la composición de este crecimiento, destacando la contribución de la demanda interna en unos cuatro puntos porcentuales y la detracción del saldo exterior de 1,4 puntos.

Para 2005 se prevé que el gasto de las familias en consumo y vivienda se desacelere. Por un lado, gran parte de los estímulos que beneficiaron al consumo en 2003 y 2004 (rebajas de impuestos y tipos de interés) irán desapareciendo y, por otro, el aumento de las cargas financieras, asociado al elevado nivel de endeudamiento, y la pérdida de renta real provocada por la subida del precio del petróleo afectarán a la capacidad de gasto de las familias. La inversión empresarial debería continuar su trayectoria alcista, pero moderadamente. Por tanto, la recuperación de tasas crecientes del PIB debería venir de una mejora del sector exterior, si el gasto interno de las economías europeas repunta. En todo caso, la aceleración del PIB difícilmente tendrá la fuerza suficiente para alcanzar el crecimiento medio anual del 3 por 100 que ha previsto el Gobierno en el proyecto de Presupuestos. Nuestra previsión se queda en un 2,8 por 100, decantándose los riesgos más bien a la baja (1).

Bajo estas premisas, no es previsible que el empleo acelere su ritmo actual, especialmente si el crecimiento de la oferta se apoya más en el sector industrial y menos en la construcción, por lo que se prevé el mismo crecimiento que en 2004, un 1,9 por 100. Con ello, la tasa de paro sólo disminuiría marginalmente, situándose en torno al 11 por 100 de la población activa, tres décimas porcentuales por debajo de la de 2003.

En cuanto a la inflación, su trayectoria descendente a lo largo de 2003 y primer trimestre de 2004 se invirtió bruscamente a partir de abril, condicionada por la escalada de los precios del petróleo. El avance del IPC de septiembre situaba la tasa interanual en el 3,1 por 100, cuarto décimas menos que en junio, y la previsión para diciembre es del 3,3 por 100. La media anual de 2004 se situará en torno al 3 por 100, igual que en el año anterior. Las previsiones para 2005 vuelven a estar condicionadas por el precio del petróleo. Bajo la hipótesis de que éste se mantenga en torno a los 45 dólares el barril en lo que resta de este año y que el próximo descienda progresivamente hasta unos 35 dólares,

la tasa anual del IPC registraría una reducción importante a partir del segundo trimestre, para acabar el año en torno al 2,5 por 100 y la tasa media anual en el 2,8 por 100 (2).

3. AHORRO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

La evolución del ahorro nacional durante 2003 no fue positiva en líneas generales, al disminuir algo más de una décima porcentual del PIB respecto al año anterior y situarse en el 22,6 por 100 (cuadro 2), si bien puede hablarse, con más propiedad, de una estabilización, dada la escasa variación y la provisionalidad de las cifras contables. Dado que la tasa de inversión nacional aumentó cinco décimas, el déficit por operaciones corrientes se amplió en seis décimas de PIB, al 3,3 por 100. De esta cifra, 1,2 puntos porcentuales del PIB fue cubierta por las entradas netas de transferen-

cias de capital, con lo que la necesidad de financiación frente al resto del mundo se situó en el 2,1 por 100 del PIB, medio punto más que en 2002. Según la información aportada por la Balanza de Pagos, la necesidad de financiación, más la adquisición neta de activos financieros en el exterior (14,3 por 100 del PIB), se cubrieron, en primer lugar, por entradas de capital en concepto de préstamos y depósitos (aproximadamente la mitad), en segundo lugar, por inversiones en cartera (una tercera parte) y el resto, por inversiones directas, destacando los fuertes aumentos respecto al año anterior de las dos primeras fuentes de financiación y la fuerte caída (40 por 100) de las inversiones directas. Esta caída se enmarca en un contexto de contracción de la inversión extranjera directa a nivel internacional, con la excepción de los flujos a los EE.UU. y a las economías asiáticas, pero también es un signo de la pérdida de capacidad de atracción de inversión por parte de la economía española.

CUADRO 2
AHORRO Y CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN. TOTAL Y POR SECTORES INSTITUCIONALES
Porcentaje del PIB

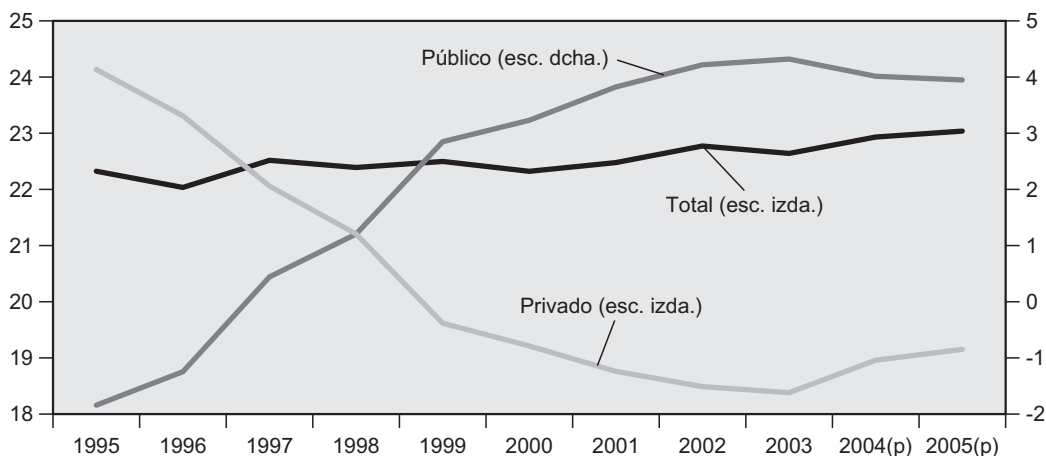
	AHORRO BRUTO						CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN						PIB Millardos euros
	Total nacional	AA.PP.	Sector privado			Discrep. estadíst. (a)	Total nacional	AA.PP.	Sector privado			Discrep. estadíst. (a)	
			Total	Hogares e IPSFL	Empresas				Total	Hogares e IPSFL	Empresas		
SEC-79:													
1985.....	20,6	0,3	20,4	7,2	13,2	0,0	1,4	-6,4	7,8	2,9	4,9	0,0	169,5
1986.....	21,6	-0,3	21,9	8,3	13,6	0,0	1,6	-5,7	7,3	3,9	3,4	0,0	194,3
1987.....	21,6	0,9	20,7	7,0	13,7	0,0	-0,1	-3,9	3,7	2,4	1,3	0,0	217,2
1988.....	22,6	1,9	20,7	7,3	13,4	0,0	-1,0	-3,4	2,4	2,0	0,4	0,0	241,4
1989.....	21,9	2,3	19,6	6,4	13,1	0,0	-3,0	-3,7	0,7	1,2	-0,5	0,0	270,7
1990.....	21,7	1,7	19,9	7,9	12,1	0,0	-3,5	-4,3	0,8	2,6	-1,8	0,0	301,4
1991.....	21,0	1,3	19,7	8,5	11,2	0,0	-3,1	-4,5	1,4	3,6	-2,3	0,0	330,1
1992.....	19,0	0,7	18,3	7,3	10,9	0,0	-3,0	-4,1	1,1	2,8	-1,7	0,0	355,2
1993.....	18,9	-1,7	20,6	9,6	11,0	0,0	-0,5	-7,0	6,6	5,4	1,1	0,0	366,3
1994.....	18,8	-1,6	20,3	7,5	12,8	0,0	-0,9	-6,4	5,5	3,3	2,2	0,0	389,5
1995.....	21,2	-2,4	23,7	9,2	14,5	0,0	1,1	-7,3	8,5	5,1	3,3	0,0	419,4
SEC-95:													
1995.....	22,3	-1,8	24,2	10,1	14,1	0,0	1,0	-6,6	7,7	5,4	2,3	0,0	437,8
1996.....	22,0	-1,2	23,3	9,9	13,4	0,0	1,2	-5,0	6,1	5,0	1,2	0,0	464,3
1997.....	22,5	0,4	22,1	9,1	12,9	0,0	1,5	-3,2	4,7	4,3	0,4	0,0	494,1
1998.....	22,4	1,2	21,2	8,2	13,0	0,0	0,2	-3,0	3,3	3,2	0,0	0,0	528,0
1999.....	22,5	2,9	19,6	7,4	12,2	0,0	-1,0	-1,2	0,2	2,0	-1,8	0,0	565,4
2000.....	22,3	3,2	19,2	7,1	12,1	-0,1	-2,5	-0,8	-1,7	1,3	-3,0	0,0	610,5
2001.....	22,5	3,8	18,7	6,7	12,1	-0,1	-2,2	-0,3	-2,0	0,6	-2,6	0,0	653,9
2002.....	22,8	4,2	18,5	6,8	11,7	0,1	-1,6	0,0	-1,6	0,8	-2,4	0,0	698,6
2003.....	22,6	4,3	18,4	6,8	11,5	-0,1	-2,1	0,3	-2,3	0,3	-2,6	-0,1	744,8
2004 (p)...	22,9	4,0	19,0	6,7	12,2	-0,1	-3,0	-0,6	-2,3	-0,2	-2,1	-0,1	793,0
2005 (p)...	23,0	3,9	19,1	6,9	12,2	-0,1	-3,5	-0,2	-3,2	0,0	-3,2	-0,1	843,9

(a) Discrepancia entre la estimación de la CNE de abril 2004 (de la que se toman las cifras de los sectores) y la revisión posterior de septiembre 2004 (de la que se toma sólo el total nacional, dado que esta estimación no incluye todavía las cuentas de los sectores).

(p) Previsión.

Fuentes: Hasta 2003, INE; para 2004-2005, previsiones propias.

GRÁFICO 2
AHORRO NACIONAL: TOTAL, PÚBLICO Y PRIVADO
 Porcentaje del PIB

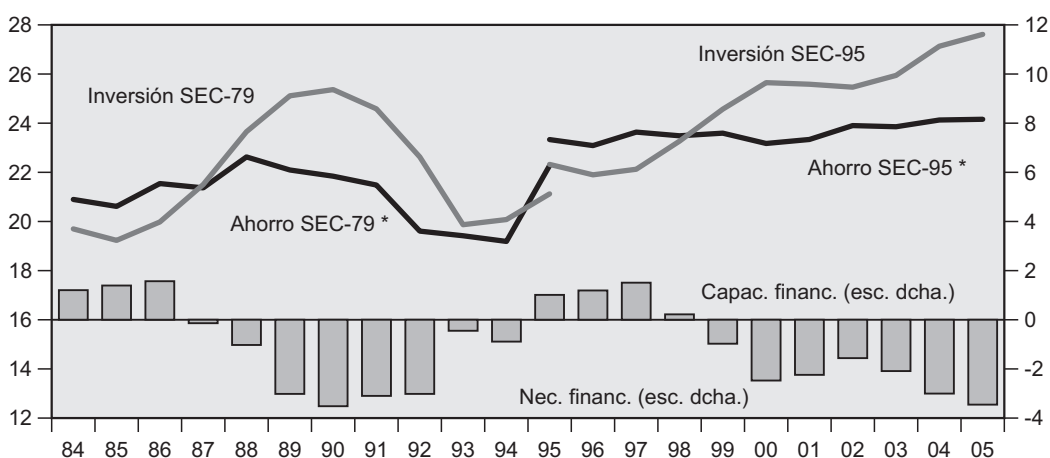


Fuente: Hasta 2003, INE; para 2004-2005, previsiones propias.

Como en años anteriores, la práctica estabilidad del ahorro nacional fue el resultado de evoluciones dispares en los ámbitos privado y público (gráfico 2 y cuadro 2). En el primer caso, se produjo un nuevo descenso, el octavo consecutivo desde 1995, que fue contrarrestado por el aumento del ahorro público. La evolución de éste se ha convertido, así, en una pieza clave para el mantenimiento de la tasa de ahorro nacional. Por otro

lado, el comportamiento del ahorro público explica otra de las características singulares de la evolución del ahorro en los últimos años en España: su insensibilidad cíclica. Hasta ahora, la tasa de ahorro se recuperaba en las etapas de expansión y disminuía en las de desaceleración o recesión. Así ocurrió en el ciclo de los años ochenta, como puede observarse en el gráfico 3. Sin embargo, en el último ciclo la tasa de ahorro se ha mantenido prácti-

GRÁFICO 3
AHORRO NACIONAL (*), INVERSIÓN Y CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN
 Porcentaje del PIB



(*) Incluye transferencias de capital netas del exterior.

Fuente: Hasta 2003, INE (CNE); para 2004-2005, previsiones propias.

camente estable, y ello se explica porque, si bien el ahorro privado ha mantenido sus pautas cíclicas históricas, el público no ha dejado de aumentar.

En el cuadro 3 se presentan las cifras básicas de la formación del ahorro nacional, que se obtiene por diferencia entre la renta nacional disponible (RNBD) y el consumo final nacional. A su vez, la RNBD viene dada por el PIB más los saldos de las operaciones de rentas y transferencias con el exterior. Durante 2003 el PIB aumentó un 6,6 por 100 en términos nominales (2,5 por 100 en términos reales y 4 por 100 los precios). El 49,8 por 100 del PIB (prácticamente la misma cifra que en el año anterior) se destinó a retribuir al factor trabajo, el 15,8 por 100 (dos décimas menos) fue a parar a las rentas mixtas, el 23,9 por 100 (casi tres décimas menos) al excedente

bruto y el 10,4 por 100 restante (cuatro décimas más) constituyó las rentas del sector público en concepto de impuestos sobre la producción netos de subvenciones. Si esta distribución funcional del PIB se hace bajo la hipótesis de tasa de asalarización constante, con el fin de eliminar los cambios espurios en la remuneración de los distintos factores productivos provocados por la conversión de numerosos empleos de autónomos y empresarios individuales en puestos de trabajo asalariados, observamos una nueva pérdida de peso de las remuneraciones salariales, lo que supone una redistribución importante y continuada de la renta a favor de las empresas y de los grupos sociales no asalariados, y explica en gran medida la buena situación financiera que siguen manteniendo las primeras durante la fase de desaceleración del crecimiento.

CUADRO 3
RENTA NACIONAL, CONSUMO, AHORRO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN FRENTE AL EXTERIOR

	MILLARDOS DE EUROS			VARIACIÓN ANUAL EN PORCENTAJE			PORCENTAJE DEL PIB		
	2003	2004 (p)	2005 (p)	2003	2004 (p)	2005 (p)	2003	2004 (p)	2005 (p)
1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO, pm	744,8	793,0	843,9	6,6	6,5	6,4	100,0	100,0	100,0
1.1. Remuneración de asalariados	370,9	392,5	417,4	6,7	5,8	6,3	49,8	49,5	49,5
1.2. Excedente bruto de explotación	178,2	191,7	205,0	5,5	7,6	6,9	23,9	24,2	24,3
1.3. Rentas mixtas	118,0	126,8	135,1	5,2	7,5	6,5	15,8	16,0	16,0
1.4. Impuestos producción e importación menos subvenciones	77,7	82,0	86,4	11,1	5,6	5,4	10,4	10,3	10,2
2. Rentas procedentes del resto del mundo, netas	-12,3	-12,5	-13,9	0,0	1,0	12,0	-1,7	-1,6	-1,7
3. PRODUCTO NACIONAL BRUTO, pm (1+2)	732,4	780,6	830,0	6,7	6,6	6,3	98,3	98,4	98,3
4. Transferencias corrientes del resto del mundo, netas (a)	0,0	2,5	2,5	—	—	—	0,0	0,3	0,3
5. RENTA NAC. BRUTA DISPONIBLE (3+4)	732,4	783,1	832,5	6,3	6,9	6,3	98,3	98,7	98,6
5.1. Pública	165,5	175,0	186,8	8,0	5,8	6,8	22,2	22,1	22,1
5.2. Privada	567,3	608,4	646,0	6,1	7,3	6,2	76,2	76,7	76,6
5.3. Discrepancia estadística (b)	-0,3	-0,4	-0,4	—	—	—	0,0	0,0	0,0
6. Consumo nacional	563,8	601,2	638,0	6,4	6,6	6,1	75,7	75,8	75,6
6.1. Público	133,3	143,2	153,5	7,7	7,4	7,2	17,9	18,1	18,2
6.2. Privado	430,4	457,9	484,4	6,2	6,4	5,8	57,8	57,7	57,4
6.3. Discrepancia estadística (b)	0,1	0,1	0,1	—	—	—	—	—	—
7. AHORRO NACIONAL BRUTO (5-6)	168,6	181,9	194,4	6,0	7,9	6,9	22,6	22,9	23,0
7.1. Público	32,2	31,8	33,3	9,2	-1,1	4,7	4,3	4,0	3,9
7.2. Privado	136,9	150,5	161,6	5,9	9,9	7,4	18,4	19,0	19,1
7.3. Discrepancia estadística (b)	-0,4	-0,5	-0,5	—	—	—	-0,1	-0,1	-0,1
8. Transferencias de capital del resto del mundo, netas	9,1	9,5	9,5	14,6	4,6	0,0	1,2	1,2	1,1
9. Recursos de capital (7+8)	177,7	191,4	203,9	6,4	7,7	6,6	23,9	24,1	24,2
10. FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL	193,3	215,2	233,1	8,6	11,4	8,3	26,0	27,1	27,6
11. CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN DE LA NACIÓN (9-10) = AHORRO FINANCIERO NETO	-15,6	-23,8	-29,1	42,5	53,3	22,3	-2,1	-3,0	-3,5
11.1. Pública	2,5	-4,7	-1,7	—	—	—	0,3	-0,6	-0,2
11.2. Privada	-17,3	-18,3	-26,7	52,6	6,1	45,5	-2,3	-2,3	-3,2
11.3. Discrepancia estadística (b)	-0,8	-0,8	-0,8	—	—	—	-0,1	-0,1	-0,1

(a) Incluye operaciones de seguro de accidentes con el resto del mundo.

(b) Discrepancia entre la estimación de la CNE de abril 2004 (de la que se toman las cifras de los sectores) y la revisión posterior de septiembre 2004 (de la que se toma sólo el total nacional, dado que esta estimación no incluye todavía las cuentas de los sectores).

(p) Previsión.

Fuentes: Para 2003, INE (Contabilidad Nacional de España); para 2004-2005, previsiones propias.

El juego de las rentas y transferencias del exterior fue desfavorable a la economía española durante 2003. Como consecuencia, el aumento de la RNBD fue inferior en tres décimas porcentuales al del PIB, desglosándose el mismo entre un 8,0 por 100 para el sector público y un 6,1 por 100 para el sector privado. Esta distribución favorable al sector público repite la tendencia observada desde 1996 y es una de las claves que subyacen en el saneamiento financiero del mismo. Del total de la RNBD, el 77 por 100 fue destinado al consumo final nacional (privado y público), y el resto (23 por 100) constituyó el ahorro. Como se observa en el cuadro 3, el aumento de éste fue del 6 por 100, ascendiendo a 168,6 millardos de euros.

Las transferencias de capital del exterior netas, que complementan de forma importante desde 1995 (cuando se ponen en marcha los fondos estructurales de la UE) los recursos de capital generados por la economía española, también aumentaron notablemente en 2003, alcanzando un 1,2 por 100 del PIB, una décima más que en el año anterior. Con ello, los recursos totales de capital (ahorro más transferencias de capital netas) crecieron un 6,4 por 100, alcanzando la cifra de 177,7 millardos de euros. Frente a esta cifra, la formación bruta de capital (FBC) se elevó a 193,3 millardos, deduciéndose un saldo negativo o necesidad de financiación de 15,6 millardos, un 2,1 por 100 del PIB. El crecimiento de la FBC (un 8,6 por 100 en términos nominales) se aceleró, después de dos años de moderación, aumentando su peso en el PIB medio punto porcentual, si bien ello corrió a cargo enteramente de la FBC en construcción, mientras que la FBCF en equipo siguió retrocediendo.

En el cuadro 3 se presentan las previsiones para el año en curso y el próximo. El crecimiento nominal del PIB en 2004 se estima en una tasa similar a la del pasado año, un 6,5 por 100, fruto de unos aumentos del 2,6 por 100 en términos reales y del 3,8 por 100 en precios. La distribución entre factores productivos volverá a favorecer al excedente en mayor medida que en el pasado año, dado que los salarios per cápita registran una mayor moderación. El juego de las rentas y transferencias del exterior podría modificar ligeramente al alza el crecimiento de la RNBD respecto al previsto para el PIB. El consumo final nacional crecerá unas décimas por debajo de la RNBD, lo que significa un avance de la tasa de ahorro hasta el 22,9 por 100 del PIB, tres décimas más que en el pasado año. Sin embargo, la FBC se acelerará en mayor medida que el ahorro, provocando una ampliación del

déficit por cuenta corriente hasta el 4,2 por 100 del PIB y de la necesidad de financiación del conjunto de la economía hasta el 3 por 100.

Para 2005 se fija el crecimiento del PIB real en el 2,8 por 100 y el de los precios, en el 3,5 por 100, lo que resulta en una tasa para el PIB nominal del 6,4 por 100. Ligeramente por debajo (6,3 por 100) crecerá la RNBD. El consumo nominal se moderará en mayor medida, tanto en su componente real, como se ha argumentado en la sección anterior, como en el de los precios (a expensas del comportamiento del precio del petróleo), lo que posibilitará un nuevo aumento del ahorro por encima del PIB y de la RNBD. De esta manera, la tasa de ahorro nacional avanzaría una décima de PIB, hasta el 23 por 100. No obstante, el crecimiento previsto para la FBC vuelve a ser superior al del ahorro, pues, aunque se espera una cierta desaceleración del gasto en construcción, ello será compensado por un mayor dinamismo de la inversión en equipo y otros productos. Por tanto, la necesidad de financiación frente al resto del mundo volverá a aumentar, hasta el 3,5 por 100 del PIB.

4. EL AHORRO PRIVADO

Como se ha avanzado en la sección anterior, la tasa de ahorro privado volvió a reducirse en 2003, situándose en el 18,4 por 100 del PIB, es decir, una décima porcentual menos que en el año precedente, lo que supone una moderación en el ritmo de caída respecto a los años anteriores. Dicha disminución corrió a cargo del ahorro empresarial, pues el de los hogares se mantuvo prácticamente estable. Las previsiones para 2004 apuntan a una recuperación del ahorro privado en cuatro décimas del PIB, basada esta vez en el ahorro de las empresas, pues el de los hogares vuelve a disminuir. Para 2005 se prevé un cambio de tendencia en el ahorro de estos últimos, lo que propiciará un nuevo aumento del ahorro privado. Estaríamos, por tanto, de cumplirse estas predicciones, al inicio de un período de ajuste suave en los saldos financieros de los agentes económicos privados, que se produce con notable retraso respecto a lo que hasta ahora era habitual en las fases de desaceleración económica, lo que ha dado lugar a una situación de mínimos históricos en el ahorro y de máximos en el endeudamiento.

En el cuadro 2 se presenta la evolución histórica desde 1985 del ahorro y de la necesidad de financiación del conjunto de la economía y de los

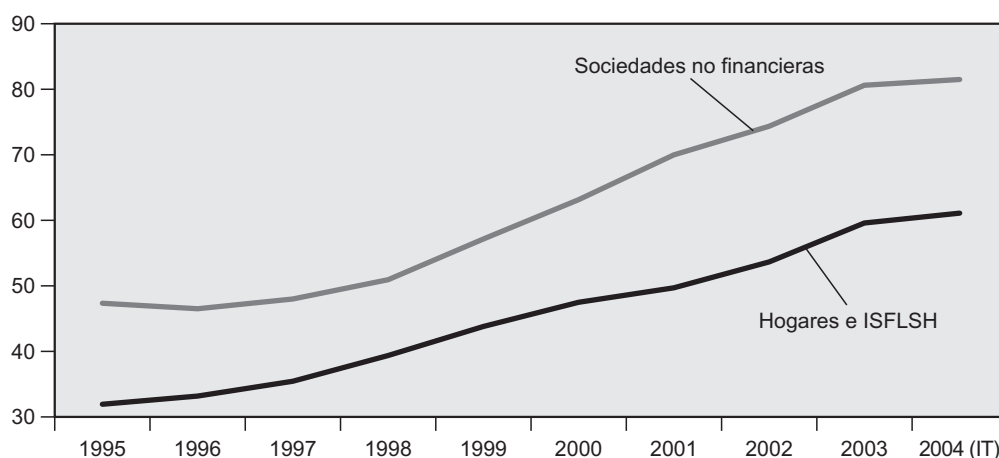
sectores institucionales, destacando la fuerte caída que ha experimentado el ahorro privado desde 1996. En buena medida, dicha caída puede considerarse de carácter cíclico, pues el gasto corriente de los hogares y de las empresas se acelera más que los ingresos durante las fases de expansión económica. Sin embargo, se observan peculiaridades importantes durante el último ciclo. En primer lugar, sorprende la magnitud de la caída registrada, pues frente a una disminución de 3,6 puntos porcentuales del PIB entre 1986 y 1992 (puntos máximo y mínimo del ahorro en el ciclo de los ochenta), en el período 1995-2002 la caída alcanza 5,7 puntos. En segundo lugar, el reparto de dicha caída entre hogares y empresas es muy diferente: en el ciclo de los años ochenta el ahorro familiar disminuyó un punto porcentual del PIB, frente a los 3,3 puntos de ahora, mientras que el ahorro empresarial cayó 2,7 puntos porcentuales entonces, frente a 2,4 puntos ahora. La moderación salarial y la disminución de las cargas financieras por la bajada de los tipos de interés explicarían fundamentalmente este comportamiento diferencial del ahorro de las empresas, que unido a una menor expansión de su inversión en capital fijo que en ciclo anterior, ha amortiguado las necesidades de financiación. Por último, otra diferencia con otros ciclos anteriores de la economía española es que, una vez que la fase de desaceleración ha tocado fondo en 2002 y se ha iniciado la recuperación, no se observa hasta ahora una mejora de la tasa de ahorro privado, y las ratios de endeudamiento siguen

aumentando (gráfico 4). Ello sitúa al sector privado en una posición desfavorable de cara a los próximos años, pues, o bien el crecimiento del gasto en consumo e inversión mantienen un crecimiento moderado (y, con él, el del conjunto de la economía) o, si eso no ocurre, el déficit y el endeudamiento irán a más, comprometiendo el potencial de crecimiento a medio plazo.

4.1. El ahorro de los hogares

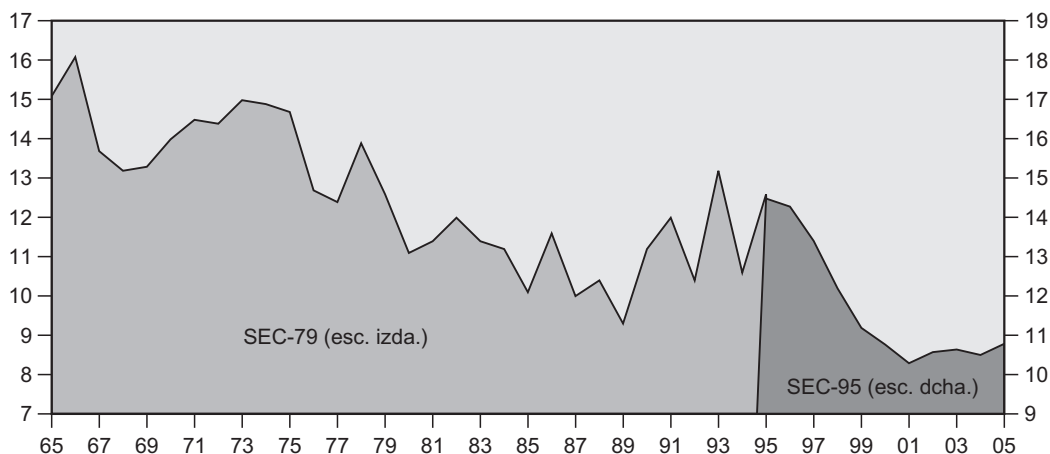
Como se puede observar en el gráfico 5, la tasa de ahorro de los hogares registró una profunda caída entre 1995 y 2001, del 14,5 por 100 de su renta bruta disponible (RBDH) al 10,3 por 100. En 2002 inició lo que parecía una recuperación, pero la misma se detuvo en 2003 y, según nuestras estimaciones, ha vuelto a descender en 2004. Es normal que la tasa de ahorro familiar caiga durante las fases cíclicas de expansión, pero, en ningún ciclo anterior se había producido una reducción tan rápida y continuada como en el último. Por otro lado, a la vista del gráfico citado, y con una perspectiva temporal más amplia, podemos observar una caída tendencial de la tasa de ahorro, lo que lleva a pensar que la misma no es sólo de carácter cíclico, sino estructural, por lo que no cabe esperar que vuelvan a alcanzarse a medio plazo los niveles, no ya de los años sesenta y primera mitad de los setenta, sino los de mediados de los noventa.

GRÁFICO 4
DEUDA DE LOS HOGARES Y DE LAS EMPRESAS
(EN PRÉSTAMOS Y VALORES DISTINTOS DE ACCIONES)
Porcentaje del PIB



Fuente: Banco de España, Cuentas financieras, julio 2004.

GRÁFICO 5
TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES
 Porcentaje de la Renta Bruta Disponible



Fuente: Hasta 2003, INE (Contabilidad Nacional de España); para 2004-2005, previsiones propias.

Entre los factores explicativos de este desplazamiento a la baja de la tasa de ahorro familiar, podemos señalar, en primer lugar, la caída de los tipos de interés reales asociada a la integración en la UEM, que desincentivan el ahorro en cuanto disminuye su remuneración, y que puede considerarse en buena medida de carácter permanente. Un segundo factor sería el menor deterioro que ha registrado el clima de confianza de los hogares en la fase de desaceleración del último ciclo respecto a anteriores ciclos, debido especialmente a la no destrucción de empleo, lo cual ha generado una menor necesidad de aumentar el ahorro por motivo precaución. Por último, cabe señalar el "efecto riqueza" producido por el fuerte aumento del valor del patrimonio neto de los hogares, pues la corrección a la baja del valor de la renta variable fue más que compensada por el aumento del patrimonio inmobiliario.

En el cuadro 4 se presenta la última estimación disponible de las cuentas de los hogares para 2003 y las previsiones para 2004 y 2005. Hay que señalar que las cifras de 2003 constituyen el primer avance de la contabilidad nacional y que, por tanto, pueden sufrir revisiones significativas, lo que también afectaría a las previsiones para los siguientes años. Por ello, todas estas cifras deben tomarse con un margen de error y más como indicativas de tendencias que de valores concretos (3). Las remuneraciones salariales, que constituyen la partida fundamental de la RBDH, aumentaron en 2003 un 6,7 por 100 y las rentas mixtas, un 5,2 por 100, en

ambos casos por encima del año anterior. También registraron un fuerte aumento las rentas netas de la propiedad y de la empresa, pues la caída de los tipos de interés alivió la carga de intereses del creciente endeudamiento. Las operaciones de distribución secundaria de la renta frenaron, sin embargo, el avance de la renta disponible, pues, aunque los pagos por el impuesto sobre la renta aumentaron moderadamente como consecuencia de la reforma introducida a comienzos del año, las cotizaciones crecieron de nuevo por encima de los salarios y las prestaciones sociales y otras transferencias netas recibidas lo hicieron notablemente por debajo. En conjunto, la RBDH, complementada con la variación de la participación en las reservas de los fondos de pensiones, aumentó un 6,2 por 100, prácticamente lo mismo que la renta nacional disponible y cuatro décimas porcentuales menos que en el año anterior. Por su parte, el consumo final de los hogares creció prácticamente a la misma tasa que la renta, manteniéndose, por tanto la tasa de ahorro en la misma cifra del año anterior, un 10,6 por 100 de la renta bruta disponible.

Notablemente por encima del ahorro creció la formación bruta de capital (11,1 por 100), que, en el caso de los hogares, se materializa fundamentalmente en la compra de vivienda, dando como resultado una fuerte reducción del tradicional superávit (capacidad de financiación) de las cuentas familiares. Éste cayó a una cifra de sólo el 0,33 por 100 del PIB, cinco puntos del PIB por debajo de su nivel de 1995. En términos de las cuentas finan-

CUADRO 4
RENTA, CONSUMO, AHORRO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH

	MILLARDOS DE EUROS			VARIACIÓN ANUAL EN PORCENTAJE			PORCENTAJE DE LA RBD		
	2003	2004 (p)	2005 (p)	2003	2004 (p)	2005 (p)	2003	2004 (p)	2005 (p)
1. Remuneración de los asalariados.....	369,8	391,3	416,1	6,7	5,8	6,3	77,2	76,9	77,1
2. Excedente bruto explotación/renta mixta.....	155,0	166,2	176,9	4,3	7,2	6,5	32,4	32,7	32,8
3. Rentas propiedad y empresa, netas (a).....	14,9	14,3	14,1	19,4	-4,1	-1,1	3,1	2,8	2,6
3.1. Recibidas	35,1	36,5	40,2	10,6	4,2	10,2	7,3	7,2	7,5
3.2. Pagadas	20,2	22,2	26,1	4,9	10,3	17,5	4,2	4,4	4,8
4. SALDO DE RENTAS PRIMARIAS (1 a 3)	539,7	571,7	607,1	6,3	5,9	6,2	112,7	112,4	112,5
5. Prestaciones sociales.....	101,2	108,4	116,3	5,2	7,1	7,3	21,1	21,3	21,5
6. Otras transferencias ctes. netas (b).....	4,9	5,2	5,5	-10,8	6,0	6,0	1,0	1,0	1,0
7. Impuestos renta y patrimonio	53,2	54,9	59,1	3,5	3,4	7,5	11,1	10,8	10,9
8. Cotizaciones efectivas e imputadas.....	113,5	121,4	129,9	7,1	7,0	7,0	23,7	23,9	24,1
9. RENTA BRUTA DISPONIBLE (4+5+6-7-8).....	479,1	508,9	539,9	6,0	6,2	6,1	100,0	100,0	100,0
10. Variación part. reservas fondos pensiones.....	2,3	2,5	2,8	76,9	10,0	10,0	0,5	0,5	0,5
11. Gasto en consumo final.....	430,4	457,9	484,4	6,2	6,4	5,8	89,8	90,0	89,7
12. AHORRO BRUTO (9+10-11).....	51,0	53,4	58,3	6,7	4,9	9,0	10,6	10,5	10,8
12.1. En porcentaje del PIB	6,8	6,7	6,9	—	—	—	—	—	—
13. Transferencias de capital netas	5,3	6,0	6,3	-12,9	15,0	5,0	1,1	1,2	1,2
14. Recursos de capital (12+13)	56,2	59,5	64,6	4,5	5,8	8,6	11,7	11,7	12,0
15. Formación bruta de capital (c)	53,9	61,5	64,5	11,1	14,0	5,0	11,3	12,1	12,0
16. = CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN (14-15).....	2,3	-2,0	0,1	—	—	—	0,5	-0,4	0,0
16.1. En porcentaje del PIB	0,3	-0,2	0,0	—	—	—	—	—	—
PRO MEMORIA:									
17. Ahorro financiero neto (Ctas. financieras).....	6,1	2,0	4,1	-39,9	-66,3	98,9	1,3	0,4	0,8
17.1. En porcentaje del PIB	0,8	0,3	0,5	—	—	—	—	—	—

(a) Intereses, dividendos, rentas de la tierra y rentas de la propiedad atribuidas a los asegurados.

(b) Transferencias corrientes netas e indemnizaciones por seguros no vida, menos primas por el mismo concepto.

(c) Incluye la adquisición neta de activos no financieros no producidos (terrenos).

(p) Previsión.

Fuentes: Para 2003, INE (CNE, junio 2004); para 2004-2005, previsiones propias.

cieras, la capacidad de financiación equivale al saldo de operaciones financieras (antes llamado ahorro financiero), aunque, debido a diferencias de clasificación entre la contabilidad nacional y estas cuentas, ambas variables presentan desviaciones importantes. En 2003, el ahorro financiero se elevó a una cifra equivalente al 0,82 por 100 del PIB, seis décimas porcentuales menos que en 2002 y 5,4 puntos por debajo de 1995.

Las previsiones para 2004 apuntan a un nuevo descenso del ahorro familiar. Por un lado, las remuneraciones de los asalariados registran una significativa desaceleración en su crecimiento debido al menor aumento de los salarios per cápita y, por otro lado, la incidencia de la rebaja del IRPF es menor que en 2003. Asimismo, el creciente endeudamiento hace aumentar notablemente los intereses pagados, con lo que se reducen las rentas de la propiedad netas recibidas. El juego de prestaciones y cotizaciones sociales prácticamente tiene un efecto

neutro. En total, se prevé un crecimiento del 6,2 por 100 de la RBDH. En cuanto al consumo, las previsiones son de un crecimiento real del 3,2 y del 3,1 por 100 de los precios, con lo que el aumento nominal se situará por encima del de la RBDH, provocando un ligero descenso de la tasa de ahorro. Sin embargo, en 2005 y en los años siguientes debería invertirse esta tendencia, pues el fuerte endeudamiento asumido por los hogares (gráfico 4) obligará a éstos a aumentar su ahorro para hacer frente a la amortización de la deuda. Por ello no es de prever que en los próximos años se produzca una aceleración significativa del consumo, como ha sido usual en otros períodos de expansión económica.

4.2. El ahorro de las empresas

Como en el caso de los hogares, la tasa de ahorro bruto de las empresas (equivalente a los beneficios brutos no distribuidos después de impuestos)

CUADRO 5
AHORRO BRUTO, CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN Y AHORRO FINANCIERO NETO DE LAS EMPRESAS
 Porcentaje del PIB

	AHORRO BRUTO			CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN			AHORRO FINANCIERO NETO			PIB Millardos euros
	Total	I. financieras (a)	Soc. no financieras	Total	I. financieras (a)	Soc. no financieras	Total	I. financieras (a)	Soc. no financieras	
SEC-79:										
1985.....	13,16	2,02	11,19	4,88	1,51	3,43	0,68	1,61	-0,93	169,5
1986.....	13,58	1,63	11,95	3,40	1,31	2,11	0,39	1,29	-0,91	194,3
1987.....	13,67	2,29	11,38	1,31	1,80	-0,48	0,35	1,59	-1,24	217,2
1988.....	13,43	1,93	11,50	0,37	1,46	-1,10	0,57	1,35	-0,79	241,4
1989.....	13,14	2,30	10,82	-0,50	1,61	-2,13	-1,71	1,59	-3,30	270,7
1990.....	12,05	2,32	9,72	-1,78	1,43	-3,23	-3,09	1,57	-4,66	301,4
1991.....	11,18	2,06	9,12	-2,25	1,31	-3,56	-4,48	1,57	-6,05	330,1
1992.....	10,94	2,34	8,59	-1,72	1,61	-3,34	-4,10	1,58	-5,68	355,2
1993.....	11,00	1,17	9,83	1,14	0,44	0,71	-1,27	0,41	-1,68	366,3
1994.....	12,84	1,84	10,92	2,19	1,11	1,04	0,32	1,11	-0,79	389,5
1995.....	14,48	2,23	12,25	3,35	1,52	1,83	1,35	1,53	-0,18	419,4
SEC-95:										
1995.....	14,09	1,78	12,32	2,28	0,97	1,32	1,45	0,97	0,49	437,8
1996.....	13,40	1,61	11,79	1,17	1,06	0,11	0,93	1,06	-0,13	464,3
1997.....	12,94	1,34	11,60	0,38	0,77	-0,39	0,20	0,77	-0,57	494,1
1998.....	13,00	1,59	11,41	0,02	1,12	-1,10	-0,02	1,12	-1,14	528,0
1999.....	12,23	1,00	11,23	-1,82	0,50	-2,32	-1,77	0,50	-2,27	565,4
2000.....	12,14	1,49	10,65	-3,00	0,76	-3,76	-2,73	0,76	-3,49	610,5
2001.....	12,09	2,20	9,89	-2,61	1,59	-4,19	-3,05	1,59	-4,64	653,9
2002.....	11,66	2,01	9,65	-2,38	1,47	-3,85	-3,07	1,47	-4,54	698,6
2003.....	11,53	1,99	9,54	-2,63	1,42	-4,05	-3,14	1,42	-4,56	744,8
2004 (p)...	12,24	2,40	9,84	-2,07	2,25	-4,31	-2,57	2,25	-4,82	793,0
2005 (p)...	12,25	2,76	9,48	-3,17	2,01	-5,17	-3,64	2,01	-5,65	843,9

(a) Instituciones financieras monetarias, incluido el Banco de España, y no monetarias, incluidas las empresas de seguros.

(p) Previsión.

Fuentes: Hasta 2003, INE (CNE) y Banco de España (Cuentas financieras); para 2004-2005, previsiones propias.

también mantuvo una tendencia decreciente desde 1996 hasta 2002. No obstante, como puede observarse en el cuadro 5, la caída fue de bastante menor entidad que la de los hogares y algo menor que la producida en el anterior ciclo. Esto ha sido así especialmente en el caso de las empresas no financieras. Como ya se ha comentado, ello es atribuible a la menor desaceleración de la economía, a la moderación salarial y a caída de los tipos de interés, y ha tenido dos consecuencias positivas durante los últimos años de crecimiento económico bajo: la primera, que las empresas no se han visto obligadas en esta ocasión a llevar a cabo ajustes de empleo importantes (con todas las implicaciones que se derivan de ello para el mantenimiento del gasto de los hogares); y la segunda, que su tasa de inversión tampoco ha descendido como en anteriores fases recesivas. Ahora bien, esto último también acarrea un problema: la necesidad de financiación apenas ha mejorado respecto a los años de máximo crecimiento, lo que, unido a las fuertes inversiones financieras en el exterior, ha disparado las ratios de endeudamiento (gráfico 4).

En 2003, el avance de la contabilidad nacional muestra un nuevo retroceso del ahorro empresarial como porcentaje del PIB, centrado en las sociedades no financieras, pero el mismo es de escasa entidad, por lo que, teniendo en cuenta la provisionalidad de las cifras, puede calificarse como de práctica estabilidad. Las rúbricas más importantes que determinan la formación del ahorro de las sociedades no financieras se recogen en el cuadro 6. La fuente fundamental de renta de las empresas, el excedente bruto de explotación, aumentó un 6,7 por 100, prácticamente la misma tasa del valor añadido bruto (VAB) generado en el sector, el cual aumentó, a su vez, lo mismo que el del conjunto de la economía. Las rentas de la propiedad netas (que tradicionalmente suponen pagos netos para las empresas) aumentaron moderadamente, un 5,5 por 100, gracias a la caída de los tipos de interés. No obstante, los impuestos sobre la renta aumentaron significativamente por encima del excedente, lo que se tradujo en un avance de la renta disponible (y, por tanto, del ahorro, ya que las empresas no gastan en consumo final) menor que este último. La tasa

CUADRO 6
AHORRO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

	MILLARDOS DE EUROS			VARIACIÓN ANUAL EN PORCENTAJE			PORCENTAJE DEL PIB		
	2003	2004 (p)	2005 (p)	2003	2004 (p)	2005 (p)	2003	2004 (p)	2005 (p)
1. Valor añadido bruto	368,7	393,0	419,3	6,6	6,6	6,7	49,5	49,6	49,7
2. Remuneración de los asalariados	232,1	245,1	260,6	6,6	5,6	6,3	31,2	30,9	30,9
3. Impuestos s/ produc. menos subvenciones	1,1	1,2	1,3	-13,7	7,9	7,3	0,2	0,2	0,2
4. Excedente bruto de explotación (1-2-3).....	135,5	146,7	157,4	6,7	8,3	7,3	18,2	18,5	18,7
5. Rentas propiedad y empresa (a).....	-38,8	-40,0	-45,6	5,5	3,2	14,1	-5,2	-5,0	-5,4
5.1. Recibidas (a).....	14,7	16,4	18,8	-6,9	11,4	14,9	2,0	2,1	2,2
5.2. Pagadas (a).....	53,5	56,4	64,5	1,8	5,4	14,3	7,2	7,1	7,6
6. SALDO DE RENTAS PRIMARIAS (4+5).....	96,7	106,7	111,7	7,2	10,3	4,7	13,0	13,5	13,2
7. Impuestos renta y patrimonio.....	22,5	25,3	28,2	8,9	12,5	11,1	3,0	3,2	3,3
8. Transferencias ctes. netas (b).....	-3,2	-3,4	-3,6	45,0	6,0	6,3	-0,4	-0,4	-0,4
9. Renta bruta disponible (6-7+8) =									
10. = AHORRO BRUTO (c).....	71,0	78,0	80,0	5,4	9,8	2,6	9,5	9,8	9,5
11. Transferencias de capital netas	8,2	8,7	9,3	-1,4	6,0	7,0	1,1	1,1	1,1
12. = Recursos de capital (10+11).....	79,2	86,7	89,4	4,7	9,4	3,0	10,6	10,9	10,6
13. Gastos de capital (d).....	109,4	120,9	133,0	6,6	10,5	10,0	14,7	15,2	15,8
14. CAP.(+) O NEC.(-) FINANCIACIÓN (12-13).....	-30,2	-34,2	-43,7	12,2	13,3	27,6	-4,1	-4,3	-5,2
PRO MEMORIA:									
15. Ahorro financiero neto (operac. finac. netas).....	-33,9	-38,2	-47,7	6,9	12,6	24,8	-4,6	-4,8	-5,6

(a) Intereses, dividendos, rentas de la tierra y rentas de la propiedad atribuidas a los asegurados.

(b) Saldo de cotizaciones sociales recibidas (efectivas e imputadas), prestaciones sociales pagadas y otras transferencias corrientes. También se resta aquí el pequeño ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (FF.PP.).

(c) La renta bruta disponible coincide con el ahorro bruto porque se restó de la primera el ajuste por la var. part. hogares en FF.PP.

(d) Formación bruta de capital y adquisición neta de activos no financieros no producidos.

(p) Previsión.

Fuentes: Para 2003, INE (CNE); para 2004-2005 previsiones propias.

de ahorro, como porcentaje, del PIB disminuyó una décima, hasta el 9,5 por 100.

Las transferencias de capital, que vienen a representar algo más del 10 por 100 del ahorro de las empresas no financieras y que en gran parte van destinadas a sociedades estatales para financiar proyectos de infraestructuras públicas, disminuyeron en 2003, con lo que los recursos totales de capital aumentaron menos que el ahorro. Por su parte, la FBC se aceleró respecto a 2002 y creció unos dos puntos porcentuales por encima de los recursos de capital, lo que se tradujo en un aumento de 0,2 puntos porcentuales del PIB de la necesidad de financiación, hasta el 4,05 por 100.

Las previsiones para 2004 apuntan a una aceleración del crecimiento del excedente de explotación, gracias a la moderación de las remuneraciones del factor trabajo, al tiempo que los bajos tipos de interés posibilitan un avance también moderado de los pagos netos por rentas de la pro-

iedad y de la empresa. Con todo ello, y a pesar de que los impuestos sobre la renta de las sociedades vuelven a crecer por encima del excedente, es de prever un importante crecimiento de la renta y del ahorro, si bien, inferior al de la formación de capital, lo que se traducirá en un nuevo aumento de la necesidad de financiación.

Para 2005 se espera una cierta aceleración de las remuneraciones de los asalariados a causa del efecto de las cláusulas de salvaguardia de los convenios colectivos de 2004. Más aún podrían acelerarse las rentas de la propiedad netas pagadas, pues al aumento de la deuda se unirá el de los tipos de interés. Ello provocará una notable moderación del crecimiento del ahorro, lo que, unido a la aceleración prevista de los gastos en formación bruta de capital, volverá a provocar un aumento importante de las necesidades de financiación, que podría alcanzar una cifra superior al 5 por 100 del PIB. Sería ésta una cifra nunca alcanzada antes por esta variable, que, dado el nivel relativamente elevado del endeudamiento, crea incertidumbre

sobre la capacidad de las empresas para mantener tasas de inversión crecientes en los próximos años.

5. EL AHORRO DEL SECTOR PÚBLICO

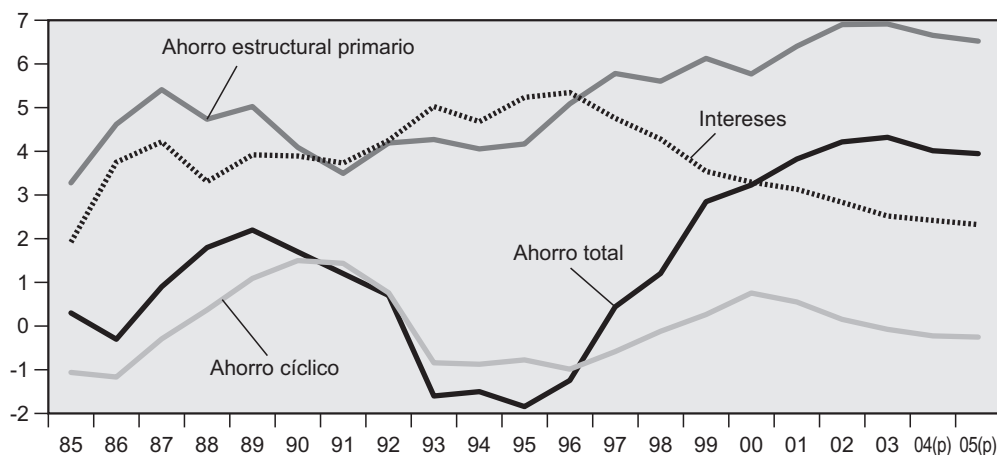
Como ya se ha comentado, el ahorro público ha mantenido desde 1995 una tendencia creciente que ha sido fundamental para evitar la caída del ahorro nacional. Sin entrar a analizar con detalle las causas de esta mejora, cabe señalar que los tres factores que determinan la evolución del ahorro público jugaron a favor hasta el año 2000 (gráfico 6): en esos cinco años la actuación estructural o discrecional de la política fiscal lo hizo mejorar en 1,6 puntos porcentuales del PIB, la disminución de la carga de intereses, en 1,9 puntos y el efecto del ciclo, en 1,5 puntos, lo que suma una mejora total de cinco puntos porcentuales del PIB. A partir de 2001 y hasta 2003, el efecto cíclico invierte su tendencia y comienza a ejercer un efecto negativo, contribuyendo con -0,8 puntos a la variación del ahorro total. Sin embargo, los otros dos factores siguieron actuando positivamente: 0,8 puntos la disminución de los intereses pagados y algo más de un punto los factores estructurales, con lo que el ahorro total aumentó hasta el 4,3 por 100 del PIB en 2003.

En efecto, según las últimas estimaciones de la contabilidad nacional (cuadro 7), durante 2003 continuó la tendencia creciente del ahorro público, si

bien a un ritmo inferior al de los años anteriores. Ello vino originado por la desaceleración del crecimiento de la renta disponible bruta y ésta, a su vez, por la rebaja del IRPF, ya que el resto de rúbricas evolucionaron, en general, mejor que en el año anterior. En todo caso, la renta bruta disponible del sector público volvió a crecer por encima del PIB, alcanzando la cifra del 22,2 por 100 de éste. El consumo público también volvió a crecer por encima del PIB, aunque por debajo de la renta disponible, lo que permitió un ligero avance de la tasa de ahorro. Por su parte, los gastos de capital, que mantuvieron crecimientos importantes en los dos años anteriores, se moderaron en 2003 debido a la caída de las transferencias de capital, lo que, junto al aumento del ahorro citado, se tradujo en una mejora de la capacidad de financiación (superávit) hasta el 0,3 por 100 del PIB. Esta cifra mejoró el objetivo oficial, que se había establecido en un déficit cero.

Cabe añadir que estas mejoras del ahorro y de la capacidad de financiación en 2003 fueron generadas por la caída de intereses pagados, pues el efecto cíclico fue negativo y el de los componentes estructurales, neutro. Habría que matizar, no obstante, el efecto cíclico mencionado, pues está calculado a partir de los crecimientos observados y tendenciales del PIB a precios constantes, mientras que la mayor parte de los ingresos y gastos públicos está más relacionada con el PIB a precios corrientes. En estos términos, la desaceleración del PIB nominal ha sido inferior en los últimos años

GRÁFICO 6
AHORRO PÚBLICO: TOTAL, ESTRUCTURAL Y CÍCLICO
Porcentaje del PIB



Fuente: Hasta 2003, INE y elaboración propia; para 2004-2005, previsiones propias.

CUADRO 7
RENTA, CONSUMO, AHORRO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

	MILLARDOS DE EUROS			VARIACIÓN ANUAL EN PORCENTAJE			PORCENTAJE DEL PIB		
	2003	2004 (p)	2005 (p)	2003	2004 (p)	2005 (p)	2003	2004 (p)	2005 (p)
	1. Excedente bruto de explotación.....	11,9	12,9	13,8	9,3	8,7	6,6	1,6	1,6
2. Impuestos producción e importación.....	88,7	94,2	99,3	9,5	6,2	5,4	11,9	11,9	11,8
3. Subvenciones de explotación.....	8,3	9,4	9,8	3,4	13,0	5,0	1,1	1,2	1,2
4. Intereses, divid. y otras rentas propiedad recibidos.....	6,2	5,6	4,9	-10,9	-10,0	-13,0	0,8	0,7	0,6
5. Intereses y otras rentas propiedad pagados.....	18,8	19,2	19,6	-5,4	2,3	2,2	2,5	2,4	2,3
6. SALDO DE RENTAS PRIMARIAS (1+2-3+4-5)	79,7	84,2	88,5	12,3	5,6	5,1	10,7	10,6	10,5
7. Impuestos renta y patrimonio	78,8	83,8	91,4	3,6	6,3	9,0	10,6	10,6	10,8
8. Cotizaciones sociales reales y ficticias	101,3	108,2	115,7	7,2	6,9	6,9	13,6	13,6	13,7
9. Otros ingresos corrientes (a)	6,7	7,0	7,3	7,3	5,0	5,0	0,9	0,9	0,9
10. Prestaciones sociales.....	91,1	97,5	104,6	6,1	7,1	7,3	12,2	12,3	12,4
11. Otras transfer. corrientes pagadas (a)	10,0	10,7	11,5	13,7	7,5	7,0	1,3	1,3	1,4
12. RENTA DISPONIBLE BRUTA (6+7+8+9-10-11)	165,5	175,0	186,9	8,0	5,8	6,8	22,2	22,1	22,1
13. Consumo público	133,3	143,2	153,5	7,7	7,4	7,2	17,9	18,1	18,2
14. = AHORRO BRUTO (12-13).....	32,2	31,8	33,3	9,2	-1,1	4,7	4,3	4,0	3,9
15. Impuestos de capital	2,9	3,1	3,2	10,7	6,0	5,0	0,4	0,4	0,4
16. Transferencias de capital recibidas.....	3,0	3,1	3,2	39,0	3,0	6,0	0,4	0,4	0,4
17. Recursos de capital (14+15+16)	38,07	38,0	39,8	11,2	-0,2	4,8	5,1	4,8	4,7
18. Gastos de capital.....	35,6	42,7	41,5	4,7	20,1	-2,8	4,8	5,4	4,9
18.1. FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL (b)	26,1	28,0	30,3	8,1	7,5	8,0	3,5	3,5	3,6
18.2. Transferencias de capital pagadas.....	9,5	14,7	11,2	-3,7	54,5	-23,5	1,3	1,9	1,3
19. = CAP. O NEC. DE FINANCIACIÓN (17-18)	2,5	-4,7	-1,7	—	—	—	0,3	-0,6	-0,2
PRO MEMORIA:									
20. Ingresos corrientes	293,5	311,8	332,4	6,5	6,2	6,6	39,4	39,3	39,4
21. Gastos corrientes	261,3	280,0	299,1	6,2	7,1	6,8	35,1	35,3	35,4

(a) Cooperación internacional corriente y transferencias corrientes diversas.

(b) Incluye adquisición neta de activos no financieros no producidos.

Fuentes: Para 2003, INE (CNE); para 2004-2005, previsiones propias.

a la del PIB real, por lo que el deterioro del componente cíclico del ahorro público sería mucho menor a precios corrientes, dado que los precios se han acelerado. Es decir, la inflación explica gran parte del esfuerzo "estructural" en la mejora del ahorro y déficit públicos. Ésta es también la explicación fundamental de que se consiguiera mejorar el objetivo de déficit, a pesar de que el crecimiento real de la economía fuese medio punto porcentual inferior al programado por el Gobierno.

Las previsiones para 2004 apuntan a un retroceso de 0,3 puntos porcentuales del PIB de la tasa de ahorro público. Entre las causas principales, están el menor crecimiento que observan los impuestos indirectos, la no repetición de las caídas de los intereses pagados y una aceleración de las prestaciones sociales y subvenciones, todo lo cual no podrá ser compensado con el mejor comportamiento de la recaudación por los impuestos sobre las rentas de los hogares y sociedades. La capaci-

dad de financiación aún sufrirá un deterioro mayor, pues, según ha anunciado el Gobierno, el Estado va a asumir este año una serie de gastos no recurrentes tendentes a reducir la deuda de diversos entes públicos, lo que, en términos contables, supondrá un fuerte aumento de las transferencias de capital. Aunque el Gobierno no ha anunciado una previsión de cierre para el conjunto de las AA.PP., a partir de la cifra anunciada para el Estado (-1,8 por 100 del PIB) puede estimarse que el saldo para el sector público total se situará en un déficit del orden del 0,6 por 100 del PIB, ya que la seguridad social y los entes territoriales podría generar un superávit conjunto del 1,2 por 100 del PIB.

Para el próximo año, el Gobierno ha proyectado un superávit para el conjunto de las AA.PP. del 0,1 por 100 del PIB, que se obtiene de sendos déficit del Estado y de los entes territoriales de 0,5 por 100 y 0,1 por 100 del PIB, respectivamente, y de un superávit de la seguridad social del 0,7 por 100.

En principio, el hecho de que el año 2004 cierre con un déficit del orden del señalado no debiera constituir ningún esfuerzo especial para volver al superávit en 2005, ya que dicho déficit se deberá, como se ha señalado, a gastos no recurrentes. Ahora bien, existen otros factores que hacen difícil alcanzar ese objetivo. Por un lado, la base macroeconómica de partida fija un crecimiento real del PIB del 3 por 100, lo que parece hoy día algo optimista, especialmente si el precio del petróleo continúa por encima de los 40 dólares el barril. Por otro lado, las previsiones de crecimiento de los ingresos impositivos superan en unos 2,5 puntos porcentuales al de las rentas y gastos que constituyen sus bases imponibles, lo que también parece optimista. Un punto porcentual menos de ingresos para todo el sector público significa casi cuatro décimas más de déficit. Está por ver, también, si las CC.AA. cumplen con su objetivo de déficit, a la vista de la deteriorada posición anunciada por algunas de ellas en 2004 y los plazos más generosos que van a permitirse para volver al equilibrio, dado que se ha anunciado por el Gobierno una modificación de la Ley de Estabilidad Presupuestaria a este respecto. En sentido contrario, posiblemente el superávit de la seguridad social supere la previsión, como viene siendo habitual en los últimos años. En resumen, nuestras previsiones contemplan un ligero deterioro del ahorro público en 2005, del 4 por 100 del PIB estimado para 2004 al 3,9 por 100, aunque la necesidad de financiación (déficit) mejora cuatro décimas, hasta el 0,2 por 100 del PIB, debido a que los gastos de capital dismi-

nuyen al no incorporar las partidas extraordinarias que van a incluirse en 2004.

NOTAS

(*) Director del Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS.

(1) Las previsiones recogidas en el cuadro 1 parten de la hipótesis de que el precio del petróleo se sitúe en 45 dólares el barril en el cuarto trimestre de 2004 y que durante 2005 descienda progresivamente hasta 35 dólares a final del año. Respecto al tipo de cambio del euro, se mantiene estable en 1,23 dólares. Bajo estas hipótesis, la subida media anual del petróleo en euros respecto a 2003 sería del 23 por 100, lo que supone una pérdida de renta real para el conjunto de la economía de medio punto porcentual del PIB, cuyos efectos sobre el gasto de los hogares y de las empresas se dejarían notar parte en 2004 y parte en 2005. En este último año 2005, la variación media anual del precio del petróleo sería prácticamente cero. Con posterioridad a la realización de estas previsiones, el petróleo ha vuelto a dispararse hasta 50 dólares el barril. Si este precio se mantuviera durante el próximo año, la variación media anual sería del 30 por 100 y la pérdida de renta real para la economía española, de otras seis décimas porcentuales del PIB. Además de la incertidumbre creada por los precios del petróleo, hay que hacer notar que todas las previsiones para 2004-2005 están realizadas a partir de las estimaciones actuales de la Contabilidad Nacional, pero que las mismas podrían sufrir desviaciones significativas a partir de las nuevas cifras contables que publicará el INE la próxima primavera, que incluyen un cambio de base al año 2000 (actualmente la base es 1995).

(2) En línea con lo señalado en la nota (1), si el precio del petróleo se situara durante el próximo año a 50 dólares el barril y el tipo de cambio dólar/euro no variara, las previsiones de inflación para 2005 podrían deslizarse al alza unas seis décimas porcentuales.

(3) Esta observación es de carácter general para todos los sectores institucionales.