

Economía Española

EL AHORRO, EN HORAS BAJAS

Ángel Laborda (*)

Superada la fase de desaceleración de los años 2001 y 2002, la economía española mantiene desde comienzos de 2003 una senda de suave aceleración que ha situado la tasa de crecimiento del PIB en el 3,4 por 100 en el segundo trimestre de 2005, por encima, por tanto, de su tasa tendencial de largo plazo. Esta evolución contrasta con la seguida por el conjunto de la zona del euro, cuyo crecimiento se ha moderado hasta un modesto 1,1 por 100. Al mismo tiempo, el crecimiento sigue siendo intensivo en empleo, de forma que éste avanza a tasas muy cercanas a las del PIB, lo que mantiene a la baja la tasa de paro, si bien, como contrapartida, el aumento de productividad y, por tanto, el de los salarios reales son modestos. Esta expansión viene provocada fundamentalmente por una política monetaria excesivamente relajada para las necesidades de la economía española y por los efectos sobre la oferta y la demanda del intenso y constante flujo inmigratorio.

Ahora bien, el patrón de crecimiento que esta coyuntura está generando es sumamente desequilibrado, basado en una demanda interna que crece cerca del 6 por 100 en términos reales y un sector exterior que detrae más de dos puntos y medio al PIB. Todo ello se traduce en un enorme y creciente déficit frente al exterior por cuenta corriente (8 por 100 del PIB en el segundo trimestre del año), un diferencial de inflación persistente con la zona del euro que deteriora la competitividad y una asignación de los recursos a favor de actividades resguardadas a la competencia, de

escaso valor añadido y de bajo potencial de crecimiento a largo plazo. En este contexto, el ahorro es una de las variables más perjudicadas. El ahorro nacional se mantiene más o menos estable desde 1995, pero gracias al aumento del correspondiente al sector público. En cambio, el ahorro privado, sobre todo el de los hogares, mantiene una fuerte tendencia a la baja, sólo interrumpida temporalmente en 2002-2003. En 2004 flexionó de nuevo a la baja y las estimaciones y previsiones para 2005 y 2006 vuelven a indicar un deterioro importante del mismo. A corto plazo, este defecto de ahorro se está contrarrestando mediante el endeudamiento, que permite mantener una tasa de inversión fuertemente creciente. Pero a largo plazo, el endeudamiento tiene un límite y, cuando dicho límite se alcance, la falta de ahorro acabará siendo una restricción muy importante para el crecimiento económico.

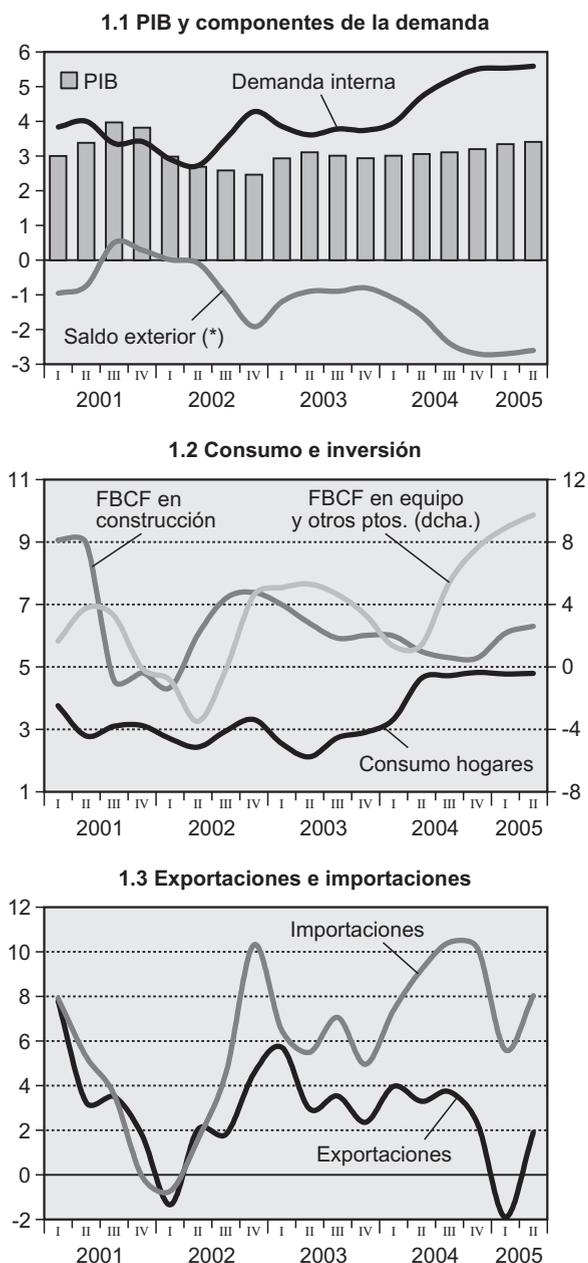
El propósito de este artículo es analizar las tendencias recientes del ahorro en España y exponer las previsiones para el año actual y el próximo. En el primer apartado se comenta brevemente el contexto macroeconómico en el que se enmarca la formación del ahorro. En el segundo se analiza la formación del ahorro y de las necesidades de financiación del conjunto de la economía española. El tercero 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 cuarto se analizan el ahorro y la necesidad de financiación del sector público.

1. CONTEXTO MACROECONÓMICO

Durante 2004 y la primera mitad de 2005 la economía española ha mantenido la senda de suave aceleración iniciada a comienzos de 2003. El crecimiento del PIB alcanzó una media anual del 3,1 por 100 en 2004, que se ha elevado al 3,4 por 100 en el primer semestre del año en curso (gráfico 1). Esta evolución contrasta con la registrada por la zona del euro en su conjunto, cuyo crecimiento se ha desacelerado desde tasas cercanas al 2 por 100 a comienzos de 2004 al 1,1 por 100 en el segundo trimestre de 2005. Debido a esta debilidad de los principales mercados exteriores y a la pérdida de competitividad que viene sufriendo la economía española desde hace años, el crecimiento español sólo tiene como sustento la demanda interna, que crece fuertemente, a tasas reales cercanas al 6 por 100, mientras que el sector exterior detrae 2,6 puntos porcentuales. El consumo de los hogares se mantiene robusto y avanza a un ritmo mayor al de las rentas, lo que mantiene a la baja la tasa de ahorro. También sigue fuerte la inversión en vivienda, y se recupera la obra civil, tras la moderación de los dos últimos años debida al ciclo electoral, con lo que la actividad constructora, lejos del esperado debilitamiento, acelera su ritmo y sigue constituyendo uno de los puntales básicos del crecimiento del PIB y del empleo. Por su parte, el gasto de las empresas en inversión fija muestra una fuerte tendencia al alza, de forma que la inversión en equipo y otros productos crece cerca del 10 por 100. Por el contrario, las exportaciones de bienes y servicios han registrado un crecimiento real cero en el primer semestre.

Sin duda, consumidores y empresas están aprovechando los bajísimos tipos de interés —negativos en términos reales para muchos de los segmentos del crédito— para equiparse. Dado que este patrón viene reproduciéndose durante los últimos cuatro o cinco años, ello se está traduciendo en un rápido aumento del endeudamiento, hasta situarse por encima de los niveles históricos, lo cual deja a las familias y a las empresas en una posición mucho más expuesta que antes ante los avatares de los mercados financieros, por ejemplo, ante futuras subidas de los tipos de interés. Este riesgo, sin embargo, no es inminente, pues, como consecuencia de la debilidad de las economías europeas, no se vislumbran a corto plazo subidas de tipos. El signo más evidente de este endeudamiento es el creciente déficit por cuenta corriente frente al resto del mundo, que, según la Contabilidad Nacional, alcanzó un 8 por 100 del PIB en el segundo trimestre y podría

GRÁFICO 1
PIB Y COMPONENTES DE LA DEMANDA
 Variación interanual en porcentaje. Series c.v.e. y c.l.



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

ascender al 10 por 100 en 2006, cifra impensable e insostenible de no estar integrados en la UEM.

En el ámbito del mercado laboral, el aumento del empleo, en términos de Contabilidad Nacional (CN), sigue una evolución en paralelo y muy cer-

cana al PIB, con una tasa del 3,2 por 100 en el segundo trimestre de 2005. De ello se deduce una productividad media por ocupado que, lejos de recuperarse, muestra una desaceleración, hasta el 0,2 por 100. Mucho más aún crece el empleo según la EPA (un 5 por 100), con un perfil más acelerado que el de la CN, siendo los sectores de la construcción y los servicios sociales, personales y relacionados con el ocio los que registran las mayores tasas de aumento. La tasa de paro se ha situado por debajo del 10 por 100, por primera vez en veinticinco años, si bien su descenso es relativamente lento debido al fuerte aumento de la oferta de trabajo (inmigrantes y mujeres). La contrapartida —y al mismo tiempo una de las causas— del fuerte aumento del empleo y de la baja productividad es una notable moderación salarial. Los costes laborales por unidad producida aumentaron a una tasa del orden del 2,5 por 100 en el primer semestre, frente al 4,2 por 100 en que lo hizo el deflactor del PIB, lo que supone una ganancia notable del excedente de explotación de las empresas. En cuanto a los precios de consumo, el aumento de los del petróleo ha provocado una aceleración de la inflación, hasta el 3,7 por 100 en septiembre (1,2 puntos por encima de la media de la zona del euro), siendo previsible que esta tendencia se mantenga hasta finales del año.

La subida del precio de la energía es la principal amenaza a corto plazo para la economía española. Para tener una idea de lo que ello puede representar, hay que recordar que, si el tipo de cambio euro-dólar no varía, por cada dólar que sube el barril de petróleo, la factura de las importaciones energéticas netas aumenta en una cifra equivalente a 0,08 puntos porcentuales del PIB. Así que, pasar de 40 dólares que costaba al finalizar 2004 a los más de 60 de septiembre último cuesta 1,75 puntos porcentuales del PIB, lo que significa que las rentas reales y, por consiguiente, la capacidad de gasto real, se reducen en esa proporción. Esto no significa que el gasto real y, por tanto, el PIB disminuyan a corto plazo en esa cantidad, pues lo normal es que, en un primer momento, las familias y las empresas “financien” los mayores costes de la energía disminuyendo su ahorro o aumentando su endeudamiento, como así está sucediendo, pero sí que cabe esperar una moderación del ritmo de crecimiento a medio plazo.

Prever el comportamiento de los precios del petróleo y del tipo de cambio euro/dólar para lo que resta del año actual y para el próximo es harto difícil, dada su elevada volatilidad. La hipótesis aquí

utilizada es que el barril de petróleo se mantenga en torno a 60 dólares y que tipo de cambio se mantenga estable en 1,25 dólares por euro. También se asume que, al menos hasta mediados del próximo año el BCE no suba los tipos de interés, pues en las condiciones actuales de debilidad de las economías europeas, elevadas tasas de paro y fuerte competencia en los mercados globalizados, el repunte de la inflación por la subida del petróleo debería ser transitorio. Bajo estas hipótesis, no cabe esperar que, a corto plazo, el rendimiento de la economía española se aleje mucho del actual, pero sí que empiece a notar signos de cansancio. Muchas familias, que ahora ya no tienen margen para reducir su ahorro ni para endeudarse, reducirán su demanda de consumo y vivienda. Ésta última también tiene que empezar a verse frenada por los altos precios alcanzados y por una moderación de la demanda extranjera. También las empresas podrían moderar las tasas previstas de crecimiento de la inversión productiva como respuesta a la desaceleración de la demanda de sus productos y al aumento de los costes de producción, fundamentalmente los de la energía y los salarios (la desviación de la inflación al finalizar el presente año, respecto a lo contemplado en los convenios colectivos, hará que entren en funcionamiento las cláusulas de salvaguardia salarial).

En el cuadro 1 se presentan las previsiones para 2005 y 2006. En definitiva, cabe esperar que la demanda interna en su conjunto vaya desacelerándose y reduciendo su aportación al crecimiento del PIB. Ello frenaría las importaciones y tendería a hacer menos negativa de lo que está siendo ahora la aportación del saldo exterior, pero no en cuantía suficiente como para compensar la caída de la demanda interna, con lo que el crecimiento del PIB flexionaría ligeramente a la baja. En todo caso, el impacto en 2005 sería modesto, por lo que se prevé una tasa media de crecimiento del PIB del 3,3 por 100. Para 2006 se estima un 3 por 100.

El impacto en la inflación de la subida del precio de la energía sí que está siendo inmediato, y la tasa interanual del IPC podría irse al 4 por 100 en diciembre próximo. Durante los primeros meses del próximo año la inflación se mantendría en torno a esta cifra, iniciando posteriormente una tendencia a la baja en el resto del año, para acabar en torno al 2,5 por 100 en diciembre. En términos medios anuales, los precios aumentarían un 3,4 por 100 en 2005 y un 3,3 por 100 en 2006. En cuanto al empleo, cabe esperar una desaceleración paralela a la del PIB, aunque mantendrá un ritmo de crecimiento supe-

CUADRO 1
PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA, 2005-2006
 Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	CONTABILIDAD NACIONAL		PREVISIONES FUNCAS		VARIACIÓN RESPECTO A PREVISIONES ANTERIORES (1)	
	2003	2004	2005	2006	2005	2006
I. PIB Y AGREGADOS, precios constantes						
Consumo final hogares e ISFLSH	2,6	4,4	4,4	3,6	0,0	0,0
Consumo final administraciones públicas	4,8	6,0	5,0	5,0	0,0	0,5
Formación bruta de capital fijo	5,6	4,9	7,5	5,8	0,2	0,2
— Construcción	6,3	5,5	6,3	4,9	0,1	0,5
— Equipo y otros productos	4,6	4,0	9,2	7,1	0,4	0,0
Demanda nacional	3,7	4,8	5,4	4,4	0,1	0,0
Exportación bienes y servicios.....	3,6	3,3	0,2	2,3	-0,4	-0,2
Importación bienes y servicios.....	6,0	9,3	7,8	7,4	0,1	0,0
Saldo exterior (contrib. al crec. del PIB).....	-0,8	-1,8	-2,3	-1,7	-0,2	-0,1
PIB, pm.....	3,0	3,1	3,3	3,0	-0,1	0,0
PIB precios corrientes: — Millardos de euros.....	780,6	837,3	897,7	960,5	—	—
— Porcentaje de variación.....	7,1	7,3	7,2	7,0	0,0	0,4
II. INFLACIÓN, EMPLEO Y PARO						
Deflactor del PIB.....	4,0	4,1	3,8	3,9	0,1	0,4
IPC (media anual).....	3,0	3,0	3,4	3,3	0,1	0,1
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.).....	2,5	2,6	3,0	2,5	0,0	0,0
Productividad por p.t.e.t.c.	0,5	0,5	0,3	0,5	-0,1	0,0
Remuneración de los asalariados	6,5	6,1	6,2	6,4	-0,2	0,5
Excedente bruto de explotación.....	6,8	7,7	8,0	7,5	0,3	0,5
Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.).....	3,4	3,3	2,9	3,6	-0,3	0,4
Coste laboral por unidad producida (GLU).....	2,9	2,8	2,6	3,1	-0,2	0,4
Tasa de paro (EPA)	11,0	10,5	9,5	9,0	-0,1	-0,1
III. EQUILIBRIOS FINANCIEROS (porcentaje del PIB)						
Tasa de ahorro nacional.....	23,3	22,4	21,6	21,3	-0,8	-0,7
— del cual, ahorro privado.....	19,0	17,9	17,0	16,7	-1,4	-1,0
Tasa de inversión nacional.....	27,5	28,3	30,0	31,2	0,2	0,3
— de la cual, inversión privada	23,9	24,8	26,6	27,7	0,3	0,4
Saldo cta. cte. frente al resto del mundo	-4,2	-5,9	-8,4	-9,9	-0,9	-1,0
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación.....	-3,1	-4,8	-7,4	-8,9	-0,9	-0,9
— Sector privado	-3,1	-4,7	-7,8	-9,2	-1,2	-1,1
— Sector público (déficit AA.PP.).....	0,0	-0,2	0,4	0,3	0,3	0,2
Deuda pública bruta.....	49,1	46,6	43,9	41,5	-0,4	-0,8

(1) Variación en puntos porcentuales entre las previsiones actuales y las publicadas en "Cuadernos" núm. 187, julio-agosto 2005.

Fuentes: 2003-2004: INE, IGAE y BE. Previsiones 2005-2006: FUNCAS.

rrior al de la oferta de trabajo, por lo que la tasa de paro continuará descendiendo hasta situarse por debajo del 9 por 100 a finales del próximo año.

A pesar de la moderación del crecimiento de la demanda interna, las importaciones seguirán creciendo por encima de las exportaciones, lo que unido a la mayor factura energética, elevará el déficit por cuenta corriente frente al resto del mundo al 8,4 por 100 del PIB en 2005 y al 9,9 por 100 en 2006.

2. AHORRO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Los últimos datos de la nueva Contabilidad Nacional base 2000 (CN-2000) ponen de manifiesto una caída importante de la tasa de ahorro nacional en 2004, desde el 23,3 por 100 del PIB en 2003 hasta el 22,4 por 100 (cuadro 2). Dado que la tasa de inversión nacional aumentó 0,8 puntos porcentuales (pp), el déficit por operaciones corrientes (diferencia entre el ahorro y la inversión) se amplió

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			Total nacional	AA.PP.	Sector privado			
			Total	Hogares e IPSFL	Sociedades			Total	Hogares e IPSFL	Sociedades	
CN-1986 (SEC-79):											
1985.....	20,6	0,3	20,4	7,2	13,2	1,4	-6,4	7,8	2,9	4,9	169,5
1986.....	21,6	-0,3	21,9	8,3	13,6	1,6	-5,7	7,3	3,9	3,4	194,3
1987.....	21,6	0,9	20,7	7,0	13,7	-0,1	-3,9	3,7	2,4	1,3	217,2
1988.....	22,6	1,9	20,7	7,3	13,4	-1,0	-3,4	2,4	2,0	0,4	241,4
1989.....	21,9	2,3	19,6	6,4	13,1	-3,0	-3,7	0,7	1,2	-0,5	270,7
1990.....	21,7	1,7	19,9	7,9	12,1	-3,5	-4,3	0,8	2,6	-1,8	301,4
1991.....	21,0	1,3	19,7	8,5	11,2	-3,1	-4,5	1,4	3,6	-2,3	330,1
1992.....	19,0	0,7	18,3	7,3	10,9	-3,0	-4,1	1,1	2,8	-1,7	355,2
1993.....	18,9	-1,7	20,6	9,6	11,0	-0,5	-7,0	6,6	5,4	1,1	366,3
1994.....	18,8	-1,6	20,3	7,5	12,8	-0,9	-6,4	5,5	3,3	2,2	389,5
1995.....	21,2	-2,4	23,7	9,2	14,5	1,1	-7,3	8,5	5,1	3,3	419,4
CN-1995 (SEC-95):											
1995.....	22,3	-1,8	24,2	10,1	14,1	1,0	-6,6	7,6	5,4	2,2	437,8
1996.....	22,0	-1,2	23,3	9,9	13,4	1,2	-5,0	7,2	5,0	2,2	464,3
1997.....	22,5	0,4	22,1	9,1	12,9	1,5	-3,2	6,5	4,3	2,2	494,1
1998.....	22,4	1,2	21,2	8,2	13,0	0,2	-3,0	5,4	3,2	2,2	528,0
1999.....	22,5	2,9	19,6	7,4	12,2	-1,0	-1,2	4,2	2,0	2,2	565,4
2000.....	22,3	3,1	19,2	7,0	12,2	-2,5	-0,9	-1,6	1,3	-2,9	610,5
2001.....	22,5	3,7	18,7	6,7	12,0	-2,2	-0,4	-1,9	0,8	-2,6	653,9
2002.....	22,8	4,1	18,7	6,9	11,8	-1,6	-0,1	-1,4	0,8	-2,3	698,6
2003.....	22,6	4,4	18,3	6,8	11,4	-2,1	0,4	-2,5	0,3	-2,8	744,8
2004.....	22,6	4,5	18,1	6,7	11,4	-4,2	-0,3	-3,9	0,1	-4,0	798,7
CN-2000 (SEC-95):											
2000.....	22,5	3,0	19,5	—	—	-2,9	-0,9	-2,0	—	—	630,3
2001.....	21,8	3,5	18,3	—	—	-3,7	-0,5	-3,1	—	—	679,8
2002.....	22,7	3,9	18,8	—	—	-2,8	-0,3	-2,5	—	—	729,0
2003.....	23,3	3,9	19,3	—	—	-3,1	0,0	-3,1	—	—	780,6
2004.....	22,4	4,2	18,2	—	—	-4,8	-0,2 (a)	-4,7 (a)	—	—	837,3
2005 (p).....	21,6	4,2	17,5	—	—	-7,4	0,4	-7,8	—	—	897,7
2006 (p).....	21,3	4,1	17,2	—	—	-8,9	0,3	-9,2	—	—	960,5

(a) Estas cifras están distorsionadas por la operación de asunción de deuda de RENFE por parte del Esatdo. Sin ella, la capacidad de financiación de las AA.PP. hubiera sido del 0,5 por 100 del PIB y la necesidad de financiación del sector privado, de -5,3 por 100.

(p) Previsión.

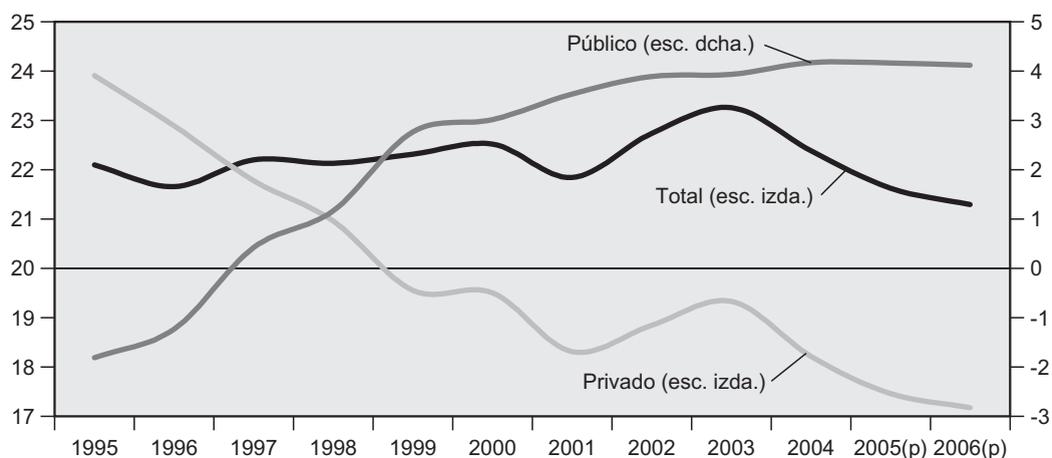
Fuentes: Hasta 2004, INE y BE; para 2005-2006, previsiones propias.

en 1,7 pp, al 5,9 por 100 del PIB. De esta cifra, 1,1 pp fueron cubiertos por las entradas netas de transferencias de capital, con lo que la necesidad de financiación frente al resto del mundo se situó en el 4,8 por 100 del PIB.

Según la información aportada por la Balanza de Pagos, la necesidad de financiación, más la adquisición neta de activos financieros en el exterior (12,1 por 100 del PIB), se cubrieron, en primer lugar, por entradas de capital en concepto de inversiones en cartera (un 78 por 100); en segundo lugar, por préstamos y depósitos (algo más del 12 por 100); y el resto, por inversiones directas. Las primeras más que se duplicaron respecto al año anterior, mientras que los préstamos y depósitos

registraron una fuerte caída (-73 por 100), así como las inversiones directas (-41 por 100, tras otro -45 por 100 en el año anterior). Cabe matizar que gran parte de las inversiones en cartera tomaron la forma de adquisiciones de préstamos hipotecarios titulizados, es decir, que pueden asimilarse a préstamos y depósitos. La caída de la inversión directa —que, si se excluye la inversión en inmuebles (casi la mitad), sólo representó el 0,8 por 100 del PIB— fue similar a la experimentada por la zona del euro, y no se benefició de la recuperación de estas inversiones a nivel internacional, que se dirigieron fundamentalmente a EE.UU. y Asia, lo que pone de manifiesto la pérdida de capacidad de atracción de inversión por parte de la economía española.

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



Fuentes: Hasta 2004, INE (CN-2000); para 2005-2006, previsiones FUNCAS.

La evolución del ahorro nacional fue el resultado de movimientos dispares en los ámbitos privado y público (gráfico 2 y cuadro 2). En el primer caso, se produjo un descenso del 1,1 por 100 del PIB, retomándose la tendencia descendente iniciada en 1996 e interrumpida en 2002 y 2003; el ahorro público, sin embargo, mantuvo su suave tendencia alcista. La evolución de éste se ha convertido, así, en una pieza clave para el mantenimiento de la tasa de ahorro nacional.

En el cuadro 3 se presentan los datos básicos que conforman el ahorro nacional, que se obtiene por diferencia entre la renta nacional bruta 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 corrientes con el exterior. Durante 2004 el PIB aumentó un 7,3 por 100 en términos nominales (3,1 por 100 en términos reales y 4,1 por 100 los precios). El 48 por 100 del PIB (medio punto menos que en el año anterior) se destinó a retribuir al factor trabajo, el 15,7 por 100 (dos décimas menos) fue a parar a las rentas mixtas, el 25,9 por 100 (casi cuatro décimas más) al excedente bruto de explotación y el 10,4 por 100 restante (tres décimas más) constituyó las rentas del sector público en concepto de impuestos sobre la producción netos de subvenciones.

Las rentas y transferencias netas al exterior aumentaron notablemente por encima del PIB, hasta alcanzar el 2,1 por 100 de éste. Como con-

secuencia, la RNBD avanzó algo menos que el PIB. Al desglosar la RNBD por sectores, la del sector público volvió a avanzar mucho más que la del privado, siguiendo la pauta de los últimos años, que constituye la clave del saneamiento financiero del mismo. Del total de la RNBD, el 77,1 por 100 fue destinado al consumo final nacional (privado y público), y el resto constituyó el ahorro. Como se observa en el cuadro 3, el aumento de éste fue del 3,2 por 100, ascendiendo a 187.438 millones de euros.

Las transferencias de capital del exterior netas, que complementan de forma importante desde 1995 el ahorro generado por la economía española, aumentaron en 2004 en línea con el PIB, manteniéndose en el 1,1 por 100 del mismo. Con ello, los recursos totales de capital (ahorro más transferencias de capital netas) crecieron un 3,4 por 100, alcanzando la cifra de 196.500 millones. Frente a esta cifra, la formación bruta de capital (FBC) se elevó a 236.756 millones, deduciéndose un saldo negativo, o necesidad de financiación, de 40.256 millones, un 4,8 por 100 del PIB.

Las previsiones de FUNCAS para el año en curso apuntan a un crecimiento nominal del PIB similar al del pasado año, un 7,2 por 100, fruto de unos aumentos del 3,3 por 100 en términos reales y del 3,8 por 100 en precios. La distribución entre factores productivos volverá a favorecer al excedente, dada la moderación comentada de los salarios per cápita. El juego de las rentas y transferen-

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

	MILLARDOS DE EUROS			VARIACIÓN ANUAL EN PORCENTAJE			PORCENTAJE DEL PIB		
	2004	2005 (p)	2006 (p)	2004	2005 (p)	2006 (p)	2004	2005 (p)	2006 (p)
	1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO, pm.....	837.316	897.721	960.544	7,3	7,2	7,0	100,0	100,0
1.1. Remuneración de asalariados.....	401.878	426.913	454.429	6,1	6,2	6,4	48,0	47,6	47,3
1.2. Excedente bruto de explotación.....	216.617	237.763	258.429	8,9	9,8	8,7	25,9	26,5	26,9
1.3. Rentas mixtas.....	131.659	139.295	147.096	5,8	5,8	5,6	15,7	15,5	15,3
1.4. Impuestos producción e importación menos subvenciones.....	87.162	93.749	100.590	10,9	7,6	7,3	10,4	10,4	10,5
2. Rentas procedentes del resto del mundo, netas.....	-17.962	-19.060	-20.070	17,4	6,1	5,3	-2,1	-2,1	-2,1
3. PRODUCTO NACIONAL BRUTO, pm (1 + 2).....	819.354	878.661	940.474	7,1	7,2	7,0	97,9	97,9	97,9
4. Transferencias corrientes del resto del mundo, netas (a).....	221	-100	-200	—	—	—	0,0	0,0	0,0
5. RENTA NAC. BRUTA DISPONIBLE (3 + 4).....	819.575	878.561	940.274	7,1	7,2	7,0	97,9	97,9	97,9
5.1. Pública.....	183.832	199.192	215.417	10,3	8,4	8,1	22,0	22,2	22,4
5.2. Privada.....	635.743	679.368	724.856	6,2	6,9	6,7	75,9	75,7	75,5
6. Consumo nacional.....	632.137	684.448	735.742	8,3	8,3	7,5	75,5	76,2	76,6
6.1. Público.....	148.898	161.815	175.852	9,5	8,7	8,7	17,8	18,0	18,3
6.2. Privado.....	483.239	522.633	559.890	7,9	8,2	7,1	57,7	58,2	58,3
7. AHORRO NACIONAL BRUTO (5 - 6).....	187.438	194.112	204.531	3,2	3,6	5,4	22,4	21,6	21,3
7.1. Público.....	34.934	37.377	39.565	13,8	7,0	5,9	4,2	4,2	4,1
7.2. Privado.....	152.504	156.735	164.967	1,1	2,8	5,3	18,2	17,5	17,2
8. Transferencias de capital del resto del mundo, netas.....	9.062	9.000	9.000	7,0	-0,7	0,0	1,1	1,0	0,9
9. Recursos de capital (7 + 8).....	196.500	203.112	213.531	3,4	3,4	5,1	23,5	22,6	22,2
10. FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL.....	236.756	269.637	299.293	10,5	13,9	11,0	28,3	30,0	31,2
11. CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN DE LA NACIÓN (9 - 10) = = AHORRO FINANCIERO NETO.....	-40.256	-66.524	-85.762	66,0	65,3	28,9	-4,8	-7,4	-8,9
11.1. Pública.....	-1.296	3.583	2.890	—	—	—	-0,2	0,4	0,3
11.2. Privada.....	-38.960	-70.108	-88.652	63,2	79,9	26,5	-4,7	-7,8	-9,2

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

(p) Previsión.

Fuentes: Para 2004, INE (CNE-2000); para 2005-2006, previsiones FUNCAS.

cias del exterior no modificará apenas el crecimiento de la RNBD respecto al previsto para el PIB. El consumo final nacional crecerá a un ritmo similar al del pasado año (8,3 por 100) y de nuevo por encima de la RNBD, lo que significa una nueva caída de la tasa de ahorro hasta el 21,6 por 100 del PIB, ocho décimas menos que en el pasado año. Al mismo tiempo, la FBC acelerará su crecimiento, provocando una fuerte ampliación del déficit por cuenta corriente hasta el 8,4 por 100 del PIB y de la necesidad de financiación del conjunto de la economía hasta el 7,4 por 100 (gráfico 3).

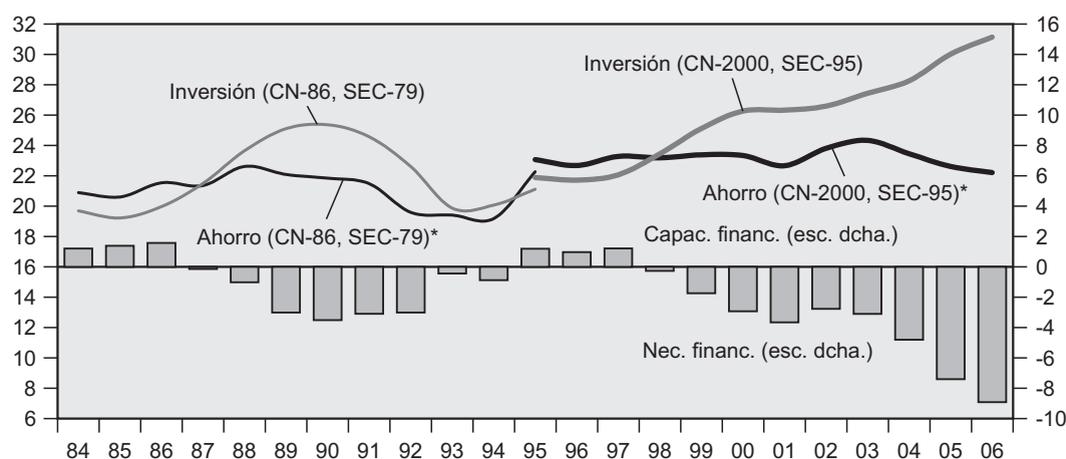
Para 2006 se prevén crecimientos del 3 y del 3,9 por 100 para el PIB real y el deflactor, respectivamente, lo que resulta en una tasa para el PIB nominal del 7 por 100, la misma que se estima para la RNBD. El consumo nominal se moderará, como se ha comentado anteriormente, pero seguirá cre-

ciendo por encima de la RNBD, lo que se traducirá en una nueva caída de la tasa de ahorro nacional, si bien en menor medida que en los dos años anteriores. También se prevé una desaceleración de la FBC, aunque su crecimiento seguirá siendo el doble que el del ahorro. Como consecuencia, el déficit de la cuenta corriente y la necesidad de financiación frente al resto del mundo volverán a aumentar, hasta el 9,9 y el 8,9 por 100 del PIB, respectivamente.

3. EL AHORRO PRIVADO

Según la nueva CN-2000, la tasa de ahorro privado, en porcentaje del PIB, registró un descenso importante en 2004, de 1,1 pp, tras una recuperación en los dos años anteriores. Este perfil cambia notablemente la información proporcionada con anterioridad por la CN-1995, según la cual, la caída

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



(*) Incluye transferencias de capital netas del exterior.

Fuente: Hasta 2004, INE (CNE); para 2005-2006, previsiones FUNCAS.

de 2004 había sido mucho menor, de sólo dos décimas, si bien, tampoco se había producido la recuperación señalada en 2002 y 2003. Las nuevas estimaciones son más consistentes con la teoría y la experiencia de otras fases cíclicas similares anteriores. Así, como puede observarse en los datos del cuadro 2 y en el gráfico 2, el ahorro privado muestra un comportamiento anticíclico, es decir, disminuye en los años de expansión consolidada, en los que el gasto de los hogares y de las empresas crece por encima de su renta disponible, y aumenta en los primeros años de recuperación tras una recesión o desaceleración del ritmo de crecimiento económico, procesos que forman parte de los típicos mecanismos de ajuste cíclico. Lo que no es tan normal es que en un año, como 2004, en el que el crecimiento del PIB no estuvo muy alejado del ritmo tendencial de largo plazo, se produzca una caída tan notable de la tasa de ahorro. Sin duda, estas cifras ponen de manifiesto el patrón tan desequilibrado que observa la economía española, pero también hay que tomarlas con cautela, debido al carácter provisional de muchas de las estadísticas de base utilizadas en las primeras estimaciones contables.

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. Destaca la fuerte caída que ha experimentado el ahorro privado desde

1996, que en buena medida puede considerarse de carácter cíclico, tal como se ha señalado. 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 unos 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.

En todo caso, estas apreciaciones y los datos señalados deben tomarse con cautela, ya que están obtenidos a partir de la antigua CN-1995, dado que en estos momentos no se dispone de la nueva CN-2000 completa, concretamente, de las cuentas de los sectores institucionales. La única información disponible a este respecto, que nos ha permitido desglosar el ahorro nacional entre el sector público y el privado para el período 2000-2004 (cuadro 2), es la publicación por la Intervención General de la

Administración del Estado (IGAE) de las cuentas de las AA.PP. para dicho período. Por esta razón, el análisis que hacemos a continuación del ahorro de los hogares y de las empresas hasta 2004, así como las previsiones para 2005 y 2006, se basan en las cifras de la CN-1995, que, sobre todo en los últimos años (2002-2004), podrían ser modificadas notablemente. Por tanto, sólo son indicativos de las tendencias generales y no de cifras concretas.

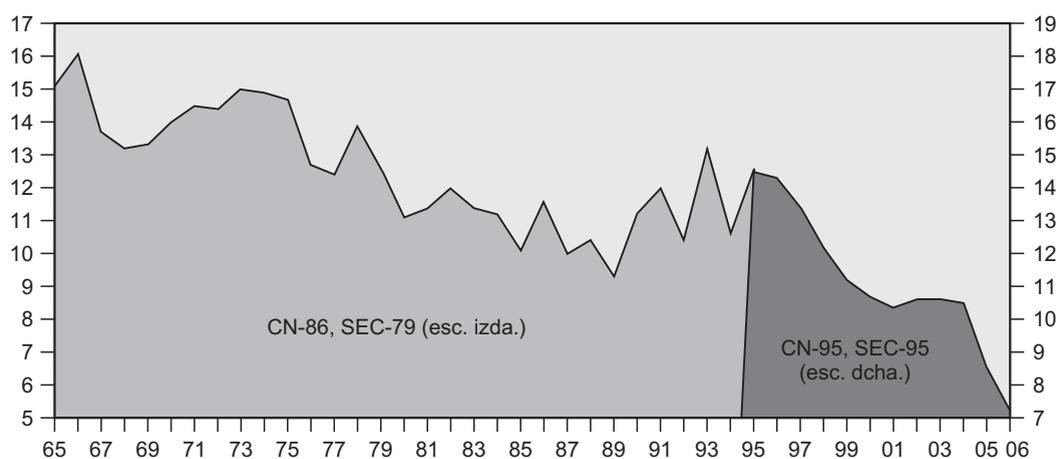
3.1. El ahorro de los hogares

Como se puede observar en el gráfico 4, la tasa de ahorro de los hogares registró una profunda caída entre 1995 y 2001, al pasar 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 2003-04 y, según nuestras estimaciones, ha vuelto a descender profundamente en 2005. 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 de mediados de los noventa.

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 los ciclos anteriores, 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.

En el cuadro 4 se presentan los últimos datos disponibles de las cuentas de los hogares para 2004 (en base a la antigua CN-1995) y las previsiones para 2005 y 2006. En 2004 las remuneraciones salariales, que constituyen la partida fundamental de la RBDH, aumentaron un 6,2 por 100, medio punto por debajo del año anterior, si bien, las rentas mixtas y el excedente de explotación (la segunda fuente de renta) lo hicieron casi medio punto más (un 6 por 100). También moderaron su crecimiento respecto al año anterior las rentas netas de la propiedad y de la empresa, a causa del aumento de los intereses pagados por una deuda fuertemente creciente. Las operaciones de distribución secundaria de la renta contribuyeron positivamente al avance

GRÁFICO 4
TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES
Porcentaje de la Renta Bruta Disponible



Fuentes: Hasta 2004, INE (CN-86 y CN-95) y Banco de España (Ctas. financieras); para 2005-2006, previsiones FUNCAS.

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

	MILLARDOS DE EUROS			VARIACIÓN ANUAL EN PORCENTAJE			PORCENTAJE DEL PIB		
	2004	2005 (p)	2006 (p)	2004	2005 (p)	2006 (p)	2004	2005 (p)	2006 (p)
	1. Remuneración de los asalariados	393.829,0	418.455,0	445.529,0	6,2	6,3	6,5	77,0	77,3
2. Excedente bruto explotación/renta mixta	166.457	176.377	186.526	6,0	6,0	5,8	32,5	32,6	32,6
3. Rentas propiedad y empresa, netas (a)	13.891	14.057	12.475	5,7	1,2	-11,3	2,7	2,6	2,2
3.1. Recibidas	34.007	36.416	40.083	3,5	7,1	10,1	6,6	6,7	7,0
3.2. Pagadas	20.116	22.359	27.608	2,1	11,1	23,5	3,9	4,1	4,8
4. SALDO DE RENTAS PRIMARIAS (1 a 3).....	574.177	608.888	644.530	6,1	6,0	5,9	112,3	112,4	112,7
5. Prestaciones sociales	108.442	116.900	125.317	9,5	7,8	7,2	21,2	21,6	21,9
6. Otras transferencias ctes. netas (b)	5.399	5.723	6.066	16,8	6,0	6,0	1,1	1,1	1,1
7. Impuestos renta y patrimonio	55.761	60.949	66.357	4,1	9,3	8,9	10,9	11,3	11,6
8. Cotizaciones efectivas e imputadas.....	120.748	129.053	137.821	8,6	6,9	6,8	23,6	23,8	24,1
9. RENTA BRUTA DISPONIBLE (4 + 5 + 6 - 7 - 8)	511.509	541.509	571.736	6,5	5,9	5,6	100,0	100,0	100,0
10. Variación part. reservas fondos pensiones	1.445	1.445	1.546	-9,5	0,0	7,0	0,3	0,3	0,3
11. Gasto en consumo final	459.204	496.668	532.042	6,6	8,2	7,1	89,8	91,7	93,1
12. AHORRO BRUTO (9 + 10 - 11).....	53.750	46.286	41.240	5,5	-13,9	-10,9	10,5	8,5	7,2
a) En porcentaje del PIB.....	6,7	5,4	4,5	—	—	—	—	—	—
13. Transferencias de capital netas	9.373	8.436	9.701	69,1	-10,0	15,0	1,8	1,6	1,7
14. Recursos de capital (12 + 13).....	63.123	54.722	50.941	11,7	-13,3	-6,9	12,3	10,1	8,9
15. Formación bruta de capital (c)	62.200	70.908	76.935	14,1	14,0	8,5	12,2	13,1	13,5
16. = CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN (14 - 15)	923	-16.186	-25.994	—	—	—	0,2	-3,0	-4,5
a) En porcentaje del PIB.....	0,1	-1,9	-2,8	—	—	—	—	—	—
PRO MEMORIA:									
17. Ahorro financiero neto (Ctas. financieras)	-529	-10.157	-22.994	—	1.820,1	126,4	-0,1	-1,9	-4,0
a) En porcentaje del PIB.....	-0,1	-1,2	-2,5	—	—	—	—	—	—

(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.

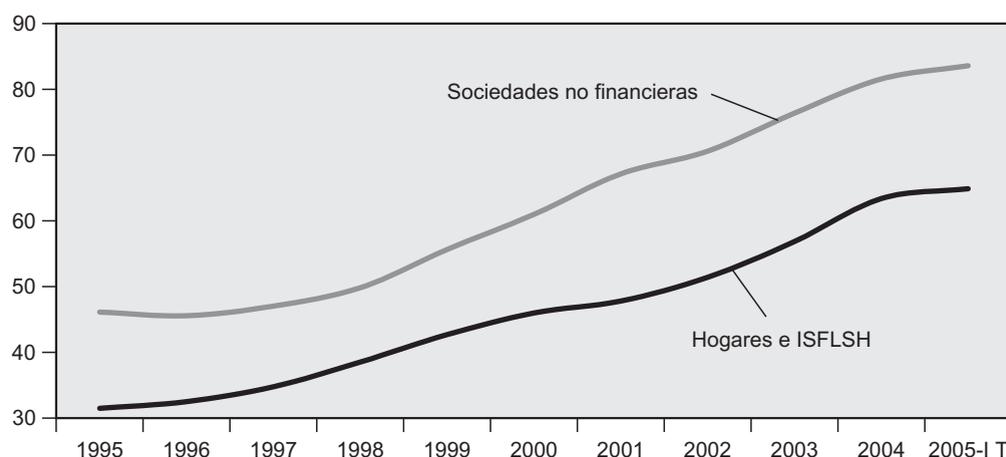
Fuentes: Para 2004, INE (CNE-1995); para 2005-2006, previsiones FUNCAS.

de la renta disponible, pues los pagos por el impuesto sobre la renta aumentaron moderadamente, como consecuencia de la reforma introducida en 2003, y las prestaciones y otras transferencias corrientes crecieron significativamente por encima de las cotizaciones sociales. En conjunto, la RBDH aumentó un 6,5 por 100, medio punto más que en 2003. Pero también se aceleró, y ligeramente más que la renta, el consumo final de los hogares, lo que provocó un aumento del ahorro por debajo de la renta y, por consiguiente, una leve disminución de la tasa de ahorro, desde el 10,6 por 100 de la RBDH en 2003 al 10,5 por 100 en 2004.

Notablemente por encima del ahorro creció la formación bruta de capital (14,1 por 100), que, en el caso de los hogares, se materializa fundamentalmente en la compra de vivienda, dando como resultado una nueva reducción del tradicional superávit (capacidad de financiación) de las cuentas

familiares. Éste cayó a una cifra de sólo el 0,1 por 100 del PIB, cinco puntos por debajo de su nivel de 1995. En términos de las cuentas financieras, la capacidad de financiación equivale al saldo de operaciones financieras (también llamado ahorro financiero), aunque, debido a diferencias de clasificación entre la contabilidad nacional y estas cuentas, ambas variables presentan desviaciones importantes. En 2004, el ahorro financiero pasó a ser negativo por primera vez desde que se dispone de estas estadísticas, por una cifra equivalente al 0,1 por 100 del PIB, siete décimas porcentuales menos que en 2003 y 6,3 puntos por debajo de 1995. Eso quiere decir que toda la adquisición de activos financieros por parte de los hogares en 2004 (un 11 por 100 del PIB) tuvo que hacerse apelando al endeudamiento, con lo que éste continuó aumentando rápidamente hasta una cifra equivalente al 63,4 por 100 del PIB (31,5 por 100 en 1995) (gráfico 5).

GRÁFICO 5
DEUDA DE LOS HOGARES Y DE LAS EMPRESAS
(EN PRÉSTAMOS Y VALORES DISTINTOS DE ACCIONES)
 Porcentaje del PIB



Fuente: Banco de España (Cuentas financieras).

Las previsiones para 2005 apuntan a un fuerte descenso del ahorro familiar. Las remuneraciones de los asalariados registran un crecimiento similar al de 2004 y las rentas de la propiedad netas apenas aumentan, debido a la incidencia de unas cargas financieras crecientes. El juego de prestaciones y cotizaciones sociales continúa actuando positivamente, pero no así los pagos por el IRPF, que, una vez pasado el efecto de la reforma de 2003, vuelven a crecer notablemente por encima de las rentas. Todo ello se traduce en un crecimiento de la RBDH inferior al de 2004. Sin embargo, el consumo crece más, y notablemente por encima de la renta disponible, provocando un fuerte descenso de la tasa de ahorro hasta el 8,5 por 100 de la RBDH. Debe matizarse, no obstante, que a la vista de la información parcial que puede extraerse de la nueva CN-2000 en relación a las cuentas de los hogares, posiblemente esta caída de la tasa de ahorro que se obtiene para 2005 haya que repartirla entre 2004 y 2005. La razón fundamental para llegar a esta conclusión es que la CN-2000 ha revisado al alza de forma importante el crecimiento del consumo en 2004.

Para 2006 se prevé que la tasa de ahorro continúe descendiendo, en un contexto de desaceleración tanto de la RBDH como del consumo, pero en el que éste último todavía seguirá creciendo significativamente por encima de la renta. Uno de los capítulos que harán desacelerarse la RBDH será

el aumento de las cargas financieras ocasionado por el fuerte aumento de la deuda en los últimos años. Este factor va a condicionar de forma importante el comportamiento económico de los hogares en los próximos años, especialmente cuando se produzcan subidas de los tipos de interés, ya que va a mermar notablemente la renta disponible y, como consecuencia, la capacidad de gasto en consumo e inversión de los mismos. Sólo ulteriores descensos de la tasa de ahorro (como ha sucedido en EE.UU., donde se ha reducido a cero) podrían evitar un ajuste duro del gasto familiar y, por tanto, una desaceleración importante de la demanda interna.

3.2. El ahorro de las empresas

El ahorro de las empresas equivale a los beneficios brutos no distribuidos después de impuestos. Como en el caso de los hogares, la tasa de ahorro bruto de las empresas también ha mantenido una tendencia decreciente desde 1996. No obstante, como puede observarse en el cuadro 5, la caída ha sido de bastante menor entidad que la de los hogares y algo menor que la producida en el anterior ciclo. Como ya se ha comentado, ello es atribuible a la moderación salarial y a la caída de los tipos de interés, y ha tenido consecuencias muy positivas para el conjunto de la economía durante los años de desaceleración, ya que ha evitado que

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	
CN-1986 (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
CN-1995 (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.....	12,17	1,52	10,65	-2,90	0,80	-3,70	-2,64	0,80	-3,43	610,5
2001.....	12,03	2,16	9,87	-2,64	1,54	-4,18	-2,94	1,54	-4,48	653,9
2002.....	11,78	2,03	9,75	-2,26	1,48	-3,74	-2,86	1,48	-4,34	698,6
2003.....	11,41	2,04	9,37	-2,76	1,46	-4,23	-3,08	1,46	-4,55	744,8
2004.....	11,36	1,69	9,67	-4,04	0,77	-4,81	-3,86	0,77	-4,63	798,7
2005 (p).....	11,25	1,61	9,64	-5,92	0,55	-6,47	-6,62	0,55	-7,17	854,6
2006 (p).....	11,69	2,35	9,34	-6,49	1,12	-7,61	-6,82	1,12	-7,94	912,8

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

(p) Previsión.

Fuentes: Hasta 2004, INE (CNE-1995) y Banco de España (Cuentas financieras); para 2005-2006, previsiones FUNCAS.

las empresas tuvieran que llevar a cabo ajustes generalizados de empleo (con todas las implicaciones que se derivan de ello para el mantenimiento del gasto de los hogares). También ha evitado una caída brusca de la tasa de inversión.

En 2004, los datos de avance de la antigua CN-1995 muestran una práctica estabilización del ahorro empresarial como porcentaje del PIB, gracias a la mejora del correspondiente a las sociedades no financieras. Las partidas más importantes de la formación del ahorro de éstas últimas se recogen en el cuadro 6. El excedente bruto de explotación, que constituye la fuente fundamental de renta de las empresas, aumentó un 8,5 por 100, notablemente por encima del registrado en el año anterior, debido fundamentalmente a la moderación de las remuneraciones del personal. Las rentas de la propiedad netas (que tradicionalmente suponen pagos netos para las empresas) aumentaron moderadamente, un 1,8 por 100, gracias a la caída de los tipos de

interés. Aunque los impuestos sobre la renta actuaron en sentido contrario, al aumentar fuertemente, todo ello se tradujo en un aumento de la renta disponible (y, por tanto, del ahorro, ya que las empresas no gastan en consumo final) superior al del PIB.

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, aumentaron un 34,3 por 100, debido a la asunción de parte de la deuda de RENFE por el Estado, que en términos contables supone una transferencia de capital. Con ello, los recursos totales de capital crecieron de forma importante, un 13,2 por 100. En todo caso, la FBC se aceleró respecto a 2003 y creció unos dos puntos y medio por encima de los recursos de capital, lo que se tradujo en un aumento de 0,6 puntos porcentuales del PIB de la necesidad de financiación, hasta el 4,8 por 100.

CUADRO 6
AHORRO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (CN-1995)

	MILLARDOS DE EUROS			VARIACIÓN ANUAL EN PORCENTAJE			PORCENTAJE DEL PIB		
	2004	2005 (p)	2006 (p)	2004	2005 (p)	2006 (p)	2004	2005 (p)	2006 (p)
	1. Valor añadido bruto	392.116	419.172	447.257	6,8	6,9	6,7	49,1	49,1
2. Remuneración de los asalariados	245.940	260.230	276.427	5,7	5,8	6,2	30,8	30,5	30,3
3. Impuestos s/ produc. menos subvenciones	1.125	1.219	1.316	17,8	8,4	7,9	0,1	0,1	0,1
4. Excedente bruto de explotación (1 – 2 – 3)	145.051	157.722	169.514	8,5	8,7	7,5	18,2	18,5	18,6
5. Rentas propiedad y empresa (a)	-39.381	-43.619	-49.472	1,8	10,8	13,4	-4,9	-5,1	-5,4
5.1. Recibidas (a)	16.872	18.239	21.577	-5,2	8,1	18,3	2,1	2,1	2,4
5.2. Pagadas (a)	56.253	61.858	71.049	-0,4	10,0	14,9	7,0	7,2	7,8
6. SALDO DE RENTAS PRIMARIAS (4 + 5)	105.670	114.103	120.041	11,3	8,0	5,2	13,2	13,4	13,2
7. Impuestos renta y patrimonio	25.377	28.473	31.320	14,6	12,2	10,0	3,2	3,3	3,4
8. Transferencias ctes. netas (b)	-3.027	-3.227	-3.440	-2,1	6,6	6,6	-0,4	-0,4	-0,4
9. Renta bruta disponible (6 – 7 + 8) =									
10. = AHORRO BRUTO (c)	77.266	82.403	85.282	10,8	6,6	3,5	9,7	9,6	9,3
11. Transferencias de capital netas	10.622	7.967	8.524	34,3	-25,0	7,0	1,3	0,9	0,9
12. = Recursos de capital (10 + 11)	87.888	90.370	93.806	13,2	2,8	3,8	11,0	10,6	10,3
13. Formación bruta de capital (d)	126.312	145.638	163.260	15,7	15,3	12,1	15,8	17,0	17,9
14. CAP. (+) O NEC. (-) FINANCIACIÓN (12 – 13)	-38.424	-55.268	-69.454	22,1	43,8	25,7	-4,8	-6,5	-7,6
PRO MEMORIA:									
15. Ahorro financiero neto (operac. finac. netas)	-36.972	-61.268	-72.454	9,2	65,7	18,3	-4,6	-7,2	-7,9

(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 2004, INE (CN-1995) y Banco de España (Cuentas financieras); para 2005-2006 previsiones FUNCAS.

Las previsiones para 2005 apuntan a un crecimiento del excedente de explotación similar al de 2004, si bien los pagos por intereses aumentan significativamente, lo que provoca un menor crecimiento de la renta y del ahorro que en dicho año. Por su parte, la FBC volverá a crecer fuertemente, a una tasa superior al 15 por 100, todo lo cual se traducirá en un cuantioso aumento de la necesidad de financiación.

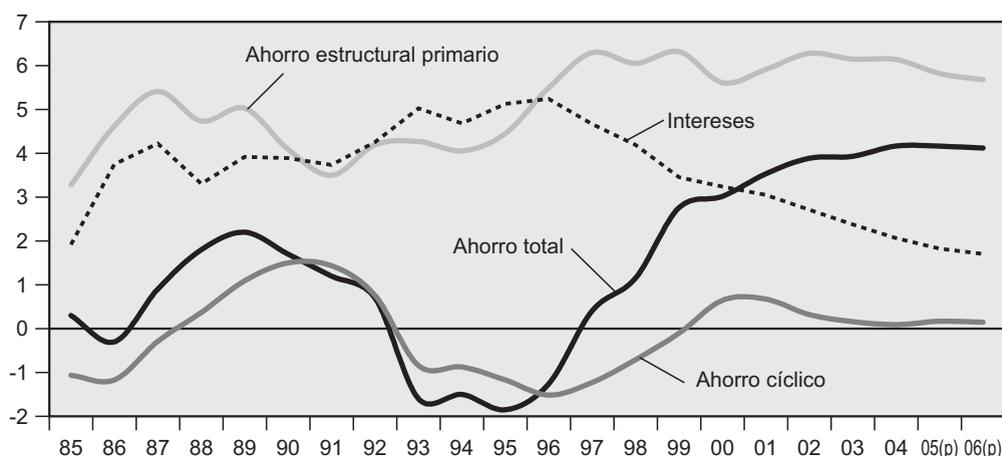
Para 2006 se espera una cierta aceleración de las remuneraciones de los asalariados a causa del efecto de las cláusulas de salvaguardia de los convenios colectivos de 2005. Más aún, podrían acelerarse las rentas de la propiedad netas pagadas, pues al aumento de la deuda podría unirse el de los tipos de interés. Ello provocará una notable moderación del crecimiento del ahorro. También puede preverse una cierta desaceleración de la FBC, que, no obstante, crecerá muy por encima de los recursos de capital, provocando un nuevo e

importante aumento de la necesidad de financiación, que podría alcanzar una cifra del orden del 7,6 por 100 el PIB. Sería ésta una cifra nunca alcanzada antes por esta variable, que, dado el nivel relativamente elevado del endeudamiento (gráfico 5), también hace pensar en una moderación de la FBC de las empresas en los próximos años.

4. EL AHORRO DEL SECTOR PÚBLICO

El ahorro público ha mantenido desde 1995 una tendencia creciente que ha sido fundamental para evitar la caída del ahorro nacional. Su recuperación fue especialmente intensa hasta 1999 y más suave desde entonces hasta 2004 (gráfico 2), como consecuencia de la moderación del crecimiento de los ingresos impositivos tras las dos reformas del IRPF. Según los últimos datos publicados por la IGAE, ya según la nueva CN-2000, el ahorro público ascendió en 2004 a una cifra equivalente al 4,17 por 100

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



Fuente: Hasta 2004, INE, IGAE y elaboración propia; para 2004-2005, previsiones FUNCAS.

del PIB (cuadro 7), 0,24 pp más que en el año anterior. La renta bruta disponible del sector público volvió a crecer por encima del PIB (10,3 frente al 7,3 por 100), alcanzando la cifra del 22 por 100 de éste. El consumo público se aceleró y también volvió a crecer por encima del PIB, aunque por debajo de la renta disponible, lo que permitió el avance de la tasa de ahorro señalado. Por su parte, los gastos de capital aumentaron fuertemente debido no tanto a la FBC como a las transferencias de capital, al contabilizarse como tal la operación de asunción de deuda de RENFE, por valor de un 0,65 por 100 del PIB. Por esta razón, y a pesar del aumento señalado del ahorro, la necesidad de financiación (déficit público) aumentó, situándose en el -0,15 por 100, una décima más que en el año anterior.

Desglosando los factores económicos de la evolución de las cuentas públicas durante 2004, el aumento del ahorro fue generado por la caída de intereses pagados, pues el efecto cíclico fue ligeramente negativo y el de los componentes estructurales, excluidos intereses, neutro (gráfico 6). 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 públicos está más relacionada con el PIB, o con la demanda interna, a precios corrientes. En estos términos, tanto el PIB como, sobre todo, la demanda interna crecieron por encima de su evolución tendencial, por lo que el signo del com-

ponente cíclico del ahorro público no habría sido negativo, sino positivo, y el componente estructural primario se habría deteriorado. En definitiva, la inflación y el patrón de crecimiento desequilibrado a favor de la demanda interna explican gran parte del esfuerzo "estructural" en la mejora del ahorro público en los años recientes.

Las previsiones para 2005 apuntan a que se mantenga la misma tasa de ahorro que en 2004. La renta disponible volverá a crecer por encima del PIB, pero en menor medida que en dicho año, debido sobre todo al menor crecimiento de los impuestos indirectos y a la menor caída de los intereses pagados. El consumo crecerá también por encima del PIB y en línea con la renta disponible. En cambio, los gastos de capital registrarán una tasa negativa al no reproducirse el hecho puntual de la asunción de la deuda de RENFE, lo que permitirá una mejora sustancial del saldo total, que podría mostrar un superávit (en torno a medio punto porcentual de PIB) por primera vez en 30 años. Esta cifra mejoraría el objetivo oficial del 0,1 por 100 del PIB y se obtendría como consecuencia de un mayor superávit de la Seguridad Social y un menor déficit del Estado, en relación a las cifras previstas.

Para el próximo año, el Gobierno ha proyectado un superávit para el conjunto de las AA.PP. del 0,2 por 100 del PIB, que se obtiene de sendos déficit del Estado y de los entes territoriales del 0,4 y 0,1 por 100 del PIB, respectivamente, y de un supe-

CUADRO 7
RENTA, CONSUMO, AHORRO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (CN-2000)

	MILLARDOS DE EUROS			VARIACIÓN ANUAL EN PORCENTAJE			PORCENTAJE DEL PIB		
	2004	2005 (p)	2006 (p)	2004	2005 (p)	2006 (p)	2004	2005 (p)	2006 (p)
	1. Excedente bruto de explotación	13.491	14.503	15.593	9,2	7,5	7,5	1,6	1,6
2. Impuestos producción e importación	99.632	107.405	115.215	10,8	7,8	7,3	11,9	12,0	12,0
3. Subvenciones de explotación.....	8.278	9.147	9.787	1,3	10,5	7,0	1,0	1,0	1,0
4. Intereses, divid. y otras rentas propiedad recibidos..	5.970	5.254	4.991	-7,8	-12,0	-5,0	0,7	0,6	0,5
5. Intereses y otras rentas propiedad pagados	17.260	16.404	16.351	-7,0	-5,0	-0,3	2,1	1,8	1,7
6. SALDO DE RENTAS PRIMARIAS (1 + 2 - 3 + 4 - 5).	93.555	101.611	109.661	14,1	8,6	7,9	11,2	11,3	11,4
7. Impuestos renta y patrimonio.....	85.642	94.467	103.216	8,7	10,3	9,3	10,2	10,5	10,7
8. Cotizaciones sociales reales y ficticias.....	109.037	116.450	124.276	7,1	6,8	6,7	13,0	13,0	12,9
9. Otros ingresos corrientes (a).....	6.820	7.229	7.699	-0,4	6,0	6,5	0,8	0,8	0,8
10. Prestaciones sociales	98.379	106.053	113.688	7,5	7,8	7,2	11,7	11,8	11,8
11. Otras transfer. corrientes pagadas (a).....	12.843	14.513	15.746	13,0	13,0	8,5	1,5	1,6	1,6
12. RENTA DISPONIBLE BRUTA (6 + 7 + 8 + 9 - 10 - 11).	183.832	199.192	215.417	10,3	8,4	8,1	22,0	22,2	22,4
13. Consumo público.....	148.898	161.815	175.852	9,5	8,7	8,7	17,8	18,0	18,3
14. = AHORRO BRUTO (12 - 13).....	34.934	37.377	39.565	13,8	7,0	5,9	4,2	4,2	4,1
15. Impuestos de capital.....	3.671	4.185	4.687	17,7	14,0	12,0	0,4	0,5	0,5
16. Transferencias de capital recibidas	2.924	2.989	3.293	29,2	2,2	10,2	0,3	0,3	0,3
17. Recursos de capital (14 + 15 + 16).....	41.529	44.551	47.545	15,1	7,3	6,7	5,0	5,0	4,9
18. Gastos de capital	42.825	40.968	44.655	17,5	-4,3	9,0	5,1	4,6	4,6
18.1. FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL (b)	28.546	30.544	33.293	3,2	7,0	9,0	3,4	3,4	3,5
18.2. Transferencias de capital pagadas	14.279	10.424	11.362	62,4	-27,0	9,0	1,7	1,2	1,2
19. = CAP. O NEC. DE FINANCIACIÓN (17 - 18)	-1.296	3.583	2.890	—	—	—	-0,2	0,4	0,3
PRO MEMORIA:									
20. Ingresos corrientes.....	320.592	345.309	370.990	8,2	7,7	7,4	38,3	38,5	38,6
21. Gastos corrientes.....	285.658	307.931	331.425	7,6	7,8	7,6	34,1	34,3	34,5

(a) Cooperación internacional corriente y transferencias corrientes diversas.

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

Fuentes: Para 2004, IGAE; para 2005-2006, previsiones FUNCAS.

rávít de la seguridad social del 0,7 por 100. En principio, si el ejercicio 2005 cierra con un superávit en torno a medio punto porcentual del PIB, el objetivo para 2006 parece poco ambicioso y supondría un empeoramiento de las cuentas públicas en un contexto en el que el PIB crece, según el Gobierno, un 3,3 por 100, es decir, por encima del ritmo tendencial de largo plazo, lo que significa una mejora del componente cíclico. En definitiva, el cumplimiento de tal objetivo significaría una disminución de la tasa de ahorro público y un deterioro notable del componente estructural del déficit y, lo que es peor, una política fiscal inadecuada para las necesidades coyunturales de la economía española. Ésta exhibe, como se ha señalado, un diferencial de inflación dañino para la competitividad de los sectores expuestos

a la competencia internacional y un exceso de gasto que provoca elevados déficit no financieros en el sector privado y un endeudamiento en máximos históricos y rápidamente creciente, lo que requiere una actuación contractiva del sector público, tanto más cuanto la política monetaria va a seguir siendo notablemente expansiva. Nuestras previsiones apuntan a una caída ligera del ahorro público y a un superávit mayor del presupuestado, en un contexto en el que la economía crece unas décimas por debajo de las previsiones oficiales.

NOTA

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