

# ECONOMÍA ESPAÑOLA

## Tendencias y perspectivas del ahorro en España

Ángel Laborda\*

### 1. Introducción

Como en años anteriores por estas fechas, se presenta en este artículo un análisis de la evolución reciente y de las perspectivas del ahorro de la economía española. El enfoque incluye el proceso de generación de las rentas y su utilización para el consumo o la inversión en capital fijo, tanto para la economía en su conjunto como para los sectores institucionales (hogares, empresas y sector público), lo que permite tener una radiografía bastante completa de la situación económico-financiera de dichos sectores. Ello constituye la base de partida tanto para el diagnóstico de la actual coyuntura como, sobre todo, para hacer predicciones y diseñar estrategias a corto y medio plazo.

En este sentido, como puede concluirse de los resultados de este análisis, el momento por el que atraviesa la economía española y las perspectivas a corto plazo son positivos, pero el contexto en el que toman sus decisiones los agentes económicos del sector privado desde hace unos cuantos años les está llevando a reducir notablemente su tasa de ahorro y a financiar cada vez en mayor proporción sus inversiones mediante el endeudamiento, que supera ya el promedio de la zona del euro. Aunque estas decisiones sean racionales en el actual contexto económico-financiero, el problema es que están generando una elevada vulnerabilidad a cambios, no ya imprevistos o extraordinarios, sino normales en la evolución cíclica de la economía, lo que debilita la posición de los agentes económicos a medio plazo. La nota positiva es que el sector público está contrarrestando, aunque quizás no en la medida en que debería hacerlo, la caída del ahorro del sector

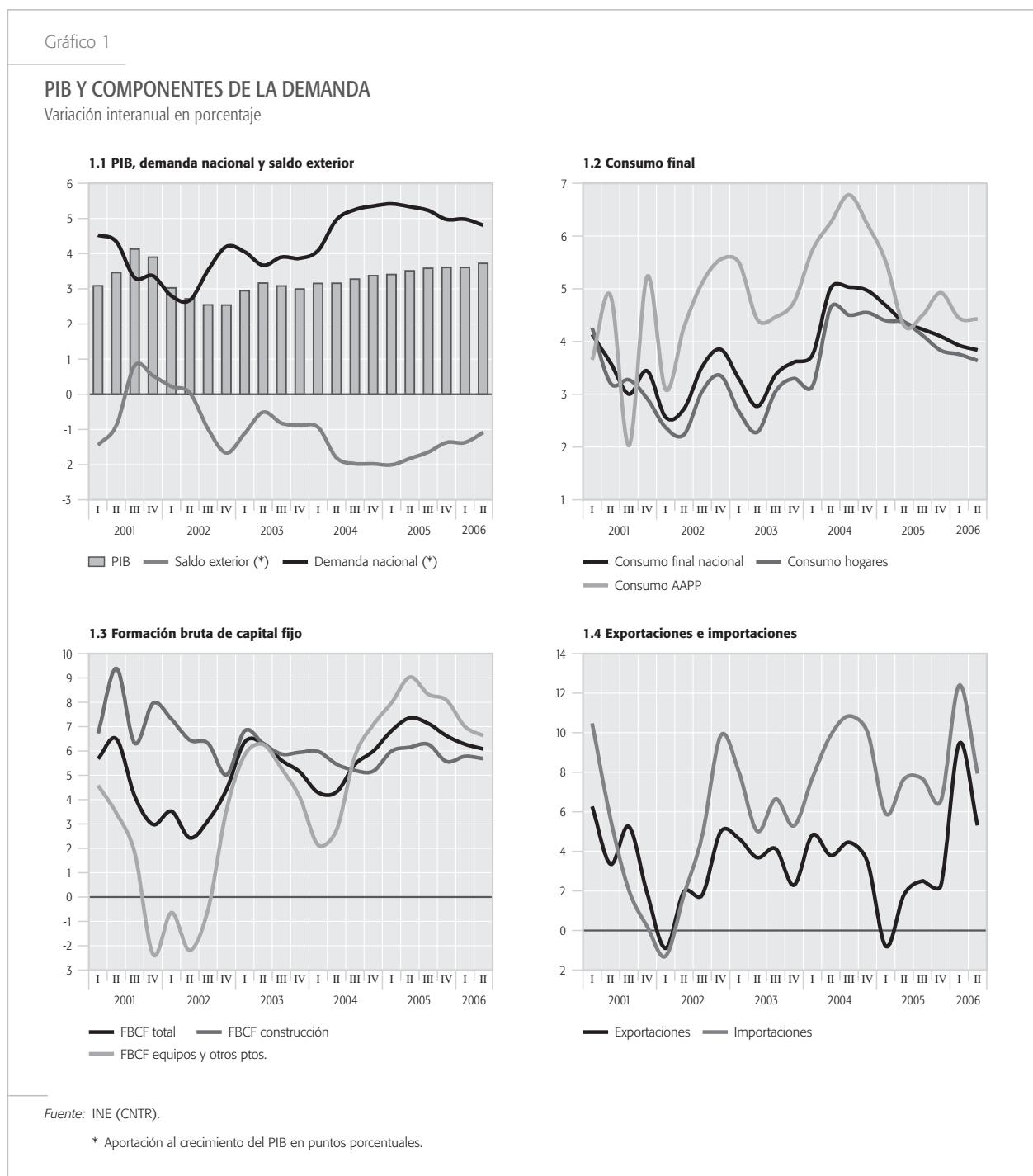
privado y saneando notablemente su posición financiera, de tal manera que estaría en disposición de hacer frente y paliar un cambio brusco de la actual coyuntura.

El análisis se inicia con una breve exposición del contexto macroeconómico en el que se enmarca la evolución reciente del ahorro. En el siguiente apartado se analiza la formación del ahorro y las necesidades de financiación de la economía española en su conjunto. Posteriormente se ahonda en el detalle del ahorro privado, con sendos apartados para los hogares y para las sociedades no financieras. Por último, se analiza el ahorro y las necesidades financieras del sector público.

### 2. Contexto económico: comportamiento reciente y perspectivas a corto plazo de la economía española

Durante 2005 y la primera mitad de 2006 la economía española ha mantenido la tendencia de suave aceleración iniciada a comienzos de 2003. Tras la revisión al alza de las cifras del PIB de los últimos años publicada por el INE a finales de agosto, el crecimiento real de éste alcanzó una media anual del 3,5 por 100 en 2005, que se ha elevado al 3,7 por 100 en el segundo trimestre del año en curso (gráfico 1). Esta evolución contrasta con las previsiones del consenso de los analistas, que apuntaban a una desaceleración, también suave, en base al cansancio que empezaba a mostrar la demanda interna española tras años de fuerte crecimiento, lo cual, en un contexto europeo de práctico estancamiento, se traducía en un creciente déficit por cuenta corriente frente al exterior con el consiguiente aumento del endeudamiento. A ello se unía la pérdida de po-

\* Director del Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS.



der adquisitivo ocasionada por el aumento de los precios de la energía y, recientemente, la subida de los tipos de interés. El hecho de que, de momento, esta desaceleración no se esté produciendo obedece a dos causas principales: en primer lugar, la demanda interna resiste más de lo esperado, si bien, a costa de reducir más aún la tasa de ahorro privada y de un fuerte aumento del endeudamiento; en segundo lugar, la mejora de la economía europea desde la segunda mitad del pasado año está siendo más vigorosa de

lo previsto, lo que ha impulsado las exportaciones y mejorado la contribución de la demanda externa neta al PIB.

Sin cambiar, pues, las incertidumbres sobre la sostenibilidad del patrón de crecimiento y de sus vulnerabilidades a medio plazo, el caso es que a corto plazo todo indica que la economía española puede crecer más de lo previsto. Por ello, las estimaciones de FUNCAS de crecimiento del PIB para 2006 y 2007 recogidas en el cuadro 1 se revisan

Cuadro 1

## PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA, 2006-2007

Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	Contabilidad nacional		Previsiones FUNCAS		Variación de las previsiones <sup>a</sup>	
	2004	2005	2006	2007	2006	2007
<b>1. PIB y agregados, precios constantes</b>						
PIB, pm	3,2	3,5	3,7	3,4	0,3	0,4
Consumo final hogares e ISFLSH	4,2	4,2	3,6	3,2	-0,1	0,0
Consumo final administraciones públicas	6,3	4,8	4,4	4,4	0,1	0,4
Formación bruta de capital fijo	5,0	7,0	6,1	5,4	-0,3	0,0
– Construcción	5,5	6,0	5,7	5,2	-0,5	0,0
– Equipo y otros productos	4,5	8,4	6,6	5,6	-0,1	0,0
Exportación bienes y servicios	4,1	1,5	7,1	5,8	2,6	1,7
Importación bienes y servicios	9,6	7,0	9,3	7,4	1,1	0,9
<b>Demanda nacional<sup>b</sup></b>	<b>4,9</b>	<b>5,2</b>	<b>4,8</b>	<b>4,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>
Saldo exterior <sup>b</sup>	-1,7	-1,7	-1,1	-0,9	0,4	0,3
PIB precios corrientes:						
– Millardos de euros	840,1	905,5	976,5	1.047,0	–	–
– Porcentaje variación	7,4	7,8	7,9	7,2	0,3	0,2
<b>2. Inflación, empleo y paro</b>						
Deflactor del PIB	4,0	4,1	4,0	3,7	-0,1	-0,2
<b>IPC (media anual)</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>2,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	2,6	3,1	3,1	2,7	0,0	0,1
Productividad por p.t.e.t.c.	0,6	0,4	0,6	0,7	0,3	0,3
Remuneración de los asalariados	6,0	6,1	6,4	6,0	0,0	0,2
Excedente bruto de explotación	7,9	8,6	7,9	7,5	-0,9	-0,7
Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.)	3,1	2,6	3,0	3,0	0,2	0,2
Coste laboral por unidad producida (CLU)	2,5	2,2	2,4	2,3	-0,1	-0,1
<b>Tasa de paro (EPA)</b>	<b>10,5</b>	<b>9,2</b>	<b>8,5</b>	<b>8,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)</b>						
Tasa de ahorro nacional	22,4	22,1	22,2	22,6	0,3	0,5
– del cual, ahorro privado	18,4	16,9	16,6	17,2	0,3	0,6
Tasa de inversión nacional	28,3	29,5	30,6	31,4	-0,2	-0,3
– de la cual, inversión privada	24,9	26,0	26,9	27,6	-0,2	-0,3
<b>Saldo cta. cte. frente al resto del mundo</b>	<b>-5,9</b>	<b>-7,5</b>	<b>-8,4</b>	<b>-8,8</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-4,8	-6,5	-7,6	-8,2	0,5	0,7
– Sector privado	-4,7	-7,6	-9,0	-9,2	0,3	0,6
– Sector público (déficit AAPP)	-0,2	1,1	1,4	1,0	0,2	0,1
Deuda pública bruta	46,2	43,1	39,9	37,2	0,1	0,1

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

<sup>a</sup> Variación en puntos porcentuales entre las previsiones actuales y las publicadas en "Cuadernos" n.º 193, julio-agosto 2006.<sup>b</sup> Aportación al crecimiento del PIB, en puntos porcentuales.

hasta el 3,7 y 3,4 por 100, respectivamente, lo que supone tres y cuatro décimas porcentuales más que las anteriores publicadas en julio. Una revisión similar se ha producido en la previsión de consenso de los analistas del Panel de Previsiones que se publica en este mismo número de *Cuadernos*.

El consumo de los hogares muestra una ligera desaceleración, pero sigue avanzando 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, sorprendiendo la nueva dirección al alza que muestran los indicadores adelantados de los visados de obra nueva, con lo que la actividad constructora, lejos del esperado debilitamiento, mantiene prácticamente estabilizado su crecimiento cerca del 6 por 100. Por su parte, el gasto de las empresas en bienes de equipo mantiene la tasa de 2005 en torno al 9 por 100, aunque se desacelera el de otros productos. Las exportaciones de bienes y servicios registraron una fuerte caída de su crecimiento en 2005, pero se han recuperado mucho más de lo previsto en la primera parte de 2006, lo que se ha traducido en una menor detacción del saldo exterior al crecimiento del PIB. Con ello se están reequilibrando en parte las bases del crecimiento, lo que no es óbice para que siga creciendo el déficit por cuenta corriente, dado que al desequilibrio de los intercambios exteriores en volumen ha venido a sumarse el encarecimiento de la energía y del resto de las materias primas importadas. Dicho déficit alcanzó una cifra equivalente al 9,3 por 100 del PIB en la primera mitad de este año, 1,4 puntos porcentuales (pp) más que en el mismo período del año anterior.

A pesar de las subidas de los tipos de interés desde los últimos meses del pasado año (del orden de un punto porcentual en los segmentos más significativos del crédito), el coste del endeudamiento sigue siendo bajo, lo que aprovechan los consumidores y las empresas para equiparse. Dado que este patrón viene reproduciéndose durante los últimos cuatro o cinco años, ello se está traduciéndo en un rápido aumento del endeudamiento: la deuda de las familias rondará el 80 por 100 del PIB (125 por 100 de su renta disponible bruta) a finales del año en curso y la de las empresas, el 107 por 100, cifras que se encuentran entre las más elevadas de la zona del euro. Ello deja a las familias y a las empresas en una posición mucho más expuesta que antes a las subidas de los tipos de interés u otros avatares de los mercados financieros.

En el ámbito del mercado laboral, el aumento del empleo, en términos de Contabilidad Nacional (CN), sigue una evolución en paralelo y muy cercana al PIB, con una tasa que se mantiene prácticamente estable en torno al 3,1 por 100 en los últimos trimestres. De ello se deduce un aumento de la productividad media por ocupado del

orden de medio punto porcentual, sin despegar por tanto de los bajos registros de los últimos años. En cuanto a la tasa de paro, su descenso es lento dado el fuerte aumento de la población activa, aunque ha logrado aproximarse a la media de la zona del euro.

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 2,2 por 100 en 2005 y del 2,5 por 100 en el primer semestre de 2006, frente a un crecimiento del deflactor del PIB en torno al 4,1 por 100, lo que supone una mejora notable del excedente de explotación de las empresas. En cuanto a los precios de consumo, el constante aumento de los del petróleo desde 2004 provocó una aceleración de la inflación, que se situó en el 3,4 por 100 en media de 2005 y en torno al 4 por 100 durante los siete primeros meses de 2006, si bien, la reciente moderación de dichos precios a partir de agosto, ha llevado dicha tasa al 2,9 por 100 en septiembre último. Al margen de estas subidas y bajadas, el diferencial con la zona del euro se mantiene por encima del punto porcentual.

Los precios del petróleo, el comportamiento de la economía internacional y los tipos de interés son las variables fundamentales que condicionarán la evolución de la economía española durante el próximo año. Si nos atenemos a las predicciones de los especialistas y a los mercados de futuros, los primeros deberían de detener su tendencia alcista y mantenerse en torno a los niveles actuales de 60 dólares por barril, lo que eliminaría uno de los factores importantes de inflación y, por tanto, la necesidad de un endurecimiento sensible de la política monetaria. Para la economía internacional, las perspectivas son positivas, según las previsiones de otoño de los organismos internacionales especializados, si bien, se asume una cierta desaceleración del crecimiento en EE.UU. y Europa. Por lo que respecta a los tipos de interés, hay unanimidad en que el BCE proseguirá su camino alcista, si bien las expectativas se dividen en cuanto, a cuándo y dónde acabará el proceso. La hipótesis utilizada en las previsiones de FUNCAS es que el tipo rector del BCE se sitúe en el 4 por 100 en la próxima primavera, lo que, unido a la reducción de la inflación, supondría para la economía española una subida importante de los tipos reales.

Bajo estas hipótesis, y a pesar de la subida comentada de los tipos de interés, no cabe esperar que, a corto plazo, los resultados de la economía española se alejen mucho de los actuales. En el cuadro 1 se presentan las previsiones para 2006 y 2007. Se prevé 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 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, esta moderación no parece que se haya iniciado en el tercer trimestre de este año, por lo que las previsiones para el conjunto del mismo mantienen la última tasa del 3,7 por 100 estimada por el INE para el primer semestre. Para el conjunto de 2007 esta tasa se reduciría tres décimas porcentuales.

Las perspectivas de inflación han vuelto a mejorar notablemente tras la moderación del precio del petróleo. La tasa interanual del IPC esperada para diciembre de este año es del 3 por 100, cifra que se mantendría durante el primer trimestre del próximo y que descendería por debajo del 2,5 por 100 en los meses centrales; en la recta final del año repuntaría de nuevo para repetir una cifra de cierre en diciembre similar a la de 2006. En términos de medias anuales, se espera una tasa del 3,6 por 100 para 2006 y del 2,7 por 100 para 2007. Estas previsiones parten de la hipótesis de que el precio del petróleo se mantenga entre 60 y 63 dólares el barril en el último trimestre de 2006 y que la media de 2007 se sitúe en 67 dólares, al tiempo que el euro se aprecia ligeramente hasta una media de 1,30 dólares en 2007. Utilizando la hipótesis de 80 dólares el barril de petróleo como media para 2007, la inflación media anual de 2007 sería un punto porcentual superior a la señalada.

En cuanto al empleo, cabe esperar una desaceleración ligeramente superior a la del PIB, aunque mantendrá un ritmo de crecimiento superior al de la oferta de trabajo, por lo que la tasa de paro continuará descendiendo hasta situarse próxima al 8 por 100 en media anual.

A pesar de la moderación del crecimiento de la demanda interna, las importaciones seguirán creciendo por encima de las exportaciones, lo que elevará el déficit por cuenta corriente frente al resto del mundo al 8,4 por 100 del PIB en 2006 y al 8,8 por 100 en 2007.

### **3. Ahorro y capacidad de financiación de la economía española**

La evolución de la tasa de ahorro nacional (porcentaje del ahorro sobre el PIB) durante 2005 no fue positiva en líneas generales, ya que disminuyó 0,34 puntos porcentuales (pp) respecto al año anterior, año en el que ya se redujo 0,82 pp. Con ello retrocedió al 22,07 por 100, un nivel similar al de comienzos de la década (cuadro 2). Esta cifra es del orden de un punto porcentual superior a la me-

dia de la zona del euro. Dado que la tasa de inversión (porcentaje de la formación bruta de capital sobre el PIB) continuó su tendencia al alza y aumentó en 1,23 (pp), el déficit por operaciones corrientes se amplió hasta el 7,46 por 100 del PIB. De esta cifra, 0,94 pp fue cubierta por las entradas netas de transferencias de capital, con lo que la necesidad de financiación frente al resto del mundo se situó en el 6,52 por 100 del PIB, 1,67 pp más que en 2004.

Si a esta última cifra se le añade la adquisición neta de activos financieros en el exterior, según la información apor tada por la Balanza de Pagos, la necesidad de endeudamiento de la economía española ascendió en 2005 a una cifra equivalente al 23,7 por 100 del PIB. Dicha necesidad se cubrió en más del 60 por 100 por entradas netas de capital en concepto de inversiones en cartera y en un 30 por 100 por préstamos y depósitos, mientras que la inversión directa supuso menos del 9 por 100. Ésta continuó reduciéndose, aunque a menor ritmo que en años anteriores, lo que es un signo de la pérdida de capacidad de atracción de inversión por parte de la economía española.

Siguiendo las tendencias de los últimos años, en 2005 volvió a reproducirse la caída de la tasa de ahorro privado, que fue compensada parcialmente por el aumento del público (gráfico 2 y cuadro 2). 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 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 2005 el PIB aumentó un 7,8 por 100 en términos nominales (3,5 por 100 en términos reales y 4,1 por 100 los precios). El 47 por 100 del PIB (0,7 pp menos que en el año anterior) se destinó a retribuir al factor trabajo, el 42,1 por 100 (0,3 pp más) fue a parar al excedente bruto de explotación y rentas mixtas y el 10,9 por 100 restante (0,4 pp 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 asalariación 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, la pérdida de participación de las remuneraciones salariales es una décima superior a la señalada, lo que supone una redistribución importante y continuada de la renta a favor de las empresas y de los grupos sociales no asalariados, y constituye el factor fundamental que explica la buena situación financiera de los mismos.

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	
	<i>Total nacional</i>	AAPP	Sector privado			<i>Total nacional</i>	AAPP	Sector privado			<i>Total</i>	<i>Hogares e IPSFL</i>	<i>Sociedades</i>	
			<i>Total</i>	<i>Hogares e IPSFL</i>	<i>Sociedades</i>			<i>Total</i>	<i>Hogares e IPSFL</i>	<i>Sociedades</i>				
<b>CNE-1986 (SEC-79)</b>														
1985	20,64	0,28	20,35	7,19	13,16	1,39	-6,39	7,78	2,90	4,88	169,49			
1986	21,60	-0,27	21,87	8,28	13,58	1,57	-5,74	7,32	3,92	3,40	194,27			
1987	21,60	0,93	20,67	7,00	13,67	-0,14	-3,85	3,71	2,40	1,31	217,23			
1988	22,58	1,90	20,68	7,25	13,43	-1,03	-3,41	2,38	2,02	0,37	241,36			
1989	21,88	2,31	19,57	6,43	13,14	-3,02	-3,68	0,65	1,15	-0,50	270,72			
1990	21,65	1,74	19,91	7,85	12,05	-3,52	-4,33	0,81	2,59	-1,78	301,38			
1991	20,98	1,26	19,71	8,53	11,18	-3,10	-4,49	1,39	3,64	-2,25	330,12			
1992	19,02	0,74	18,28	7,34	10,94	-3,02	-4,15	1,13	2,85	-1,72	355,23			
1993	18,86	-1,72	20,58	9,58	11,00	-0,45	-7,02	6,56	5,42	1,14	366,33			
1994	18,76	-1,56	20,32	7,48	12,84	-0,89	-6,38	5,49	3,30	2,19	389,53			
1995	21,22	-2,43	23,65	9,18	14,48	1,15	-7,34	8,49	5,14	3,35	419,39			
<b>CNE-1995 (SEC-95)</b>														
1995	22,33	-1,84	24,17	10,08	14,09	1,01	-6,64	7,56	5,37	2,19	437,79			
1996	22,04	-1,24	23,28	9,88	13,40	1,19	-4,95	7,16	4,98	2,19	464,25			
1997	22,52	0,44	22,08	9,14	12,94	1,51	-3,18	6,50	4,31	2,19	494,14			
1998	22,39	1,20	21,19	8,19	13,00	0,22	-3,03	5,43	3,24	2,19	527,97			
1999	22,50	2,85	19,65	7,42	12,23	-0,98	-1,18	4,22	2,03	2,19	565,42			
<b>CNE-2000 (SEC-95)</b>														
1999	22,44	2,64	19,80	8,11	11,70	-1,61	-1,31	4,67	2,48	2,19	565,42			
2000	22,26	3,02	19,24	7,48	11,76	-3,19	-0,89	-2,30	1,43	-3,74	630,26			
2001	22,02	3,53	18,49	7,37	11,13	-3,50	-0,52	-2,98	0,77	-3,75	680,68			
2002	22,88	3,89	18,99	7,47	11,52	-2,66	-0,29	-2,37	0,57	-2,94	729,21			
2003	23,38	3,92	19,46	7,77	11,69	-2,94	-0,05	-2,89	-0,12	-2,78	782,53			
2004	22,41	4,04	18,37	7,42	10,96	-4,85	-0,19 <sup>a</sup>	-4,65 <sup>a</sup>	-0,60	-4,06 <sup>a</sup>	840,11			
2005	22,07	5,17	16,89	6,83	10,06	-6,52	1,12	-7,64	-1,65	-5,99	905,46			
2006 <sup>p</sup>	22,20	5,63	16,57	6,20	10,37	-7,63	1,40	-9,03	-2,59	-6,44	976,54			
2007 <sup>p</sup>	22,57	5,40	17,17	6,21	10,96	-8,19	1,00	-9,20	-2,80	-6,39	1047,05			

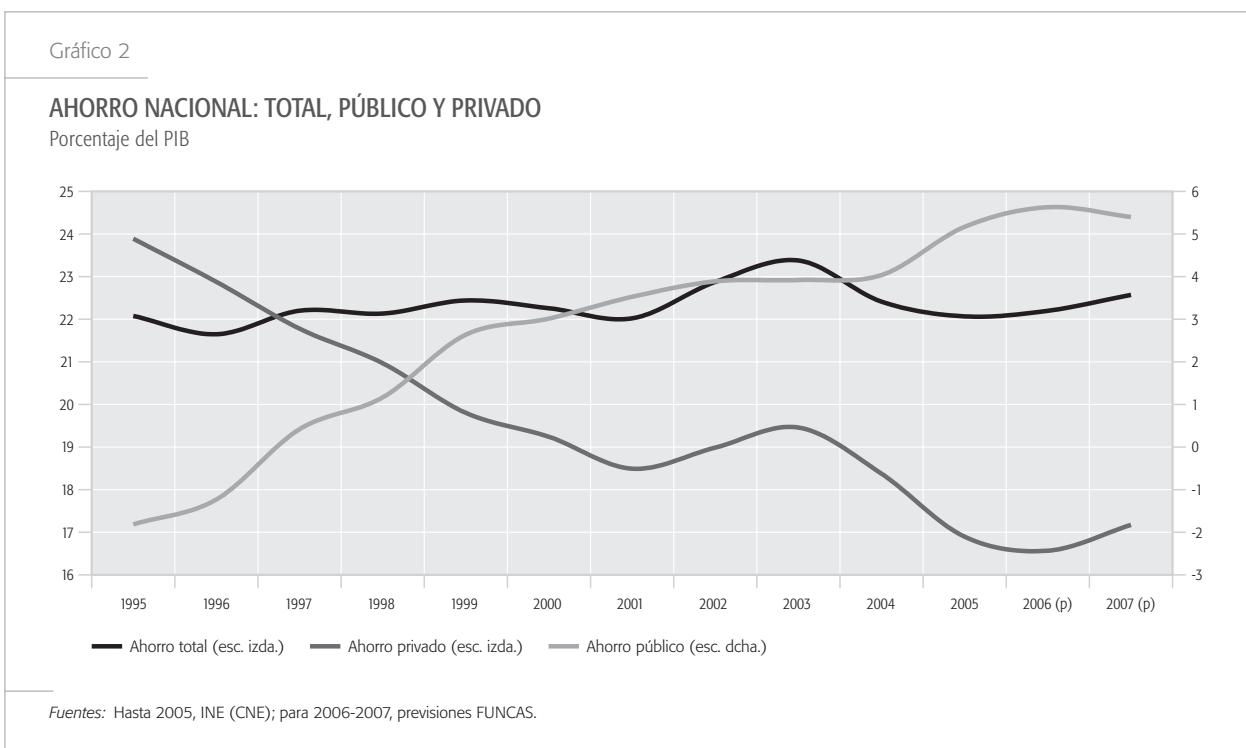
Fuentes: Hasta 2005, INE (CNE); para 2006-2007, previsiones FUNCAS.

<sup>a</sup> Estas cifras están distorsionadas por la operación de asunción de deuda de RENFE por parte del Estado. Sin ella, las AAPP hubieran registrado una capacidad de financiación del 0,5 por 100 del PIB y el sector privado y las sociedades, una necesidad de financiación de -5,3 y -4,6 por 100, respectivamente.

<sup>p</sup> Previsión.

El juego de las rentas y transferencias del exterior fue de nuevo desfavorable a la economía española durante 2005. Como consecuencia, el aumento de la RNBD fue inferior en tres décimas porcentuales al del PIB. Desglosando este aumento entre el sector público y el privado, el

primero ascendió al 14 por 100 y el segundo al 5,7 por 100, distribución favorable al sector público que 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 77,5 por 100 fue destinado al consumo



final nacional (privado y público), y el resto (22,5 por 100) constituyó el ahorro. Como se observa en el cuadro 3, el aumento de éste fue del 6,1 por 100, ascendiendo a 199.812 millones 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, disminuyeron ligeramente en 2005, alcanzando un 0,9 por 100 del PIB, una décima menos que en el año anterior. Con ello, los recursos totales de capital (ahorro más transferencias de capital netas) crecieron un 5,7 por 100, alcanzando la cifra de 208.299 millones. Frente a esta cifra, el gasto en formación bruta de capital (FBC) se elevó a 267.392 millones, deduciéndose un saldo negativo o necesidad de financiación de 59.093 millones, un 6,5 por 100 del PIB. El crecimiento de la FBC (un 12,5 por 100 en términos nominales) se aceleró por tercer año consecutivo, aumentando su peso en el PIB 1,2 pp, hasta el 29,5 por 100. Desglosando estas cifras por tipos de inversión, la construcción aumentó su peso en el PIB 0,8 pp, hasta el 17,1 por 100, y los bienes de equipo y otros productos aumentaron 0,4 pp, hasta el 12,4 por 100. Ello pone de manifiesto que la ampliación del déficit frente al exterior durante 2005 tuvo su origen fundamentalmente en el fuerte avance de la FBC (gráfico 3), especialmente en el correspondiente al gasto en construcción.

En el cuadro 3 se presentan las previsiones para el año actual y el próximo. El crecimiento nominal del PIB en 2006 se estima en una tasa similar a la del pasado año, un 7,9 por 100, fruto de unos aumentos del 3,7 por 100 en términos reales y del 4 por 100 en precios. La distribución entre factores productivos volverá a ser desfavorable para las rentas salariales, si bien de ello no se aprovechará el excedente sino el sector público, ya que los impuestos indirectos netos de subvenciones aumentarán su participación en 0,7 pp del PIB. El consumo final nacional crecerá ligeramente por debajo de la RNBD, lo que permitirá detener la tendencia a la baja de la tasa de ahorro nacional de los dos últimos años. Ahora bien, ello no será suficiente para estabilizar el déficit por cuenta corriente, ya que la tasa de inversión aumentará en más de un punto porcentual del PIB. Dicho déficit alcanzará una cifra equivalente al 8,4 por 100 del PIB, y la necesidad de financiación, un 7,6 por 100.

Para 2007 se prevé un crecimiento del PIB algo inferior al de 2006: 3,4 por 100 en términos reales y 7,2 por 100 en términos nominales. Igual que el PIB nominal crecerá la RNBD. El consumo nominal se moderará en mayor medida, tanto en su componente real como en el de los precios, como se ha argumentado en la sección anterior, 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 cuatro décimas de PIB, hasta el 22,6 por 100. No obstante, el crecimiento previsto para la FBC,

aunque menor que el de 2006, volverá a ser superior al del ahorro, por lo que el déficit por cuenta corriente y la necesidad de financiación continuarán al alza, hasta cifras del 8,8 y 8,2 por 100 del PIB, respectivamente.

#### 4. El ahorro privado

Como se ha señalado en la sección anterior, la tasa de ahorro privado, que repuntó transitoriamente en 2002-2003, volvió a retomar su tendencia decreciente en los dos últimos años, situándose en 2005 en el 16,9 por

100 del PIB, 1,5 pp menos que en el año precedente y 7 pp menos que en 1995 (gráfico 2). De la disminución de 2005, seis décimas corresponden a los hogares y las nueve restantes, a las empresas. Las previsiones para 2006 apuntan a una nueva reducción del ahorro privado en tres décimas del PIB, basada esta vez en el ahorro de los hogares, pues se espera una recuperación del de las empresas. Para 2007 se prevé un cambio de tendencia en el ahorro de los hogares, lo que propiciará una recuperación del ahorro privado. El comportamiento de éste desde 1995 puede calificarse como normal desde el punto de vista cíclico, ya que disminuye en las fases de expansión y aumenta en las fases de recesión/desacelera-

Cuadro 3

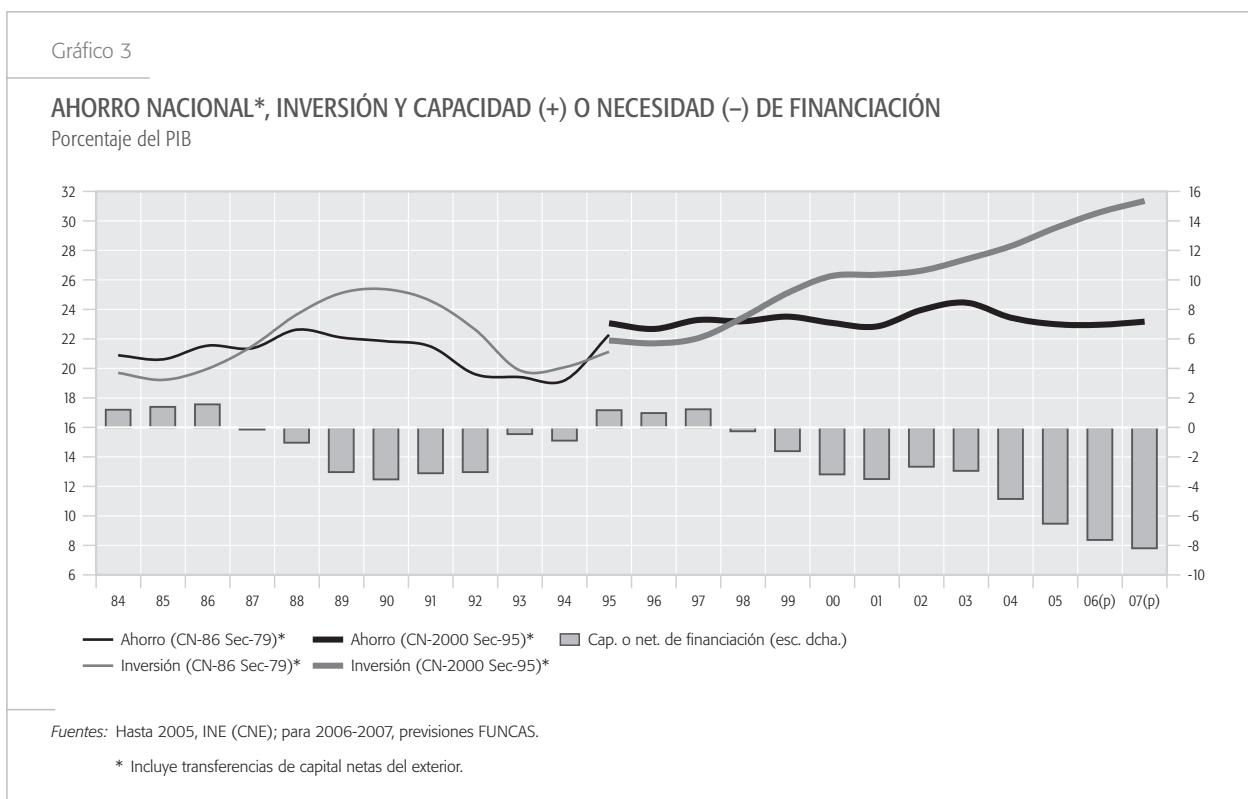
## RENTA NACIONAL, CONSUMO, AHORRO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN FRENTE AL EXTERIOR

	Millones de euros			Variación anual en porcentaje			Porcentaje del PIB		
	2005	2006 <sup>p</sup>	2007 <sup>p</sup>	2005	2006 <sup>p</sup>	2007 <sup>p</sup>	2005	2006 <sup>p</sup>	2007 <sup>p</sup>
<b>1. Producto interior bruto, pm</b>	<b>905.455</b>	<b>976.540</b>	<b>1.047.049</b>	<b>7,8</b>	<b>7,9</b>	<b>7,2</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
1.1. Remuneración de asalariados	425.771	453.067	480.202	6,1	6,4	6,0	47,0	46,4	45,9
1.2. Excedente bruto explotación/Rentas mixtas	381.376	410.408	441.015	8,6	7,6	7,5	42,1	42,0	42,1
1.3. Impuestos producción e importación menos subvenciones	98.308	113.064	125.832	12,0	15,0	11,3	10,9	11,6	12,0
2. Rentas procedentes del resto del mundo, netas	-15.008	-16.010	-17.520	0,0	6,7	9,4	-1,7	-1,6	-1,7
3. = Producto nacional bruto, pm (1 + 2)	890.447	960.530	1.029.529	7,9	7,9	7,2	98,3	98,4	98,3
4. Transferencias corrientes del resto del mundo, netas <sup>a</sup>	-3.936	-4.500	-5.000	391,4	14,3	11,1	-0,4	-0,5	-0,5
<b>5. = Renta nac. bruta disponible (3 + 4)</b>	<b>886.511</b>	<b>956.030</b>	<b>1.024.529</b>	<b>7,5</b>	<b>7,8</b>	<b>7,2</b>	<b>97,9</b>	<b>97,9</b>	<b>97,8</b>
5.1. Pública	209.471	231.074	247.027	14,0	10,3	6,9	23,1	23,7	23,6
5.2. Privada	677.040	724.956	777.502	5,7	7,1	7,2	74,8	74,2	74,3
6. Consumo nacional	686.699	739.245	788.161	8,0	7,7	6,6	75,8	75,7	75,3
6.1. Público	162.634	176.072	190.455	8,6	8,3	8,2	18,0	18,0	18,2
6.2. Privado	524.065	563.173	597.706	7,8	7,5	6,1	57,9	57,7	57,1
<b>7. = Ahorro nacional bruto (5 - 6)</b>	<b>199.812</b>	<b>216.785</b>	<b>236.368</b>	<b>6,1</b>	<b>8,5</b>	<b>9,0</b>	<b>22,1</b>	<b>22,2</b>	<b>22,6</b>
7.1. Público	46.837	55.001	56.572	38,0	17,4	2,9	5,2	5,6	5,4
7.2. Privado	152.975	161.783	179.796	-0,9	5,8	11,1	16,9	16,6	17,2
8. Transferencias de capital del resto del mundo, netas	8.487	7.500	6.300	-2,4	-11,6	-16,0	0,9	0,8	0,6
9. = Recursos de capital (7 + 8)	208.299	224.285	242.668	5,7	7,7	8,2	23,0	23,0	23,2
10. FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL	267.392	298.793	328.452	12,5	11,7	9,9	29,5	30,6	31,4
<b>11. Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación (9 - 10) = Ahorro financiero neto</b>	<b>-59.093</b>	<b>-74.508</b>	<b>-85.784</b>	<b>45,1</b>	<b>26,1</b>	<b>15,1</b>	<b>-6,5</b>	<b>-7,6</b>	<b>-8,2</b>
11.1. Pública	10.106	13.662	10.512	—	—	—	1,1	1,4	1,0
11.2. Privada	-69.199	-88.171	-96.296	77,1	27,4	9,2	-7,6	-9,0	-9,2

Fuentes: Para 2005, INE (CNE); para 2006-2007, previsiones FUNCAS.

<sup>a</sup> Incluye operaciones de seguro de accidentes con el resto del mundo.

<sup>p</sup> Previsión.



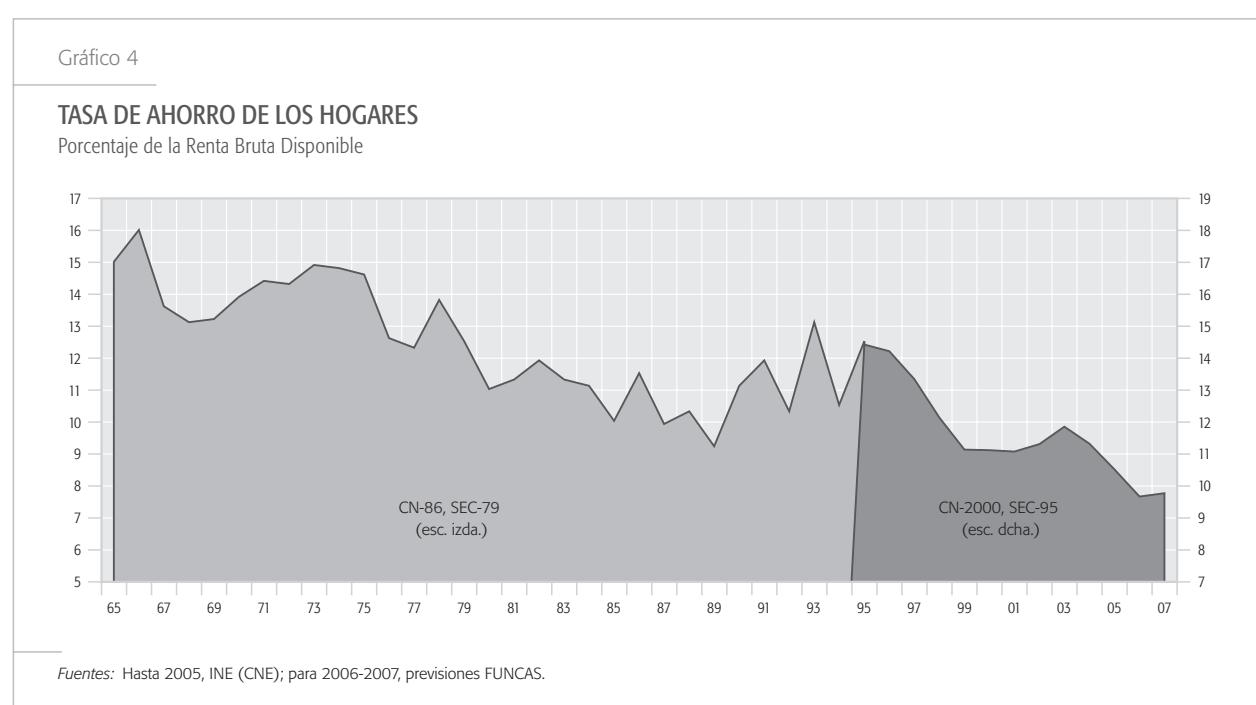
ción y primeros años de recuperación, como puede verse en el cuadro 2. Sin embargo, el avance previsto para 2007 no se justificaría tanto por motivos cíclicos sino por la reforma fiscal que entrará en vigor a comienzos de dicho año, que reducirá los impuestos pagados por los hogares y las empresas en torno a cuatro décimas porcentuales del PIB, lo que posibilitará un aumento de su renta disponible y de su ahorro.

#### 4.1. El ahorro de los hogares

En el gráfico 4 se aprecia cómo la tasa de ahorro de los hogares registró una profunda caída entre 1995 y 1999, del 14,5 por 100 de su renta disponible bruta (RDBH) al 11,2 por 100. Tras estabilizarse en 2000-2002, en 2003 registró una recuperación provocada por la última rebaja fiscal del anterior Gobierno, pero, una vez pasados los efectos de la misma, la tasa de ahorro recobró su tendencia a la baja hasta situarse en el 10,6 por 100 2005, tendencia que, según la contabilidad nacional trimestral, se ha intensificado en el primer semestre de 2006. Así, la tasa media de ahorro familiar se situó en dicho período en el 6,6 por 100, cifra que, aunque no pueda extrapolarse al conjunto del año por su elevada estacionalidad y deba ser considerada con cautela por su provisionalidad, supone una reducción de 2,4 pp respecto al mismo período del año anterior.

Como se observa en dicho gráfico, 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, 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. Tras las caídas de los últimos años, la tasa de ahorro familiar española se sitúa claramente por debajo de la media de la zona del euro, que muestra una práctica estabilidad en los últimos años en una cifra ligeramente por debajo del 15 por 100.

Varios serían 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. 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 (2001-2002) 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.

En el cuadro 4 se recogen la última estimación disponible de las cuentas de los hogares para 2005 y las previsiones para 2006 y 2007. Las remuneraciones salariales, que constituyen la partida fundamental de la RDBH, aumentaron en 2005 un 6,1 por 100 y el excedente bruto de explotación (incluidas las rentas mixtas), un 10,7 por 100, en ambos casos por encima del año anterior, sobre todo éste último. También registraron un notable crecimiento las rentas netas de la propiedad y de la empresa, pues, aunque aumentaron con fuerza los intereses pagados en concepto de una deuda creciente (gráfico 5), lo hicieron en mayor medida las rentas percibidas en concepto de dividendos y otras rúbricas. Las operaciones de distribución secundaria de la renta frenaron, sin embargo, el avance de la renta disponible, ya que las deducciones por cotizaciones sociales y, sobre todo, por los impuestos sobre la renta y el patrimonio aumentaron a mayor ritmo que las prestaciones sociales y otras transferencias recibidas. En conjunto, la RDBH creció un 6,9 por 100, medio punto porcentual menos que en el año anterior. Por su parte, el consumo final de los hogares aumentó casi un punto por encima de la renta, lo que se tradujo en una caída de la tasa de ahorro del 11,4 al 10,6 por 100. En términos absolutos, el ahorro ascendió a 61.859 millones de euros, un 0,7 por 100 menos que en el año anterior.

Si renta y ahorro los expresamos en términos netos, es decir, deducido el consumo de capital fijo, la caída de la tasa

de ahorro neta es mayor, del 5 por 100 en 2004 al 3,8 por 100 en 2005. Cabe añadir que en estos términos la distancia entre la tasa de ahorro española y la media de la zona del euro es mayor que en términos brutos, ya que el consumo de capital fijo es notablemente superior en España.

Muy por encima del ahorro creció en 2005 la formación bruta de capital (12,1 por 100), que, en el caso de los hogares, se materializa fundamentalmente en la compra de vivienda, dando como resultado un fuerte deterioro del saldo financiero, que desde 2003 viene siendo negativo. La necesidad de financiación ascendió a una cifra equivalente al 1,7 por 100 del PIB, cuando 10 años atrás el superávit era superior al 5 por 100 del PIB. En términos de las cuentas financieras, la capacidad de financiación equivale al saldo de operaciones financieras (denominado comúnmente como ahorro financiero), aunque, debido a diferencias de clasificación entre la contabilidad nacional y estas cuentas, ambas variables presentan desviaciones importantes. En 2005, el ahorro financiero fue negativo por segundo año consecutivo, por una cifra equivalente al 1,3 por 100 del PIB.

Las previsiones para 2006 apuntan a un nuevo e importante descenso del ahorro familiar, como ponen de manifiesto las primeras estimaciones contables oficiales de los dos primeros trimestres del año. Por un lado, las remuneraciones de los asalariados continúan mostrando un crecimiento moderado y las rentas netas de la propiedad y de la empresa podrían registrar una tasa negativa debido al fuerte aumento de los intereses pagados. Por otro, los

Cuadro 4

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

Millones de euros

	Millones de euros			Variación anual en porcentaje			Porcentaje de la RBD		
	2005	2006 <sup>p</sup>	2007 <sup>p</sup>	2005	2006 <sup>p</sup>	2007 <sup>p</sup>	2005	2006 <sup>p</sup>	2007 <sup>p</sup>
1. Remuneración de los asalariados	425.592	452.877	480.000	6,1	6,4	6,0	72,7	72,7	72,5
2. Excedente bruto explotación/renta mixta	193.113	210.012	227.333	10,7	8,8	8,2	33,0	33,7	34,4
3. Rentas propiedad y empresa, netas <sup>a</sup>	33.215	32.889	30.387	9,2	-1,0	-7,6	5,7	5,3	4,6
3.1. Recibidas	44.900	53.886	62.644	9,8	20,0	16,3	7,7	8,7	9,5
3.2. Pagadas	11.685	20.997	32.257	11,4	79,7	53,6	2,0	3,4	4,9
4. = Saldo de rentas primarias (1 a 3)	651.920	695.778	737.720	7,6	6,7	6,0	111,4	111,7	111,5
5. Prestaciones sociales distintas de en especie	115.991	124.574	133.544	7,0	7,4	7,2	19,8	20,0	20,2
6. Otras transferencias ctes. recibidas <sup>b</sup>	55.285	58.049	60.952	5,1	5,0	5,0	9,4	9,3	9,2
7. Otras transferencias ctes. pagadas <sup>b</sup>	46.626	48.957	51.405	6,6	5,0	5,0	8,0	7,9	7,8
8. Impuestos renta y patrimonio	62.916	68.956	72.237	12,5	9,6	4,8	10,8	11,1	10,9
9. Cotizaciones efectivas e imputadas	128.623	137.694	146.765	7,4	7,1	6,6	22,0	22,1	22,2
<b>10. = Renta bruta disponible (4 + 5 + 6 - 7 - 8 - 9)</b>	<b>585.031</b>	<b>622.795</b>	<b>661.809</b>	<b>6,9</b>	<b>6,5</b>	<b>6,3</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
11. Variación part. reservas fondos pensiones	893	911	929	-19,1	2,0	2,0	0,2	0,1	0,1
12. Gasto en consumo final	524.065	563.173	597.706	7,8	7,5	6,1	89,6	90,4	90,3
<b>13. = Ahorro bruto (10 + 11 - 12)</b>	<b>61.859</b>	<b>60.533</b>	<b>65.032</b>	<b>-0,7</b>	<b>-2,1</b>	<b>7,4</b>	<b>10,6</b>	<b>9,7</b>	<b>9,8</b>
b) En porcentaje del PIB	6,8	6,2	6,2	—	—	—	—	—	—
14. Transferencias de capital netas	8.531	9.811	10.792	-3,3	15,0	10,0	1,5	1,6	1,6
15. Recursos de capital (13 + 14)	70.390	70.343	75.824	-1,0	-0,1	7,8	12,0	11,3	11,5
16. Formación bruta de capital <sup>c</sup>	85.374	95.619	105.181	12,1	12,0	10,0	14,6	15,4	15,9
<b>17. = Capac. (+) o nec. (-) de financiación (15 - 16)</b>	<b>-14.984</b>	<b>-25.275</b>	<b>-29.357</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>-2,6</b>	<b>-4,1</b>	<b>-4,4</b>
b) En porcentaje del PIB	-1,7	-2,6	-2,8	—	—	—	—	—	—
<b>PRO MEMORIA:</b>									
18. Ahorro financiero neto (Ctas. financieras)	-12.102	-22.275	-26.357	—	84,1	18,3	-2,1	-3,6	-4,0
b) En porcentaje del PIB	-1,3	-2,3	-2,5	—	—	—	—	—	—

Fuentes: Para 2005, INE (CNE) y Banco de España (Cuentas financieras); para 2006-2007, previsiones FUNCAS.

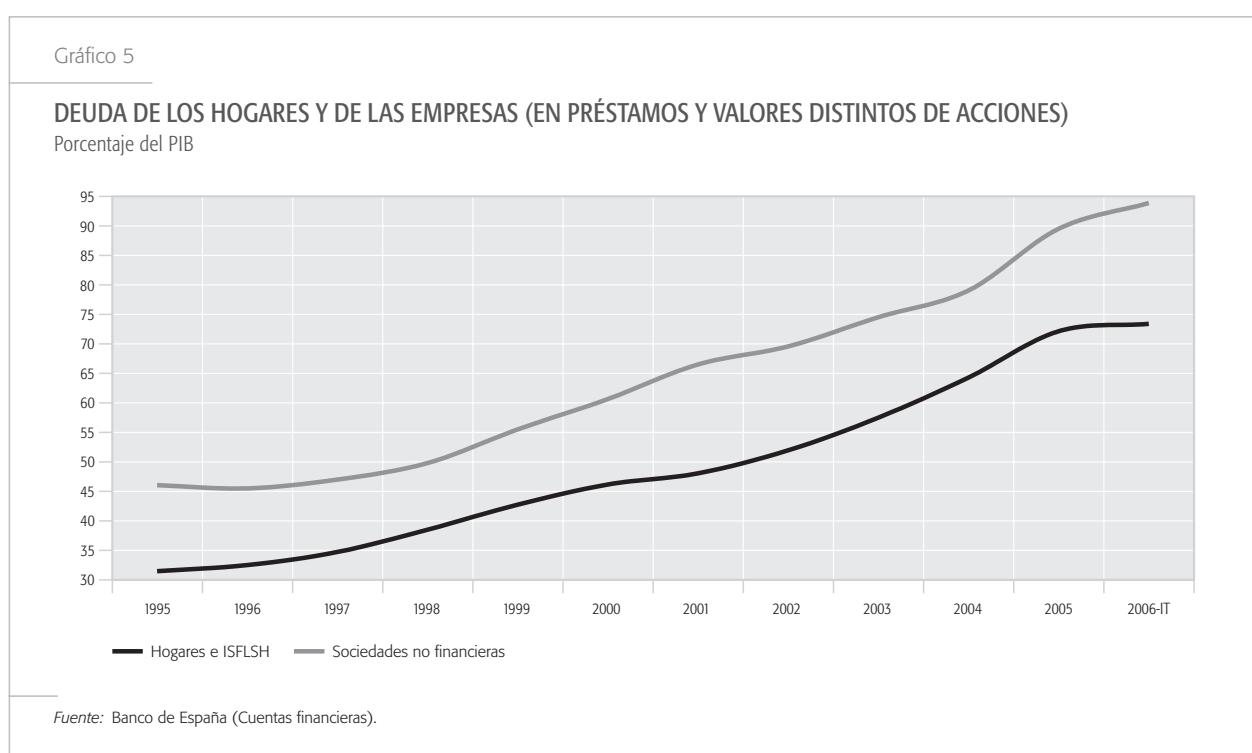
<sup>a</sup> Intereses, dividendos, rentas de la tierra y rentas de la propiedad atribuidas a los asegurados.<sup>b</sup> Transferencias corrientes netas e indemnizaciones (primas) por seguros no vida.<sup>c</sup> Incluye la adquisición neta de activos no financieros no producidos (terrenos).<sup>p</sup> Previsión.

ingresos percibidos por los hogares en el proceso de distribución secundaria de la renta volverán a aumentar por debajo de los pagos. En total, se prevé un crecimiento del 6,5 por 100 de la RDBH. En cuanto al consumo, las previsiones son de un crecimiento del 3,6 por 100 real y del 7,5 por 100 nominal, es decir, un punto de nuevo por encima de la renta, lo que significa que la tasa de ahorro volverá a descender, concretamente al 9,7 por 100. Sin embargo, en 2007 debería invertirse esta tendencia, básicamente por el aumento de la renta disponible que propiciará la rebaja del IRPF (2.000 millones, un 0,3 por 100

de la RDBH, según lo anunciado por el Ministerio de Economía) y por la moderación esperada en el consumo real y en la inflación.

#### 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) también mantuvo una tendencia decreciente entre 1995 y 2005, con un



paréntesis en 2002 y 2003 (cuadro 5). No obstante, la caída ha sido de bastante menor entidad que la de los hogares. Ello, que es atribuible fundamentalmente a la moderación salarial y a la caída de los tipos de interés, ha tenido consecuencias positivas, sobre todo, durante el último período de crecimiento económico bajo (2001-2003): por un lado, las empresas no se han visto obligadas 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 por otro, su tasa de inversión tampoco ha descendido como en anteriores fases recesivas. Ahora bien, esto último se ha traducido en que la necesidad de financiación apenas se redujo respecto a los años de máximo crecimiento, volviendo a aumentar rápidamente cuando a partir de 2004 se acelera la inversión, lo que, unido a las fuertes inversiones financieras en el exterior, ha disparado las ratios de endeudamiento (gráfico 5).

En 2005 se produjo un nuevo retroceso del ahorro empresarial como porcentaje del PIB, centrado en las sociedades no financieras. Las rúbricas más importantes que determinan la formación del ahorro de éstas últimas se recogen en el cuadro 6. La fuente fundamental de la renta de las empresas, el excedente bruto de explotación, aumentó un 6,2 por 100, prácticamente la misma tasa del valor añadido bruto (VAB) generado en el sector, el cual aumentó, a su vez, por debajo del conjunto de la economía. Las rentas de la propiedad netas (que tradicional-

mente suponen pagos netos para las empresas) aumentaron notablemente, un 12,2 por 100, debido no tanto a los intereses como a los dividendos y otras rentas pagadas. También aumentaron fuertemente los impuestos directos pagados, todo lo cual se tradujo en un retroceso de la renta disponible, y por tanto del ahorro, ya que las empresas no gastan en consumo final. La tasa de ahorro, como porcentaje del PIB, disminuyó casi un punto, hasta el 8,6 por 100.

Las transferencias de capital, que venían representando hasta 2004 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 más de un 40 por 100 en 2005, debido a la no repetición de la asunción de parte de la deuda de RENFE por el Estado llevada a cabo en 2004, lo que ahondó más la caída de los recursos de capital. Por su parte, la FBC se aceleró respecto a 2004, creciendo un 12,2 por 100, lo que se tradujo en un aumento de la necesidad de financiación de 2 pp del PIB, hasta el 6,7 por 100.

Las estimaciones para 2006 señalan una nueva desaceleración del excedente de explotación, provocado por el fuerte aumento de los impuestos sobre la producción, al tiempo que la subida de los tipos de interés provoca un avance también importante de los pagos netos por rentas de la propiedad y de la empresa. También los 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 <sup>a</sup>	Soc. no financieras	Total	I. financieras <sup>a</sup>	Soc. no financieras	Total	I. financieras <sup>a</sup>	Soc. no financieras	
<b>CNE-1986 (SEC-79)</b>										
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
<b>CNE-1995 (SEC-95)</b>										
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
<b>CNE-1995 (SEC-95)</b>										
1999	11,70	1,02	10,68	-2,78	0,21	-2,99	-2,68	0,21	-2,89	579,9
2000	11,76	1,47	10,29	-3,74	0,47	-4,20	-3,69	0,47	-4,16	630,3
2001	11,13	2,00	9,13	-3,75	1,17	-4,93	-4,06	1,17	-5,24	680,7
2002	11,52	1,89	9,63	-2,94	1,16	-4,10	-3,03	1,16	-4,20	729,2
2003	11,69	1,77	9,92	-2,78	1,02	-3,80	-3,03	1,02	-4,06	782,5
2004	10,96	1,49	9,47	-4,06	0,60	-4,66	-4,02	0,60	-4,63	840,1
2005	10,06	1,47	8,59	-5,99	0,71	-6,70	-6,31	0,71	-7,02	905,5
2006 <sup>b</sup>	10,37	2,67	7,70	-6,44	1,68	-8,12	-6,75	1,68	-8,43	976,5
2007 <sup>b</sup>	10,96	4,32	6,64	-6,39	3,13	-9,52	-6,68	3,13	-9,81	1.047,0

Fuentes: Hasta 2005, INE (CNE) y Banco de España (Cuentas financieras); para 2006-2007, previsiones FUNCAS.

<sup>a</sup> Instituciones financieras monetarias, incluido el Banco de España, y no monetarias, incluidas las empresas de seguros.  
<sup>b</sup> Previsión.

sobre la renta pagados por las empresas siguen mostrando tasas muy elevadas, todo lo cual se traduce en una nueva caída del ahorro que, conjugada con la fortaleza de la inversión en capital fijo, conduce a un nuevo e importante aumento de la necesidad de financiación hasta el 8,1 por 100 del PIB.

Un cuadro similar al de 2005 y 2006 cabe prever para 2007. La reforma fiscal reportará una reducción de impuestos a las empresas del orden de 2.000 millones, pero ello será más que compensado por el fuerte crecimiento de los pagos por intereses, fruto del rápido aumento de la deuda y de los tipos de interés. El ahorro podría retroceder

Cuadro 6

## AHORRO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

	Millones de euros			Variación anual en porcentaje			Porcentaje del PIB		
	2005	2006 <sup>p</sup>	2007 <sup>p</sup>	2005	2006 <sup>p</sup>	2007 <sup>p</sup>	2005	2006 <sup>p</sup>	2007 <sup>p</sup>
1. Valor añadido bruto, precios básicos	424.861	449.963	475.332	6,0	5,9	5,6	46,9	46,1	45,4
2. Remuneración de los asalariados	267.976	283.727	298.915	5,9	5,9	5,4	29,6	29,1	28,5
3. Impuestos s/produc. menos subvenciones	1.217	1.562	1.827	-2,1	28,4	17,0	0,1	0,2	0,2
<b>4. = Excedente bruto de explotación (1 – 2 – 3)</b>	<b>155.668</b>	<b>164.674</b>	<b>174.589</b>	<b>6,2</b>	<b>5,8</b>	<b>6,0</b>	<b>17,2</b>	<b>16,9</b>	<b>16,7</b>
5. Rentas propiedad y empresa <sup>a</sup>	-40.169	-46.028	-56.756	12,2	14,6	23,3	-4,4	-4,7	-5,4
5.1. Recibidas <sup>a</sup>	24.567	31.674	39.239	14,6	28,9	23,9	2,7	3,2	3,7
5.2. Pagadas <sup>a</sup>	64.736	77.702	95.996	13,1	20,0	23,5	7,1	8,0	9,2
6. = Saldo de rentas primarias (4 + 5)	115.499	118.646	117.833	4,3	2,7	-0,7	12,8	12,1	11,3
7. Impuestos renta y patrimonio	30.106	35.224	39.451	23,7	17,0	12,0	3,3	3,6	3,8
8. Transferencias ctes. netas <sup>b</sup>	-7.570	-8.205	-8.811	11,0	8,4	7,4	-0,8	-0,8	-0,8
<b>9. = Renta bruta disponible (6 – 7 + 8) = Ahorro bruto<sup>c</sup></b>	<b>77.823</b>	<b>75.217</b>	<b>69.571</b>	<b>-2,2</b>	<b>-3,3</b>	<b>-7,5</b>	<b>8,6</b>	<b>7,7</b>	<b>6,6</b>
11. Transferencias de capital netas	5.369	5.745	6.090	-43,7	7,0	6,0	0,6	0,6	0,6
12. = Recursos de capital (10 + 11)	83.192	80.962	75.661	-6,6	-2,7	-6,5	9,2	8,3	7,2
13. Formación bruta de capital <sup>d</sup>	143.840	160.250	175.381	12,2	11,4	9,4	15,9	16,4	16,8
<b>14. = Capac. (+) o nec. (-) financiación (12 – 13)</b>	<b>-60.648</b>	<b>-79.288</b>	<b>-99.720</b>	<b>54,9</b>	<b>30,7</b>	<b>25,8</b>	<b>-6,7</b>	<b>-8,1</b>	<b>-9,5</b>
<b>PRO MEMORIA:</b>									
15. Ahorro financiero neto (operac. finac. netas)	-63.530	-82.288	-102.720	63,4	29,5	24,8	-7,0	-8,4	-9,8

Fuentes: Para 2005, INE (CNE) y Banco de España (Cuentas financieras); para 2006-2007 previsiones FUNCAS.

<sup>a</sup> Intereses, dividendos, rentas de la tierra y rentas de la propiedad atribuidas a los asegurados.

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

<sup>c</sup> La renta bruta disponible coincide con el ahorro bruto porque se restó de la primera el ajuste por la var. part. hogares en FFPP.

<sup>d</sup> Formación bruta de capital y adquisición neta de activos no financieros no producidos.

<sup>p</sup> Previsión.

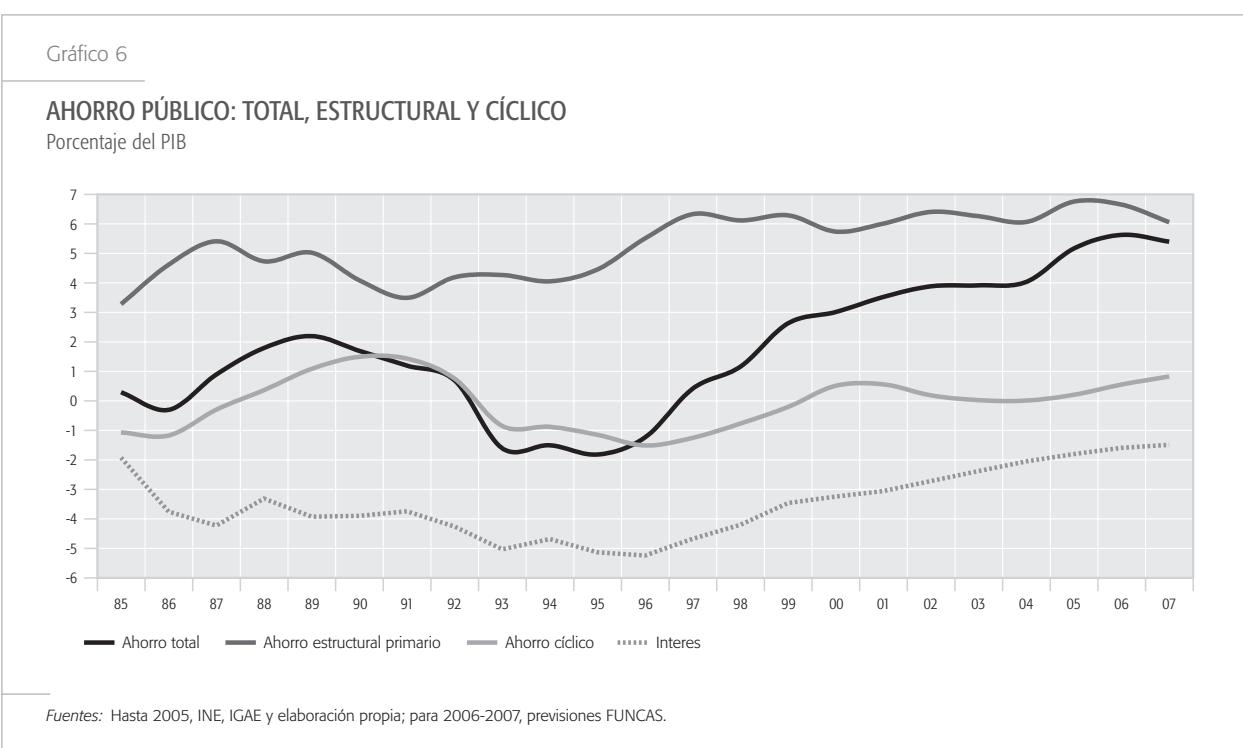
más que en los dos años anteriores y la necesidad de financiación, dispararse hasta el 9,5 por 100 del PIB. Sería ésta una cifra nunca alcanzada antes por esta variable, que, dado el nivel elevado del endeudamiento, crea incertidumbre sobre la capacidad de las empresas para mantener tasas de inversión crecientes en los próximos años.

## 5. El ahorro del sector público

Como se ha señalado anteriormente, el ahorro público ha jugado un papel determinante desde 1995 en la formación del ahorro nacional, compensando la profunda caída de la tasa de ahorro privado. Entre dicho año y 2005 el ahorro público ha pasado de negativo por una cifra equivalente al 1,8 por 100 del PIB a positivo por el 5,2 por 100. En el gráfico 6 se muestra la evolución de los tres componentes en

que, a semejanza del déficit, puede descomponerse el ahorro público a efectos de análisis macroeconómico: el cíclico, la carga de intereses y la parte más relacionada con factores estructurales o discretionales de la política fiscal. Éste último (ahorro estructural primario) se obtiene como la diferencia entre los ingresos y los gastos corrientes ajustados cíclicamente y excluidos los pagos por intereses<sup>1</sup>. Desde 1995 a 2001 estos tres componentes jugaron a favor: la actuación estructural o discrecional de la política fiscal lo hizo mejorar en 1,5 pp del PIB, la disminución de la carga de in-

<sup>1</sup> Los cálculos para obtener los datos de los ingresos y gastos ajustados cíclicamente, y por consiguiente del ahorro estructural y cíclico que se muestra en el gráfico 6, se han hecho restando (sumando) a los ingresos y gastos originales el producto de los mismos por el *output gap* multiplicado por las correspondientes elasticidades de los ingresos/gastos respecto al PIB. A su vez, el *output gap* se obtiene como diferencia porcentual entre el PIB observado y el tendencial (extraído mediante el filtro de Hodrick-Prescott, lambda igual a 100).



tereses, en 2,1 puntos y el efecto del ciclo, en 1,7 puntos, lo que suma una mejora total de 5,3 pp del PIB. Durante 2002 y 2003, el efecto cíclico invierte su tendencia y ejerce un efecto negativo, contribuyendo con -0,5 puntos a la variación del ahorro total; sin embargo, los otros dos factores siguieron actuando positivamente: 0,7 pp la disminución de los intereses pagados y 0,25 pp los factores no cílicos. Por último, en 2004 y 2005, el componente cíclico ha ejercido una influencia escasa, aunque ha dejado de actuar negativamente, mientras que los otros dos han conseguido, a partes casi iguales, un nuevo aumento de un punto porcentual del PIB. En el conjunto del período, la fuerte mejora del ahorro público pude atribuirse en casi un 50 por 100 a la disminución de la carga financiera de intereses, en un 20 por 100 a la mejora cíclica y en algo más del 30 por 100 a los efectos no cílicos, o estructurales. Cabe matizar, sin embargo, que muchos de estos efectos denominados estructurales tienen que ver, no tanto con medidas discrecionales de modificaciones de los tipos impositivos o de los gastos públicos, sino con el patrón de crecimiento desequilibrado de la economía española en los últimos años, basado en la fortaleza del gasto interno en consumo e inversión en vivienda (base de muchas figuras tributarias) y generador de inflación, la cual aumenta las bases imponibles y actúa en muchos casos como un impuesto, a la vez que reduce el peso de la deuda pública sobre el PIB.

Dentro de estas coordenadas, durante 2005 se produjo una mejora sustancial del ahorro público, al pasar

del 4 al 5,2 por 100 del PIB. Como se pone de manifiesto en los datos del cuadro 7, ello vino originado por el fuerte crecimiento de la renta disponible bruta, que casi duplicó la tasa del 7,8 por 100 de aumento del PIB nominal, con lo que su participación en el mismo pasó del 21,9 al 23,1 por 100. Tanto los impuestos directos como los indirectos crecieron a tasas de dos dígitos y, en todo caso, varios puntos por encima de las prestaciones sociales y otras transferencias netas pagadas por las administraciones públicas (AAPP). Los gastos en intereses disminuyeron más de un 5 por 100. El consumo público volvió a crecer por encima del PIB, aunque notablemente por debajo de la renta disponible de las AAPP, lo que permitió el fuerte avance señalado de la tasa de ahorro. Por su parte, los gastos de capital, que registraron un elevado crecimiento en 2004 por la contabilización como transferencia de capital de la asunción de parte de la deuda de RENFE por el Estado, se moderaron en 2005. Todo ello condujo a una mejora importante del saldo de operaciones no financieras, que, por primera vez en treinta años, pasó de un déficit (necesidad de financiación) del 0,2 por 100 del PIB en el año anterior a un superávit (capacidad de financiación) del 1,1 por 100. Esta cifra mejoró el objetivo oficial, que se había establecido en un superávit del 0,1 por 100 del PIB<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Sin la operación de asunción de deuda de RENFE, que en realidad no fue un gasto sino un puro apunte contable, el saldo del 2004 hubiera sido superavitario por un 0,5 por 100 del PIB.

Cuadro 7

## RENTA, CONSUMO, AHORRO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

	Millones de euros			Variación anual en porcentaje			Porcentaje del PIB		
	2005	2006 <sup>p</sup>	2007 <sup>p</sup>	2005	2006 <sup>p</sup>	2007 <sup>p</sup>	2005	2006 <sup>p</sup>	2007 <sup>p</sup>
1. Excedente bruto de explotación	14.889	16.035	17.238	9,8	7,7	7,5	1,6	1,6	1,6
2. Impuestos producción e importación	110.004	117.451	124.563	10,1	6,8	6,1	12,1	12,0	11,9
3. Subvenciones de explotación	8.978	9.517	10.088	8,4	6,0	6,0	1,0	1,0	1,0
4. Intereses, divid. y otras rentas propiedad recibidos	6.060	7.272	8.363	1,4	20,0	15,0	0,7	0,7	0,8
5. Intereses y otras rentas propiedad pagados	16.292	15.490	15.581	-5,3	-4,9	0,6	1,8	1,6	1,5
<b>6. = Saldo de rentas primarias (1 + 2 - 3 + 4 - 5)</b>	<b>105.683</b>	<b>115.752</b>	<b>124.496</b>	<b>12,5</b>	<b>9,5</b>	<b>7,6</b>	<b>11,7</b>	<b>11,9</b>	<b>11,9</b>
7. Impuestos renta y patrimonio	99.037	111.217	119.570	15,8	12,3	7,5	10,9	11,4	11,4
8. Cotizaciones sociales reales e imputadas	117.415	125.691	133.965	7,7	7,0	6,6	13,0	12,9	12,8
9. Otros ingresos corrientes <sup>a</sup>	6.426	6.812	7.220	4,3	6,0	6,0	0,7	0,7	0,7
10. Prestaciones sociales (exc. transf. en especie)	105.324	113.118	121.262	6,8	7,4	7,2	11,6	11,6	11,6
11. Otras transfer. corrientes pagadas <sup>a</sup>	13.766	15.280	16.961	10,4	11,0	11,0	1,5	1,6	1,6
<b>12. = Renta disponible bruta (6 + 7 + 8 + 9 - 10 - 11)</b>	<b>209.471</b>	<b>231.074</b>	<b>247.027</b>	<b>14,0</b>	<b>10,3</b>	<b>6,9</b>	<b>23,1</b>	<b>23,7</b>	<b>23,6</b>
13. Consumo público	162.634	176.072	190.455	8,6	8,3	8,2	18,0	18,0	18,2
<b>14. = Ahorro bruto (12 - 13)</b>	<b>46.837</b>	<b>55.001</b>	<b>56.572</b>	<b>38,0</b>	<b>17,4</b>	<b>2,9</b>	<b>5,2</b>	<b>5,6</b>	<b>5,4</b>
15. Impuestos de capital	4.055	4.582	5.269	12,5	13,0	15,0	0,4	0,5	0,5
16. Transferencias de capital recibidas	2.783	2.662	2.480	-22,2	-4,3	-6,8	0,3	0,3	0,2
17. = Recursos de capital (14 + 15 + 16)	53.675	62.246	64.321	30,6	16,0	3,3	5,9	6,4	6,1
18. Gastos de capital	43.569	48.583	53.810	1,9	11,5	10,8	4,8	5,0	5,1
18.1. Formación bruta de capital <sup>b</sup>	32.866	36.810	40.859	14,1	12,0	11,0	3,6	3,8	3,9
18.2. Transferencias de capital pagadas	10.703	11.773	12.951	-23,3	10,0	10,0	1,2	1,2	1,2
<b>19. = Cap (+) o nec. (-) de financiación (17 - 18)</b>	<b>10.106</b>	<b>13.662</b>	<b>10.512</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,0</b>
<b>PRO MEMORIA:</b>									
20. Ingresos corrientes	353.831	384.479	410.919	10,5	8,7	6,9	39,1	39,4	39,2
21. Gastos corrientes	306.994	329.477	354.347	7,2	7,3	7,5	33,9	33,7	33,8

Fuentes: Para 2005, INE (CNE); para 2006-2007, previsiones FUNCAS.

<sup>a</sup> Cooperación internacional corriente y transferencias corrientes diversas.<sup>b</sup> Incluye adquisición neta de activos no financieros no producidos.

Las previsiones para 2006 apuntan a una nueva mejora del ahorro público, basada en esta ocasión en la continuada disminución de la carga de intereses y en el efecto cíclico, al crecer la economía por encima de su tendencia. Por el contrario, el ahorro estructural primario podría mantenerse estable o incluso reducirse ligeramente. Desde el punto de vista de los ingresos y gastos públicos, se espera de nuevo un notable avance de la renta disponible de las AAPP, aunque a un ritmo menor al de 2005. Las grandes figuras tributarias (IVA, IRPF y Sociedades) mantienen crecimientos superiores al del PIB nominal, mientras que las prestaciones y transferencias aumentan más en línea con

éste. La carga financiera de los intereses vuelve a disminuir a un ritmo similar al de 2005. Por su parte, el consumo público mantiene un crecimiento elevado, pero inferior al de la renta disponible, todo lo cual se traduce en un avance notable del ahorro, aunque menor que el muy elevado de 2005. Los gastos de capital vuelven a crecer a tasas superiores al 10 por 100, pero por debajo del ahorro, lo que se traduce en un aumento de la capacidad de financiación hasta una cifra del orden del 1,4 por 100 del PIB. Cabe señalar que en el proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2007 (PGE-07) el Gobierno no avanza ninguna cifra de cierre de 2006, si bien, la evolución de los ingre-

sos y gastos del Estado y de la Seguridad Social hasta julio o agosto permite prever que el objetivo oficial (superávit del 0,2 por 100 del PIB, según los PGE-06, que luego fue revisado al 0,9 por 100 en el último Programa de Estabilidad de diciembre de 2005), se superará holgadamente. Entre las causas de esta desviación debe mencionarse el mayor crecimiento del PIB nominal, que se estableció en un 6,3 por 100 en los PGE-06 y se prevé cercano al 8 por 100.

Para el próximo año, el Gobierno ha proyectado un superávit para el conjunto de las AAPP del 0,7 por 100 del PIB, que se reparte en superávit del 0,2 y 0,7 por 100 del PIB para el Estado y la Seguridad Social, respectivamente, y un déficit del 0,2 por 100 para las administraciones territoriales. Los PGE no dan la información de los ingresos y gastos en términos de contabilidad nacional para el conjunto de las AAPP, que permitiría deducir la cifra del ahorro. En principio, dicho objetivo de superávit parece corto. Una primera aproximación macroeconómica al tema nos indicaría que, en ausencia de cambios fiscales discrecionales y en un contexto en el que la economía va a crecer, según las propias previsiones del Gobierno, en línea o por encima de su tendencia de largo plazo, lo normal es que se superase la capacidad de financiación conseguida en 2006, dado que la situación cíclica seguiría ejerciendo un efecto positivo y que la carga de intereses, como porcentaje del PIB, continuará descendiendo. Ahora bien, si por el lado de los gastos no se prevén cambios fundamentales respecto al planteamiento de los años anteriores (crecimiento en línea o ligeramente por encima del PIB), sí que se contempla una reforma fiscal que, según lo anunciado por el Gobierno, reducirá los impuestos sobre la ren-

ta de las personas físicas y de las empresas en 4.000 millones, un 0,4 por 100 del PIB. Por tanto, partiendo de una previsión conservadora de que en 2007 se mantuviese el mismo superávit de 2006 y restando la pérdida de ingresos señalada, se llega a una cifra mínima del 1 por 100 del PIB. Todo ello sin contar, por otro lado, los efectos dinámicos sobre la actividad económica que puede generar la rebaja impositiva, que redundarían en mayores ingresos para las arcas públicas.

En el cuadro 7 se ofrece la previsión de FUNCAS del comportamiento de los ingresos y gastos públicos en 2007. La desaceleración del consumo y del gasto en vivienda de los hogares provocará una moderación del crecimiento de los impuestos sobre la producción e importación, y los pagos por intereses dejarán de caer, todo lo cual se traducirá en un menor crecimiento de las rentas primarias netas que en los años anteriores. Por su parte, la reforma fiscal moderará el avance de los impuestos directos, provocando una ralentización del crecimiento de la renta disponible de las AAPP, que se situará por debajo del previsto para el consumo público. Como consecuencia, la tasa de ahorro, como porcentaje del PIB, disminuirá un par de décimas, a lo que se unirá la reducción en otra décima del PIB de las transferencias de capital recibidas. Las previsiones para los gastos de capital mantienen, en cambio, una tasa de crecimiento similar a la de 2006, es decir, ligeramente por encima del 10 por 100, con lo que aumentan una décima su peso en el PIB. Todo ello se traduce en una disminución de la capacidad de financiación del 1,4 por 100 del PIB en 2006 al 1 por 100, cifra que, como se ha comentado en el párrafo anterior, puede ser conservadora.