

La formación del ahorro en España: tendencias y perspectivas

Ángel Laborda*

1. Introducción

Siguiendo la tradición de *Cuadernos* por estas fechas, en este artículo se presenta un análisis de la evolución reciente y de las perspectivas a corto plazo del ahorro de la economía española. Dicho análisis incluye el proceso de generación de las rentas y su utilización, tanto para la economía en su conjunto como para los sectores institucionales (hogares, empresas y sector público), lo que permite tener una radiografía de la situación económico-financiera de los mismos y, con ello, una buena 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.

La coyuntura en la que han desarrollado los agentes económicos sus proyectos en los últimos años ha sido favorable, pero el contexto de condiciones financieras en el que han tomado sus decisiones les ha llevado a reducir notablemente su tasa de ahorro y a financiar cada vez en mayor proporción sus inversiones mediante el endeudamiento, que supera ampliamente el promedio de la zona del euro. Aunque esas decisiones hayan sido racionales en dicho contexto, el problema es que han generado una elevada vulnerabilidad a los cambios de coyuntura. Estos cambios ya empezaron a producirse en 2006 en forma de un endurecimiento de las condiciones de financiación, pero pueden intensificarse como resultado de la crisis de las hipotecas de alto riesgo desatada este verano en los EE.UU., lo que introduce nuevas incertidumbres en el escenario de suave desaceleración que ya antes de la misma se preveía para la economía española.

* Director del Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS.

Tras esta breve introducción, 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 estudia la formación del ahorro a nivel sectorial, empezando con el sector privado, dentro del cual, se dedican sendos apartados a los hogares y a las sociedades no financieras, y terminando con el ahorro y las necesidades financieras del sector público.

2. Contexto económico: tendencias recientes y perspectivas a corto plazo de la economía española

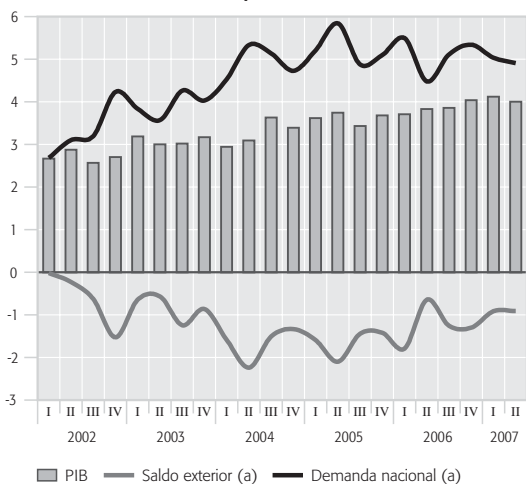
Durante 2006 la economía española mantuvo la tendencia de suave aceleración iniciada a comienzos de 2003, alcanzando un crecimiento real del PIB del 3,9 por 100 en media anual, tres décimas porcentuales más que en 2005 (gráfico 1). Esta evolución contrasta con las previsiones del consenso de los analistas, que apuntaban a una desaceleración, también suave, provocada por el cansancio que empezaba a mostrar la demanda interna española tras años de fuerte crecimiento, que se tradujo en un creciente déficit por cuenta corriente frente al exterior, con el consiguiente aumento del endeudamiento. A ello se unía la pérdida de poder adquisitivo ocasionada por el aumento de los precios de la energía y la subida de los tipos de interés. El hecho de que esa desaceleración no se produjera obedeció a dos causas principales: en primer lugar, la demanda interna resistió más de lo esperado, pues la desaceleración del consumo fue compensada por el fuerte crecimiento de la inversión en equipo, si bien, a costa de aumentar las necesidades de financiación frente al exte-

Gráfico 1

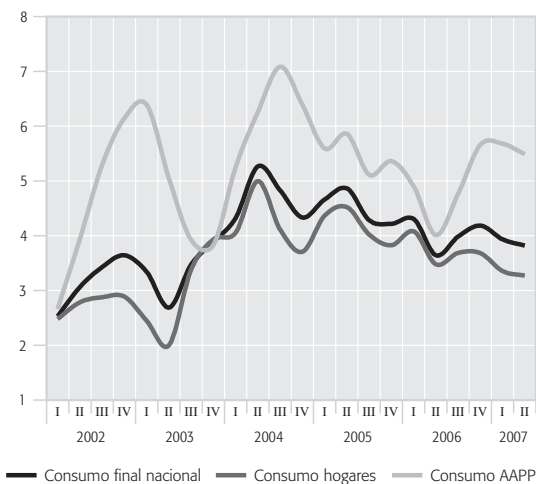
PIB Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

Variación interanual en porcentaje

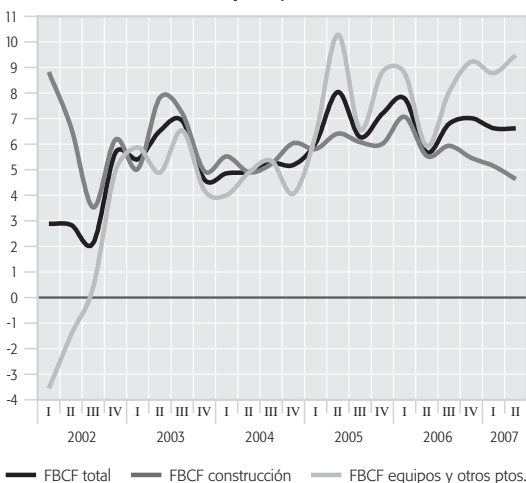
1.1 PIB, demanda nacional y saldo exterior



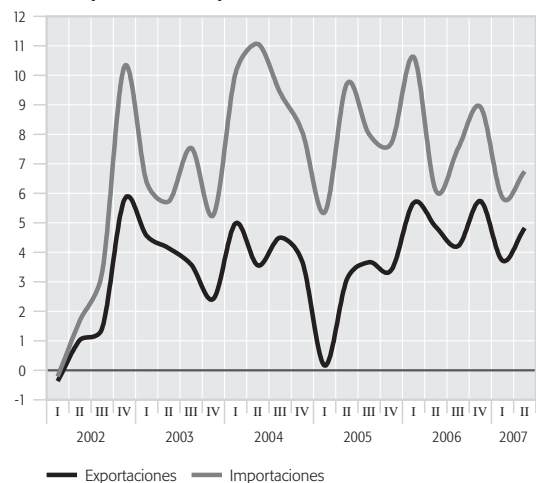
1.2 Consumo final



1.3 Formación bruta de capital fijo



1.4 Exportaciones e importaciones



Fuente: INE (CNTR).

* Aportación al crecimiento del PIB en puntos porcentuales.

rior y el endeudamiento; en segundo lugar, la mejora de la economía europea impulsó las exportaciones y suavizó la contribución de la demanda externa neta al PIB.

Esta tendencia continuó hasta el primer trimestre del año en curso, en el que la tasa de crecimiento interanual del PIB alcanzó un 4,1 por 100. Sin embargo, en el segundo se produjo una ligera reducción de la misma, de una décima porcentual, poco significativa desde un punto de vista estadístico, pero que en las circunstancias actuales y a la vista del comportamiento de los indicadores al finalizar el se-

gundo trimestre y durante el tercero, parece ser el inicio de una nueva fase cíclica de desaceleración del crecimiento, cuya intensidad y final son hoy por hoy difíciles de prever. Son varios los factores que hay detrás de dicho cambio, pudiéndose citar, entre los más importantes, el ajuste del exceso de oferta en el mercado de la vivienda, la ralentización del crecimiento en los EE.UU. y Europa y el contexto de incertidumbre creado tras el estallido a finales de julio de la crisis de las hipotecas de alto riesgo en EE.UU., que ha originado una crisis internacional de liquidez y de restricción del crédito, cuyos efectos no son todavía cuan-

tificables, pero que se traducirán en el encarecimiento del crédito y en un endurecimiento de la accesibilidad al mismo. Hay que tener presente que, si bien la economía española exhibe ahora una mayor fortaleza y flexibilidad que en períodos de ajuste anteriores, especialmente por lo que respecta a las empresas y al sector público, también su exposición a los riesgos financieros es mucho mayor, pues las familias y las empresas se encuentran entre las más endeudadas de los países desarrollados.

Por todo ello, las estimaciones de FUNCAS de crecimiento del PIB para 2007 y 2008, recogidas en el cuadro 1, se han revisado hasta el 3,9 y 2,9 por 100, respectivamente, lo que supone una y cuatro décimas porcentuales menos 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*.

Analizando el comportamiento de los agregados de la demanda durante el primer semestre del año, el consumo de los hogares muestra una ligera desaceleración, pero ha seguido avanzando a un ritmo mayor que el de las rentas, lo que mantiene a la baja la tasa de ahorro. Mayor es la moderación de la inversión en vivienda, aunque aún registra un crecimiento notable, derivado del fuerte aumento de las iniciaciones en el pasado año y el largo período de maduración de las mismas. Por su parte, la inversión en construcción no residencial y, sobre todo, en equipo y otros productos ha mantenido las elevadas tasas que alcanzó al finalizar el pasado año, superando el 16 por 100 en el segmento de maquinaria y productos metálicos. Las exportaciones de bienes y servicios, en cambio, no parecen aguantar la recuperación registrada a lo largo de 2006 y su avance se modera por debajo de las expectativas y del comercio internacional, a pesar de lo cual, la aportación del saldo exterior al crecimiento del PIB ha mejorado levemente, pues las importaciones también se han debilitado. 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, pues aunque se frena el avance del déficit de bienes y servicios, los de rentas y transferencias mantienen su fuerte crecimiento.

Las elevadas necesidades de financiación originadas por las operaciones no financieras de los agentes económicos, más las todavía mayores derivadas de las operaciones financieras, mantienen la tendencia fuertemente al alza del endeudamiento. La deuda de los hogares rozó el 80 por 100 del PIB a finales de 2006 y podría situarse cerca del 85 por 100 a finales de 2007 (124 y 134 por 100, respectivamente, de su renta disponible bruta) y la de las empresas no financieras, el 106 por 100 en 2006 y previsiblemente el 128 por 100 en 2007, cifras que se

encuentran entre las más elevadas de la zona del euro. Esta creciente deuda y la subida de los tipos de interés han ocasionado que los intereses pagados por los hogares hayan aumentado del 1,9 por 100 de su renta bruta disponible en el año 2004 al 2,8 por 100 en 2006 y, previsiblemente, al 4,5 por 100 en 2007. En el caso de las empresas no financieras, los pagos de intereses suponían en 2004 el 16,3 por 100 del excedente bruto de explotación y en 2006, el 21,5 por 100, previéndose para 2007 casi un 27 por 100.

En el ámbito del mercado laboral, el aumento del empleo, en términos de Contabilidad Nacional (CN), mantiene un crecimiento prácticamente estable ligeramente por encima del 3 por 100, lo que significa que la suave aceleración del PIB ha provenido de la recuperación de la productividad. En cuanto a la tasa de paro, su descenso es lento, a pesar del elevado ritmo de creación de empleo, pues la población activa también crece con fuerza, impulsada por la inmigración y por la tendencial incorporación de la mujer al mercado laboral. En 2006 la tasa de paro se situó en media en el 8,5 por 100 y en el segundo trimestre de 2007, en el 8 por 100, aproximadamente un punto porcentual por encima de la media de la UEM.

La contrapartida —y al mismo tiempo una de las causas— del fuerte aumento del empleo es una notable moderación salarial. Los costes laborales por unidad producida aumentaron a una tasa del orden del 2,3 por 100 en 2006 y del 2,1 por 100 en el primer semestre de 2007, frente a un crecimiento del deflactor del PIB del 4 por 100 en 2006, que se ha reducido al 3,3 por 100 en el primer semestre de 2007. Ello ha supuesto una mejora notable del excedente de explotación de las empresas por unidad producida. En cuanto a los precios de consumo, el efecto escalón provocado por el descenso del precio del petróleo en la segunda mitad de 2006 permitió que la inflación se redujera notablemente en ese período y que se haya mantenido por debajo del 2,5 por 100 hasta agosto del año en curso, si bien, al desaparecer dicho escalón, se espera un nuevo repunte hasta el entorno del 3 por 100 en diciembre. El diferencial con la zona del euro se ha reducido notablemente hasta el entorno de 0,6 pp.

Como se ha señalado, el contexto económico internacional, las condiciones en cuanto a precio y accesibilidad del crédito y el proceso de ajuste del mercado de la vivienda son los principales factores que van a determinar el comportamiento de la economía española en lo que resta de 2007 y en 2008. A este respecto, las perspectivas predominantes en estos momentos en estos tres ámbitos son de incertidumbre, lo cual, por sí mismo, no es positivo, pues puede paralizar o frenar durante más tiempo del deseable muchos de los proyectos de gasto de los agentes económicos.

Cuadro 1

PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA, 2007-2008 (FUNCAS)

Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	Datos observados			Previsiones FUNCAS		Variación de las previsiones ^a	
	Media 1996-2006	2005	2006	2007	2008	2007	2008
1. PIB y agregados, precios constantes							
PIB, pm	3,7	3,6	3,9	3,9	2,9	-0,1	-0,4
Consumo final hogares e ISFLSH	3,8	4,2	3,8	3,3	2,9	0,0	-0,1
Consumo final administraciones públicas	4,2	5,5	4,8	5,2	5,2	-0,2	0,0
Formación bruta de capital fijo	6,3	6,9	6,8	6,2	2,9	0,1	-0,8
– Construcción residencial	8,1	5,9	6,4	3,0	-4,0	-1,4	-1,5
– Construcción no residencial	3,8	6,3	5,5	5,8	5,5	-0,2	-0,5
– Equipo y otros productos	7,2	8,0	8,0	8,8	6,0	1,4	-0,6
Exportación bienes y servicios	6,6	2,6	5,1	4,7	5,0	-1,1	-0,5
Importación bienes y servicios	9,2	7,7	8,3	6,7	5,9	-0,1	-0,4
Demanda nacional^b	4,5	5,3	5,1	4,8	3,5	0,1	-0,4
Saldo exterior ^b	-0,8	-1,6	-1,2	-0,9	-0,6	-0,2	0,0
PIB precios corrientes:							
– Millardos de euros	–	908,5	981,0	1.053,5	1.117,7	–	–
– Porcentaje variación	7,4	8,0	8,0	7,4	6,1	-0,2	-0,6
2. Inflación, empleo y paro							
Deflactor del PIB	3,6	4,2	4,0	3,4	3,1	0,0	-0,2
IPC (media anual)	2,7	3,4	3,5	2,6	2,8	-0,1	-0,2
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	3,3	3,2	3,2	3,1	1,9	0,1	-0,3
Productividad por p.t.e.t.c.	0,4	0,4	0,7	0,8	1,0	-0,2	-0,1
Remuneración de los asalariados	6,9	6,6	6,7	6,6	5,2	-0,1	-0,7
Excedente bruto de explotación	7,4	8,5	8,8	8,1	6,8	0,3	-0,5
Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.)	3,0	2,9	3,0	2,9	3,0	-0,4	-0,4
Coste laboral por unidad producida (CLU)	2,5	2,5	2,3	2,1	2,0	-0,2	-0,3
Tasa de paro (EPA)	12,2	9,2	8,5	8,0	8,2	0,0	0,2
3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)							
Tasa de ahorro nacional	22,3	22,0	21,8	22,1	21,6	0,1	-0,3
– del cual, ahorro privado	19,3	16,8	15,2	15,1	15,0	0,0	0,0
Tasa de inversión nacional	26,1	29,5	30,6	31,4	31,4	0,3	0,0
– de la cual, inversión privada	22,7	26,0	26,9	27,5	27,3	0,4	0,1
Saldo cta. cte. frente al resto del mundo	-3,8	-7,5	-8,8	-9,4	-9,8	-0,1	-0,3
Cap. (+) o nec. (–) de financiación de la nación	-2,9	-6,5	-8,1	-8,7	-9,2	0,1	0,0
– Sector privado	-1,7	-7,5	-10,0	-11,0	-11,0	-0,2	0,1
– Sector público (déficit AAPP)	-1,2	1,0	1,8	2,3	1,8	0,3	-0,1
Deuda pública bruta	54,7	43,0	39,7	36,1	33,8	-0,7	-0,1
4. Otras variables							
Tasa de ahorro hogares (porcentaje de la RDB)	12,2	10,6	10,1	10,2	10,5	0,2	0,4
Deuda bruta hogares (porcentaje de la RDB)	78,1	111,7	124,6	134,0	134,0	-1,2	-6,2
EURIBOR 3 meses (porcentaje anual)	3,5	2,2	3,1	4,2	4,5	0,0	-0,4
Deuda pública española 10 años (porcentaje anual)	4,9	3,4	3,9	4,4	4,5	-0,2	-0,7
Tipo efectivo nominal euro (porcentaje variac. anual)	–	-0,9	0,3	3,5	2,0	0,5	1,5

Fuentes: 1996-2006: INE y BE. Previsiones 2007-2008: FUNCAS.

^a Variación en puntos porcentuales entre las previsiones actuales y las publicadas en "Cuadernos" núm. 199, julio-agosto 2007.

^b Aportación al crecimiento del PIB, en puntos porcentuales.

En las previsiones recogidas en el cuadro 1 se asume un escenario de desaceleración del crecimiento en los EE.UU. y, en menor medida, también en Europa; respecto a los tipos de interés, su escalada podría haber tocado techo, si bien los diferenciales que han estado aplicando los mercados por prima de riesgo en los últimos años tenderán a ampliarse; y en cuanto al ajuste del mercado de la vivienda, todo parece indicar que el proceso se está produciendo más rápido de lo previsto.

Bajo estas hipótesis, se prevé que la demanda interna en su conjunto intensifique la tendencia de suave desaceleración que viene mostrando en los últimos trimestres. Ello será así para el consumo privado, pero especialmente para la formación de capital fijo, cuyo componente de inversión en vivienda podría registrar una caída importante. Todo ello frenará las importaciones y tenderá 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 tenderá a la baja, especialmente a partir del cuarto trimestre de este año.

Las perspectivas de inflación han vuelto a empeorar moderadamente. La tasa interanual del IPC esperada para diciembre de este año es del 3,1 por 100, cifra que se mantendrá durante el primer trimestre del próximo y que descenderá posteriormente hasta el entorno del 2,7 por 100. En términos de medias anuales, se espera una tasa

del 2,6 por 100 para 2007 y del 2,8 por 100 para 2008. En cuanto al empleo, cabe esperar una desaceleración algo superior a la del PIB, de forma que su crecimiento en 2008 podría ser ya inferior al de la oferta de trabajo, por lo que la tasa de paro podría aumentar ligeramente.

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 9,4 por 100 del PIB en 2007y al 9,8 por 100 en 2008.

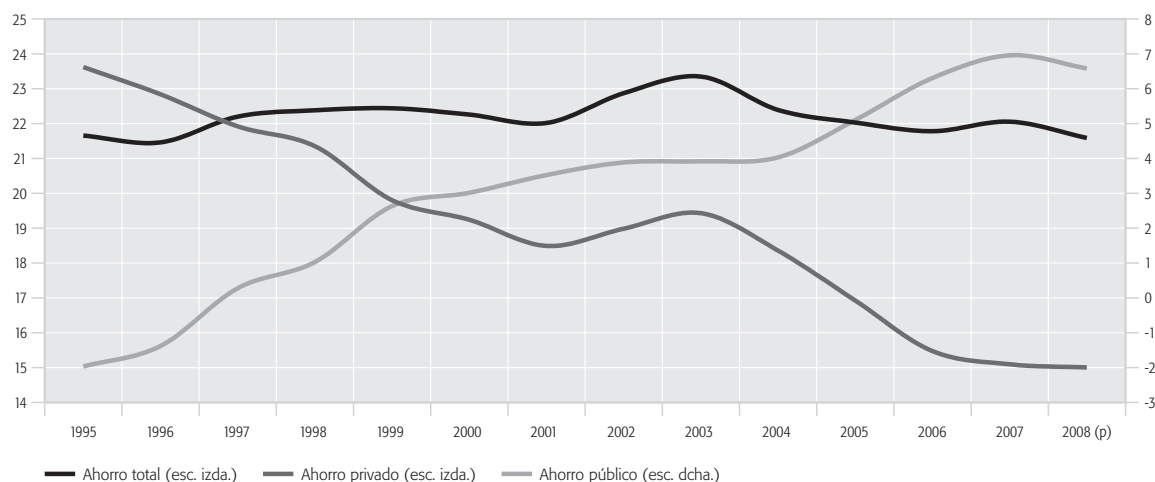
3. Ahorro y necesidad de financiación de la economía española

Desde 1995, primer año del que se dispone de datos homogéneos según la metodología del SEC-95 para el conjunto de la economía (no así para las cuentas de los sectores institucionales, que hasta la fecha no han sido enlazadas por el INE), la tasa de ahorro nacional (ahorro como porcentaje del PIB) no ha registrado grandes variaciones (gráfico 2). Los movimientos más significativos se produjeron en 2002 y 2003, con una recuperación significativa hasta superar el 23 por 100 del PIB, que dio paso posteriormente a una suave corrección a la baja en los tres siguientes años.

Gráfico 2

AHORRO NACIONAL: TOTAL, PÚBLICO Y PRIVADO

Porcentaje del PIB



Fuentes: Hasta 2006, INE (CNE); para 2007-2008, previsiones FUNCAS.

RECUADRO GRÁFICO

La tasa de ahorro en España, Europa y Estados Unidos

El gráfico 1 compara la tasa de ahorro total de España con las tasas de ahorro medias de la UE-27, la zona euro y Estados Unidos, entre los años 2000 y 2006. Como se puede observar, la tasa española se ha situado por encima de la media de la Unión Europea y de la media del área euro durante todo el período considerado. En 2006 alcanzó un valor del 21,8 por 100 del PIB, mientras que en la UE-27 se situó en el 19,3 por 100 y en el área euro en el 21,4 por 100. La de Estados Unidos, por su parte, se encuentra bastante por debajo de la media europea.

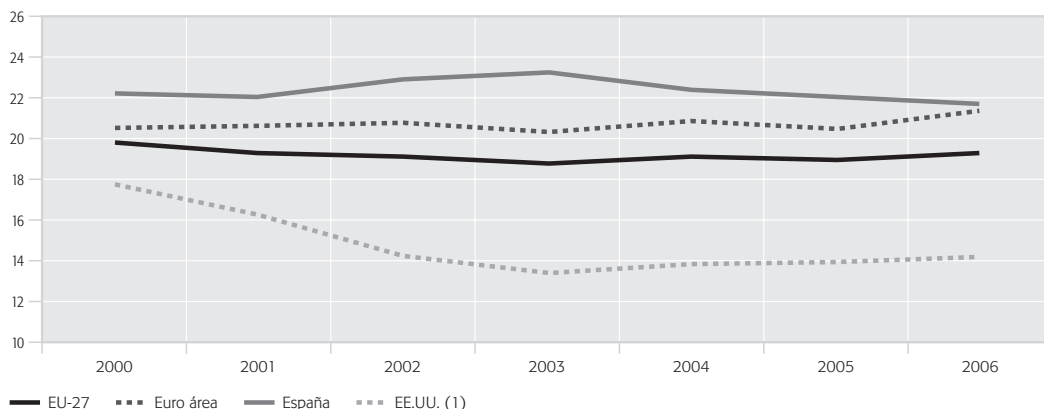
A diferencia de lo que sucede con la tasa de ahorro del conjunto de la economía, la correspondiente a los hogares ha sido en España más baja que la media tanto de la UE-27 como del área euro durante todo el período de análisis (gráfico 2). En 2006 se situó en el 10,5 por 100, frente a un 14,1 por 100 de media en el área euro, o un 11,3 por 100 en el conjunto de la UE-27. Llama la atención la gran diferencia que separa las tasas de ahorro de los hogares europeas de la norteamericana. Hay que tener en cuenta, no obstante, que en el país norteamericano esta última se refiere al ahorro neto sobre la renta personal disponible neta (a lo que se suma alguna diferencia metodológica menor), aunque la tasa correspondiente al ahorro bruto, que en 2006 se situó ligeramente por encima del 3 por 100, sigue siendo considerablemente inferior a la europea.

Es el ahorro del sector público el que eleva la tasa de ahorro total española por encima de la media europea. Este ha pasado de representar un 3 por 100 del PIB en el año 2000, a un 6,3 por 100 en 2006, tasas muy superiores a las medias del área euro y de la UE-27, que entre 2002 y 2005 se mantuvieron por debajo del 1 por 100 del PIB, y solo en 2006 se elevaron hasta el 2 por 100. En el caso de Estados Unidos, la tasa de ahorro público también es muy reducida: en 2006 ascendió al 0,5 por 100, después de haber sido negativa durante los cuatro años anteriores. En este país, donde el ahorro de los hogares y del sector público es tan bajo, el ahorro nacional procede en su mayor parte de las empresas no financieras.

La diferencia entre el ahorro y la Formación Bruta de Capital (FBC) determina el saldo de la Balanza de Pagos por Cuenta Corriente. Como se puede observar en el gráfico 3, la FBC ha sido en España considerablemente superior a la media europea (casi nueve puntos porcentuales más en los últimos años), de modo que, aunque nuestro ahorro ha sido también mayor que en los países comunitarios, la diferencia entre ambas variables ha sido negativa y muy elevada. Dicha diferencia, de magnitud

Gráfico 1

TASA DE AHORRO BRUTA TOTAL (Porcentaje del PIB)

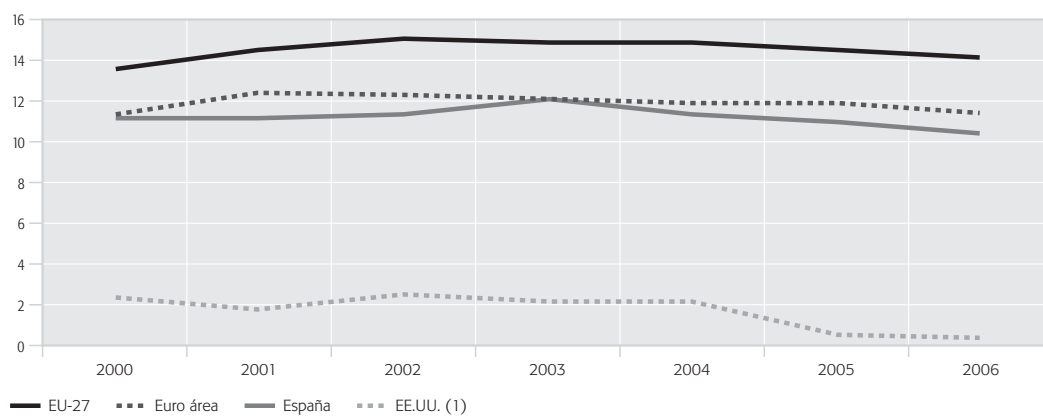


Fuente: Eurostat, BEA, INE.

* Ahorro bruto en porcentaje de la Renta Nacional Bruta.

Gráfico 2

TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES
(Porcentaje de la Renta Personal Bruta Disponible)



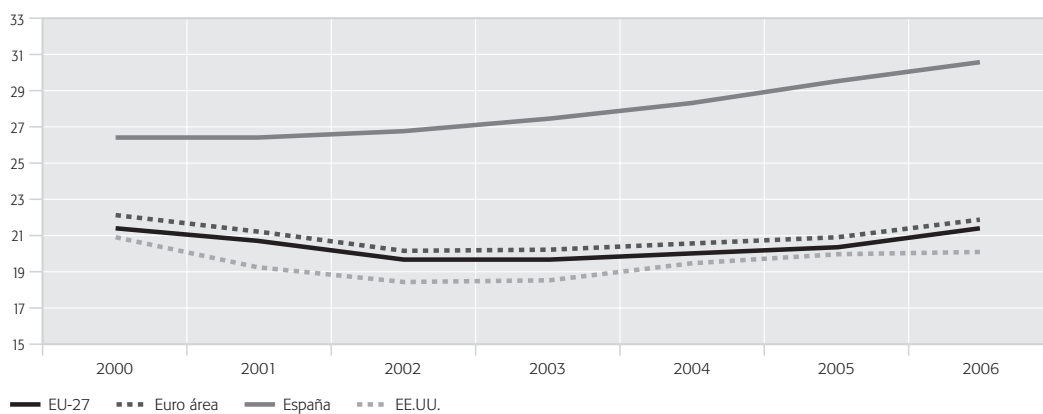
Fuente: Eurostat, BEA, INE.

* Ahorro neto en porcentaje de la Renta Personal Neta Disponible.

creciente a lo largo del período, se situó en -8,8 puntos porcentuales en 2006, mientras que en la UE-27 nunca fue inferior al -2 por 100, y en la zona euro se ha movido en torno al equilibrio. El caso español tiene mucho en común con el de Estados Unidos. En este último país el ahorro también ha sido muy inferior a la FBC, y con una diferencia también creciente, hasta alcanzar casi el -6 por 100 en los dos últimos años. De ahí los enormes déficit por cuenta corriente que presentan las economías norteamericana y española, que contrastan con el casi equilibrio de la Europa comunitaria. Alemania es el caso opuesto: sus moderados niveles de inversión (poco más del 17 por 100 en los últimos cinco años), unido a unas elevadas y crecientes tasas de ahorro, han dado lugar a un superávit que en 2006 ascendió al 5,4 por 100 de su PIB.

Gráfico 3

FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat, BEA, INE.

En 2006 dicha tasa se situó en el 21,8 por 100, un cuarto de punto porcentual menos que en el año anterior y una cifra similar a la de 1995. Esta tasa es del orden de medio punto porcentual (pp) superior a la media de la zona del euro (véase el recuadro gráfico). Dado que la tasa de inversión (formación bruta de capital como porcentaje del PIB) continuó su tendencia al alza y aumentó en 1,1 pp, el déficit por operaciones corrientes, según la contabilidad nacional, se amplió hasta el 8,8 por 100 del PIB. De esta cifra, 0,7 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 8,1 por 100 del PIB, 1,6 pp más que en 2005. Si a esta última cifra se le añade la adquisición neta de activos financieros en el exterior, según la información aportada por la Balanza de Pagos, la necesidad de endeudamiento (captación de pasivos) de la economía española ascendió en 2006 a una cifra equivalente al 24,7 por 100 del PIB. Dicha necesidad se cubrió en un 79,8 por 100 por entradas netas de capital en concepto de inversiones en cartera y en un 13,6 por 100 por préstamos y depósitos, mientras que la inversión directa supuso solamente el 6,6 por 100. Esta se redujo a 15.955 millones de euros, un 20 por 100 menos que el año anterior y un 63 por 100 menos que en 2000, lo que es un signo de la pérdida de capacidad de atracción de inversión estable y con fines productivos de la economía española.

Como se ve en el gráfico 2 y cuadro 2, en 2006 volvió a reproducirse la caída de la tasa de ahorro privado, que fue compensada parcialmente por el aumento del público, tendencias que, con la excepción de 2002-2003, se mantienen desde 1996, lo que permite concluir que la evolución del ahorro público se ha convertido en los últimos once años 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 bruto, que se obtiene por diferencia entre la renta nacional disponible bruta (RNDB) y el consumo final nacional. A su vez, la RNDB viene dada por el PIB más los saldos de las operaciones de rentas y transferencias con el exterior. Durante 2006 el PIB aumentó un 8 por 100 en términos nominales (3,9 por 100 en términos reales y 4 por 100 los precios). El 46,5 por 100 del PIB (0,6 pp menos que en el año anterior) se destinó a retribuir al factor trabajo, el 42,4 por 100 (0,4 pp más) fue a parar al excedente bruto de explotación y rentas mixtas y el 11,1 por 100 restante (0,2 pp más) constituyó las rentas del sector público en concepto de impuestos sobre la producción netos de subvenciones. Este retroceso de las rentas salariales en la distribución funcional de la renta se inserta dentro de una tendencia continuada desde 1995, que es más acusada si los cálculos

se hacen bajo la hipótesis de tasa de asalarización constante, con el fin de eliminar los cambios en la remuneración de los distintos factores productivos provocados por la conversión de numerosos empleos de autónomos y pequeños empresarios en puestos de trabajo asalariados. En estos términos, desde ese año hasta 2006 las rentas salariales han disminuido su parte en el PIB en 5,4 pp, de los cuales, 2,8 han ido a engrosar el excedente bruto de explotación y el resto, 2,6 los impuestos netos. Ello constituye uno de los factores importantes que han permitido mejorar tanto los resultados empresariales como las cuentas públicas.

El juego de las rentas y transferencias del exterior fue de nuevo desfavorable a la economía española durante 2006. Como consecuencia, el aumento de la RNDB fue inferior en seis décimas porcentuales al del PIB. Desglosando este aumento entre el sector público y el privado, el primero ascendió al 14,1 por 100 y el segundo al 5,4 por 100, distribución favorable al sector público que repite la tendencia observada desde 1996. Del total de la RNDB, el 77,6 por 100 fue destinado al consumo final nacional (privado y público), y el resto constituyó el ahorro, que aumentó un 6,8 por 100, hasta 213.686 millones de euros.

Las transferencias de capital del exterior netas, provenientes fundamentalmente de los fondos estructurales de la UE, disminuyeron notablemente en 2006, alcanzando un 0,7 por 100 del PIB, dos décimas menos que en el año anterior. Con ello, los recursos totales de capital (ahorro más transferencias de capital netas) crecieron un 5,5 por 100, alcanzando la cifra de 220.138 millones. Frente a esta cifra, el gasto en formación bruta de capital (FBC) se elevó a 300.036 millones, deduciéndose un saldo negativo o necesidad de financiación de 79.898 millones, un 8,1 por 100 del PIB. El crecimiento de la FBC (un 12 por 100 en términos nominales) superó ampliamente al del PIB y aumentó su peso en el mismo 1,1 pp, hasta el 30,6 por 100. Desglosando estas cifras por tipos de inversión, la construcción amplió su peso en el PIB en 0,7 pp, hasta el 17,9 por 100, y los bienes de equipo, otros productos y existencias aumentaron 0,4 pp, hasta el 12,7 por 100. Ello pone de manifiesto que la ampliación de las necesidades de financiación durante 2006 tuvo su origen, al igual que en los años anteriores, fundamentalmente en el fuerte avance de la FBC (gráfico 3), especialmente del gasto en construcción.

En el citado cuadro 3 se presentan las previsiones para el año actual y el próximo. El crecimiento nominal del PIB en 2007 se estima en una tasa algo inferior a la del pasado año, un 7,4 por 100, fruto de unos aumentos del 3,9 por 100 en términos reales y del 3,4 por 100 en precios.

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	AAPP	Sector privado			Total nacional	AAPP	Sector privado			
			Total	Hogares e IPSFL	Sociedades			Total	Hogares e IPSFL	Sociedades	
CNE-1986 (SEC-79)											
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
CNE-1995 (SEC-95)											
1995	22,33	-1,84	24,17	10,08	14,09	1,01	-6,64	7,65	5,37	2,28	437,79
1996	22,04	-1,24	23,28	9,88	13,40	1,19	-4,95	6,14	4,98	1,17	464,25
1997	22,52	0,44	22,08	9,14	12,94	1,51	-3,18	4,69	4,31	0,38	494,14
1998	22,39	1,20	21,19	8,19	13,00	0,22	-3,03	3,25	3,24	0,02	527,97
1999	22,50	2,85	19,65	7,42	12,23	-0,98	-1,18	0,21	2,03	-1,82	565,42
2000	22,32	3,13	19,19	7,02	12,17	-2,47	-0,90	-1,57	1,32	-2,90	610,54
CNE-2000 (SEC-95)											
2000	22,26	3,02	19,24	7,48	11,76	-3,19	-1,00	-2,19	1,43	-3,62	630,26
2001	22,02	3,53	18,49	7,37	11,13	-3,50	-0,66	-2,84	0,77	-3,61	680,68
2002	22,88	3,89	18,99	7,47	11,52	-2,66	-0,48	-2,19	0,57	-2,76	729,21
2003	23,35	3,92	19,43	7,84	11,59	-2,95	-0,23	-2,72	-0,03	-2,68	782,93
2004	22,39	4,03	18,36	7,37	10,99	-4,84	-0,35 ^a	-4,49 ^a	-0,68	-3,81 ^a	841,04
2005	22,03	5,11	16,92	7,12	9,80	-6,54	0,96	-7,50	-1,35	-6,14	908,45
2006	21,78	6,31	15,47	6,71	8,76	-8,14	1,83	-9,98	-2,04	-7,94	980,95
2007 ^p	22,06	6,96	15,10	6,41	8,69	-8,70	2,30	-11,01	-2,40	-8,61	1.053,52
2008 ^p	21,59	6,58	15,01	6,62	8,39	-9,22	1,80	-11,02	-1,94	-9,08	1.117,66

Fuentes: Hasta 2006, INE (CNE); para 2007-2008, previsiones FUNCAS.

^a 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 0,3 por 100 del PIB y el sector privado y las sociedades, una necesidad de financiación de -5,1 y -4,5 por 100, respectivamente.^p Previsión.

Cuadro 3

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

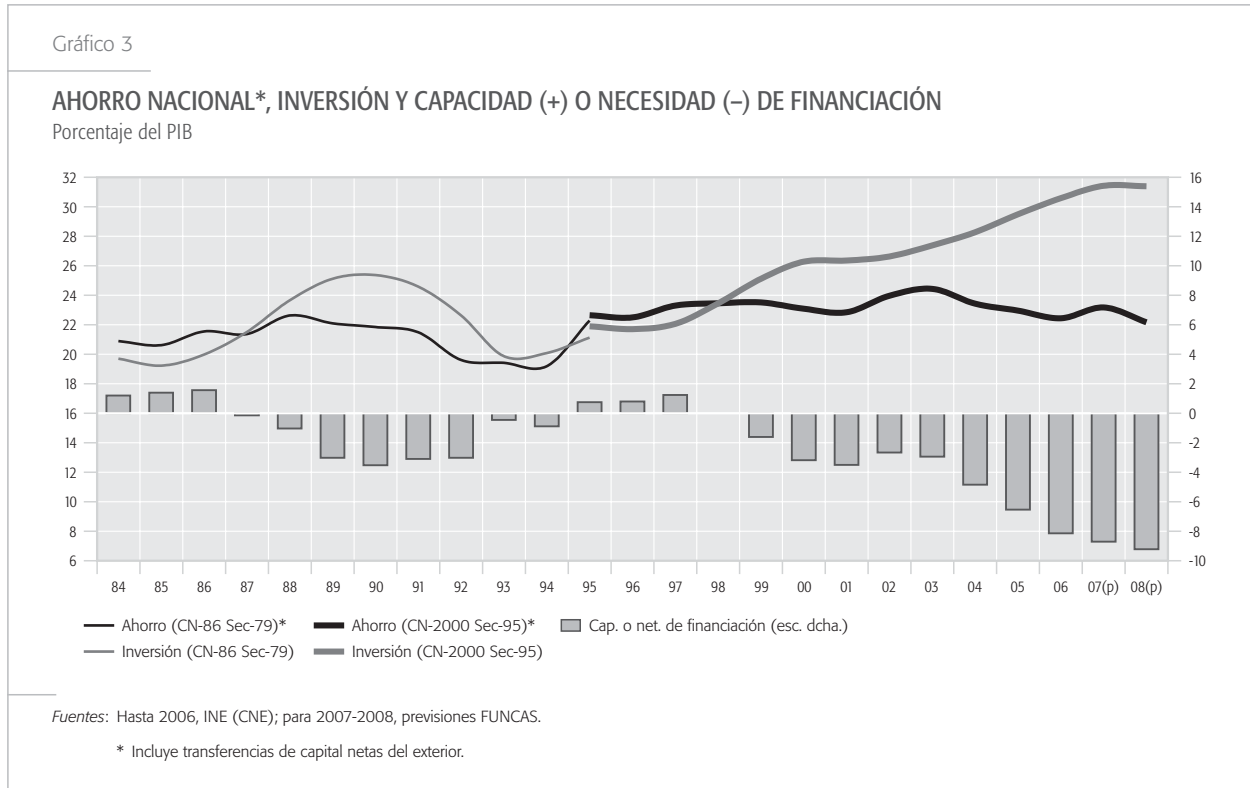
	Millones de euros			Variación anual en porcentaje			Porcentaje del PIB		
	2006	2007 ^p	2008 ^p	2006	2007 ^p	2008 ^p	2006	2007 ^p	2008 ^p
1. Producto interior bruto, pm	980.954	1.053.522	1.117.662	8,0	7,4	6,1	100,0	100,0	100,0
1.1. Remuneración de asalariados	456.059	486.167	511.342	6,7	6,6	5,2	46,5	46,1	45,8
1.2. Excedente bruto explotación/Rentas mixtas	415.644	449.192	479.744	8,8	8,1	6,8	42,4	42,6	42,9
1.3. Impuestos producción e importación menos subvenciones	109.251	118.163	126.576	10,2	8,2	7,1	11,1	11,2	11,3
2. Rentas procedentes del resto del mundo, netas	-18.936	-23.316	-26.781	22,9	23,1	14,9	-1,9	-2,2	-2,4
3. = Producto nacional bruto, pm (1 + 2)	962.018	1.030.207	1.090.880	7,7	7,1	5,9	98,1	97,8	97,6
4. Transferencias corrientes del resto del mundo, netas ^a	-7.138	-9.000	-10.000	67,0	26,1	11,1	-0,7	-0,9	-0,9
5. = Renta nac. disponible bruta (3 + 4)	954.880	1.021.207	1.080.880	7,4	6,9	5,8	97,3	96,9	96,7
5.1. Pública	239.869	265.631	281.947	14,1	10,7	6,1	24,5	25,2	25,2
5.2. Privada	715.011	755.576	798.933	5,4	5,7	5,7	72,9	71,7	71,5
6. Consumo nacional	741.194	788.815	839.582	7,6	6,4	6,4	75,6	74,9	75,1
6.1. Público	177.978	192.288	208.356	8,7	8,0	8,4	18,1	18,3	18,6
6.2. Privado	563.216	596.527	631.227	7,3	5,9	5,8	57,4	56,6	56,5
7. = Ahorro nacional bruto (5 - 6)	213.686	232.392	241.298	6,8	8,8	3,8	21,8	22,1	21,6
7.1. Público	61.891	73.343	73.592	33,4	18,5	0,3	6,3	7,0	6,6
7.2. Privado	151.795	159.049	167.706	-1,3	4,8	5,4	15,5	15,1	15,0
8. Transferencias de capital del resto del mundo, netas	6.452	7.000	6.500	-23,3	8,5	-7,1	0,7	0,7	0,6
9. = Recursos de capital (7 + 8)	220.138	239.392	247.798	5,5	8,7	3,5	22,4	22,7	22,2
10. FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL	300.036	331.096	350.854	12,0	10,4	6,0	30,6	31,4	31,4
11. Saldo de operaciones corrientes (7 - 10)	-86.350	-98.704	-109.556	27,4	14,3	11,0	-8,8	-9,4	-9,8
12. Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación (9 - 10) = Ahorro financiero neto	-79.898	-91.704	-103.056	34,6	14,8	12,4	-8,1	-8,7	-9,2
12.1. Pública	17.959	24.256	20.086	-	-	-	1,8	2,3	1,8
12.2. Privada	-97.857	-115.961	-123.142	43,7	18,5	6,2	-10,0	-11,0	-11,0
PRO MEMORIA									
13. Posición de inversión internacional	-570.915	-751.078	-912.185	31,5	31,6	21,5	-58,2	-71,3	-81,6

Fuentes: Para 2006, INE (CNE); para 2007-2008, previsiones FUNCAS.

^a Incluye operaciones de seguro de accidentes con el resto del mundo.
^p Previsión.

La distribución entre factores productivos volverá a ser desfavorable para las rentas salariales, que volverán a perder 0,4 pp del PIB. El consumo final nacional, al contrario que en 2006, crecerá del orden de medio punto porcentual por debajo de la RNDB, lo que permitirá detener la tendencia a la baja de la tasa de ahorro nacional de los tres últimos años. Ahora bien, ello no será suficiente para estabilizar la necesidad de financiación, ya que la tasa de inversión aumentará en 0,8 pp del PIB. Dicha necesidad alcanzará una cifra equivalente al 8,7 por 100 del PIB.

Para 2008 se prevé que se intensifique la desaceleración del PIB hasta tasas del 2,9 por 100 en términos reales y 6,1 por 100 en términos nominales. Tres décimas menos que el PIB nominal y 1,1 pp menos que en 2007 crecerá la RNDB. Sin embargo, para el consumo se prevé un aumento nominal igual al de 2006, un 6,4 por 100, pues la moderación en términos reales se compensará con un mayor aumento de los precios, lo que llevará aparejada una nueva disminución de la tasa de ahorro nacional hasta el 21,6 por 100 del PIB. Por su parte, el crecimiento



previsto para la FBC, aunque notablemente menor que el de 2006, volverá a ser superior al del ahorro, por lo que las necesidades de financiación frente al resto del mundo continuarán al alza, hasta un 9,2 por 100 del PIB.

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 tres últimos años, situándose en 2006 en el 15,5 por 100 del PIB, 1,4 pp menos que en el año precedente y 8,1 pp menos que en 1995 (gráfico 2). De la disminución de 2006, 0,4 pp corresponden a los hogares y el punto porcentual restante, a las empresas. Las previsiones para 2007 apuntan a una nueva reducción del ahorro privado en cuatro décimas del PIB, tres de las cuales corresponderán a los hogares. Para 2008 se prevé un cambio de tendencia al alza en el ahorro de los hogares, lo que propiciará que el conjunto del ahorro privado tienda a estabilizarse. El comportamiento de este 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/desaceleración y primeros años de recuperación, como puede verse en el cuadro 2. Sin embargo, la estabilización esperada para 2008 no se justificaría tanto por

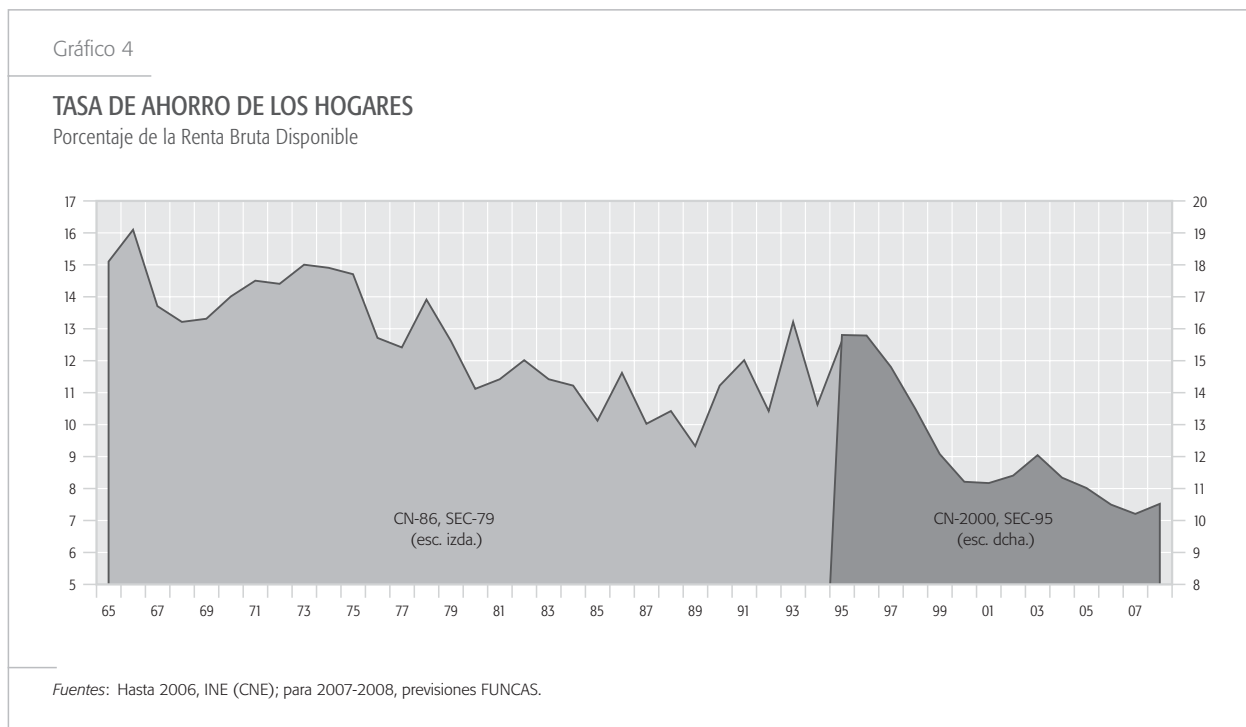
motivos cíclicos sino por la reforma fiscal de 2007 y las medidas contempladas en los presupuestos del Estado para 2008, que reducirán los impuestos pagados por los hogares y las empresas y aumentarán las prestaciones, lo que se traducirá en una mayor renta disponible y ahorro.

4.1. El ahorro de los hogares¹

Como puede verse en el gráfico 4, la tasa de ahorro de los hogares (ahorro bruto como porcentaje de la renta disponible bruta) registró una profunda caída entre 1995 y 2001, del 15,8 al 11,1 por 100². Tras recuperarse en 2002-2003, en 2004 recobró su tendencia a la baja hasta situarse en el 10,5 por 100 en 2006. Las estimaciones para 2007 apuntan a un nuevo descenso de la misma, tal como ponen de manifiesto los datos de la contabilidad nacional de los sectores institucionales del primer semestre. Según ellos, la tasa de ahorro familiar se

¹ Aunque, por abreviar, en todo el artículo se hable del ahorro de los hogares, en realidad los datos incluyen este y el de las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH).

² En el año 2000 se produce un cambio de base de la contabilidad nacional que provoca una ruptura en las cuentas de los sectores institucionales, que el INE no ha enlazado. Para salvar el problema, estas cifras de ahorro de los hogares se han enlazado provisionalmente por FUNCAS, por eso, la de 1995 no coincide con la publicada por el INE en la contabilidad nacional base 1995.



situó en dicho período en el 6,2 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 0,9 pp respecto al mismo período del año anterior.

Es normal que la tasa de ahorro familiar caiga durante las fases cíclicas de expansión y se recupere en las recesiones y primeros momentos de las recuperaciones. Ello explicaría la caída entre 1996 y 2001 y entre 2003 y 2006. La recuperación del ahorro en 2002-2003 no coincidió con una recesión clásica en la que disminuye el PIB y el empleo, pero sí con una fuerte desaceleración de los mismos, a lo que vino a sumarse la reforma del IRPF llevada a cabo en la anterior legislatura, que supuso una inyección de renta disponible en los presupuestos de los hogares, de la cual se benefició, si bien momentáneamente, el ahorro. No obstante, con una perspectiva temporal más amplia, como la que proporciona el gráfico 4, 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 del primer quinquenio 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 en torno al 14,5 por 100 (recuadro gráfico).

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 los 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 recoge la última estimación contable disponible de las cuentas de los hogares para 2006 y las previsiones de FUNCAS para 2007 y 2008. Las remuneraciones salariales, que constituyen la partida fundamental de la renta disponible bruta de los hogares (RDBH), aumentaron en 2006 ligeramente más que en el año anterior, un 6,7 por 100, y el excedente bruto de explotación (incluidas las rentas mixtas), menos, pero a una tasa elevada, un 10,6 por 100. También registraron un notable crecimiento las rentas netas de la propiedad y de la empresa, pues, aunque aumentaron fuertemente los intereses pagados en concepto de una deuda creciente (gráfico 5), también lo hicieron los intereses recibidos y otras rentas, especialmente los dividendos. Las operaciones de distribución secundaria de la renta volvieron a frenar, sin embargo, el avance de la renta disponible, ya que

Cuadro 4

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

	Millones de euros			Variación anual en porcentaje			Porcentaje de la RBD		
	2006	2007 ^p	2008 ^p	2006	2007 ^p	2008 ^p	2006	2007 ^p	2008 ^p
	1. Remuneración de los asalariados	455.772	485.861	511.020	6,7	6,6	5,2	72,4	73,2
2. Excedente bruto explotación/renta mixta	214.926	232.431	248.101	10,6	8,1	6,7	34,2	35,0	35,2
3. Rentas propiedad y empresa, netas ^a	37.150	34.146	36.433	9,5	-8,1	6,7	5,9	5,1	5,2
3.1. Recibidas	55.445	64.528	77.301	19,5	16,4	19,8	8,8	9,7	11,0
3.2. Pagadas	18.295	30.382	40.868	46,7	66,1	34,5	2,9	4,6	5,8
4. = Saldo de rentas primarias (1 a 3)	707.848	752.438	795.554	8,0	6,3	5,7	112,5	113,3	112,8
5. Prestaciones sociales distintas de en especie	124.243	133.561	144.647	6,9	7,5	8,3	19,7	20,1	20,5
6. Otras transferencias ctes. recibidas ^b	57.680	61.141	65.421	3,4	6,0	7,0	9,2	9,2	9,3
7. Otras transferencias ctes. pagadas ^b	50.063	55.069	58.924	6,2	10,0	7,0	8,0	8,3	8,4
8. Impuestos renta y patrimonio	72.465	79.321	84.202	15,1	9,5	6,2	11,5	11,9	11,9
9. Cotizaciones efectivas e imputadas	138.073	148.556	157.171	7,9	7,6	5,8	21,9	22,4	22,3
10. = Renta bruta disponible (4 + 5 + 6 - 7 - 8 - 9)	629.170	664.194	705.324	6,7	5,6	6,2	100,0	100,0	100,0
11. Variación part. reservas fondos pensiones	-131	-139	-147	-172,0	6,0	6,0	0,0	0,0	0,0
12. Gasto en consumo final	563.216	596.527	631.227	7,3	5,9	5,8	89,5	89,8	89,5
13. = Ahorro bruto (10 + 11 - 12)	65.823	67.529	73.951	1,7	2,6	9,5	10,5	10,2	10,5
b) En porcentaje del PIB	6,7	6,4	6,6	-	-	-	-	-	-
14. Transferencias de capital netas	10.319	11.041	11.814	22,2	7,0	7,0	1,6	1,7	1,7
15. Recursos de capital (13 + 14)	76.142	78.570	85.765	4,1	3,2	9,2	12,1	11,8	12,2
16. Formación bruta de capital ^c	96.128	103.818	107.452	12,5	8,0	3,5	15,3	15,6	15,2
17. = Capac. (+) o nec. (-) de financiación (15 - 16)	-19.986	-25.248	-21.687	-	-	-	-3,2	-3,8	-3,1
b) En porcentaje del PIB	-2,0	-2,4	-1,9	-	-	-	-	-	-
PRO MEMORIA									
18. Ahorro financiero neto (Ctas. financieras)	-14.606	-22.748	-19.187	-	-	-	-2,3	-3,4	-2,7
b) En porcentaje del PIB	-1,5	-2,2	-1,7	-	-	-	-	-	-
19. Deuda (préstamos y valores, exc. acciones)	780.998	890.337	944.938	-	-	-	124,1	134,0	134,0
b) En porcentaje del PIB	79,6	84,5	84,5	-	-	-	-	-	-

Fuentes: Para 2006, INE (CNE) y Banco de España (Cuentas financieras); para 2007-2008, previsiones FUNCAS.

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

^b Transferencias corrientes netas e indemnizaciones (primas) por seguros no vida.

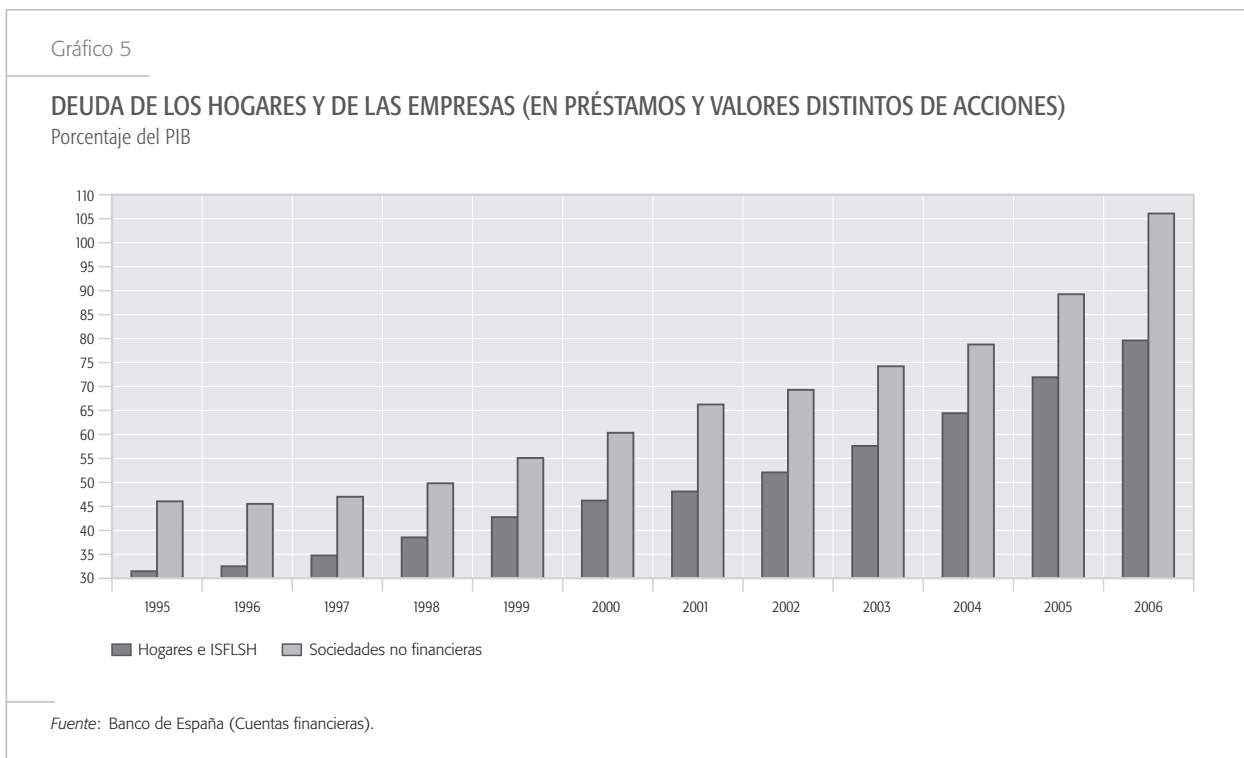
^c Incluye la adquisición neta de activos no financieros no producidos (terrenos).

^p Previsión.

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 6,7 por 100, casi un punto porcentual menos que en el año anterior. Por su parte, el consumo final de los hogares aumentó por encima de la renta, un 7,3 por 100, lo que se tradujo en una caída de la tasa de ahorro del 11 al 10,5 por 100. En términos absolutos, el ahorro ascendió a

65.823 millones de euros, un 1,7 por 100 más 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 4,3 por 100 en 2005 al 3,4 por 100 en 2006. 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 de los hogares es notablemente superior en España por el mayor peso que tiene la vivienda en propiedad.

Notablemente por encima del ahorro creció de nuevo en 2006 la formación bruta de capital (12,5 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 (déficit) ascendió a una cifra equivalente al 2 por 100 del PIB, cuando diez años atrás el superávit era superior al 5 por 100 del PIB. La capacidad de financiación equivale, en términos de las cuentas financieras, al saldo de operaciones financieras (denominado comúnmente como ahorro financiero), pero, debido a diferencias de clasificación entre la contabilidad nacional y estas cuentas, ambas variables presentan diferencias importantes, aunque con la misma tendencia. En 2006, el ahorro financiero fue negativo por tercer año consecutivo, por una cifra equivalente al 1,5 por 100 del PIB.

Las previsiones para 2007 apuntan, como se ha señalado, a una nueva reducción de la tasa de ahorro familiar, que no será debida, como en los años anteriores, a la aceleración del consumo, sino a la moderación de la renta disponible. Por un lado, las remuneraciones de los asalariados y el excedente bruto de explotación/rentas mixtas avanzan a un ritmo algo inferior al de 2006 y las rentas netas de la propiedad y de la empresa registran una tasa de variación negativa

debido al fuerte aumento de los intereses pagados, todo lo cual se traduce en una notable desaceleración de las rentas primarias netas. Por otro, los 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 5,6 por 100 de la RDBH. En cuanto al consumo, las previsiones son de un crecimiento real del 3,3 y del 5,9 por 100 nominal, es decir, ligeramente por encima del de la renta, lo que lleva aparejado un descenso de la tasa de ahorro hasta el 10,2 por 100.

Para 2008 se prevé un cambio de tendencia, que se plasmaría en un aumento de la tasa de ahorro hasta el entorno del 10,5 por 100, en un contexto en el que la RDBH crecería algo más que en 2007 y en el que el consumo se moderaría. Al aumento de la primera contribuirán no tanto las rentas primarias, sino las rebajas fiscales y el aumento de las prestaciones sociales contemplados en los presupuestos del Estado.

4.2. El ahorro de las empresas

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 2006, con un paréntesis en 2002 y 2003 (cuadro 5). La reducción entre 1995 y 2001 fue de menor entidad que la de los hogares, lo cual puede atribuirse

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	
CNE-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
CNE-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
CNE-2000 (SEC-95)										
2000	11,76	1,47	10,29	-3,62	0,47	-4,09	-3,58	0,47	-4,05	630,3
2001	11,13	2,00	9,13	-3,61	1,17	-4,78	-3,92	1,17	-5,10	680,7
2002	11,52	1,89	9,63	-2,76	1,16	-3,92	-2,85	1,16	-4,01	729,2
2003	11,59	1,79	9,80	-2,68	1,05	-3,73	-2,86	1,05	-3,91	782,9
2004	10,99	1,51	9,48	-3,81	0,65	-4,45	-3,86	0,65	-4,51	841,0
2005	9,80	1,31	8,49	-6,14	0,71	-6,85	-6,17	0,71	-6,87	908,5
2006	8,76	1,51	7,26	-7,94	0,61	-8,55	-8,49	0,61	-9,10	981,0
2007 ^p	8,69	2,62	6,06	-8,61	1,65	-10,26	-8,85	1,65	-10,50	1.053,5
2008 ^p	8,39	3,54	4,85	-9,08	2,44	-11,52	-9,30	2,44	-11,74	1.117,7

Fuentes: Hasta 2006, INE (CNE) y Banco de España (Cuentas financieras); para 2007-2008, previsiones FUNCAS.

^a Instituciones financieras monetarias, incluido el Banco de España, y no monetarias, incluidas las empresas de seguros.^p Previsión.

fundamentalmente a la moderación salarial y a la caída de los tipos de interés, ya que las empresas son deudoras netas. Sin embargo, en los tres últimos años la situación se ha invertido y el descenso del ahorro de las empresas ha sido mucho más pronunciado, en buena medida por el cambio de tendencia de los tipos de interés.

En 2006 se produjo una caída de la tasa de ahorro empresarial de 1 pp del PIB, casi igual a la del año anterior, que provino del sector de sociedades no financieras, ya que la tasa de las financieras aumentó. Las rúbricas más importantes que determinan la formación del ahorro de las primeras se recogen en el cuadro 6. La fuente fundamental

Cuadro 6

AHORRO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

	Millones de euros			Variación anual en porcentaje			Porcentaje del PIB		
	2006	2007 ^p	2008 ^p	2006	2007 ^p	2008 ^p	2006	2007 ^p	2008 ^p
1. Valor añadido bruto, precios básicos	451.323	481.220	505.390	6,1	6,6	5,0	46,0	45,7	45,2
2. Remuneración de los asalariados	284.818	302.411	315.139	5,9	6,2	4,2	29,0	28,7	28,2
3. Impuestos s/producción menos subvenciones	1.607	1.721	1.824	-5,6	7,1	6,0	0,2	0,2	0,2
4. = Excedente bruto de explotación (1 - 2 - 3)	164.898	177.088	188.428	6,5	7,4	6,4	16,8	16,8	16,9
5. Rentas propiedad y empresa ^a	-51.360	-63.457	-79.565	28,9	23,6	25,4	-5,2	-6,0	-7,1
5.1. Recibidas ^a	30.065	37.014	46.511	16,6	23,1	25,7	3,1	3,5	4,2
5.2. Pagadas ^a	81.425	100.471	126.076	24,1	23,4	25,5	8,3	9,5	11,3
6. = Saldo de rentas primarias (4 + 5)	113.538	113.631	108.862	-1,3	0,1	-4,2	11,6	10,8	9,7
7. Impuestos renta y patrimonio	33.847	40.616	44.881	12,7	20,0	10,5	3,5	3,9	4,0
8. Transferencias ctes. netas ^b	-8.501	-9.127	-9.752	8,1	7,4	6,8	-0,9	-0,9	-0,9
9. = Renta bruta disponible (6 - 7 + 8) = Ahorro bruto^c	71.190	63.888	54.229	-7,7	-10,3	-15,1	7,3	6,1	4,9
11. Transferencias de capital netas	6.581	7.107	7.676	0,3	8,0	8,0	0,7	0,7	0,7
12. = Recursos de capital (10 + 11)	77.771	70.995	61.905	-7,1	-8,7	-12,8	7,9	6,7	5,5
13. Formación bruta de capital ^d	161.664	179.099	190.647	10,8	10,8	6,4	16,5	17,0	17,1
14. = Capac. (+) o nec. (-) financiación (12 - 13)	-83.893	-108.104	-128.742	34,8	28,9	19,1	-8,6	-10,3	-11,5
PRO MEMORIA									
15. Ahorro financiero neto (operac. finac. netas)	-89.273	-110.603	-131.243	43,0	23,9	18,7	-9,1	-10,5	-11,7
16. Deuda (préstamos y valores, exc. acciones)	1.040.715	1.353.785	1.661.173	28,3	30,1	22,7	106,1	128,5	148,6

Fuentes: Para 2006, INE (CNE) y Banco de España (Cuentas financieras); para 2007-2008 previsiones FUNCAS.

^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 la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (FFPP).

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

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

^p Previsión.

de la renta de las empresas, el excedente bruto de explotación, aumentó un 6,5 por 100, cuatro décimas más que el valor añadido bruto (VAB) generado en el sector, ya que los gastos en remuneraciones de los asalariados aumentaron por debajo de este. Las rentas de la propiedad netas (que tradicionalmente suponen pagos netos para las empresas) aumentaron notablemente, un 28,9 por 100, debido sobre todo a los intereses, pero también a los dividendos y otras rentas pagadas. Además, los impuestos sobre la renta y el patrimonio también aumentaron a tasas de dos dígitos, todo lo cual se tradujo en un retroceso, por segundo año consecutivo, de la renta disponible, que en el caso de las empresas, al no existir consumo final, viene

a ser lo mismo que el ahorro³. La tasa de ahorro de las sociedades no financieras, como porcentaje del PIB, disminuyó más de un punto porcentual, hasta el 7,3 por 100.

Dicho ahorro y las transferencias de capital netas recibidas generaron unos recursos de capital de 77.771 millones de euros, cifra que no llegó a cubrir ni la mitad de inversión en formación bruta de capital, generándose,

³ La diferencia entre ambas magnitudes es el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones, pero dicho ajuste es tan pequeño que renta disponible y ahorro pueden asimilarse en la práctica.

por tanto, una ingente necesidad de financiación del 8,6 por 100 del PIB, 1,7 pp más que en el año anterior. Estas necesidades, más las derivadas de las cuantiosas inversiones financieras netas provocaron un nuevo y fuerte aumento de la deuda de las empresas no financieras en préstamos y valores distintos de acciones, que alcanzó al final del año una cifra equivalente al 106 por 100 del PIB. Al comienzo de esta década esta cifra era del 60 por 100 del PIB (gráfico 5).

Las estimaciones para 2007 señalan un crecimiento notable del excedente de explotación, derivado de una aceleración del VAB nominal superior a la que también se prevé para los gastos salariales. No obstante, los fuertes aumentos de las rentas de la propiedad y de la empresa pagadas (intereses y dividendos) y de los impuestos sobre la renta volverán a provocar una nueva caída del ahorro y del conjunto de los recursos de capital. Por su parte, la formación bruta de capital mantiene la misma y elevada tasa de crecimiento que en 2006, un 10,8 por 100, todo lo cual conduce a un nuevo e importante aumento de la necesidad de financiación hasta el 10,3 por 100 del PIB.

Un cuadro similar al de 2006 y 2007, pero con un deterioro aún mayor del ahorro, cabe prever para 2008. La raíz del mismo se encontrará en la notable desaceleración del VAB y del excedente de explotación, acusando el menor crecimiento real y del deflactor del PIB. La última reforma del Impuesto de Sociedades permitirá una moderación del aumento de los impuestos directos, 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 1,2 pp del PIB y la necesidad de financiación, dispararse hasta el 11,5 por 100 del PIB, a pesar de que se contempla una moderación notable de la inversión en capital fijo. Sería esta 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

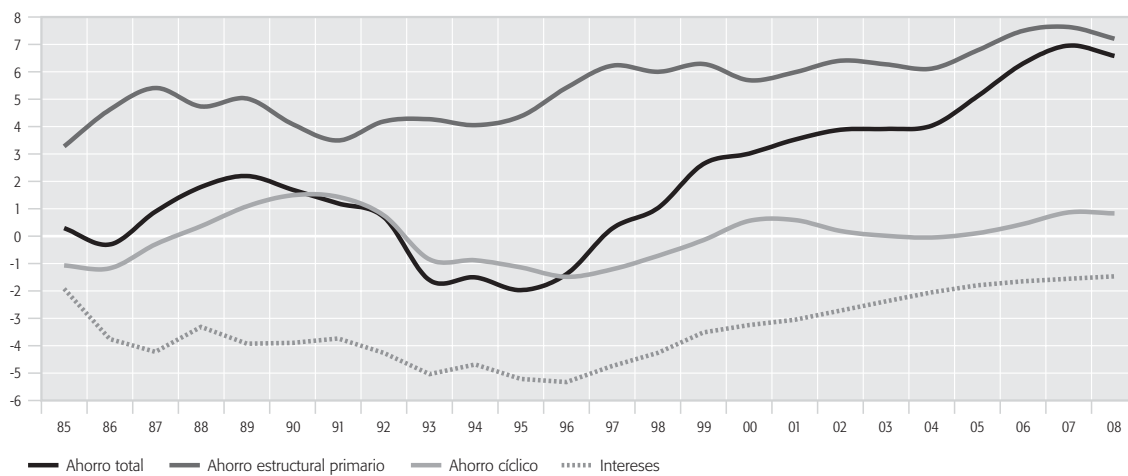
El ahorro público ha jugado un papel determinante desde 1995 en la formación del ahorro nacional, compensando la profunda caída de la tasa de ahorro privado. En 1995 dicho ahorro fue negativo por una cifra equivalente al 1,8 por 100 del PIB, pasó a ser positivo en 1997 y en 2006 alcanzó el 6,3 por 100 del PIB.

Con el fin de analizar los factores principales que están detrás de esta positiva evolución, el ahorro público, que es la diferencia entre los ingresos y gastos corrientes, puede descomponerse en los tres componentes que se recogen en el gráfico 6: el cíclico, la carga de intereses y el ahorro estructural primario, que es la parte más relacionada con factores estructurales o discrecionales de la

Gráfico 6

AHORRO PÚBLICO: TOTAL, ESTRUCTURAL Y CÍCLICO

Porcentaje del PIB



Fuentes: Hasta 2006, INE, IGAE y elaboración propia; para 2007-2008, previsiones FUNCAS.

política fiscal y que se obtiene como la diferencia entre los ingresos y los gastos corrientes ajustados cíclicamente, excluidos los pagos por intereses⁴. Desde 1995 hasta 2001 estos tres componentes jugaron a favor; entre 2001 y 2004, el efecto cíclico invirtió ligeramente su tendencia y ejerció un efecto negativo, aunque el ahorro total siguió mejorando por el efecto de los otros dos factores; por último, en 2005 y 2006, el componente cíclico ha vuelto a actuar positivamente, lo mismo que los otros dos componentes. En el conjunto del período 1995-2006, la mejora de más de 8 pp del PIB del ahorro público puede atribuirse en un 20 por 100 al efecto positivo del ciclo económico, en algo más del 40 por 100 a la disminución de la carga de intereses y el resto, algo menos del 40 por 100, a los cambios estructurales. Cabe matizar, sin embargo, que muchos de estos efectos denominados estructurales tienen que ver, no tanto con medidas discretivas 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 residencial (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 y su carga de intereses sobre el PIB.

Dentro de estas tendencias, durante 2006 se produjo de nuevo una mejora sustancial del ahorro público, al pasar del 5,1 al 6,3 por 100 del PIB. Como se pone de manifiesto en los datos del cuadro 7, ello fue el resultado del fuerte crecimiento de la renta disponible bruta de las administraciones públicas (AAPP), que casi duplicó la tasa del 8 por 100 de aumento del PIB nominal, con lo que su participación en el mismo pasó del 23,1 al 24,5 por 100. El conjunto de los ingresos por impuestos directos e indirectos crecieron varios puntos por encima de las prestaciones sociales pagadas por las AAPP y los gastos en intereses disminuyeron por quinto año consecutivo. 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 moderaron su crecimiento en 2005 al no repetirse la operación extraordinaria de la asunción de

parte de la deuda de RENFE por el Estado que tuvo lugar en 2004, volvieron a registrar en 2006 crecimientos de dos dígitos, aunque muy inferiores a los recursos de capital. Todo ello condujo a una mejora de casi un punto porcentual del PIB del saldo de operaciones no financieras, que alcanzó un superávit del 1,8 por 100 del PIB. Esta cifra mejoró ampliamente el objetivo oficial, que se había establecido en un 0,7 por 100 del PIB.

Las previsiones para 2007 apuntan a una nueva mejora del ahorro público (del 6,3 al 7 por 100 del PIB), basada fundamentalmente en el componente cíclico, al crecer la economía por encima de su tendencia, y, en menor medida, en un nuevo descenso del peso de los intereses como porcentaje del PIB y de la mejora del componente estructural. 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 menor ritmo que en 2006. Entre los impuestos, los indirectos registran una significativa moderación, pero los directos, especialmente el de Sociedades, siguen aumentando fuertemente, a pesar de las rebajas incluidas en la última reforma fiscal. Los pagos por intereses podrían aumentar tras cinco años descendiendo, pero moderadamente. Por su parte, el consumo público mantiene un crecimiento elevado, pero inferior al de la renta disponible, todo lo cual se traduce en el señalado avance del ahorro. Los gastos de capital vuelven a crecer a tasas elevadas, del orden del 12 por 100, pero por debajo de los recursos de capital, lo que lleva aparejado un aumento del superávit (capacidad de financiación) hasta una cifra del orden del 2,3 por 100 del PIB. Cabe señalar que en el proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2008 (PGE-08) el Gobierno avanza un superávit del conjunto de las AAPP en 2007 del 1,3 por 100 del PIB, si bien, esta cifra parece a todas luces infraestimada. Por un lado, sólo la parte que corresponde a la Seguridad Social ya alcanzará esa cifra (en 2006 fue del 1,2 por 100 del PIB). Por lo que respecta a la Administración Central (Estado y sus organismos autónomos), los datos conocidos hasta agosto permiten prever que cierre con un superávit varias décimas superior al 0,8 por 100 del PIB registrado en 2006; y en cuanto al saldo de las administraciones territoriales, no cabe prever cambios significativos en el pequeño déficit que registraron dicho año.

Para 2008 los PGE proyectan un superávit del conjunto de las AAPP del 1,15 por 100 del PIB, que se reparte en superávit del 0,3 y 0,6 por 100 del PIB para la Administración Central y la Seguridad Social, respectivamente, y del 0,25 por 100 para las administraciones territoriales (que podría reducirse en función del déficit adicional por inversiones a que se refiere el artículo 3.1 de la LO 5/2001). Los PGE no dan la información de los ingresos y gastos en

⁴ 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, λ igual a 100).

Cuadro 7

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

	Millones de euros			Variación anual en porcentaje			Porcentaje del PIB		
	2006	2007 ^p	2008 ^p	2006	2007 ^p	2008 ^p	2006	2007 ^p	2008 ^p
1. Excedente bruto de explotación	16.323	17.629	19.004	9,3	8,0	7,8	1,7	1,7	1,7
2. Impuestos producción e importación	121.273	129.404	136.660	9,3	6,7	5,6	12,4	12,3	12,2
3. Subvenciones de explotación	9.796	10.580	11.320	7,0	8,0	7,0	1,0	1,0	1,0
4. Intereses, divid. y otras rentas propiedad recibidos	7.636	10.080	11.591	29,1	32,0	15,0	0,8	1,0	1,0
5. Intereses y otras rentas propiedad pagados	16.127	16.340	16.352	-1,0	1,3	0,1	1,6	1,6	1,5
6. = Saldo de rentas primarias (1 + 2 - 3 + 4 - 5)	119.309	130.193	139.583	12,2	9,1	7,2	12,2	12,4	12,5
7. Impuestos renta y patrimonio	114.417	129.663	139.830	15,5	13,3	7,8	11,7	12,3	12,5
8. Cotizaciones sociales reales e imputadas	127.076	136.677	144.705	8,2	7,6	5,9	13,0	13,0	12,9
9. Otros ingresos corrientes ^a	7.448	7.969	8.527	12,2	7,0	7,0	0,8	0,8	0,8
10. Prestaciones sociales (exc. transf. en especie)	112.718	121.172	131.229	6,9	7,5	8,3	11,5	11,5	11,7
11. Otras transfer. corrientes pagadas ^a	15.663	17.699	19.469	12,3	13,0	10,0	1,6	1,7	1,7
12. = Renta disponible bruta (6 + 7 + 8 + 9 - 10 - 11)	239.869	265.631	281.947	14,1	10,7	6,1	24,5	25,2	25,2
13. Consumo público	177.978	192.288	208.356	8,7	8,0	8,4	18,1	18,3	18,6
14. = Ahorro bruto (12 - 13)	61.891	73.343	73.592	33,4	18,5	0,3	6,3	7,0	6,6
15. Impuestos de capital	4.692	5.396	6.043	8,7	15,0	12,0	0,5	0,5	0,5
16. Transferencias de capital recibidas	1.571	1.697	1.539	-45,2	8,0	-9,3	0,2	0,2	0,1
17. = Recursos de capital (14 + 15 + 16)	68.154	80.435	81.174	27,2	18,0	0,9	6,9	7,6	7,3
18. Gastos de capital	50.195	56.179	61.088	11,9	11,9	8,7	5,1	5,3	5,5
18.1. Formación bruta de capital ^b	36.660	41.426	45.154	13,1	13,0	9,0	3,7	3,9	4,0
18.2. Transferencias de capital pagadas	13.535	14.753	15.933	8,9	9,0	8,0	1,4	1,4	1,4
19. = Cap (+) o nec. (-) de financiación (17 - 18)	17.959	24.256	20.086	-	-	-	1,8	2,3	1,8
PRO MEMORIA:									
20. Ingresos corrientes	390.017	426.933	455.506	11,1	9,5	6,7	39,8	40,5	40,8
21. Gastos corrientes	328.126	353.590	381.914	7,7	7,8	8,0	33,4	33,6	34,2
22. Deuda, según PDE	389.040	380.284	377.697	-0,5	-2,3	-0,7	39,7	36,1	33,8

Fuentes: Para 2006, INE (CNE); para 2007-2008, previsiones FUNCAS.

^a Cooperación internacional corriente y transferencias corrientes diversas.
^b Incluye adquisición neta de activos no financieros no producidos.

términos de contabilidad nacional, ni para el Estado ni para el conjunto de las AAPP, que permitiría deducir la cifra del ahorro. En principio, dicho objetivo de superávit parece correcto si, como se ha comentado en el párrafo anterior, el año 2007 cierra con un superávit del orden de 1 pp del PIB superior al estimado por el Gobierno. Una primera aproximación macroeconómica al tema nos indicaría que, en un contexto en el que la economía va a crecer próxima a su tendencia de largo plazo, no cabe pensar en un deterioro del componente cíclico del saldo público y, por otro lado, la carga de intereses, como porcentaje del PIB, continuará

descendiendo. Por tanto, el deterioro del superávit que se produjera debería provenir de la actuación discrecional de la política fiscal. A este respecto, los PGE-08 incluyen, efectivamente, medidas que harán disminuir los ingresos y aumentar los gastos, pero no en la magnitud suficiente para reducir el superávit al 1,15 por 100 del PIB.

En el cuadro 7 se ofrece la previsión de FUNCAS del comportamiento de los ingresos y gastos públicos en 2008. La desaceleración del consumo y del gasto en vivienda de los hogares y la no actualización de los impuestos especiales

con la inflación provocarán una moderación del crecimiento de los impuestos sobre la producción e importación, lo cual se traducirá en un menor aumento de las rentas primarias netas que en los años anteriores. Por su parte, la reforma fiscal y las medidas introducidas en los PGE-08 moderarán 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 cuatro décimas. Las previsiones para los gastos de capital contemplan una tasa más moderada que las de los años anteriores, pero superior al crecimiento del PIB, con lo que aumentan algo más de una décima su peso en el mismo. Todo ello se traducirá en una disminución de la capacidad de financiación del conjunto de las AAPP del 2,3 al 1,8 por 100 del PIB.