

El final del ciclo del ahorro

Ángel Laborda
María Jesús Fernández¹

1. Introducción

Uno de los fenómenos económicos asociados a la crisis actual más sorprendentes ha sido el espectacular aumento de la tasa de ahorro de las familias y empresas. Ello puede explicarse por la gran vulnerabilidad que mostraban dichos sectores al estallar la crisis financiera, evidenciada en sus elevados niveles de déficit y de endeudamiento, como consecuencia de un fuerte retroceso del ahorro acompañado de un aumento no menos intenso de la inversión en capital fijo durante la etapa expansiva anterior. La crisis financiera, con la consiguiente restricción crediticia y el cambio en la percepción de los riesgos por parte de los inversores financieros, vino a cortar bruscamente esa situación insostenible. A las familias y empresas no les quedó otra salida que acercar el nivel de su gasto a las posibilidades de financiación propia, lo que requirió reducir intensamente dicho gasto y aumentar el ahorro. Ello deprimió la demanda agregada y provocó la recesión y la destrucción de empresas y empleo, poniendo en marcha mecanismos típicos procíclicos, entre ellos, el efecto precaución (ahorro del miedo), que tienden a ahondar el proceso de ajuste. Así, en poco más de un año la tasa de ahorro familiar pasó del 11 por 100 de su renta disponible bruta al 18 por 100 y el ahorro de las empresas no financieras aumentó del 5 por 100 del PIB a más del 10 por 100. Ahora bien, esta conducta no llevó a un aumento del ahorro total nacional, ya que el ahorro del sector público actuó en sentido contrario.

Estas tendencias parece que han llegado a su fin. Justo cuando la economía española inicia al comienzo de este

año una tímida recuperación, las familias aflojan el pie del acelerador del ahorro y este se ha reducido en sólo dos trimestres del 18,1 por 100 de la renta disponible al 16,2 por 100. Al mismo tiempo, el (des)ahorro público empieza también a mejorar. Parece, por tanto, que, al igual que la economía en su conjunto, el ahorro, o mejor dicho, su composición, inicia un nuevo ciclo.

En este artículo se analiza la evolución del ahorro en el último año con datos completos disponibles, así como el proceso de su formación a partir de la generación de las rentas y su utilización por parte de los distintos agentes económicos, al tiempo que se avanza una estimación y una previsión para 2010 y 2011. Tras esta breve introducción, el análisis se inicia con una exposición del contexto macroeconómico en el que se enmarca la evolución 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 de estas mismas variables en el ámbito de los hogares y las empresas no financieras, terminando con el ahorro y las necesidades de financiación de las administraciones públicas.

2. Contexto económico general

Durante 2008 y 2009 la economía española registró la fase de recesión más larga e intensa que se recuerda desde que hay datos estadísticos. El peor trimestre de este periodo fue el primero de 2009, en el que el PIB cayó un 6,2 por 100 en tasa trimestral anualizada. Desde entonces las caídas del PIB se fueron moderando hasta alcanzar una tasa ligeramente positiva en el primer trimestre de 2010,

¹ Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS.

Cuadro 1

PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA, 2010-2011 (FUNCAS)

Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	Datos observados			Previsiones FUNCAS		
	Media 1996-2007	2007	2008	2009	2010	2011
1. PIB y agregados, precios constantes						
PIB, pm	3,7	3,6	0,9	-3,7	-0,4	0,4
Gasto en consumo final	3,9	4,1	0,9	-2,3	0,8	0,0
Consumo final hogares e ISFLSH	3,8	3,7	-0,6	-4,3	1,2	0,7
Consumo final administraciones públicas	4,3	5,5	5,8	3,2	-0,4	-1,8
Formación bruta de capital fijo	6,2	4,5	-4,8	-16,0	-7,4	-4,0
Construcción	5,4	3,2	-5,9	-11,9	-11,0	-8,5
Viviendas	7,6	2,5	-10,7	-24,5	-17,9	-8,3
Otras construcciones	3,9	4,0	-0,8	-0,1	-6,3	-8,6
Equipo y otros productos	7,2	6,4	-3,2	-21,4	-2,2	1,9
Exportación bienes y servicios	6,7	6,7	-1,1	-11,6	9,1	6,3
Importación bienes y servicios	9,3	8,0	-5,3	-17,8	5,8	1,3
Demanda nacional ^(a)	4,6	4,4	-0,6	-6,4	-1,1	-0,9
Saldo exterior ^(a)	-0,8	-0,8	1,5	2,7	0,7	1,3
PIB precios corrientes: - millardos de euros		1053,5	1088,1	1053,9	1054,6	1067,4
- % variación	7,4	7,0	3,3	-3,1	0,1	1,2
2. Inflación, empleo y paro						
Deflactor del PIB	3,6	3,3	2,4	0,6	0,5	0,8
Deflactor del consumo de los hogares	3,1	3,2	3,5	0,2	1,8	1,5
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	3,2	2,8	-0,5	-6,6	-2,3	-0,8
Productividad por p.t.e.t.c.	0,4	0,7	1,4	3,1	1,9	1,2
Remuneración de los asalariados	7,2	8,1	5,8	-2,7	-0,9	0,0
Excedente bruto de explotación	7,3	7,7	4,8	-0,5	-0,5	1,8
Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.)	3,3	4,8	6,4	4,1	1,3	1,0
Coste laboral por unidad producida (CLU)	2,8	4,0	4,9	1,0	-0,6	-0,2
Tasa de paro (EPA)	11,9	8,3	11,3	18,0	20,0	20,3
3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)						
Tasa de ahorro nacional	22,2	21,0	19,4	18,9	18,1	18,1
del cual, ahorro privado	18,9	14,1	18,4	24,1	22,2	20,1
Tasa de inversión nacional	26,6	31,0	29,1	24,4	22,9	21,9
de la cual, inversión privada	23,1	26,9	25,2	20,0	18,9	18,6
Saldo cta. cte. frente al resto del mundo	-4,4	-10,0	-9,6	-5,5	-4,8	-3,8
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-3,4	-9,6	-9,2	-5,1	-4,3	-3,3
Sector privado	-2,5	-11,5	-5,0	6,0	5,2	3,1
Sector público (déficit AA.PP.)	-0,9	1,9	-4,2	-11,1	-9,5	-6,5
4. Otras variables						
Tasa de ahorro hogares (% de la RDB)	12,2	10,8	13,5	18,1	15,8	13,7
Deuda bruta hogares (% de la RDB)	82,3	130,2	127,9	124,8	120,6	117,7
Deuda pública bruta (% del PIB)	53,4	36,1	39,7	53,1	63,4	70,5
Deuda bruta sociedades no financieras (% del PIB)	82,0	130,7	136,2	140,0	130,6	123,6
Deuda externa española (% del PIB)	92,5	148,4	153,7	167,7	165,6	161,6
EURIBOR 3 meses (% anual)	3,6	4,3	4,6	1,2	0,8	1,2
Rendimiento deuda pública española 10 años (% anual)	4,9	4,3	4,4	4,0	3,7	3,8
Tipo efectivo nominal euro (% variac. anual)	0,2	4,2	4,7	0,7	-8,3	-3,3
PIB real UEM (% variación)	2,3	2,8	0,6	-4,1	1,6	1,6

(a) Aportación al crecimiento del PIB, en puntos porcentuales.

Fuentes: 1996-2009: INE y BE. Previsiones 2010-11: FUNCAS.

que se mantenido en el segundo. La recesión parece, pues, haber terminado técnicamente, aunque la crisis continúa.

Las cifras más importantes que definen este periodo recesivo pueden concretarse en caídas, entre los niveles máximos anteriores a la recesión y los mínimos o el segundo trimestre de 2010 para los agregados que aún no han tocado suelo, de casi cinco puntos porcentuales (en adelante, pp) por lo que respecta al PIB, 6,4 pp del consumo, 26,2 pp de la inversión en capital fijo, 12,5 pp de las exportaciones, 24,3 pp de las importaciones y 10 pp de empleo (1.900.500 puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo); la tasa de paro ha aumentado desde el 8 por 100 en el segundo trimestre de 2007 al 20,1 por 100 tres años más tarde. La caída del PIB es comparable a la media de la zona euro, pero las del resto de agregados, especialmente el empleo y el aumento del paro, han sido muy superiores en España, lo que indica que aquí la recesión ha sido más extensa y profunda. En el cuadro 1 se recoge con mayor detalle los resultados de la economía española en los últimos años.

En Europa, EE.UU. y otros países desarrollados, la recuperación se inició ya en el segundo semestre del pasado año y ha proseguido con relativa fortaleza en el primero del actual. No obstante, todo apunta a que en la segunda mitad del año se está produciendo una pausa. El crecimiento registrado en muchos de estos países se había apoyado en gran medida sobre factores transitorios (estímulos fiscales y monetarios) que, una vez agotados, han dejado al descubierto las limitaciones impuestas por las condiciones del sistema financiero, así como, en muchos países, el elevado nivel de endeudamiento privado y la absorción de sus burbujas inmobiliarias. A esto habrá que añadir, sobre todo a partir de 2011, el efecto restrictivo a corto plazo de las políticas de consolidación presupuestaria.

En el caso de Europa, además, existe un factor de riesgo adicional, procedente de la crisis de la deuda pública que estalló a comienzos de este año, con el mismo efecto paralizante de los mercados financieros en algunos momentos que la quiebra de Lehman Brothers. Los resultados de las pruebas de estrés publicadas a finales de julio no parece que hayan calmado los mercados y las dudas sobre la situación del sistema financiero europeo siguen pesando con fuerza.

Las perspectivas para las economías emergentes de Asia y Latinoamérica son mucho más favorables, aunque también se espera una cierta ralentización. Estos países han conseguido mantenerse en gran medida al margen de la grave crisis por la que han atravesado los más avanzados y muchos de ellos han comenzado ya a endurecer

sus políticas monetarias, a diferencia de lo que ocurre en las principales áreas desarrolladas.

Otro motivo de preocupación reciente en el plano internacional es el temor a una guerra de divisas, después de que Japón se uniera a un conjunto de países, como Corea del Sur o Brasil, que han intervenido en los mercados de cambios para frenar la apreciación de sus monedas, por no hablar de la ya larga trayectoria intervencionista en este ámbito de las autoridades chinas.

España, como se ha señalado, ha vuelto a exhibir tasas positivas de crecimiento en los dos primeros trimestres del año, gracias al repunte de la demanda interna, tanto de consumo como de inversión, cuya aportación al crecimiento ha vuelto a ser positiva. La recuperación de la demanda interna ha impulsado el crecimiento de las importaciones por encima de las exportaciones, revirtiendo también el signo de la contribución de la demanda externa al crecimiento, que ha vuelto a ser negativa (gráfico 1). Como consecuencia, el proceso de corrección de algunos de los mayores desequilibrios de la economía española se ha detenido antes de completarse: el déficit exterior ha vuelto a crecer y los hogares han reducido bruscamente su tasa de ahorro, interrumpiendo el saneamiento de sus balances. Es decir, la recuperación registrada en la primera mitad de este año por la economía española ha supuesto la vuelta al modelo de crecimiento anterior a la crisis. Por ello, puede calificarse de inconsistente e insostenible como patrón de salida de la crisis.

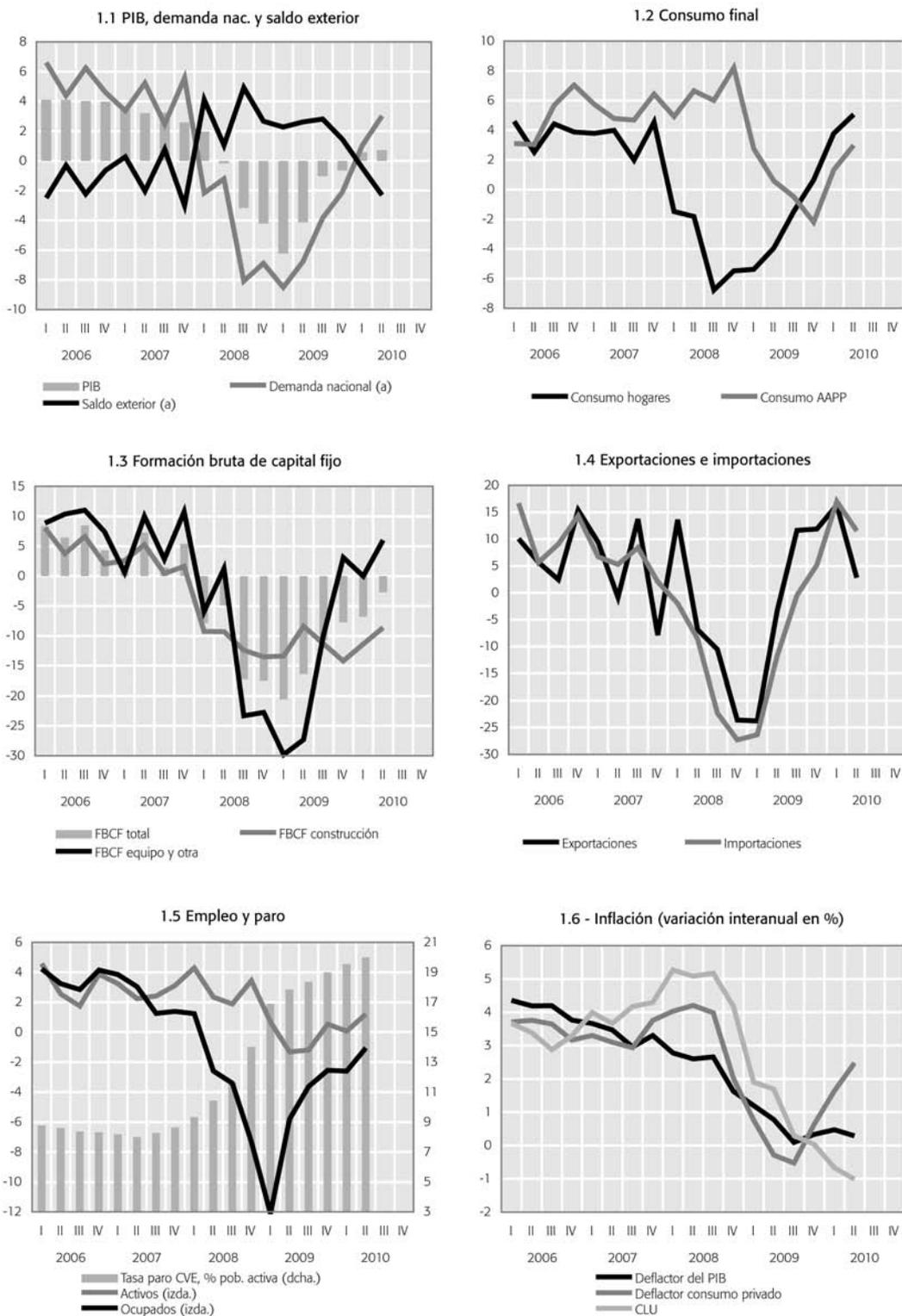
En efecto, las condiciones actuales siguen sin favorecer una reactivación sólida y sostenida de la economía. Es probable que el ascenso del consumo privado se haya debido en gran medida a un efecto adelanto ante la subida del IVA en julio y el final de los planes de ayuda a la adquisición de automóviles, por lo que en el tercer trimestre se producirá probablemente una compensación de dicho efecto que supondrá un nuevo retraimiento de esta variable. Al mismo tiempo, se espera que el consumo y la inversión públicos reflejen con mayor intensidad las medidas de ajuste fiscal, mientras que la inversión privada no será capaz de sostener los crecimientos observados en los últimos trimestres. De este modo, el PIB volverá a presentar una tasa negativa en el tercer trimestre, esperándose que se estabilice en el cuarto. En media anual se espera una nueva caída del mismo aunque muy inferior al 3,7 por 100 de 2009, concretamente de 0,4 por 100.

La evolución de muchos indicadores económicos para los meses disponibles del tercer trimestre avala estas previsiones, con caídas en casi todos los indicadores de producción y demanda, entre ellos, los índices de ventas minoristas, producción industrial, cifra de negocios en la

Gráfico 1

PRINCIPALES INDICADORES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Variación trimestral anualizada en porcentaje, salvo indicación en contrario



(a) Aportación al crecimiento del PIB en puntos porcentuales.

Fuentes: INE (CNTR y EPA).

industria, servicios, matriculaciones de turismos y vehículos de carga. Una significativa excepción son los indicadores del sector turístico, gracias a la afluencia de visitantes extranjeros. La evolución del número de afiliados a la Seguridad Social en este trimestre también apunta en la misma dirección, al registrar una caída ligeramente mayor que en el anterior.

El próximo debería ser el año en el que se iniciara una recuperación sostenible, aunque a un ritmo todavía muy alejado del tendencial de largo plazo. Se contemplan tasas trimestrales positivas desde el primer trimestre, aunque dado el bajo nivel de partida y la escasa entidad de dichas tasas, la media anual apenas alcanzará el medio punto porcentual. La recuperación estará apoyada fundamentalmente en las exportaciones netas y en menor medida en el consumo de los hogares, ya que la inversión en construcción y el consumo público acentuarán su caída como consecuencia de los planes de consolidación fiscal.

Por lo que respecta al mercado laboral, las pérdidas de empleo continuarán previsiblemente hasta el tercer trimestre de 2011, ya que los crecimientos trimestrales del PIB no sobrepasarán el umbral de creación de empleo. En 2010 el descenso medio anual de la ocupación será del 2,3 por 100, mientras que en 2011 el recorte alcanzará el 0,8 por 100. A pesar de ello, el aumento de la tasa de paro será moderado, dado que se espera una caída de la

oferta de trabajo, y se situará en el 20 por 100 de la población activa en 2010 y en el 20,3 por 100 en 2011.

3. Ahorro y necesidad de financiación de la economía española

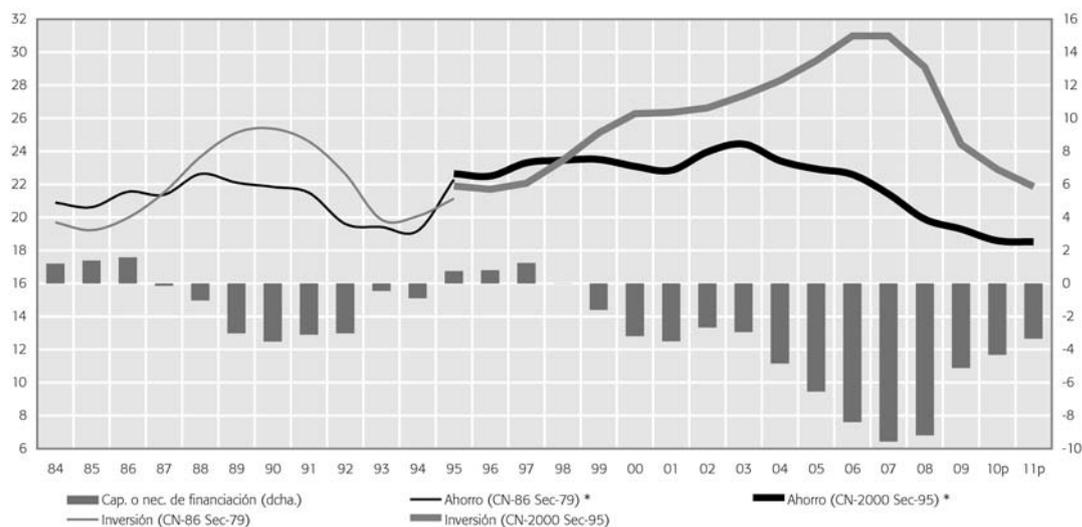
Tras alcanzar un máximo en 2003, la tasa de ahorro nacional, es decir, el porcentaje de la renta nacional disponible bruta (RNDB) que no se dedica a gastos de consumo, mantiene una tendencia a la baja que se ha agudizado en los tres últimos años de crisis (cuadro 2). En 2009, la disminución fue de 0,5 pp, hasta el 18,9 por 100 del PIB, que se añaden a los 2,6 pp perdidos en los dos años anteriores. Esta tasa sigue siendo ligeramente superior a la media de la zona euro y su evolución desde 2007 es similar.

A pesar del descenso del ahorro, el déficit por cuenta corriente y la necesidad de financiación de la economía española continuaron descendiendo, alcanzando esta última una cifra equivalente al 5,1 por 100 del PIB, 4,5 pp menos que el máximo de 2007. Ello fue posible por el desplome de la formación bruta de capital, cuyo peso en el PIB ha caído 6,6 pp en estos años (gráfico 2). De ellos, 3,5 pp corresponden a la inversión en construcción y el resto, a la inversión en equipo y otros productos.

Gráfico 2

AHORRO NACIONAL*, INVERSIÓN Y CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN

Porcentaje del PIB



* Incluye transferencias de capital netas del exterior.

Fuentes: Hasta 2009, INE (CNE); para 2010-11, previsiones FUNCAS.

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 ISFLSH	Sociedades			Total	Hogares e ISFLSH	Sociedades	
CNE-1986 (SEC-79)											
1985	20,6	0,3	20,4	7,2	13,2	1,4	-6,4	7,8	2,9	4,9	169,5
1986	21,6	-0,3	21,9	8,3	13,6	1,6	-5,7	7,3	3,9	3,4	194,3
1987	21,6	0,9	20,7	7,0	13,7	-0,1	-3,9	3,7	2,4	1,3	217,2
1988	22,6	1,9	20,7	7,3	13,4	-1,0	-3,4	2,4	2,0	0,4	241,4
1989	21,9	2,3	19,6	6,4	13,1	-3,0	-3,7	0,7	1,2	-0,5	270,7
1990	21,7	1,7	19,9	7,9	12,1	-3,5	-4,3	0,8	2,6	-1,8	301,4
1991	21,0	1,3	19,7	8,5	11,2	-3,1	-4,5	1,4	3,6	-2,3	330,1
1992	19,0	0,7	18,3	7,3	10,9	-3,0	-4,1	1,1	2,8	-1,7	355,2
1993	18,9	-1,7	20,6	9,6	11,0	-0,5	-7,0	6,6	5,4	1,1	366,3
1994	18,8	-1,6	20,3	7,5	12,8	-0,9	-6,4	5,5	3,3	2,2	389,5
1995	21,2	-2,4	23,7	9,2	14,5	1,1	-7,3	8,5	5,1	3,3	419,4
CNE-1995 (SEC-95)											
1995	22,3	-1,8	24,2	10,1	14,1	1,0	-6,6	7,7	5,4	2,3	437,8
1996	22,0	-1,2	23,3	9,9	13,4	1,2	-5,0	6,1	5,0	1,2	464,3
1997	22,5	0,4	22,1	9,1	12,9	1,5	-3,2	4,7	4,3	0,4	494,1
1998	22,4	1,2	21,2	8,2	13,0	0,2	-3,0	3,3	3,2	0,0	528,0
1999	22,5	2,9	19,6	7,4	12,2	-1,0	-1,2	0,2	2,0	-1,8	565,4
2000	22,3	3,1	19,2	7,0	12,2	-2,5	-0,9	-1,6	1,3	-2,9	610,5
CNE-2000 (SEC-95)											
2000	22,3	3,0	19,2	7,5	11,8	-3,2	-1,0	-2,2	1,4	-3,6	630,3
2001	22,0	3,5	18,5	7,4	11,1	-3,5	-0,7	-2,8	0,8	-3,6	680,7
2002	22,9	3,9	19,0	7,5	11,5	-2,7	-0,5	-2,2	0,6	-2,8	729,2
2003	23,4	3,9	19,4	7,8	11,6	-2,9	-0,2	-2,7	0,0	-2,7	782,9
2004	22,4	4,0	18,4	7,4	11,0	-4,8	-0,4 ^(a)	-4,5 ^(a)	-0,7	-3,8 ^(a)	841,0
2005	22,0	5,1	16,9	7,4	9,5	-6,5	1,0	-7,5	-1,2	-6,3	908,8
2006	22,0	6,4	15,6	7,2	8,4	-8,4	2,0	-10,4	-1,9	-8,5	984,3
2007	21,0	6,9	14,1	6,9	7,3	-9,6	1,9	-11,5	-2,4	-9,1	1053,5
2008	19,4	1,0	18,4	8,8	9,6	-9,2	-4,2	-5,0	1,0	-6,0	1088,1
2009	18,9	-5,2	24,1	12,5	11,6	-5,1	-11,1	6,0	6,6	-0,6	1053,9
2010 ^(p)	18,1	-4,1	22,2	10,9	11,3	-4,3	-9,5	5,2	6,2	-1,0	1054,6
2011 ^(p)	18,1	-2,0	20,1	9,3	10,8	-3,3	-6,5	3,1	5,0	-1,9	1067,4

(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% del PIB y el sector privado y las sociedades, una necesidad de financiación de -5,1% y -4,5%, respectivamente.

(p) Previsión.

Fuentes: Hasta 2009, INE (CNE); para 2010-11, previsiones FUNCAS.

Cuadro 3

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

	Millardos de euros			Variación anual en %			Porcentaje del PIB		
	2009	2010 ^(p)	2011 ^(p)	2009	2010 ^(p)	2011 ^(p)	2009	2010 ^(p)	2011 ^(p)
1.- Producto interior bruto, pm	1.053,9	1.054,6	1.067,4	-3,1	0,1	1,2	100,0	100,0	100,0
1.1.- Remuneración de asalariados	516,8	511,9	512,1	-2,7	-0,9	0,0	49,0	48,5	48,0
1.2.- Excedente bruto explotación / Rentas mixtas	460,7	458,4	466,6	-0,5	-0,5	1,8	43,7	43,5	43,7
1.3.- Impuestos producción e importación menos subvenciones	76,4	84,3	88,7	-18,4	10,4	5,2	7,2	8,0	8,3
2.- Rentas procedentes del resto del mundo, netas	-27,6	-21,6	-25,8	-16,0	-21,6	19,2	-2,6	-2,0	-2,4
3.- = Producto nacional bruto, pm (1+2)	1.026,3	1.033,0	1.041,7	-2,7	0,7	0,8	97,4	98,0	97,6
4.- Transferencias corrientes del resto del mundo, netas ^(a)	-7,8	-6,6	-5,6	-18,1	-15,0	-15,0	-0,7	-0,6	-0,5
5.- = Renta nac. disponible bruta (3+4)	1.018,6	1.026,4	1.036,0	-2,6	0,8	0,9	96,6	97,3	97,1
5.1.- Pública	168,1	178,3	193,5	-24,8	6,1	8,5	15,9	16,9	18,1
5.2.- Privada	850,5	848,1	842,6	3,4	-0,3	-0,7	80,7	80,4	78,9
6.- Consumo nacional	819,2	835,8	842,9	-1,8	2,0	0,8	77,7	79,3	79,0
6.1.- Público	222,8	221,5	214,9	4,9	-0,6	-3,0	21,1	21,0	20,1
6.2.- Privado	596,4	614,3	627,9	-4,1	3,0	2,2	56,6	58,3	58,8
7.- = Ahorro nacional bruto (5-6)	199,4	190,6	193,2	-5,8	-4,4	1,4	18,9	18,1	18,1
7.1.- Público	-54,7	-43,2	-21,4	--	-21,0	-50,4	-5,2	-4,1	-2,0
7.2.- Privado	254,0	233,8	214,6	26,9	-8,0	-8,2	24,1	22,2	20,1
8.- Transferencias de capital del resto del mundo, netas	4,0	5,5	4,5	-18,0	36,5	-18,2	0,4	0,5	0,4
9.- = Recursos de capital (7+8)	203,4	196,1	197,7	-6,1	-3,6	0,8	19,3	18,6	18,5
10.- FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL	257,4	241,6	233,4	-18,7	-6,1	-3,4	24,4	22,9	21,9
11.- Saldo de operaciones (7-10) corrientes	-58,0	-51,0	-40,2	-44,7	-12,1	-21,1	-5,5	-4,8	-3,8
12.- Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación (9-10) = Ahorro financiero neto	-54,0	-45,5	-35,7	-46,0	-15,7	-21,4	-5,1	-4,3	-3,3
12.1.- Pública	-117,3	-100,0	-69,2	159,7	-14,7	-30,8	-11,1	-9,5	-6,5
12.2.- Privada	63,3	54,5	33,5	--	-13,8	-38,6	6,0	5,2	3,1
PRO MEMORIA									
13.- Deuda externa de España frente resto mundo	1.766,9	1.746,3	1.724,6	5,7	-1,2	-1,2	167,7	165,6	161,6

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

(p) Previsión.

Fuentes: Para 2009, INE (CNE); para 2010-11, previsiones FUNCAS.

Si a la necesidad de financiación se añade la variación neta de activos y los errores y omisiones de la balanza de pagos, la necesidad de endeudamiento resultante alcanzó un 7,1 por 100 del PIB, casi la mitad que en el año anterior y menos de la tercera parte que en 2007. En un contexto de crisis financiera internacional, las inversiones directas del exterior en España se redujeron bruscamente y sólo cubrieron una pequeña parte (el 6,8 por 100) de dicha necesidad. Las inversiones extranjeras en cartera privada incluso fueron negativas. Así, la necesidad de endeudamiento fue cubierta por las inversiones en deuda pública y por la disminución de los activos del Banco de España.

En el cuadro 3 se presentan las cifras básicas de la formación del ahorro nacional bruto. Durante 2009 el PIB nominal descendió por primera vez desde que se dispone de contabilidad nacional, concretamente un 3,1 por 100 (-3,7 por 100 en términos reales y 0,6 por 100 los precios). En la distribución funcional de la renta, las del trabajo aumentaron su parte por tercer año consecutivo, concretamente 0,2 pp, hasta el 49 por 100. Dicho avance, como el de los años anteriores, no fue debido al del empleo, que, al contrario, cayó un 6,6 por 100, sino al notable aumento de los salarios *per cápita*. A pesar de ello, el excedente bruto de explotación y rentas mixtas aún aumentaron más que los salarios su parte en el PIB, 1,1 pp, hasta el 43,7 por 100, lo que fue posible por una nueva y fuerte reducción de las rentas del sector público en concepto de impuestos sobre la producción netos de subvenciones.

Al contrario que en los años anteriores, la caída porcentual de la RNDB fue cinco décimas inferior a la del PIB, ya que el juego de las rentas y transferencias del exterior fue favorable a la economía española. Desglosando este agregado entre el sector público y el privado, las rentas públicas volvieron a disminuir fuertemente, un 24,8 por 100 y las privadas aumentaron un 3,4 por 100. Del total de la RNDB, el 80,4 por 100 fue destinado al consumo final nacional (privado y público), y el resto constituyó el ahorro, el cual disminuyó un 5,8 por 100, hasta 199.363 millones de euros. La tasa de ahorro nacional descendió al 18,9 por 100 del PIB, como se ha señalado anteriormente.

Sumando al ahorro nacional las transferencias de capital del exterior netas, los recursos totales de capital alcanzaron la cifra de 203.392 millones. Frente a esta cifra, el gasto en formación bruta de capital (FBC) se elevó a 257.370 millones, un 18,7 por 100 menos que el año anterior, deduciéndose un saldo negativo o necesidad de financiación de 53.978 millones, equivalente al 5,1 por 100 del PIB.

Las previsiones para el ahorro nacional son que siga cayendo en el año en curso y se estabilice en el próximo.

El PIB nominal volverá a crecer en 2010, aunque marginalmente, un 0,1 por 100. Tanto las rentas del trabajo como el excedente empresarial y las rentas mixtas registrarán pérdidas a favor de las rentas públicas, al contrario que en los años anteriores, pues la recaudación de impuestos indirectos se recupera fuertemente. Ello obedece a la "normalización" del IVA tras los cambios normativos y de gestión llevados a cabo en 2008 y 2009, y a la subida de los tipos normal y reducido del mismo a partir de julio de 2010. No obstante, la parte de los impuestos indirectos netos de subvenciones en el PIB, en torno al 8 por 100, aún se situará unos 3 pp por debajo de la de 2006. El consumo final nacional crecerá significativamente por encima del PIB y de la RNDB, aunque con comportamientos diferentes para el consumo privado, que se recupera, y el público, que cae como parte del ajuste fiscal en marcha. Ello se traducirá en una nueva disminución de la tasa de ahorro nacional en unos 0,8 pp, hasta el 18,1 por 100. No obstante, la necesidad de financiación seguirá reduciéndose, aunque no con la intensidad de los dos años anteriores, debido a que la formación bruta de capital volverá a caer más que el ahorro (gráfico 2).

Para 2011 se espera que el PIB nominal y la RNDB aceleren su crecimiento, aunque moderadamente, notablemente aún por debajo de su tendencia histórica y del potencial a largo plazo. En cuanto al consumo, se mantendrá la moderada recuperación del de los hogares, pero, en cambio, se acelerará la caída del público. Ello se traducirá en una estabilización de la tasa de ahorro nacional y, dado que la formación bruta de capital aún continuará descendiendo, en una nueva reducción de la necesidad de financiación frente al resto del mundo hasta el 3,3 por 100 del PIB. Tras el record de casi el 10 por 100 del PIB en 2007, este déficit parece controlado, pero conviene recordar que el máximo alcanzado en el ciclo de los ochenta fue del 3,5 por 100 del PIB y que tal déficit supone que la deuda externa siga en niveles muy elevados, manteniendo la vulnerabilidad de la economía española ante los vaivenes de los mercados financieros internacionales.

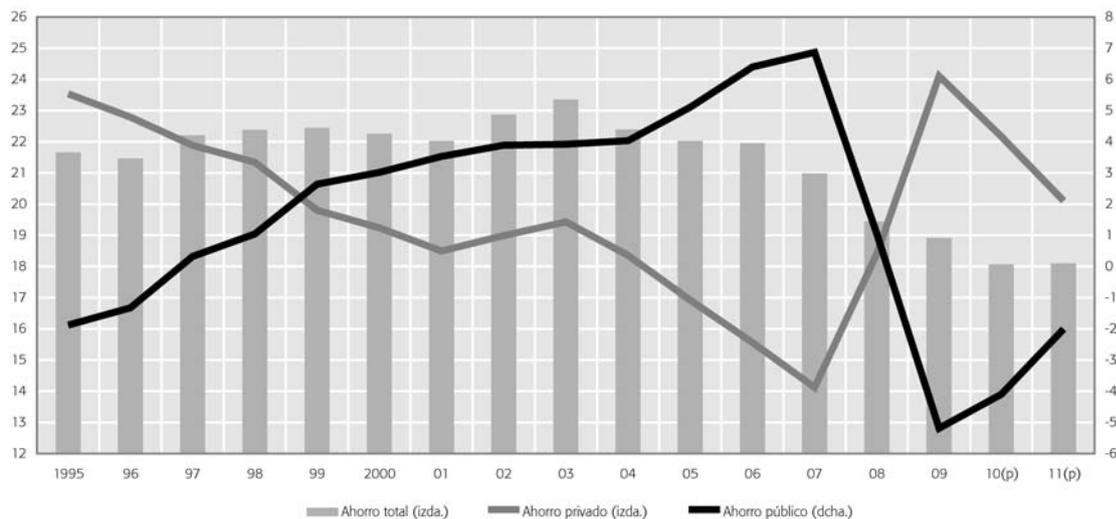
4. El ahorro del sector privado

La evolución desde mediados de los años noventa hasta ahora de la tasa de ahorro nacional ha sido el resultado de evoluciones dispares y asimétricas del ahorro público y el privado, como se ve en el gráfico 3 y en los datos del cuadro 2. Con la excepción de 2002 y 2003, la tasa de ahorro privado mantuvo una marcada tendencia a la baja hasta 2007, año en que se situó en el 14,1 por 100 del PIB, 9,4 pp menos que en 1995. De estos, algo más de 3 pp correspondieron a los hogares y el resto, a

Gráfico 3

AHORRO NACIONAL: TOTAL, PÚBLICO Y PRIVADO

Porcentaje del PIB



Fuentes: Hasta 2009, INE (CNE); para 2010-11, previsiones FUNCAS.

las sociedades. El ahorro público, en cambio, aumentó en 8,7 pp del PIB. Estas tendencias cambiaron bruscamente en 2008 y 2009: el ahorro privado aumentó en estos dos años en 10 pp del PIB y el público descendió en 12,1 pp.

Estos comportamientos pueden calificarse como normales desde el punto de vista cíclico, ya que el ahorro privado disminuye en las fases de expansión y aumenta en las fases de recesión/desaceleración y primeros años de recuperación, lo contrario que ocurre con el público. Detrás de todo ello se encuentra, entre otros factores, la actuación de los estabilizadores automáticos propios de los sistemas fiscales y presupuestarios de los países desarrollados. En todo caso, sorprende la intensidad de las variaciones, lo que pone de manifiesto el carácter excesivamente desequilibrado del patrón de crecimiento de la economía española en los últimos años y el intenso y rápido ajuste que está llevando a cabo a partir de 2008.

Las previsiones para 2010 apuntan a la finalización del proceso de ajuste del consumo del sector privado y, por tanto, a un descenso de su tasa de ahorro, del orden de 1,9 pp del PIB, y a un aumento del público de 1,1 pp. Estas tendencias continuarán en 2011, en parte por la recuperación del consumo de los hogares y también por la reducción de las rentas disponibles privadas asociada a los diversos aumentos impositivos.

4.1. El ahorro de los hogares²

La tasa de ahorro de los hogares, definida como el porcentaje de la renta disponible que no se destina a gastos de consumo, registró una notable caída entre 1995 y 2001, del 15,8 por 100 al 11,1 por 100³. Tras recuperarse ligeramente durante la desaceleración del crecimiento del PIB y el aumento del paro en 2002-2003, en 2004 recobró su tendencia a la baja hasta situarse en el 10,8 por 100 en 2007 (gráfico 4). Como se ha comentado anteriormente, es normal que la tasa de ahorro familiar caiga durante las fases cíclicas de expansión y se recupere en las recesiones. En el recuadro *Los factores determinantes del ahorro de los hogares* se analizan con algún detalle las variables que explican el comportamiento de dicha tasa a largo y corto plazo. Todos ellos llevaron a los hogares a aumentar su gasto en consumo e inversión por encima del crecimiento de su renta disponible de forma persistente

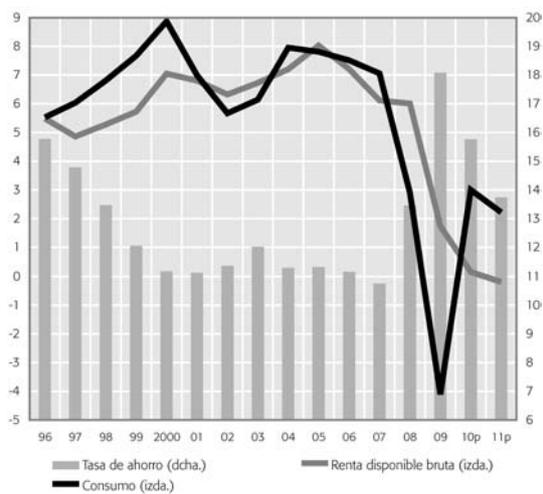
² Aunque, por abreviar, en todo el artículo se hable del ahorro de los hogares, en realidad los datos incluyen este y el de las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH).

³ 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.

Gráfico 4

RENDA, CONSUMO Y AHORRO DE LOS HOGARES

Variación anual en % y porcentaje de la RDB

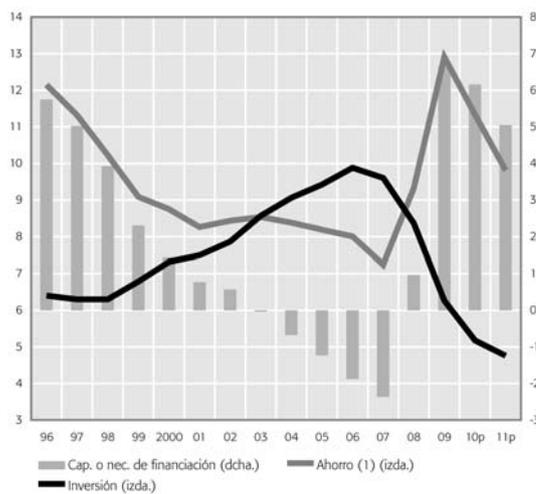


Fuente: Hasta 2009, INE (CNE); para 2010-11, previsiones Funcas.

Gráfico 5

AHORRO, INVERSIÓN Y DÉFICIT DE LOS HOGARES

Porcentaje del PIB



(1) Incluye transferencias de capital netas.

Fuente: Hasta 2009, INE (CNE); para 2010-11, previsiones Funcas.

entre 1996 y 2007, lo que provocó un deterioro del saldo de operaciones no financieras, que pasó de un superávit (capacidad de financiación) de casi el 6 por 100 del PIB en 1996 a un déficit (necesidad de financiación) del 2,4 por 100 en 2007 (gráfico 5).

Al estallar la crisis en 2008, muchos de los factores señalados cambian bruscamente. Se produce una aguda restricción crediticia, la riqueza de los hogares disminuye notablemente y, sobre todo, la recesión económica se traduce en una fuerte pérdida de empleo y una intensa subida del paro. Todo ello provoca un fuerte efecto precaución (ahorro del miedo) en el comportamiento de los hogares, que reducen intensamente su gasto en consumo e inversión en vivienda, con el consiguiente aumento del ahorro y el reequilibrio de sus cuentas. En 2009, la tasa de ahorro se había elevado hasta el 18,1 por 100 y el déficit se había trocado en un superávit del 6,6 por 100 del PIB.

En el cuadro 4 se recoge la última estimación contable disponible de las cuentas de los hogares para 2009. Las remuneraciones salariales disminuyeron un 2,7 por 100, fruto de una caída del empleo asalariado del 6,6 por 100 y de un aumento de los salarios per cápita del 4,1 por 100. Más aún, un 6,2 por 100, se redujo la segunda rúbrica por importancia de la renta disponible, el excedente bruto de explotación y las rentas mixtas de los autónomos. Por su

parte, las rentas de la propiedad y de la empresa netas aumentaron un 25,6 por 100, debido a la reducción a menos de la mitad de los intereses pagados. Todo ello dio como resultado una reducción de las rentas primarias del 2,5 por 100. Sin embargo, las operaciones de distribución secundaria de la renta fueron muy favorables para los hogares, al igual que en el año anterior, destacando el aumento en un 11,7 por 100 de las prestaciones sociales recibidas y las caídas de los impuestos sobre la renta y las cotizaciones sociales pagados. Ello permitió que, a pesar de la caída del PIB y del empleo, la renta disponible bruta de los hogares creciera un 1,7 por 100. A pesar de ello, su consumo final se contrajo un 4,1 por 100, lo que se tradujo en un aumento de la tasa de ahorro del 13,5 por 100 al 18,1 por 100. En términos absolutos, el ahorro ascendió a 131.325 millones de euros, un 36,7 por 100 más que en el año anterior. Como punto de referencia, la tasa de ahorro media de la zona euro también aumentó, pero en mucha menor medida, pasando del 14,1 por 100 al 15,6 por 100.

Por su parte, la formación bruta de capital, que en el caso de los hogares se materializa fundamentalmente en la compra de vivienda, se redujo un 27,5 por 100 dando como resultado una fuerte mejora de la capacidad de financiación hasta el 6,6 por 100 del PIB anteriormente señalado. Este saldo debería ser teóricamente igual al ahorro financiero (saldo de operaciones financieras), aunque di-

RECUADRO GRÁFICO

El comportamiento cíclico del ahorro de los hogares

Las teorías sobre el ahorro se sustentan básicamente sobre los trabajos seminales de Modigliani y Brumberg (1954) y Friedman (1957). De acuerdo con la Hipótesis del Ciclo Vital, propuesta por los primeros, los individuos intentan mantener un flujo constante de consumo a lo largo de su vida. De este modo, ahorran durante su vida activa, y desahorran durante la vejez. Según la Hipótesis de la Renta Permanente formulada por Friedman, los individuos distinguen entre la parte de su renta que es permanente y la que es transitoria. Si consideran que un determinado incremento de su ingreso es transitorio, será ahorrado casi en su totalidad.

De acuerdo con estos modelos, el nivel de PIB per cápita y la evolución demográfica desempeñan un papel clave en la determinación de la tasa de ahorro y su evolución a largo plazo. Pero son muchos los factores que la abundantísima literatura empírica existente acerca de esta cuestión ha intentado identificar como determinantes del ahorro. No obstante, es difícil extraer conclusiones generales, puesto que los resultados son muchas veces divergentes y contradictorios entre sí.

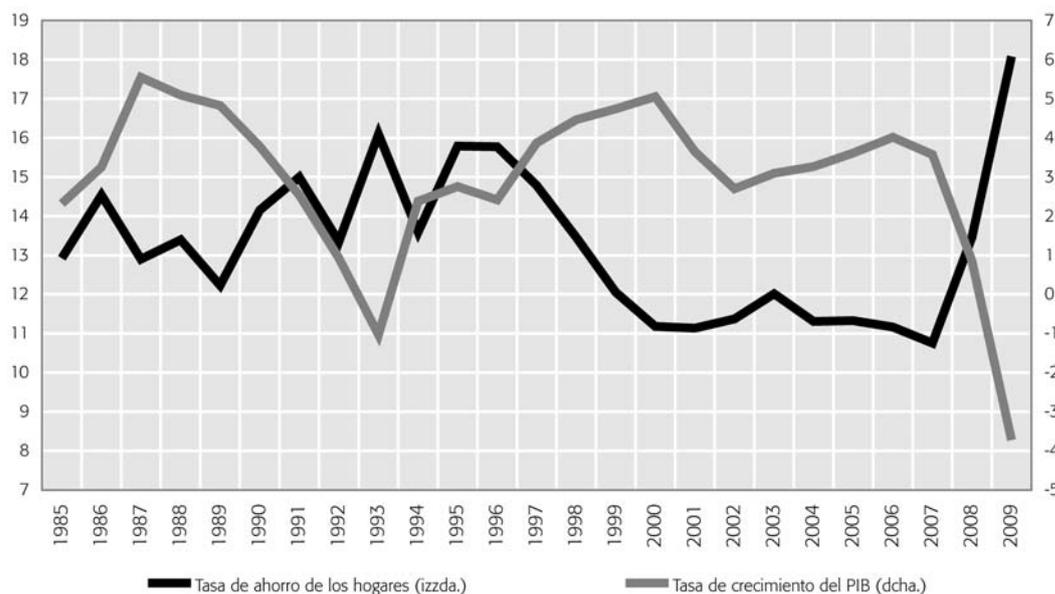
Podemos asumir que existe una serie de factores estructurales que pueden influir en la tendencia a largo plazo de la tasa de ahorro de los hogares, como el nivel de riqueza, el envejecimiento de la población, el sistema impositivo, el sistema de prestaciones sociales, la distribución de la renta o el grado de desarrollo del sistema financiero. Junto a estos, existe otro conjunto de variables que actúan a corto plazo dando lugar a las fluctuaciones cíclicas que la tasa de ahorro experimenta por encima o por debajo de dicha tendencia de largo plazo, como podrían ser la tasa de paro, los tipos de interés, las expectativas económicas, la tasa de inflación, etc.

El gráfico 1 compara la evolución de la tasa de ahorro de los hogares españoles desde 1985 con la tasa de crecimiento del PIB. Como se puede observar, la tasa de ahorro de los hogares presenta un comportamiento cíclico muy marcado: se reduce en las etapas de expansión económica y aumenta en las recesiones. Esta relación inversa entre la tasa de ahorro y la tasa de crecimiento del PIB es confirmada por el valor que adopta el coeficiente de correlación entre ambas variables (cuadro 1), un valor negativo, elevado en términos absolutos y estadísticamente significativo.

Gráfico 1

AHORRO Y CRECIMIENTO DEL PIB

Variación anual en porcentaje (PIB) y porcentaje de la renta disponible bruta (ahorro)



Fuentes: Series enlazadas por Funcas a partir de la CNE del INE.

El cuadro 1 recoge, para el período 1985-2009, el valor del coeficiente de correlación entre la tasa de ahorro de los hogares españoles y un amplio número de variables económicas. Junto a la relación ya comentada con la tasa de crecimiento del PIB, se puede comprobar que existe una relación positiva, elevada y estadísticamente significativa con la tasa de paro, y, consistente con ella, también elevada pero negativa con la tasa de crecimiento del empleo. La relación es más moderada y negativa con la tasa de crecimiento del PIB per cápita y con la confianza del consumidor. Con el tipo de interés nominal y la tasa de inflación, la correlación es débil y estadísticamente no significativa, pero sí que existe una relación significativa, de signo positivo, con el tipo de interés real, si bien moderada. Finalmente, existe una relación significativa, negativa y moderada con el crecimiento del valor real del patrimonio inmobiliario, mientras que la relación con indicadores de la riqueza financiera, como las tasas de crecimiento del índice de la bolsa de Madrid o de los activos financieros netos en términos reales, no es estadísticamente significativa. En suma, el ahorro se encuentra correlacionado con muchas de las variables más vinculadas al ciclo económico. En cualquier caso, no hay que olvidar que las correlaciones no indican que exista una relación de causalidad.

Cuadro 1

CORRELACIÓN ENTRE LA TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES Y OTRAS VARIABLES (1985-2009)

Tasa cto. PIB real	-0,644 (*)
Tasa de paro	0,760 (*)
Tasa cto. empleo	-0,633 (*)
Tasa cto. PIB pc	-0,430 (*)
Tipo de interés nominal	0,294
Tasa inflación	-0,005
Tipo interés real	0,431 (*)
Confianza del consumidor	-0,444 (*)
Tasa cto. índice bolsa Madrid	0,320
Tasa cto. real del patrimonio inmobiliario	-0,464 (*)
Tasa cto. real de los activos financieros netos	0,331

(*) Correlaciones significativas al nivel del 5% o mayor.

Fuente: FUNCAS.

Referencias bibliográficas

FRIEDMAN, M. (1953), *A Theory of the Consumption Function*, Princeton, EE.UU, Princeton University Press.

BRUMBERG, R. y MODIGLIANI, F. (1954), "Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data", en Kurihara, K., *Post Keynesian Economics*, New Brunswick, Rutgers University Press.

ANDO, ALBERT y MODIGLIANI, FRANCO (1963), "The "Life Cycle" Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests". *American Economic Review* 53 (1): 55-84.

Cuadro 4

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

	Millardos de euros			Variación anual en %			Porcentaje de la RDB		
	2009	2010 ^(p)	2011 ^(p)	2009	2010 ^(p)	2011 ^(p)	2009	2010 ^(p)	2011 ^(p)
1.- Remuneración de los asalariados	516,7	511,7	511,8	-2,7	-1,0	0,0	71,1	70,3	70,5
2.- Excedente bruto explotación/renta mixta	219,1	218,7	221,1	-6,2	-0,2	1,1	30,2	30,1	30,5
3.- Rentas propiedad y empresa, netas ^(a)	44,7	46,5	50,3	25,6	4,0	8,1	6,2	6,4	6,9
3.1.- Recibidas	60,3	56,8	61,9	-15,5	-5,9	9,0	8,3	7,8	8,5
3.2.- Pagadas	15,6	10,2	11,6	-56,4	-34,3	13,0	2,1	1,4	1,6
4.- = Saldo de rentas primarias (1 a 3)	780,5	776,9	783,3	-2,5	-0,5	0,8	107,5	106,8	107,9
5.- Prestaciones sociales distintas de en especie	167,9	174,3	173,3	11,7	3,8	-0,6	23,1	24,0	23,9
6.- Otras transferencias ctes. recibidas ^(b)	61,7	61,1	59,8	-5,0	-1,0	-2,0	8,5	8,4	8,2
7.- Otras transferencias ctes. pagadas ^(b)	51,0	48,5	48,0	-6,3	-5,0	-1,0	7,0	6,7	6,6
8.- Impuestos renta y patrimonio pagados	76,2	80,1	84,7	-11,2	5,1	5,9	10,5	11,0	11,7
9.- Cotizaciones efectivas e imputadas pagadas	156,6	156,3	157,6	-3,1	-0,2	0,8	21,6	21,5	21,7
10.- = Renta disponible bruta (4+5+6-7-8-9)	726,3	727,4	726,0	1,7	0,2	-0,2	100,0	100,0	100,0
11.- Variación part. reservas fondos pensiones	1,5	1,6	1,7	-64,3	5,0	5,0	0,2	0,2	0,2
12.- Gasto en consumo final	596,4	614,3	627,9	-4,1	3,0	2,2	82,1	84,5	86,5
13.- = Ahorro bruto (10+11-12)	131,3	114,7	99,7	36,7	-12,7	-13,0	18,1	15,8	13,7
13.b.- En porcentaje del PIB	12,5	10,9	9,3	--	--	--	--	--	--
14.- Transferencias de capital netas	4,7	4,8	5,0	-12,7	2,0	3,0	0,7	0,7	0,7
15.- Recursos de capital (13+14)	136,1	119,5	104,7	34,1	-12,2	-12,4	18,7	16,4	14,4
16.- Formación bruta de capital ^(c)	66,0	54,6	50,8	-27,5	-17,3	-6,9	9,1	7,5	7,0
17.- = Capac. (+) o nec. (-) de financiación (15-16)	70,0	64,9	53,9	--	--	--	9,6	8,9	7,4
17.b.- En porcentaje del PIB	6,6	6,2	5,0	--	--	--	--	--	--
PRO MEMORIA									
18.- Ahorro financiero (Ctas. financieras) ^(d)	58,7	53,6	42,6	--	--	--	8,1	7,4	5,9
18.b.- En porcentaje del PIB	5,6	5,1	4,0	--	--	--	--	--	--
19.- Deuda (préstamos y valores, exc. acciones)	906,5	877,0	854,4	--	--	--	124,8	120,6	117,7
19.b.- En porcentaje del PIB	86,0	83,2	80,0	--	--	--	--	--	--

(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).

(d) El ahorro financiero es el saldo de las operaciones financieras de las Cuentas Financieras. Teóricamente debería ser igual a la capacidad o necesidad de financiación de la Contabilidad Nacional, pero no lo es en el caso de los hogares por diferencias de clasificación.

(p) Previsión.

Fuentes: Para 2009, INE (CNE) y Banco de España (Cuentas financieras); para 2010-11, previsiones FUNCAS.

fiere significativamente por diferencias de clasificación entre la contabilidad nacional y las cuentas financieras. El ahorro financiero ascendió en 2009 a 58.708 millones, un 5,6 por 100 del PIB.

Desde comienzos del año en curso, la tendencia creciente de la tasa de ahorro familiar ha flexionado notablemente a la baja. La media de los cuatro últimos trimestres, que se situó en el 18,1 por 100 al finalizar 2009, se ha reducido al 16,2 por 100 en el segundo trimestre de 2010. Entre los factores que explicarían este rápido descenso, pueden citarse el inicio de un modesto crecimiento del PIB y la recuperación parcial de la riqueza inmobiliaria y de los indicadores de confianza, que lleva a las familias a ser menos precavidas. A ello se añaden las medidas tomadas por el Gobierno para reducir el déficit público subiendo impuestos y reduciendo algunas prestaciones sociales, lo que provoca una reducción de la renta disponible. Por último, la subida del IVA a partir de julio y la finalización de las ayudas a las compras de ciertos bienes duraderos han provocado un efecto anticipación en el consumo durante la primera mitad del año, especialmente en el segundo trimestre. Este efecto anticipación se descontará en el segundo semestre del año, por lo que cabe prever que la tasa de ahorro no continúe descendiendo tanto como en el primero.

Las previsiones para 2010 en su conjunto (cuadro 4) contemplan un descenso de la tasa de ahorro hasta el 15,8 por 100, que será debido a un estancamiento de la renta disponible conjugado con un aumento de consumo nominal de un 3 por 100. Por el lado de las rentas, las remuneraciones de los asalariados y el excedente bruto de explotación/rentas mixtas continuarán cayendo, aunque a mucho menor ritmo que en 2009. Por su parte, el juego de los ingresos y gastos del proceso de distribución secundaria de la renta volverá a ser favorable para los hogares, pero en mucha menor medida que en los dos últimos años. A ello habrán contribuido el aumento de los pagos por IRPF (eliminación parcial de la deducción de los 400 euros introducida en 2008 y subida de los tipos de las rentas del capital), la menor subida que otros años de las pensiones y el descenso en las prestaciones medias por desempleo. En términos absolutos, el ahorro podría alcanzar una cifra del orden de 115.700 millones, un 12,7 por 100 menos que en 2009. La capacidad de financiación y el ahorro financiero también se reducirán, aunque mucho menos que el ahorro, dado que se prevé continúe descendiendo notablemente la inversión en viviendas.

Para 2011 se contempla un ligero repunte de las rentas primarias de los hogares, si bien el juego de la distribución secundaria de la renta jugará un papel negativo debido a las nuevas subidas impositivas, la congelación de la mayor parte de las pensiones, un nuevo descenso de las presta-

ciones medias por desempleo y la reducción de otras prestaciones y subvenciones por parte del sector público. Por ello, la renta disponible permanecerá estancada o en ligero retroceso. Frente a ello, se espera que continúe moderadamente la recuperación del consumo, dando lugar a una nueva caída del ahorro hasta el 13,7 por 100 de la RDB. La formación bruta de capital también continuará cayendo, aunque menos que el ahorro, de forma que la capacidad de financiación se reducirá al 5 por 100 del PIB.

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, es decir a la autofinanciación) mantuvo una tendencia decreciente entre 1995 y 2007, con un paréntesis en 2002 y 2003 (cuadro 5). En 2008 y 2009 también se produjo un cambio brusco de la tendencia, aumentando dicha tasa en 4,3 pp del PIB, de los cuales, 4 pp correspondieron a las sociedades no financieras.

Las rúbricas más importantes que determinan la formación del ahorro de las sociedades no financieras se recogen en el cuadro 6. La fuente fundamental de la renta de las mismas, el excedente bruto de explotación, se estancó en 2009 tras crecer un 7,5 por 100 en 2008. Estas cifras de la contabilidad nacional contrastan con los resultados de la Central de Balances que elabora el Banco de España, según la cual el resultado económico de la explotación de las empresas no financieras cayó un 10,2 por 100 en 2008 (Central de Balances Anual) y un 14,9 por 100 en 2009 (Central de Balances Trimestral), lo que parece más coherente con la grave coyuntura por la que han atravesado las empresas y con otros muchos indicadores de producción, cifra de negocios, cierre de empresas, caída del empleo, etc. De los dos principales componentes del excedente, el valor añadido bruto (VAB) generado en el sector disminuyó un 3,3 por 100, pero el otro, los gastos en remuneraciones de los asalariados, cayeron aún más, un 5,4 por 100. Los pagos netos por rentas de la propiedad y de la empresa se redujeron sustancialmente debido a la caída de los tipos de interés. También los impuestos sobre la renta ayudaron a conformar positivamente la renta disponible de las sociedades al caer un 23,6 por 100. Con todo ello, dicha renta, que viene a ser lo mismo que el ahorro⁴ al no existir consumo final, aumentó un 31,2 por 100, tasa similar al avance que ya tuvo lugar en 2008, al

⁴ 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.

Cuadro 5

AHORRO BRUTO, CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN Y AHORRO FINANCIERO DE LAS EMPRESAS

Porcentaje del PIB

	Ahorro bruto			Capacidad de financiación			Ahorro financiero ^(a)			PIB millardos euros
	Total	I. finan- cieras (b)	Soc. no finan- cieras	Total	I. finan- cieras (b)	Soc. no finan- cieras	Total	I. finan- cieras (b)	Soc. no finan- cieras	
CNE-1986 (SEC-79)										
1985	13,2	2,0	11,2	4,9	1,5	3,4	0,7	1,6	-0,9	169,5
1986	13,6	1,6	12,0	3,4	1,3	2,1	0,4	1,3	-0,9	194,3
1987	13,7	2,3	11,4	1,3	1,8	-0,5	0,3	1,6	-1,2	217,2
1988	13,4	1,9	11,5	0,4	1,5	-1,1	0,6	1,4	-0,8	241,4
1989	13,1	2,3	10,8	-0,5	1,6	-2,1	-1,7	1,6	-3,3	270,7
1990	12,1	2,3	9,7	-1,8	1,4	-3,2	-3,1	1,6	-4,7	301,4
1991	11,2	2,1	9,1	-2,3	1,3	-3,6	-4,5	1,6	-6,1	330,1
1992	10,9	2,3	8,6	-1,7	1,6	-3,3	-4,1	1,6	-5,7	355,2
1993	11,0	1,2	9,8	1,1	0,4	0,7	-1,3	0,4	-1,7	366,3
1994	12,8	1,8	10,9	2,2	1,1	1,0	0,3	1,1	-0,8	389,5
1995	14,5	2,2	12,2	3,3	1,5	1,8	1,4	1,5	-0,2	419,4
CNE-1995 (SEC-95)										
1995	14,1	1,8	12,3	2,3	1,0	1,3	1,5	1,0	0,5	437,8
1996	13,4	1,6	11,8	1,2	1,1	0,1	0,9	1,1	-0,1	464,3
1997	12,9	1,3	11,6	0,4	0,8	-0,4	0,2	0,8	-0,6	494,1
1998	13,0	1,6	11,4	0,0	1,1	-1,1	0,0	1,1	-1,1	528,0
1999	12,2	1,0	11,2	-1,8	0,5	-2,3	-1,8	0,5	-2,3	565,4
2000	12,2	1,5	10,6	-2,9	0,8	-3,7	-2,6	0,8	-3,4	610,5
CNE-2000 (SEC-95)										
2000	11,8	1,5	10,3	-3,6	0,5	-4,1	-3,8	0,5	-4,3	630,3
2001	11,1	2,0	9,1	-3,6	1,2	-4,8	-4,0	1,2	-5,2	680,7
2002	11,5	1,9	9,6	-2,8	1,2	-3,9	-3,0	1,2	-4,1	729,2
2003	11,6	1,8	9,8	-2,7	1,0	-3,7	-2,8	1,0	-3,9	782,9
2004	11,0	1,5	9,5	-3,8	0,6	-4,5	-3,9	0,6	-4,5	841,0
2005	9,5	1,4	8,2	-6,3	0,9	-7,1	-6,2	0,9	-7,1	908,8
2006	8,4	1,6	6,7	-8,5	0,7	-9,3	-8,7	0,7	-9,5	984,3
2007	7,3	2,1	5,2	-9,1	1,9	-11,0	-9,6	1,9	-11,5	1053,5
2008	9,6	2,8	6,8	-6,0	1,8	-7,8	-5,3	1,8	-7,1	1088,1
2009	11,6	2,5	9,2	-0,6	1,4	-2,1	0,4	1,4	-1,0	1053,9
2010 ^(p)	11,3	0,9	10,4	-1,0	0,1	-1,1	0,1	0,1	0,0	1054,6
2011 ^(p)	10,8	0,7	10,0	-1,9	-0,2	-1,7	-0,9	-0,2	-0,6	1067,4

(a) El ahorro financiero es el saldo de las operaciones financieras de las Cuentas Financieras. Teóricamente debería ser igual a la capacidad o necesidad de financiación de la Contabilidad Nacional, pero no lo es en el caso de las sociedades no financieras por diferencias de clasificación.

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

(p) Previsión.

Fuentes: Hasta 2009, INE (CNE) y Banco de España (Cuentas financieras); para 2010-11, previsiones FUNCAS.

Cuadro 6

AHORRO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

	Millardos de euros			Variación anual en %			Porcentaje del PIB		
	2009	2010 ^(p)	2011 ^(p)	2009	2010 ^(p)	2011 ^(p)	2009	2010 ^(p)	2011 ^(p)
1.- Valor añadido bruto, precios básicos	499,3	491,9	500,1	-3,3	-1,5	1,7	47,4	46,6	46,9
2.- Remuneración de los asalariados	314,4	310,3	313,7	-5,4	-1,3	1,1	29,8	29,4	29,4
3.- Impuestos s/ produc. menos subvenciones	2,0	2,2	2,3	57,1	9,5	4,7	0,2	0,2	0,2
4.- = Excedente bruto de explotación (1-2-3)	182,8	179,3	184,1	0,0	-1,9	2,7	17,3	17,0	17,2
5.- Rentas propiedad y empresa ^(a)	-56,1	-44,9	-51,1	-22,3	-20,1	14,0	-5,3	-4,3	-4,8
5.1.- Recibidas ^(a)	33,8	28,3	30,1	-10,9	-16,4	6,4	3,2	2,7	2,8
5.2.- Pagadas ^(a)	90,0	73,2	81,2	-18,4	-18,7	11,1	8,5	6,9	7,6
6.- = Saldo de rentas primarias (4+5)	126,7	134,5	133,0	14,6	6,2	-1,1	12,0	12,8	12,5
7.- Impuestos renta y patrimonio pagados	19,9	15,2	16,5	-23,6	-23,8	8,5	1,9	1,4	1,5
8.- Transferencias ctes. netas ^(b)	-9,9	-9,7	-9,5	-6,6	-1,8	-1,9	-0,9	-0,9	-0,9
9.- = Renta bruta disponible (6-7+8) = Ahorro bruto ^(c)	96,8	109,6	106,9	31,2	13,1	-2,4	9,2	10,4	10,0
11.- Transferencias de capital netas	15,6	14,8	14,0	9,0	-5,0	-5,0	1,5	1,4	1,3
12.- = Recursos de capital (10+11)	112,4	124,3	121,0	27,6	10,6	-2,7	10,7	11,8	11,3
13.- Formación bruta de capital ^(d)	134,3	135,7	139,1	-22,3	1,0	2,5	12,7	12,9	13,0
14.- = Capac. (+) o nec. (-) financiación (12-13)	-21,9	-11,3	-18,1	-74,2	-48,3	60,1	-2,1	-1,1	-1,7
PRO MEMORIA:									
15.- Ahorro financiero (Cuentas financieras) ^(e)	-10,6	0,0	-6,8	--	--	--	-1,0	0,0	-0,6
16.- Deuda (préstamos y valores, exc. acciones)	1.475,8	1.379,5	1.324,0	-0,5	-6,5	-4,0	140,0	130,8	124,0

(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.

(e) El ahorro financiero es el saldo de las operaciones financieras de las Cuentas Financieras. Teóricamente debería ser igual a la capacidad o necesidad de financiación de la Contabilidad Nacional, pero no lo es en el caso de las sociedades no financieras por diferencias de clasificación.

(p) Previsión.

Fuentes: Para 2009, INE (CNE) y Banco de España (Cuentas financieras); para 2010-11 previsiones FUNCAS.

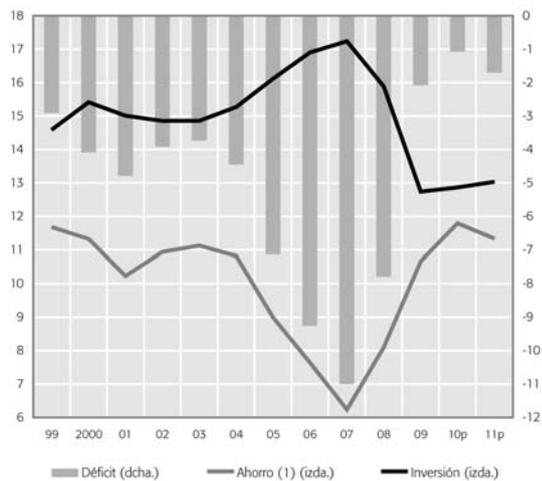
canzando 96.847 millones de euros. La tasa de ahorro, como porcentaje del PIB, se situó en el 9,2 por 100, 2,4 pp más que en el año anterior.

Dicho ahorro y las transferencias de capital netas recibidas generaron unos recursos de capital de 112.397 millones, cifra que cubrió el 84 por 100 de la inversión en

Gráfico 6

AHORRO, INVERSIÓN Y DÉFICIT DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Variación anual en % y porcentaje del PIB (déficit)



Fuente: Hasta 2009, INE (CNE); para 2010-11, previsiones Funcas.

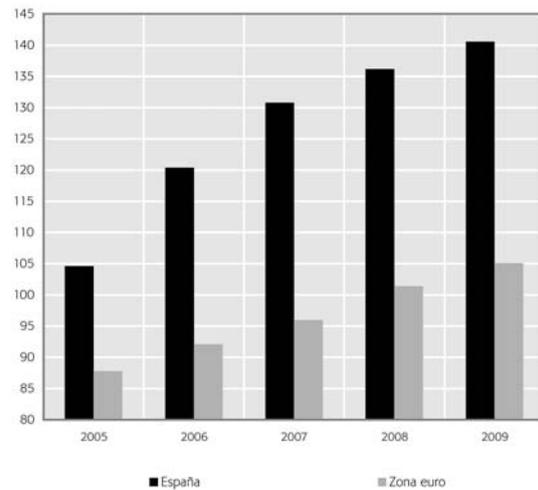
formación bruta de capital, frente a un 51 por 100 en el año anterior, lo que permitió la reducción de la necesidad de financiación del 7,8 por 100 del PIB en 2008 al 2,1 por 100, tasa similar a la de finales de la década de los noventa (gráfico 6). A partir de esta menor necesidad de financiación y del descenso de los activos financieros, los pasivos registraron por primera vez desde que se dispone de datos estadísticos homogéneos (1980) una ligera disminución. Entre ellos, la deuda bruta (préstamos y valores excepto acciones) se redujo un 0,5 por 100, si bien, como porcentaje del PIB, continuó aumentando al caer más este último. Este porcentaje alcanzó a finales del año el 140,5 por 100, unos 35 pp por encima de la media de la zona euro (gráfico 7).

Las previsiones para 2010 señalan una reducción moderada, 1,9 por 100, del excedente de explotación, fruto de las caídas, también moderadas y similares, del VAB y de las remuneraciones del trabajo. Los bajos tipos de interés supondrán una nueva e importante disminución de las rentas de la propiedad y de la empresa pagadas, y los impuestos sobre la renta volverán a reducirse como en 2009, otro 24 por 100. Todo ello permitirá un nuevo aumento de la renta disponible y del ahorro. Por su parte, la formación bruta de capital muestra un ligero repunte, pero muy inferior al crecimiento del ahorro, por lo que la necesidad de financiación seguirá reduciéndose hasta el 1,1 por 100 del PIB.

Gráfico 7

DEUDA BRUTA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (EN PRÉSTAMOS Y VALORES DISTINTOS DE ACCIONES)

Porcentaje del PIB



Fuentes: BCE y Banco de España (Ctas financieras).

En 2011, el excedente de explotación debería recuperarse moderadamente al crecer algo más el VAB que las remuneraciones de los asalariados. Sin embargo, los pagos netos por rentas de la propiedad y de la empresa cambiarían su tendencia y aumentarían como consecuencia de los mayores tipos de interés previstos. Lo mismo se prevé para los pagos por los impuestos sobre la renta. Todo ello podría hacer caer la renta disponible y el ahorro, aunque moderadamente. Dado que la formación bruta de capital volverá a crecer, aunque modestamente, la necesidad de financiación retomarí su tendencia al alza, situándose en el 1,7 por 100 del PIB. Parece, pues, que el proceso de ajuste de los flujos de ahorro e inversión productiva de este ciclo ha llegado a su final sin haber generado superávit con los que reducir el elevado apalancamiento. Este deberá provenir, por tanto, de la reducción de los activos financieros o de un cambio en la relación entre recursos propios y ajenos del pasivo.

5. El ahorro del sector público

Como se ha señalado anteriormente, el ahorro público viene jugando un papel compensatorio muy importante del ahorro privado en la formación del ahorro nacional. Entre 1995 y 2007 el ahorro público aumentó en 8,7 pp del PIB, mientras el privado descendía en 9,4 pp. (cuadro

2). Al entrar en recesión en 2008 los papeles se invierten. En ese año y 2009 el ahorro privado se recupera intensamente, 10 pp del PIB, y el ahorro público desciende bruscamente, 12 pp del PIB (gráfico 2). Esta experiencia parece en principio corroborar el cumplimiento en la economía española del *principio de equivalencia ricardiana* (Barro, 1974), si bien los estudios realizados hasta el momento no son concluyentes. Esta proposición mantiene, entre otras implicaciones, que el efecto contracíclico de la política fiscal sobre el gasto agregado (y por tanto sobre el ahorro total nacional) es nulo o escaso, ya que el aumento del gasto público es contrarrestado por la disminución del gasto privado, pues los hogares y las empresas descuentan en sus decisiones actuales de gasto los mayores impuestos que en el futuro tendrán que pagar para hacer frente a la mayor deuda pública. En la práctica, al margen de la idoneidad de las distintas teorías, la relación inversa entre los ahorros privado y público se explica en gran medida por la actuación de los estabilizadores automáticos, que en las economías europeas es muy importante por la dimensión del sector público, en sus dos vertientes, como proveedor de servicios públicos universales y como agente principal, y muy activo, en la fase de distribución secundaria de la renta.

En este sentido, y con el fin de analizar los factores principales que están detrás de la evolución del ahorro público, este puede descomponerse en los tres componentes que se recogen en el gráfico 8: los intereses pagados,

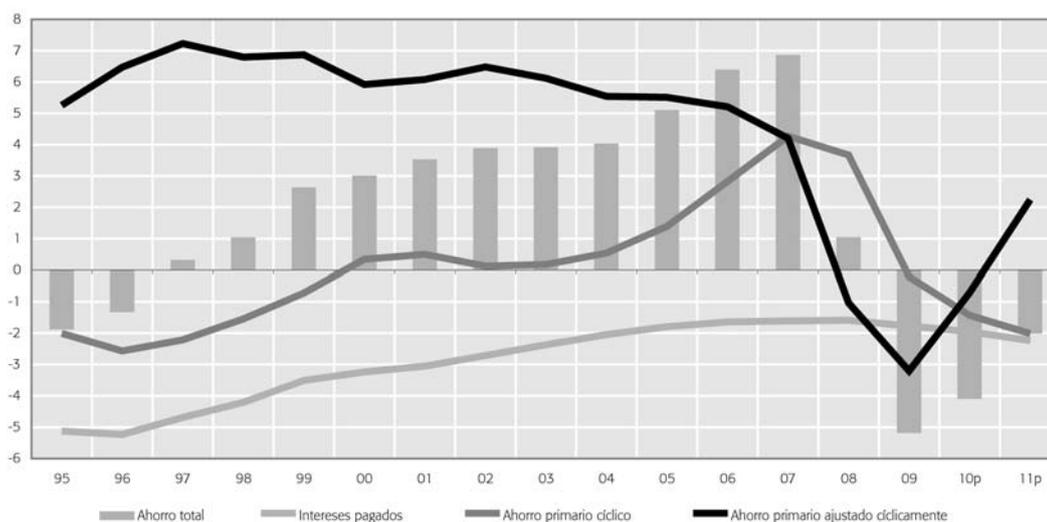
el ahorro primario cíclico y el ahorro primario ajustado cíclicamente, que es la parte más relacionada con factores estructurales o discrecionales de la política fiscal⁵. Desde 1995 hasta 2007 la disminución de la carga de intereses y el efecto cíclico explicaron todo el aumento del ahorro, con mejoras respectivas de 3,5 pp y 6,3 pp del PIB, mientras que el ahorro ajustado cíclicamente se redujo en 1,1 pp. En 2008 y 2009, la carga de intereses y el componente cíclico se deterioraron en 4,5 pp, explicando casi un 40 por 100 de la reducción del ahorro total. El 60 por 100 restante vendría explicado por la evolución del componente ajustado del ciclo, que pasó a ser negativo, 3,2 por 100 del PIB. A su vez, el deterioro de este último en estos dos años vendría dado en una cuarta parte (unos 2 pp del PIB) por medidas discrecionales tomadas por el Gobierno en el ámbito de la política fiscal-presupuestaria y el resto, por la disminución del PIB tendencial de largo plazo, que por sí sólo eleva el gasto público y reduce los ingresos ajustados cíclicamente, sin descartar un aumento de la ocultación fiscal.

⁵ Los cálculos para obtener los datos de los ingresos y gastos corrientes ajustados cíclicamente 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).

Gráfico 8

AHORRO PÚBLICO: TOTAL, ESTRUCTURAL Y CÍCLICO

Porcentaje del PIB



Fuentes: Elaboración propia a partir de la contabilidad nacional hasta 2009 y previsiones FUNCAS para 2010-11.

Cuadro 7

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

	Millardos de euros			Variación anual en %			Porcentaje del PIB		
	2009	2010 ^(p)	2011 ^(p)	2009	2010 ^(p)	2011 ^(p)	2009	2010 ^(p)	2011 ^(p)
1.- Excedente bruto de explotación	18,9	18,8	18,2	1,1	-0,5	-3,0	1,8	1,8	1,7
2.- Impuestos producción e importación	91,5	106,3	114,4	-15,3	16,1	7,6	8,7	10,1	10,7
3.- Subvenciones de explotación pagadas	11,9	10,8	9,6	-0,7	-9,4	-11,5	1,1	1,0	0,9
4.- Intereses y otras rentas propiedad recibidos	10,6	13,3	12,6	-6,8	25,0	-5,2	1,0	1,3	1,2
5.- Intereses y otras rentas propiedad pagados	18,7	20,6	23,9	8,0	10,5	15,8	1,8	2,0	2,2
6.- = Saldo de rentas primarias (1+2-3+4-5)	90,4	106,9	111,8	-16,9	18,3	4,5	8,6	10,1	10,5
7.- Impuestos renta y patrimonio	101,0	99,0	105,3	-14,1	-2,0	6,4	9,6	9,4	9,9
8.- Cotizaciones sociales reales e imputadas recibidas	140,3	140,5	141,8	-1,9	0,1	1,0	13,3	13,3	13,3
9.- Otros ingresos corrientes ^(a)	8,8	9,0	9,3	16,5	2,4	3,0	0,8	0,9	0,9
10.- Prestaciones sociales (exc. transf. en especie)	152,7	158,5	157,5	12,7	3,8	-0,6	14,5	15,0	14,8
11.- Otras transfer. corrientes pagadas ^(a)	19,8	18,6	17,1	10,2	-6,0	-8,0	1,9	1,8	1,6
12.- = Renta disponible bruta (6+7+8+9-10-11)	168,1	178,3	193,5	-24,8	6,1	8,5	15,9	16,9	18,1
13.- Consumo final público	222,8	221,5	214,9	4,9	-0,6	-3,0	21,1	21,0	20,1
14.- = Ahorro bruto (12 - 13)	-54,7	-43,2	-21,4	--	--	--	-5,2	-4,1	-2,0
15.- Impuestos de capital recibidos	4,2	4,0	3,8	-12,7	-4,8	-5,1	0,4	0,4	0,4
16.- Transferencias de capital recibidas	-4,8	-4,5	-4,7	90,5	-7,4	5,7	-0,5	-0,4	-0,4
17.- = Recursos de capital (14+15+16)	-55,3	-43,6	-22,3	-503,7	-21,0	-48,8	-5,2	-4,1	-2,1
18.- Gastos de capital	62,0	56,4	46,9	5,3	-9,1	-16,8	5,9	5,3	4,4
18.1.- Formación bruta de capital ^(b)	47,8	43,7	36,5	8,5	-8,6	-16,4	4,5	4,1	3,4
18.2.- Transferencias de capital pagadas	14,2	12,7	10,3	-4,2	-10,6	-18,4	1,3	1,2	1,0
19.- = Cap (+) o nec. (-) de financiación (17 - 18)	-117,3	-100,0	-69,2	--	--	--	-11,1	-9,5	-6,5
PRO MEMORIA:									
20.- Ingresos corrientes	366,0	382,6	398,6	-8,9	4,5	4,2	34,7	36,3	37,3
21.- Gastos corrientes	420,7	425,8	420,0	7,8	1,2	-1,3	39,9	40,4	39,4
22.- Deuda, según PDE	559,7	668,4	752,2	29,5	19,4	12,5	53,1	63,4	70,5

(a) Cooperación internacional corriente y transferencias corrientes diversas.

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

Fuentes: Para 2009, INE (CNE); para 2010-11, previsiones FUNCAS.

En el cuadro 7 se presentan las principales magnitudes de las cuentas del conjunto de administraciones públicas. Como se ha comentado, el ahorro público sufrió un deterioro importante en 2009, al pasar de una cifra positiva equivalente al 1 por 100 del PIB a una negativa de 5,2 por 100. Ello fue el resultado de una fuerte caída de la renta disponible bruta (-24,8 por 100) y de un crecimiento del consumo público del 4,9 por 100. El conjunto de los ingresos corrientes, básicamente impuestos directos e indirectos, cayó casi 2,2 pp del PIB, después de haber disminuido otros 3,7 pp en 2008, mientras que los gastos corrientes aumentaron 4 pp (2,1 pp en 2008). Además del citado aumento del consumo público, cabe destacar el de las prestaciones sociales en un 12,7 por 100, afectadas por el fuerte aumento de las prestaciones por desempleo. Por su parte, los gastos de capital también continuaron creciendo, al amparo del Plan de Empleo e Inversión Local. Con todo ello, el déficit aumentó hasta el 11,1 por 100 del PIB, con lo que su deterioro acumulado en los dos últimos años alcanza 13 pp del PIB.

Los datos disponibles y las estimaciones para el resto de 2010 apuntan a una recuperación significativa del ahorro público (menos desahorro), del -5,2 por 100 a -4,1 por 100 del PIB, basada en el componente estructural, ya que el cíclico y la carga de intereses siguen actuando en contra. La renta disponible muestra una notable recuperación tras las intensas caídas de los dos años anteriores, basada fundamentalmente en el fuerte repunte que registran los ingresos por el IVA. Por un lado, el año 2010 está siendo un año "normal" y completo en la recaudación de este impuesto, tras dos años en que algunos cambios normativos y de gestión redujeron sus posibilidades más allá de la caída de sus bases imponibles; y, por otro lado, la subida de los tipos normal y reducido del impuesto a partir de julio proporcionará 1.900 millones adicionales en este año. Otros cambios normativos que afectan al IRPF y a los impuestos especiales producirán, según cálculos de Hacienda, otros 3.880 millones. Entre los gastos, se produce una notable desaceleración en el crecimiento de las prestaciones sociales. Por su parte, el consumo público podría registrar una ligera caída, fruto de los recortes en los consumos intermedios y de la bajada del sueldo a los empleados públicos a partir de junio. También se prevé, y en una cuantía relativa superior, una caída de los gastos de capital, pues el nuevo Fondo para el Empleo y la Sostenibilidad Local es inferior al puesto en marcha en 2009 y, además, el plan de consolidación fiscal adoptado en mayo contempla una importante indisposición de créditos en el ámbito de las inversiones. Todo ello se traduce en una reducción del déficit hasta una cifra del orden del 9,5 por 100 del PIB, muy cercana, por tanto al objetivo

del Gobierno del 9,3 por 100. La ligera desviación se produciría en el ámbito de las administraciones territoriales, pues los datos disponibles para el Estado y la Seguridad Social hasta agosto permiten prever que estos dos entes cumplirán sus objetivos.

Para 2011 los PGE proyectan un déficit del conjunto de las AA.PP. del 6 por 100 del PIB. En ellos no se da información de los ingresos y gastos en términos de contabilidad nacional, ni para el Estado ni para el conjunto de las AA.PP., que permitiría deducir la cifra del ahorro. Parte de la reducción del déficit, concretamente 4.890 millones, un 0,45 por 100 del PIB, proviene de distintas subidas impositivas ya en marcha o previstas. En principio, la reducción del déficit propuesta parece bastante ambiciosa. Por un lado, el cuadro macroeconómico, del que dependen los ingresos y muchos de los gastos, plantea un crecimiento del PIB del 1,3 por 100, frente al 0,6 por 100 del consenso de analistas del Panel de FUNCAS. Esta diferencia supone en torno a 0,3 pp del PIB de más déficit. Por otro lado, podrían producirse desviaciones, aunque no demasiado importantes, en los déficit previstos para las comunidades autónomas y corporaciones locales, dada la evolución de sus ingresos (peor que los del Estado) y la rigidez de sus gastos, todo ello en el contexto de un año electoral.

En el cuadro 7 se ofrece la previsión de FUNCAS del comportamiento de los ingresos y gastos públicos en 2011. El aumento nominal del consumo de los hogares, la menor caída de las ventas de viviendas nuevas y la señalada subida del IVA permitirán un significativo aumento de los impuestos sobre la producción e importación, a pesar de lo cual, el aumento de las rentas primarias será muy inferior al de 2010, ya que se prevé un notable aumento de los intereses pagados. También se contempla una recuperación de los impuestos sobre la renta con el apoyo de los cambios normativos en el IRPF y una mejor evolución de los beneficios empresariales. En el ámbito de los gastos, se contempla una ligera caída de las prestaciones sociales, basada en la congelación de la mayor parte de las pensiones y la reducción de las prestaciones medias por desempleo. Con todo ello, la renta disponible debería crecer más que en 2010 y notablemente por encima del PIB. Por el contrario, el consumo público volverá a caer, dando como resultado una mejora del ahorro desde el -4,1 por 100 al -2 por 100 del PIB. Como puede verse en el gráfico 8, este desahorro sería ya todo él de naturaleza cíclica. Mucha mayor caída que el consumo registrarán los gastos de capital, el capítulo en que más se ha cebado el plan de consolidación fiscal del Estado y previsiblemente de las administraciones territoriales. El saldo de todo ello, es decir, el déficit público podría reducirse en 3 pp, hasta el 6,5 por 100 del PIB. De este déficit, 2,2 pp corresponderían a la

carga de intereses, 2,1 pp al componente primario cíclico y los 2,2 pp restantes al saldo primario estructural. Este último sigue siendo elevado, pero supone un ritmo notablemente rápido de reducción, ya que en 2009 era de 7,9 pp del PIB.

Referencias bibliográficas

BARRO, ROBERT J. (1974), "Are Government Bonds Net Wealth?", *Journal of Political Economy* 82 (6): 1095–1117.