

Crisis económica y ahorro: evolución reciente

Ángel Laborda*

María Jesús Fernández*

1. Introducción

Como en años anteriores por estas fechas, se presenta en este artículo de *Cuadernos* un análisis de la evolución reciente y de las perspectivas del ahorro de la economía española. Dicho análisis incluye el proceso de generación de las rentas y su utilización para el consumo o la inversión en capital fijo, deduciéndose del mismo las situaciones de equilibrio o desequilibrio básicas que se van generando en la economía y que, a la larga, determinan su comportamiento. Ello se hace tanto para la economía en su conjunto como para los sectores institucionales (hogares, empresas y sector público), lo que permite tener una radiografía bastante completa de la situación económico-financiera de los mismos y la mejor base de partida para entender y hacer un buen diagnóstico de la actual coyuntura y, sobre todo, para hacer predicciones y diseñar estrategias a corto y medio plazo, tanto en el ámbito de la política económica como empresarial.

A partir de estos análisis, y con bastante antelación al inicio de la actual crisis, se ponía de manifiesto que la mayor vulnerabilidad que mostraba la economía española eran sus elevados niveles de déficit y endeudamiento, como consecuencia de un fuerte retroceso del ahorro acompañado de un aumento no menos intenso de la inversión en capital fijo en el sector privado. Estas tendencias eran invariables, pero resultaron totalmente insostenibles al producirse la restricción del crédito. El tamaño de los desequilibrios a corregir y la larga duración de la crisis financiera mundial explican que el proceso de ajuste sea tan duradero y que

sus efectos en cadena hayan llevado a la mayor pérdida de empresas y empleo de la historia española. Tras cuatro años de crisis, se han llevado a cabo profundos reequilibrios en los flujos de ahorro e inversión del sector privado, pero el *stock* de deuda almacenado apenas se ha reducido y sigue condicionando su comportamiento y capacidad de gasto. Al tiempo, y como consecuencia de estos ajustes, ha surgido otro fuerte desequilibrio, en este caso en las cuentas del sector público, que al estallar el nuevo frente de la crisis financiera, el de la deuda soberana, se ha convertido en otro foco de desconfianza de los inversores, lo que de nuevo dificulta y encarece la financiación de las transacciones económicas y de la deuda acumulada.

Desde esta óptica, en este artículo se analiza la evolución del ahorro en el último año, 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 2011 y 2012. 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 estos mismos flujos en el ámbito de los hogares y de las empresas no financieras, terminando con el ahorro y las necesidades de financiación de las administraciones públicas.

2. Contexto económico general

El año 2010 fue el de la recuperación de la economía mundial. Ésta creció un 5,1% después de la aguda rece-

* Dirección de Coyuntura y Estadística de FUNCAS.

sión sufrida el año anterior, en el que el PIB retrocedió un 0,7%. Las políticas de estímulo fiscal y monetario sostuvieron en buena medida el avance tanto en los países emergentes, que fueron los que lideraron la recuperación global, como en los desarrollados. No obstante, las dudas en torno a la solidez y sostenibilidad de la recuperación en las economías avanzadas fueron una constante a lo largo de todo el ejercicio. De hecho, las autoridades monetarias de los países avanzados mantuvieron el tono fuertemente expansivo de sus políticas, poniendo de manifiesto que las disfunciones en los mercados financieros estaban aún lejos de haber sido solucionadas. Tan solo el Banco Central Europeo comenzó a ofrecer indicaciones de que las medidas extraordinarias de política monetaria estaban próximas a su fin.

Uno de los hechos más determinantes del escenario global de 2010, y que más contribuyó al clima de incertidumbre dominante sobre todo en la segunda mitad del año, fue el inesperado estallido de la crisis de la deuda soberana en Europa, desencadenado por las dudas en torno a la solvencia de Grecia, país que tuvo que ser rescatado en mayo por sus socios comunitarios. El terremoto que se desencadenó en los mercados financieros sumió a estos en algunos momentos en una crisis comparable a la provocada por la quiebra del banco norteamericano Lehman Brothers. En parte, como consecuencia de ello, los gobiernos europeos cambiaron el signo de sus políticas fiscales e iniciaron planes de fuerte ajuste presupuestario.

El temor de los inversores se contagió a otras economías "periféricas", como Irlanda, Portugal o España, que sufrieron un incremento notable en las primas de riesgo de su deuda soberana –las dos primeras tuvieron también que ser rescatadas-. Las convulsiones que de forma periódica han sacudido los mercados, no solo no han amainado durante este ejercicio, sino que incluso se han intensificado, sobre todo desde el inicio del verano, ante la constatación cada vez más evidente de que el rescate, en el caso de Grecia, no es la solución ante un problema de insolvencia, y ante la indecisión de los gobernantes europeos a la hora de adoptar una respuesta definitiva.

La poca consistencia de la recuperación en los países desarrollados se ha confirmado en 2011. Tras un primer trimestre favorable, en el que parecía que el crecimiento se consolidaba, el clima económico ha sufrido un brusco vuelco en el segundo, y la economía mundial ha comenzado a ofrecer síntomas de debilitamiento. Los motivos son varios: los efectos sobre la inflación y el poder adquisitivo del aumento del precio del petróleo, la paralización de las cadenas productivas a raíz del terremoto de Japón, las medidas de ajuste fiscal, la persistencia de las disfunciones en el sistema financiero, el elevado en-

deudamiento privado y la lenta absorción de las burbujas inmobiliarias en numerosos países. A esto hay que añadir la incertidumbre y el deterioro de las expectativas derivados del mencionado agravamiento de la crisis de la deuda soberana. Todo ello ha contribuido a que se extienda el temor a una nueva recesión. Pese a todo, el Banco Central Europeo tomó en abril la polémica decisión de comenzar a normalizar la política monetaria, elevando en dos ocasiones los tipos de interés hasta el 1,50%. No obstante, los mercados descuentan una rectificación, y se espera que estos sean recortados de nuevo hasta el 1%.

Con respecto a la economía española, a partir del primer trimestre de 2010 el PIB volvió a presentar tasas de crecimiento intertrimestrales positivas, si bien de escasa entidad. La demanda nacional siguió ofreciendo síntomas de gran debilidad, de modo que el modesto crecimiento se sustentó sobre el sector exterior. Solo en el segundo trimestre se produjo una interrupción temporal en este patrón, debido al adelanto de muchas compras ante la subida del IVA anunciada para el mes de julio (gráfico 1). En el mes de mayo de dicho año, la situación internacional derivada de la crisis de la deuda griega obligó al Gobierno a dar un giro en su política económica, poniendo en marcha un paquete de duras medidas de ajuste fiscal.

En la primera mitad de 2011, la economía española ha mantenido los rasgos básicos que han marcado su comportamiento desde el final de la recesión, es decir, debilidad de los fundamentos sobre los que se sustenta la demanda nacional, modestos crecimientos del PIB procedentes del sector exterior, escaso avance en el ajuste de los desequilibrios financieros y persistente alza de la tasa de paro, que ha llegado a situarse cerca del 21% de la población activa. En el segundo trimestre, se ha producido, además, una sensible ralentización de este ya endeble ritmo de crecimiento, que se ha apoyado únicamente sobre el sector servicios, y más concretamente, en el auge del turismo extranjero, beneficiado por la inestabilidad en los países del norte de África.

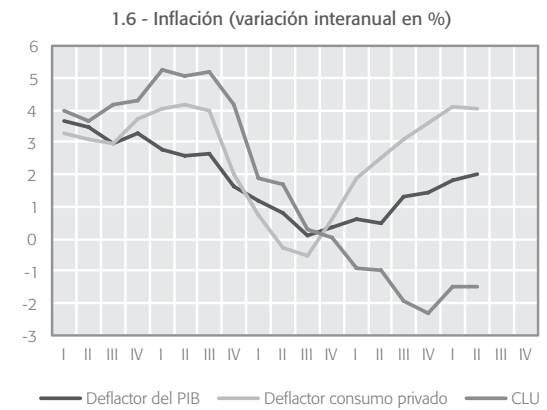
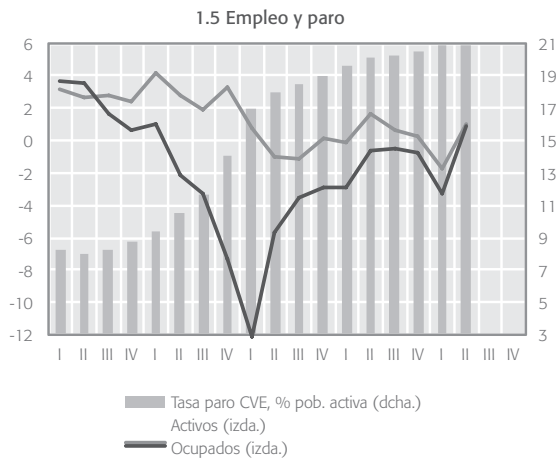
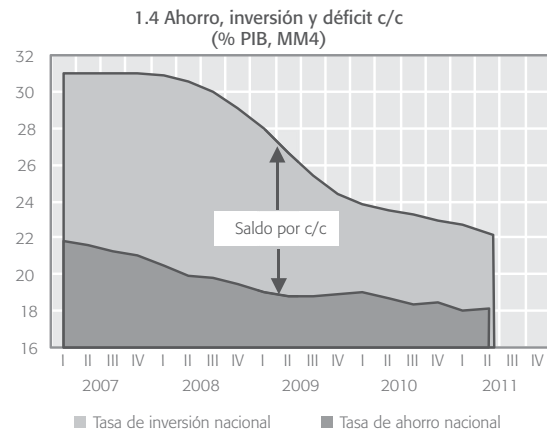
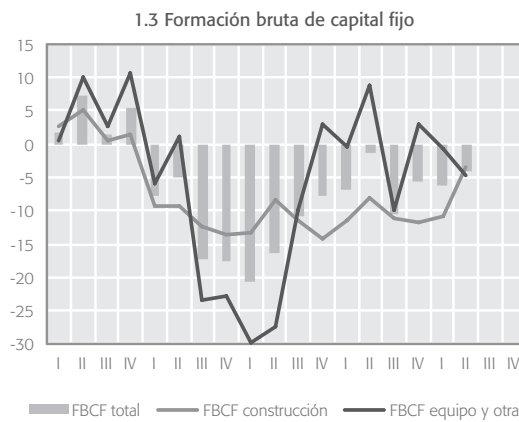
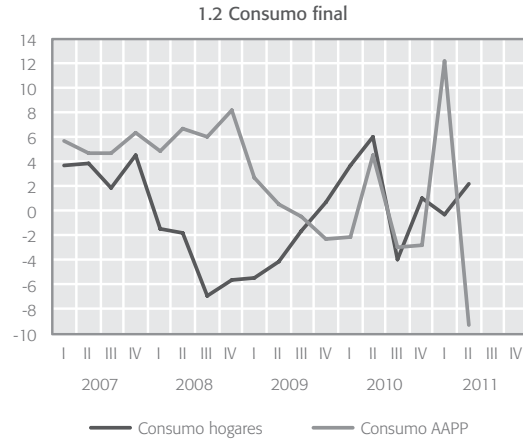
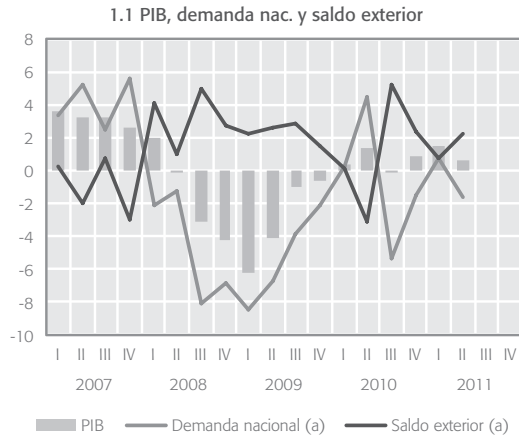
Uno de los elementos más destacables de la evolución económica en la primera mitad del año ha sido el elevado nivel de la tasa de inflación. Alimentos elaborados y productos energéticos han sido los responsables, debido al aumento de precio de las materias primas agrícolas y del petróleo en los mercados internacionales. Las tensiones inflacionistas estructurales han sido, sin embargo, prácticamente inexistentes. En cualquier caso, desde el máximo del 3,8% alcanzado en el mes de abril, la tendencia de la inflación es a la baja.

Todo apunta a que en el tercer trimestre las condiciones económicas se han deteriorado de forma significativa.

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) y MEH.

Cuadro 1

PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA, 2011-2012

Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	Datos observados			Previsiones FUNCAS	
	Media 1996-2007	2009	2010	2011	2012
1. PIB y agregados, precios constantes					
PIB, pm	3,7	-3,7	-0,1	0,7	1,0
Consumo final hogares e ISFLSH	3,8	-4,3	0,8	0,6	1,1
Consumo final administraciones públicas	4,3	3,7	0,2	-1,0	-1,5
Formación bruta de capital fijo	6,2	-16,6	-6,3	-5,8	-3,0
Equipo y otros productos	6,5	-19,4	3,2	-0,6	2,1
Construcción	9,3	-15,4	-10,1	-8,2	-5,7
Construcción residencial	5,4	-22,1	-9,9	-7,0	-2,9
Construcción no residencial	7,6	-7,6	-10,4	-9,3	-8,3
Exportación bienes y servicios	6,7	-10,4	13,5	8,3	5,3
Importación bienes y servicios	9,3	-17,2	8,9	1,7	1,4
Demanda nacional (a)	4,6	-6,6	-1,0	-1,1	-0,1
Saldo exterior (a)	-0,8	2,8	0,9	1,8	1,1
PIB precios corrientes:- millardos de euros	--	1047,8	1051,3	1075,6	1103,0
- % variación	7,4	-3,7	0,3	2,3	2,5
2. Inflación, empleo y paro					
Deflactor del PIB	3,6	0,1	0,4	1,6	1,5
Deflactor del consumo de los hogares	3,1	-1,2	2,4	3,6	1,6
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	3,2	-6,5	-2,6	-1,0	-0,2
Productividad por p.t.e.t.c.	0,4	2,9	2,6	1,7	1,2
Remuneración de los asalariados	7,2	-2,6	-2,5	-0,2	1,0
Excedente bruto de explotación	7,3	-2,5	0,2	5,0	3,9
Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.)	3,3	4,3	0,0	0,8	1,2
Coste laboral por unidad producida (CLU)	2,8	1,4	-2,6	-1,0	0,0
Tasa de paro (EPA)	11,9	18,0	20,1	20,9	20,9
3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)					
Tasa de ahorro nacional	22,2	19,3	18,8	18,2	18,0
- del cual, ahorro privado	18,9	24,5	23,2	22,2	21,4
Tasa de inversión nacional	26,6	24,4	23,3	22,0	21,3
- de la cual, inversión privada	23,1	19,9	19,5	19,0	19,0
Saldo cta. cte. frente al resto del mundo	-4,4	-5,1	-4,5	-3,9	-3,3
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-3,4	-4,7	-4,0	-3,4	-2,9
- Sector privado	-2,6	6,4	5,4	4,5	3,5
- Sector público (déficit AA.PP.)	-0,8	-11,2	-9,3	-7,9	-6,4
Deuda pública bruta	53,5	53,8	61,0	68,5	73,7
4. Otras variables					
Tasa de ahorro hogares (% de la RDB)	12,0	18,5	13,9	11,6	10,7
Deuda bruta hogares (% de la RDB)	82,5	125,7	128,0	125,7	121,8
EURIBOR 12 meses (% anual)	3,7	1,6	1,4	2,0	1,8
Rendimiento deuda pública 10 años (% anual)	5,0	4,0	4,2	5,3	5,0
Tipo efectivo nominal euro (% variac. anual)	--	0,7	-8,0	0,2	-1,3

(a) Aportación al crecimiento del PIB, en puntos porcentuales.
 Fuentes: 1996-2010: INE y BE. Previsiones 2011-12 : FUNCAS.

A los malos resultados de los indicadores económicos, hay que añadir el previsible impacto negativo de los recortes del gasto en las comunidades autónomas. El crecimiento económico en los trimestres tercero y cuarto será prácticamente nulo, no pudiendo descartarse una recaída en tasas negativas. La previsión de crecimiento para el conjunto del año se sitúa en el 0,7%, con aportaciones de la demanda nacional y del saldo exterior de -1,1 y 1,8 puntos porcentuales, respectivamente (cuadro 1).

Las últimas previsiones de FUNCAS para 2012, realizadas a comienzos del pasado septiembre, contemplan un aumento del PIB del 1,0%, proveniente de nuevo en su totalidad del saldo exterior, ya que la demanda nacional aún podría caer ligeramente. No se vislumbra una próxima recuperación del empleo, así que en media anual éste aún descenderá ligeramente, lo que mantendrá la tasa de paro en torno al 21%. De nuevo se espera un aumento moderado de los salarios, que volverán a perder adquisitivo, a pesar de que la inflación, de mantenerse estable o disminuir el precio del petróleo, también se moderará notablemente respecto a 2011.

Cabe añadir que el riesgo de un escenario de crecimiento más bajo, e incluso de recesión, es muy elevado, dado el debilitamiento de las condiciones internas y externas, especialmente si se introducen las medidas necesari-

as de ajuste presupuestario para cumplir el objetivo de déficit del 4,4%. Por ello, las previsiones sobre la evolución de las rentas y, del ahorro nacional y de los sectores en 2012 presentadas en las siguientes secciones están sujetas a un grado de incertidumbre elevado.

3. El ahorro nacional

El ahorro nacional es la parte de la renta nacional disponible bruta (RNDB) que no se dedica a gastos de consumo, público o privado. Como porcentaje del PIB, el ahorro alcanzó un máximo del 23,4% en 2003, y desde entonces mantiene una tendencia a la baja que le ha llevado a situarse en el 18,8% en 2010. Particularmente intensa fue esta reducción en el primer año en que se dejó sentir la crisis en toda su crudeza, 2008, en el que se redujo 1,5 puntos porcentuales (pp) del PIB (cuadro 2). En 2010 la disminución fue de 0,5 pp. Esta tasa y su evolución a la baja en los últimos años son muy similares a la media de la zona euro. Nótese, por tanto, que el voluminoso déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente española que se generó en la última expansión, y que aún no se ha acabado de corregir, no se debió a un menor ahorro, sino a una tasa de inversión muy superior a la media de dicha zona.

Gráfico 2

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

Porcentaje del PIB



* Incluye transferencias de capital netas del exterior.

Fuentes: Hasta 2010, INE (CNE); para 2011-12, previsiones FUNCAS.

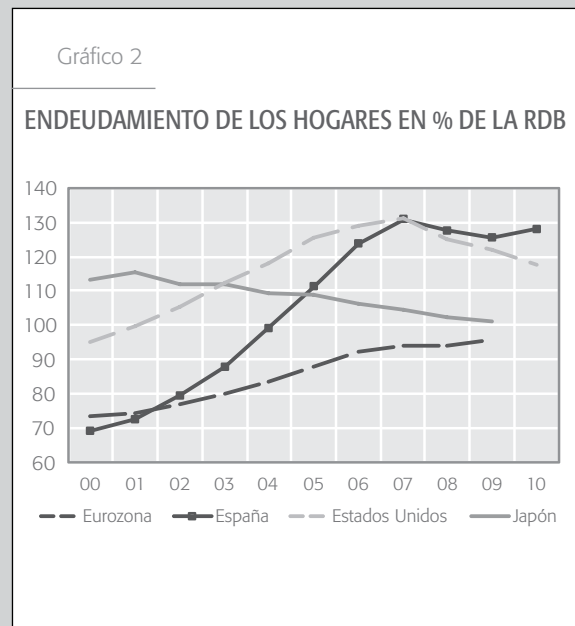
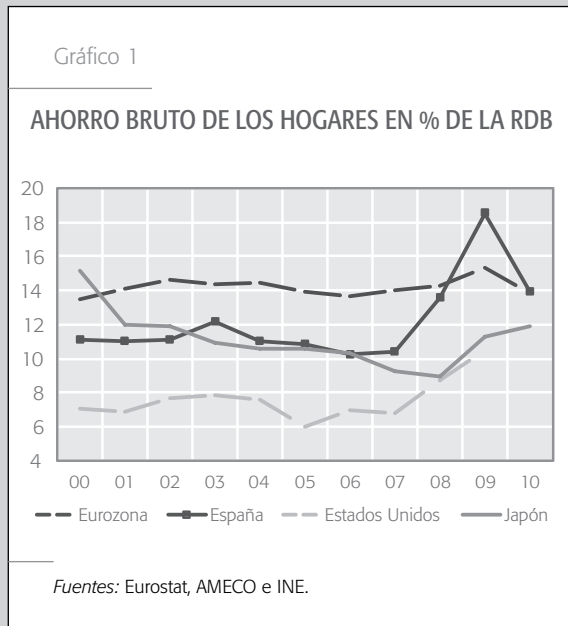
RECUADRO GRÁFICO

Tasas de ahorro y endeudamiento familiar 2000-2010 (España, Eurozona, EEUU y Japón)

Se presenta aquí la comparación entre las tasas de ahorro y de endeudamiento de los hogares de España y de la Eurozona, Estados Unidos y Japón a lo largo de la década pasada. Como se puede observar en el gráfico 1, hasta el comienzo de la crisis la tasa de ahorro de los hogares españoles fue inferior a la media de la zona euro en unos tres puntos porcentuales. Ambas se mantuvieron bastante estables, en torno al 11% de la RDB en el caso de España y al 14% en el de la eurozona. La tasa de ahorro de los hogares japoneses, que presentó una tendencia descendente a lo largo del periodo, se situó durante buena parte del mismo en unos niveles semejantes a los españoles (el ahorro de los hogares en este país no ha sido elevado en comparación con Europa y con otros países desarrollados, en contraste con el ahorro empresarial, muy superior en Japón a la media europea, y el mayor de todos los países desarrollados). Los hogares de Estados Unidos son los que han presentado la tasa de ahorro más reducida durante la década pasada.

En todas las áreas consideradas se observa un repunte de la tasa de ahorro en 2008 y 2009, coincidiendo con el estallido de la crisis económica y financiera internacional. Es en España donde dicho repunte fue más intenso con gran diferencia sobre el resto (8,1 puntos porcentuales), hasta el punto de que la tasa alcanzada en 2009 fue una de las mayores de los países desarrollados.

En cuanto al endeudamiento de los hogares (gráfico 2), al inicio de la década, España era el país con la menor tasa de todas las áreas consideradas, pero su ascenso fue tan acusado que, a partir de 2007, se situó a la cabeza de éstas (si bien ha habido países con una tasa de endeudamiento de los hogares superior a la española, como Reino Unido, Holanda o Irlanda). La tendencia alcista general se detiene con la crisis económica, y a partir de ese momento el endeudamiento se estabiliza o reduce. En el caso de España, la reducción ha sido casi inapreciable. Japón ha sido el único país cuya tasa se ha movido a la baja durante todo el periodo considerado.



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-2008 (SEC-95)											
2000	22,3	3,1	19,2	7,5	11,8	-3,2	-1,0	-2,2	1,3	-3,6	629,9
2001	22,0	3,6	18,4	7,3	11,1	-3,5	-0,5	-3,0	0,6	-3,6	680,4
2002	22,9	4,0	18,8	7,3	11,5	-2,7	-0,2	-2,4	0,3	-2,7	729,3
2003	23,4	3,7	19,7	7,9	11,7	-2,9	-0,4	-2,6	0,0	-2,6	783,1
2004	22,4	4,3	18,2	7,1	11,0	-4,8	-0,1	-4,7	-1,0	-3,7	841,3
2005	22,1	5,4	16,7	7,0	9,7	-6,5	1,3	-7,8	-1,7	-6,1	909,3
2006	21,9	6,7	15,2	6,5	8,7	-8,4	2,4	-10,7	-2,6	-8,1	985,5
2007	21,0	6,8	14,2	6,6	7,5	-9,6	1,9	-11,5	-2,7	-8,8	1053,2
2008	19,5	0,7	18,8	8,9	9,9	-9,2	-4,5	-4,7	1,0	-5,7	1087,7
2009	19,3	-5,3	24,5	12,8	11,8	-4,7	-11,2	6,4	6,9	-0,4	1047,8
2010	18,8	-4,3	23,2	9,3	13,8	-4,0	-9,3	5,4	3,8	1,5	1051,3
2011 (p)	18,2	-4,0	22,2	7,7	14,5	-3,4	-7,9	4,5	2,6	1,9	1075,6
2012 (p)	18,0	-3,3	21,4	7,0	14,3	-2,9	-6,4	3,5	2,1	1,4	1103,0

(a) Estas cifras están distorsionadas por la operación de asunción de deuda de RENFE por parte del Esatdo. 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 2010, INE (CNE); para 2011-12, previsiones FUNCAS.

A pesar del descenso relativo del ahorro, el déficit por cuenta corriente y la necesidad de financiación de la economía española muestran una intensa corrección en los años de crisis, hasta situarse esta última en una cifra equivalente al 4% del PIB en 2010, 5,6 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 7,7 pp en estos años (gráfico 2). De ellos, 5 pp corresponden a la inversión en construcción y el resto, a la inversión en equipo y otros productos.

En el cuadro 3 se presentan las cifras básicas de la formación del ahorro nacional bruto. El punto de partida es el

PIB generado por la economía, que aumentó en 2010 un modesto 0,3% en términos nominales, tras haber caído un 3,7% en 2009, según los datos revisados en la nueva base contable 2008. En la distribución funcional de la renta, las del trabajo disminuyeron notablemente su parte, tras haberla aumentado en los tres años anteriores. Ello se debió a una caída del empleo notablemente superior a la del PIB y a un práctico estancamiento de los salarios *per cápita*. Aún así, el 48,2% del PIB que les correspondió fue superior al de los años anteriores a la crisis. De dicha pérdida se beneficiaron enteramente las rentas de las administraciones públicas en forma de impuestos sobre la producción netos de subvenciones, ya que la parte corres-

Cuadro 3

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

	Millardos de euros			Variación anual en %			Porcentaje del PIB		
	2010	2011(p)	2012(p)	2010	2011(p)	2012(p)	2010	2011(p)	2012(p)
1. Producto interior bruto, pm	1.051,3	1.075,6	1.103,0	0,3	2,3	2,5	100,0	100,0	100,0
1.1. Remuneración de asalariados	506,8	505,9	510,9	-2,5	-0,2	1,0	48,2	47,0	46,3
1.2. Excedente bruto explotación / Rentas mixtas	451,9	474,5	493,1	0,2	5,0	3,9	43,0	44,1	44,7
1.3. Impuestos producción e importación menos subvenciones	92,7	95,3	99,0	20,2	2,8	4,0	8,8	8,9	9,0
2. Rentas procedentes del resto del mundo, netas	-19,3	-23,1	-33,5	-28,3	19,7	45,1	-1,8	-2,1	-3,0
3. = Producto nacional bruto, pm (1+2)	1.032,1	1.052,6	1.069,6	1,1	2,0	1,6	98,2	97,9	97,0
4. Transferencias corrientes del resto del mundo, netas (a)	-5,8	-5,8	-5,6	-21,6	1,0	-3,0	-0,5	-0,5	-0,5
5. = Renta nac. disponible bruta (3+4)	1.026,3	1.046,8	1.064,0	1,3	2,0	1,6	97,6	97,3	96,5
5.1. Pública	176,0	176,0	178,4	4,5	0,0	1,4	16,7	16,4	16,2
5.2. Privada	850,3	870,7	885,5	0,6	2,4	1,7	80,9	81,0	80,3
6. Consumo nacional	828,6	851,3	865,2	2,1	2,7	1,6	78,8	79,1	78,4
6.1. Público	221,7	219,0	215,2	-0,8	-1,2	-1,7	21,1	20,4	19,5
6.2. Privado	606,9	632,3	650,0	3,2	4,2	2,8	57,7	58,8	58,9
7. = Ahorro nacional bruto (5-6)	197,7	195,5	198,8	-2,1	-1,1	1,7	18,8	18,2	18,0
7.1. Público	-45,7	-43,0	-36,7	-17,3	-6,0	-14,5	-4,3	-4,0	-3,3
7.2. Privado	243,4	238,4	235,5	-5,3	-2,0	-1,2	23,2	22,2	21,4
8. Transferencias de capital del resto del mundo, netas	5,5	5,0	4,5	28,8	-9,4	-10,0	0,5	0,5	0,4
9. = Recursos de capital (7+8)	203,2	200,5	203,3	-1,4	-1,4	1,4	19,3	18,6	18,4
10. FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL	245,0	237,1	234,8	-4,2	-3,2	-1,0	23,3	22,0	21,3
11. Saldo de operaciones corrientes (7-10)	-47,3	-41,7	-36,0	-12,1	-11,9	-13,6	-4,5	-3,9	-3,3
12. Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación (9-10) = Ahorro financiero neto	-41,8	-36,7	-31,5	-15,6	-12,2	-14,1	-4,0	-3,4	-2,9
12.1. Pública	-98,2	-85,0	-70,2	-16,1	-13,5	-17,3	-9,3	-7,9	-6,4
12.2. Privada	56,5	48,3	38,8	-16,5	-14,4	-19,8	5,4	4,5	3,5
PRO MEMORIA									
13. Deuda externa de España frente resto mundo	1.732,4	1.719,9	1.719,9	-1,7	-0,7	0,0	164,8	159,9	155,9

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

(p) Previsión.

Fuentes: Para 2010, INE (CNE); para 2011-12, previsiones FUNCAS.

pondiente al excedente y rentas mixtas prácticamente se estabilizó tras crecer en los años anteriores.

La RNDB aumentó en 2010 un punto porcentual más que el PIB. Ello fue debido a que los saldos con el exterior de rentas y transferencias corrientes, que supusieron conjuntamente 2,4 pp del PIB, fueron menos negativos que en 2009. Desglosando la renta disponible entre el sector público y el privado, el primero recuperó una pequeña parte de las fuertes caídas de los dos años anteriores, aunque su renta neta, como porcentaje del PIB, aún se situó 8,4 pp por debajo del máximo de 2007. Este avance no fue, sin embargo, a costa de las rentas del sector privado, sino del sector exterior, como se ha comentado. Del total de la RNDB, el 80,7% fue destinado al consumo final nacional (privado y público) y el resto, constituyó el ahorro, el cual disminuyó un 2,1%, hasta 197.702 millones de euros. La tasa de ahorro nacional descendió al 18,8% 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 203.219 millones. Frente a esta cifra, el gasto en formación bruta de capital (FBC) se elevó a 244.987 millones, un 4,2% menos que el año anterior, deduciéndose un saldo negativo, o necesidad de financiación, de 41.768 millones, equivalente al 4% del PIB.

Las previsiones sobre el ahorro nacional son que siga cayendo moderadamente en el año en curso y, en menor medida, en el próximo. El PIB nominal crecerá en 2011 notablemente por debajo de su tendencia de largo plazo, pero significativamente más que en 2010, concretamente un 2,3%. Las rentas del trabajo registrarán de nuevo pérdidas a favor del excedente de explotación y rentas mixtas, lo que será debido sobretudo a una nueva caída del empleo medio anual. Las rentas del sector público derivadas de los impuestos sobre la producción e importación netos de subvenciones también ganarán peso en el PIB, como consecuencia de la elevación de los tipos del IVA y otros impuestos especiales. El consumo final nacional crecerá ligeramente por encima del PIB y de la RNDB, a pesar de la esperada caída del consumo público. Ello se traducirá en una nueva disminución de la tasa de ahorro nacional en unos 0,6 pp, hasta el 18,2% del PIB. No obstante, la necesidad de financiación seguirá reduciéndose, hasta el 3,4% del PIB, debido a que la formación bruta de capital volverá a caer más que el ahorro (gráfico 2). Cabe añadir que esta reducción del déficit exterior hubiera sido más intensa, del orden de un punto porcentual del PIB, si los precios del petróleo y otras materias primas importadas se hubieran mantenido estables.

Para 2012, se espera que el PIB nominal crezca a una tasa similar a la de 2011, aunque la RNDB lo hará

por debajo. No obstante, el consumo también aumentará menos, dado que se moderará el privado y caerá más el público. Ello se traducirá en una ligera caída de la tasa de ahorro nacional, a pesar de lo cual, la necesidad de financiación frente al resto del mundo descenderá hasta el 2,9% del PIB, dado que la formación bruta de capital seguirá disminuyendo más que el ahorro. Tras el record de casi el 10% del PIB en 2007, este déficit parece controlado, pero conviene recordar que ello sucede en un contexto de suma debilidad de la demanda interna y que tal déficit supone que la deuda externa solo pueda reducirse vía desinversiones de activos financieros netos frente al exterior.

4. El ahorro del sector privado

Como se ve en el gráfico 3 y en los datos del cuadro 2, la evolución de la tasa de ahorro nacional desde mediados de los años noventa hasta ahora ha sido el resultado de evoluciones contrarias y casi simétricas del ahorro público y el privado en torno a la media nacional. 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 14,2% del PIB, 10 pp menos que en 1995. De esta reducción, unos tres pp correspondieron a los hogares y el resto, a las sociedades. El ahorro público, en cambio, aumentó 8,6 pp del PIB entre 1995 y 2007. Estas tendencias cambiaron bruscamente al iniciarse la recesión: desde 2008 el ahorro privado ha recuperado totalmente el terreno perdido, mientras que el público ha retrocedido más de 11 pp del PIB.

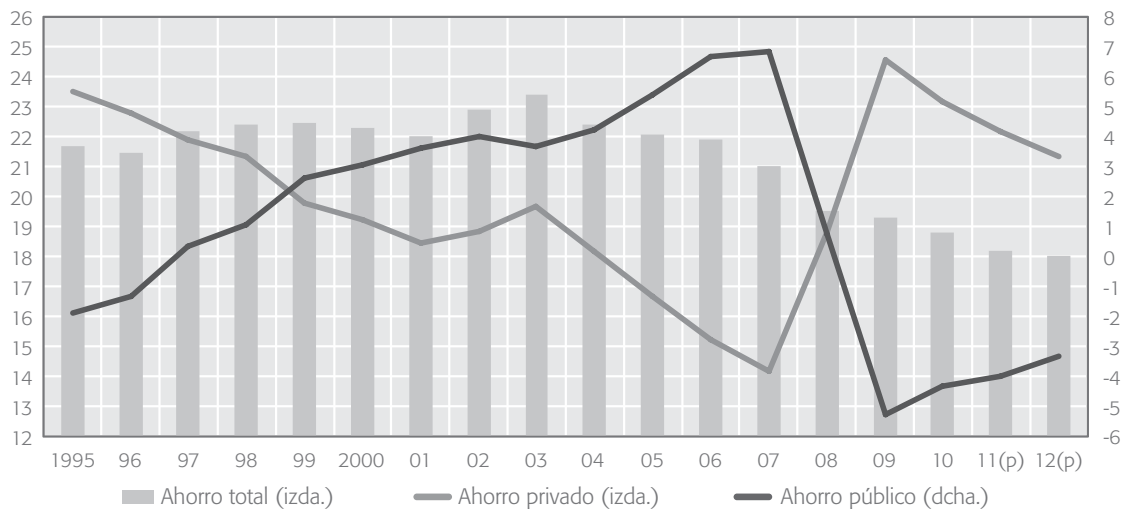
Estos comportamientos pueden calificarse como normales desde el punto de vista cíclico, ya que el ahorro privado disminuye en las fases de expansión y aumenta en las de recesión/desaceleración, lo contrario que ocurre con el público. Detrás de todo ello se encuentra, entre otros factores, la actuación 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.

El punto máximo de estos ajustes y de la actuación de los estabilizadores automáticos se alcanzó en 2009, año en que el ahorro privado alcanzó un máximo y el público, un mínimo. Posteriormente, en 2010 el ahorro privado flexionó a la baja y se espera que continúe esta tendencia en 2011 y 2012, aunque manteniéndose en niveles

Gráfico 3

AHORRO NACIONAL: TOTAL, PÚBLICO Y PRIVADO

Porcentaje del PIB



Fuentes: Hasta 2010, INE (CNE); para 2011-12, previsiones FUNCAS.

históricamente altos. Si el ahorro privado ha flexionado moderadamente a la baja antes de iniciarse una verdadera recuperación de la economía ha sido por la actuación temprana de la política fiscal en aras a reducir el déficit público, lo que ha conllevado aumentos impositivos y una moderación en las prestaciones sociales, todo lo cual ha afectado a la baja a las rentas privadas, especialmente a las de los hogares, y por tanto a su ahorro.

4.1. El ahorro de los hogares¹

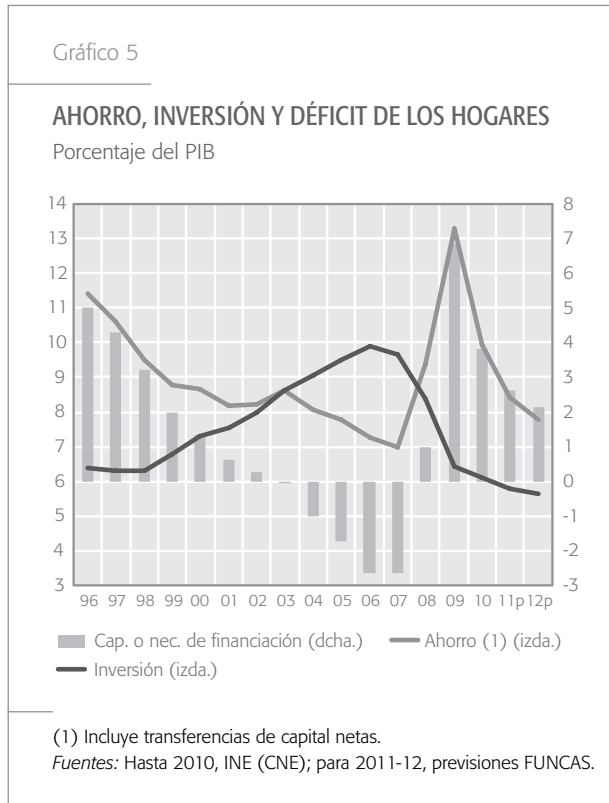
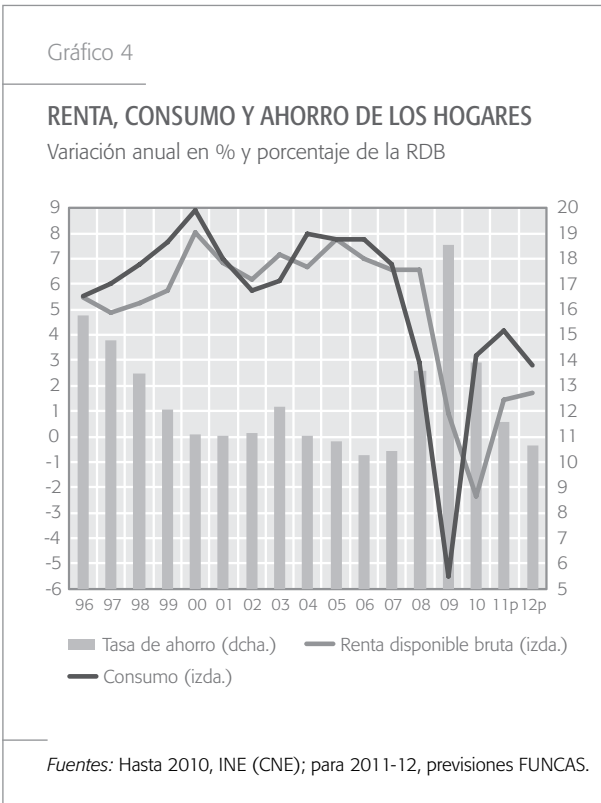
En línea con el comportamiento anticíclico que caracteriza al ahorro privado, la tasa de ahorro de los hogares, definida como el porcentaje de la renta disponible que no se destina a gastos de consumo, registró una notable caída entre 1995 y 2001, del 15,8% al 11%². Tras recuperarse ligeramente durante 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 10,4% 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. Dejando al margen las causas que determinan el nivel y la tendencia a largo plazo de la tasa de ahorro, los principales factores que explican estas variaciones cíclicas son el crecimiento de la renta, la tasa de paro, los tipos de interés, las expectativas económicas, la tasa de inflación y las variaciones cíclicas de la riqueza. 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 entre 1996 y 2007, lo que provocó un deterioro del saldo de operaciones no financieras, que pasó de un superávit (capacidad de financiación) del 5% del PIB en 1996 a un déficit (necesidad de financiación) del 2,7% en 2007 (gráfico 5).

Muchos de los factores señalados cambian bruscamente al estallar la crisis en la segunda mitad de 2007. 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 en el comportamiento de los hogares, que reducen intensamente su gasto en consumo e inversión en vivienda, con el consiguiente

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.



aumento del ahorro y el reequilibrio de sus cuentas. En el espacio de dos años, 2008 y 2009, la tasa de ahorro se elevó hasta el 18,5% y el déficit se convirtió en un superávit del 6,9% del PIB.

En el cuadro 4 se recoge la última estimación de la contabilidad nacional de las cuentas de los hogares para 2010. Las remuneraciones salariales disminuyeron por segundo año consecutivo, un 2,5%, fruto de una caída del mismo orden del empleo y un práctico estancamiento de los salarios por persona. También se redujo, en un 1,7%, 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 disminuyeron un 7,8%, en un contexto en que los tipos de interés de sus activos cayeron más que los de sus pasivos y de una reducción de los dividendos y otras rentas recibidas. Todo ello dio como resultado una nueva reducción de las rentas primarias del 2,6%. Las operaciones de distribución secundaria de la renta aminoraron esta caída, pero en mucha menor medida que en el año anterior, lo que se debió fundamentalmente a la moderación del crecimiento de los ingresos por prestaciones sociales y al aumento de los pagos por IRPF al eliminarse la deducción de los 400 euros y subir los tipos de las rentas del capital. En conjunto, la renta disponible bruta de los hogares disminuyó un 2,4% en términos nominales.

A pesar de ello, su consumo final aumentó un 3,2%, incentivado en la primera mitad del año por la finalización de las ayudas a la compra de automóviles y por el adelanto a la subida del IVA en julio. Como resultado, la tasa de ahorro se redujo bruscamente del 18,5% al 13,9%. Además del efecto de la política fiscal, que inyectó una cantidad apreciable de renta disponible en las cuentas de las familias en 2009 y la retiró en 2010, esta reducción de la tasa de ahorro podría también explicarse por la evolución de la inflación —que fue prácticamente cero en 2009 y aumentó al 2,8% en 2010, con el consiguiente efecto sobre el aumento nominal del consumo— y por el relajamiento del efecto precaución en las familias de rentas medias-altas poco afectadas por la recesión. Como punto de referencia, la tasa de ahorro media de la zona euro también descendió, pero en mucha menor medida, pasando del 15,1% al 13,7%. En términos absolutos, el ahorro ascendió a 97.974 millones de euros, un 26,7% menos que en el año anterior.

Por su parte, la formación bruta de capital, que en el caso de los hogares se materializa fundamentalmente en la compra de vivienda, continuó reduciéndose por tercer año consecutivo, aunque en menor medida que el ahorro, dando como resultado una notable disminución de la capacidad de financiación hasta el 3,8% del PIB. Este saldo debería ser teóricamente igual al ahorro financiero (saldo de operaciones financieras), aunque difiere significativa-

Cuadro 4

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

	Millardos de euros			Variación anual en %			Porcentaje del PIB		
	2010	2011(p)	2012(p)	2010	2011(p)	2012(p)	2010	2011(p)	2012(p)
1. Remuneración de los asalariados	506,7	505,8	510,8	-2,5	-0,2	1,0	71,9	70,8	70,3
2. Excedente bruto explotación/renta mixta	211,2	224,7	232,5	-1,7	6,4	3,5	30,0	31,4	32,0
3. Rentas propiedad y empresa, netas (a)	36,1	35,3	39,2	-7,8	-2,2	11,0	5,1	4,9	5,4
3.1. Recibidas	51,4	56,1	63,1	-6,0	9,1	12,5	7,3	7,8	8,7
3.2. Pagadas	15,3	20,7	23,8	-1,4	35,6	14,9	2,2	2,9	3,3
4. = Saldo de rentas primarias (1 a 3)	754,1	765,9	782,6	-2,6	1,6	2,2	107,0	107,1	107,6
5. Prestaciones sociales distintas de en especie	176,9	178,5	178,3	4,4	0,9	-0,1	25,1	25,0	24,5
6. Otras transferencias ctes. recibidas (b)	61,9	63,7	65,3	-2,3	3,0	2,5	8,8	8,9	9,0
7. Otras transferencias ctes. pagadas (b)	52,8	55,5	57,1	-0,9	5,0	3,0	7,5	7,8	7,9
8. Impuestos renta y patrimonio pagados	79,6	82,4	84,7	4,7	3,5	2,9	11,3	11,5	11,7
9. Cotizaciones efectivas e imputadas pagadas	155,8	155,5	157,3	0,0	-0,2	1,2	22,1	21,7	21,6
10. = Renta disponible bruta (4+5+6-7-8-9)	704,6	714,8	727,1	-2,4	1,5	1,7	100,0	100,0	100,0
11. Variación part. reservas fondos pensiones	0,3	0,3	0,3	4,0	5,0	6,0	0,0	0,0	0,0
12. Gasto en consumo final	606,9	632,3	650,0	3,2	4,2	2,8	86,1	88,5	89,4
13. = Ahorro bruto (10+11-12)	98,0	82,8	77,4	-26,7	-15,5	-6,5	13,9	11,6	10,7
13.b.- En porcentaje del PIB	9,3	7,7	7,0	--	--	--	--	--	--
14. Transferencias de capital netas	6,4	7,6	8,2	16,8	18,0	8,0	0,9	1,1	1,1
15. Recursos de capital (13+14)	104,4	90,4	85,6	-25,0	-13,4	-5,3	14,8	12,7	11,8
16. Formación bruta de capital (c)	64,1	62,1	62,2	-4,8	-3,1	0,1	9,1	8,7	8,6
17. = Capac. (+) o nec. (-) de financiación (15-16)	40,3	28,3	23,5	-43,9	-29,8	-17,1	5,7	4,0	3,2
17.b. En porcentaje del PIB	3,8	2,6	2,1	--	--	--	--	--	--
PRO MEMORIA									
18. Ahorro financiero (Ctas. financieras) (d)	32,5	21,3	16,5	-47,4	-34,5	-22,7	4,6	3,0	2,3
18.b. En porcentaje del PIB	3,1	2,0	1,5	--	--	--	--	--	--
19. Deuda (préstamos y valores, exc. acciones)	902,0	898,7	885,6	-0,5	-0,4	-1,5	128,0	125,7	121,8
19.b.- En porcentaje del PIB	85,8	83,6	80,3	--	--	--	--	--	--

(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 2010, INE (CNE) y Banco de España (Cuentas financieras); para 2011-12, previsiones FUNCAS.

mente por diferencias de clasificación entre la contabilidad nacional y las cuentas financieras. El ahorro financiero ascendió en 2010 a 32.507 millones, un 3,1% del PIB.

Algunos de los factores anteriormente señalados, que explicarían la caída de la tasa de ahorro en 2010, continúan presentes en 2011. Así, esta tasa ha seguido cayendo en los dos primeros trimestres del año, según los datos contables disponibles. Haciendo una suma móvil de cuatro trimestres para evitar la acusada estacionalidad y disponer de una visión más tendencial, la misma ha pasado del 13,9% de la renta disponible a finales de 2010 al 12,8% en el segundo trimestre.

Las previsiones para 2011 en su conjunto (cuadro 4), realizadas a partir de los datos publicados para el primer semestre, contemplan un descenso de la tasa de ahorro familiar hasta el 11,6%, en un contexto de modesta recuperación de la renta disponible. Las remuneraciones de los asalariados y las rentas netas de la propiedad continuarán descendiendo, pero en ambos casos a un ritmo notablemente inferior al de 2010. Por su parte, el excedente bruto de explotación/rentas mixtas registra un aumento significativo, permitiendo que el conjunto de rentas primarias crezca moderadamente, un 1,6%. Por su parte, el juego de los ingresos y pagos del proceso de distribución secundaria de la renta tendrá un efecto prácticamente neutro sobre el crecimiento de la renta disponible, en un contexto en el que se modera notablemente el avance de las prestaciones sociales (congelación parcial de las pensiones y descenso de las prestaciones medias por desempleo), pero también los pagos por cotizaciones e impuesto sobre la renta. En cuanto al consumo, su crecimiento real es moderado, pero no así en términos nominales, que crecerá notablemente más que la renta disponible, debido al aumento de la inflación. En términos absolutos, el ahorro podría alcanzar una cifra del orden de 82.800 millones, un 15,5% menos que en 2010. Ello se traducirá en una menor capacidad de financiación y de ahorro financiero, a pesar de que la inversión en vivienda continúa descendiendo.

En 2012 se espera una nueva disminución de la tasa de ahorro de familias. Las remuneraciones de los asalariados deberían aumentar ligeramente conforme se estabiliza el empleo, lo que permitiría un crecimiento algo mayor que en 2011 de las rentas primarias, que sólo en parte se trasladaría al de la renta disponible, ya que los ingresos y pagos de distribución secundaria de la renta, en un contexto de mantenimiento del proceso de ajuste fiscal, volverían a jugar un papel negativo. En cualquier caso, el aumento de la renta disponible apenas sobrepasará al de los precios, lo que no deja mucho margen para el despegue del consumo real. Este deberá basarse de nuevo en otra caída de la tasa de ahorro, aunque no tan abultada

como en 2010-11, pues esta ya ha regresado a niveles similares a los de antes de la crisis y el empeoramiento reciente de los indicadores de confianza sugiere que el efecto precaución va a seguir dominando las expectativas de los hogares. La formación bruta de capital podría estabilizarse, de forma que la capacidad de financiación también se reducirá, hasta el 2,1% del PIB.

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, es decir, a la autofinanciación, también mantuvo una tendencia decreciente entre 1995 y 2007, con un paréntesis en 2002 y 2003 (cuadro 5). A partir de 2008, también se produjo un cambio brusco de la tendencia, aumentando dicha tasa en 6,3 pp del PIB hasta 2010 y situándose en ese año al nivel de mediados de los noventa. Este aumento corresponde en su totalidad a las sociedades no financieras, ya que las financieras muestran un perfil prácticamente plano, tanto en las fases de expansión como de recesión.

En el cuadro 6 se recogen las rúbricas más importantes que determinan la formación del ahorro de las sociedades no financieras. La fuente fundamental de la renta de las mismas, el excedente bruto de explotación, se recuperó notablemente en 2010 tras estancarse en 2009. Esta recuperación se confirma con los resultados de la Central de Balances Trimestral que elabora el Banco de España, según los cuales, el resultado económico de la explotación de las empresas no financieras aumentó un 7,4%, tras caer casi un 14% en 2009. De las dos principales variables de las que depende el excedente, el valor añadido bruto (VAB) nominal generado en el sector creció un 1,6% y las remuneraciones de los asalariados cayeron un 3,3%, fundamentalmente como consecuencia de la caída del empleo. Los pagos netos por rentas de la propiedad y de la empresa se redujeron por segundo año consecutivo debido a la caída de los tipos de interés, aunque en menor cuantía que en 2009. También los impuestos sobre la renta de las sociedades ayudaron a conformar positivamente la renta disponible de estas al caer un 21,5%. Desde el máximo alcanzado en 2007, estos impuestos se han reducido un 62% (2,5 pp del PIB), explicando más de la quinta parte del aumento del déficit público en estos años. Con todo ello, la renta disponible, que viene a ser lo mismo que el ahorro³ al no existir consumo final, aumentó un 27,7%, tasa similar al

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.

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. financieras (b)	Soc. no financieras	Total	I. financieras (b)	Soc. no financieras	Total	I. financieras (b)	Soc. no financieras	
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	-4,0	-3,8	0,5	-4,3	629,9
2001	11,1	2,0	9,1	-3,6	1,2	-4,8	-4,1	1,2	-5,3	680,4
2002	11,5	1,9	9,7	-2,7	1,2	-3,9	-3,2	1,2	-4,4	729,3
2003	11,7	1,8	9,9	-2,6	1,1	-3,6	-2,7	1,1	-3,8	783,1
2004	11,0	1,5	9,5	-3,7	0,7	-4,4	-4,1	0,7	-4,8	841,3
2005	9,7	1,4	8,3	-6,1	0,9	-6,9	-6,5	0,9	-7,4	909,3
2006	8,7	1,6	7,1	-8,1	0,7	-8,8	-9,1	0,7	-9,8	985,5
2007	7,5	2,1	5,5	-8,8	1,9	-10,7	-9,6	1,9	-11,5	1053,2
2008	9,9	2,8	7,1	-5,7	1,8	-7,5	-4,9	1,8	-6,7	1087,7
2009	11,8	2,4	9,4	-0,4	1,3	-1,7	0,6	1,3	-0,8	1047,8
2010	13,8	2,0	11,9	1,5	1,0	0,6	2,3	1,0	1,3	1051,3
2011 (p)	14,5	1,9	12,6	1,9	0,0	1,8	2,5	0,0	2,5	1075,6
2012 (p)	14,3	1,7	12,7	1,4	0,0	1,4	2,0	0,0	2,0	1103,0

(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 2010, INE (CNE) y Banco de España (Cuentas financieras); para 2011-12, previsiones FUNCAS.

avance que ya tuvo lugar en los dos años anteriores. Su nivel alcanzó 124.780 millones de euros, más del doble de la registrada en 2007. La tasa de ahorro, como porcentaje del PIB, se situó en el 11,9%, 2,5 pp más que en el año anterior y 6,4 pp más que en 2007. Este fuerte ajuste, mo-

tivado en gran medida por la dificultad en acceder al crédito tras desencadenarse la crisis financiera, ha supuesto que las empresas volvieran a la estructura financiera predominante antes del inicio de la UEM, cuando el acceso a la financiación ajena era más difícil y su coste más elevado.

Cuadro 6

AHORRO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

	Millardos de euros			Variación anual en %			Porcentaje del PIB		
	2010	2011(p)	2012(p)	2010	2011(p)	2012(p)	2010	2011(p)	2012(p)
1. Valor añadido bruto, precios básicos	510,5	526,1	540,7	1,6	3,1	2,8	48,6	48,9	49,0
2. Remuneración de los asalariados	306,0	307,5	313,1	-3,1	0,5	1,8	29,1	28,6	28,4
3. Impuestos s/ produc. menos subvenciones	2,5	2,5	2,6	29,9	2,8	3,3	0,2	0,2	0,2
4. = Excedente bruto de explotación (1-2-3)	202,0	216,1	225,0	9,4	7,0	4,2	19,2	20,1	20,4
5. Rentas propiedad y empresa (a)	-51,6	-55,7	-61,3	-8,3	8,1	9,9	-4,9	-5,2	-5,6
5.1. Recibidas (a)	32,7	31,9	32,8	-2,1	-2,4	2,8	3,1	3,0	3,0
5.2. Pagadas (a)	84,3	87,7	94,1	-6,0	4,0	7,3	8,0	8,2	8,5
6. = Saldo de rentas primarias (4+5)	150,4	160,3	163,7	17,2	6,6	2,1	14,3	14,9	14,8
7. Impuestos renta y patrimonio pagados	15,7	14,7	13,9	-21,5	-6,3	-5,5	1,5	1,4	1,3
8. Transferencias ctes. netas (b)	-9,9	-10,1	-10,2	1,0	2,0	1,0	-0,9	-0,9	-0,9
9. = Renta bruta disponible (6-7+8) = Ahorro bruto (c)	124,8	135,5	139,6	26,7	8,6	3,1	11,9	12,6	12,7
11. Transferencias de capital netas	13,2	15,9	13,5	-4,7	20,0	-15,0	1,3	1,5	1,2
12. = Recursos de capital (10+11)	138,0	151,4	153,1	22,8	9,7	1,2	13,1	14,1	13,9
13. Formación bruta de capital (d)	132,0	131,7	137,6	1,2	-0,2	4,5	12,6	12,2	12,5
14. = Capac. (+) o nec. (-) financiación (12-13)	6,1	19,7	15,5	--	225,1	-21,1	0,6	1,8	1,4
PRO MEMORIA:									
15. Ahorro financiero (Cuentas financieras) (e)	13,8	26,7	22,6	--	92,7	-15,3	1,3	2,5	2,0
16. Deuda (préstamos y valores, exc. acciones)	1.487,1	1.464,4	1.436,2	0,9	-1,5	-1,9	141,4	136,1	130,2

(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.

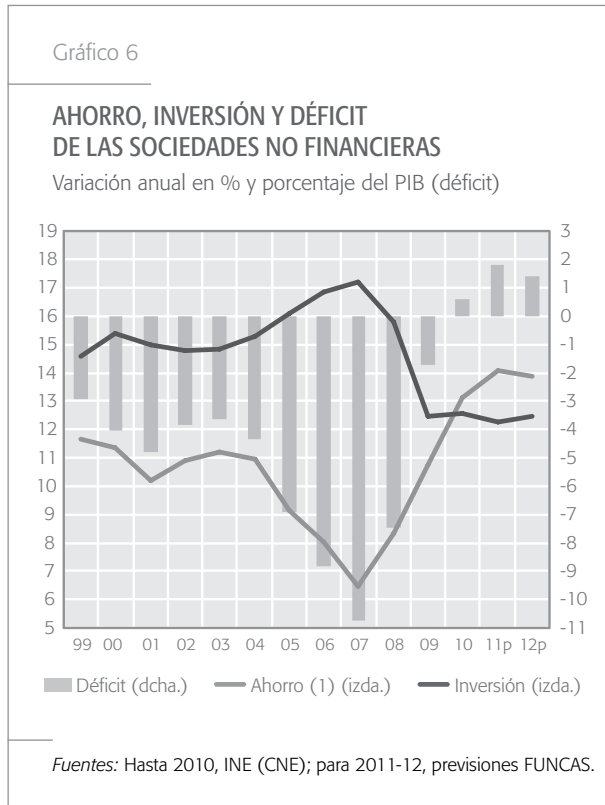
(e) El ahorro financiero es el saldo de las operaciones financieras de las Cuentas Financieras. Teóricamente debería ser igual a la capacidad o necesidad de financiación de la Contabilidad Nacional, pero no lo es en el caso de las sociedades no financieras por diferencias de clasificación.

(p) Previsión.

Fuentes: Para 2010, INE (CNE) y Banco de España (Cuentas financieras); para 2011-12 previsiones FUNCAS.

Dicho ahorro y las transferencias de capital recibidas netas generaron unos recursos de capital de 138.011 millones, cifra que sobró para cubrir la inversión en formación bruta de capital, lo que permitió generar un ligero superávit (capacidad de financiación) por primera vez desde

1996 (gráfico 6). A partir de la corrección de la necesidad de financiación y del descenso de los activos financieros, los pasivos vienen reduciéndose moderadamente desde 2007. Entre ellos, la deuda bruta (préstamos y valores excepto acciones) se ha estabilizado en una cifra del orden



del 140% del PIB, porcentaje que, como se ve en el gráfico 7, supera ampliamente el de la zona euro y más aún el de los EE.UU.

Las previsiones para 2011, partiendo de los datos conocidos del primer semestre, señalan un nuevo y notable avance del excedente de explotación, fruto de un crecimiento mayor que en 2010 del VAB y un práctico estancamiento de las remuneraciones del trabajo. El aumento de los tipos de interés supondrá un cambio de tendencia al alza de las rentas de la propiedad y de la empresa pagadas y los impuestos sobre la renta volverán a reducirse, pero en mucha menor medida que en 2010. 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 capacidad de financiación seguirá ampliándose hasta el 1,8% del PIB.

Para 2012, se contempla un escenario algo menos favorable para las empresas que el de 2011. El avance del VAB nominal se moderará y, con él, el del excedente de explotación. En cambio, los pagos netos por rentas de la propiedad y de la empresa aumentarán de nuevo como consecuencia de los mayores tipos de interés previstos. Los impuestos sobre la renta podrían seguir disminuyendo, pero a menor ritmo que en 2011. Todo ello moderará

notablemente el avance de la renta disponible y del ahorro. Dado que la formación bruta de capital recobrará su tendencia al alza, la capacidad de financiación se reduciría hasta el 1,4% del PIB. En todo caso, este superávit y el previsible descenso de los activos financieros darían lugar a un descenso significativo de la deuda bruta.

5. El ahorro del sector público

Como ya se ha comentado, el ahorro público actúa de forma compensatoria del ahorro privado en la formación del ahorro nacional (gráfico 3). Hay una vieja discusión en la literatura económica sobre si este comportamiento simétrico y compensatorio entre el ahorro público y privado corrobora el *principio de equivalencia ricardiana* (Barro, R., 1974), según el cual, el aumento del gasto (disminución del ahorro) público es contrareestado por la disminución del gasto (aumento del ahorro) 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. La discusión es importante, pues, de producirse este efecto al cien por cien, implica que el efecto de la política fiscal anticíclica sobre el ahorro total nacional (y por tanto sobre el gasto agregado) es nulo, es decir, que

la actuación anticíclica de la política fiscal sirve de poco, o nada, para superar una recesión.

En la práctica, al margen de la idoneidad de esta teoría y de sus conclusiones para guiar la política fiscal, 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. Además, en el caso español, y por lo que respecta al comportamiento del gasto y ahorro privados en los últimos años, también hay que tener en cuenta que los hogares y empresas se enfrentaban a una situación financiera muy desequilibrada al comienzo de la crisis, cuyo ajuste pasaba por un aumento importante de su ahorro (tanto más acuciante al imponérselos la restricción crediticia). El trasvase de recursos públicos que se produjo en 2008 y 2009 lo destinaron, pues, en su mayor parte a llevar a cabo dicho ajuste de forma más rápida, pero apenas a aumentar con ellos su gasto. Una vez que el ajuste estuvo muy avanzado, el cambio en la política fiscal en forma de subidas impositivas y otras medidas, que han mermado las rentas disponibles en 2010 y 2011, han tenido un impacto negativo más importante sobre el ahorro que sobre el gasto de dichos sectores. En todo caso, sea importante o no la actuación de la política fiscal, el ahorro nacional se ha reducido en unos tres pp del PIB entre 2007 y 2011 (y el gasto en consumo total nacional ha aumentado en la misma medida), es decir, que no habría actuado al cien por cien el *principio de equivalencia ricardiana*, si bien cabe plantearse sobre la idoneidad de esta evolución cuando se parte de una necesidad de financiación frente al exterior de casi el 10% del PIB y los mercados financieros imponen restricciones a la financiación de la misma con ahorro exterior.

En el cuadro 7 se presentan las principales magnitudes de las cuentas del conjunto de administraciones públicas en 2010 y las previsiones para 2011 y 2012. El ahorro público (desahorro en este caso) sufrió un fuerte deterioro en 2009, pero cambió su tendencia en 2010, al pasar del -5,2% del PIB a -4,3%. Ello fue el resultado tanto de una mejora de la renta disponible, tras las fuertes caídas de los dos años anteriores, como de un ligero retroceso del consumo público (gráfico 8). El conjunto de los ingresos corrientes, básicamente impuestos directos e indirectos, aumentó 1,2 pp del PIB, después de haber caído 5,6 pp en 2008 y 2009, mientras que los gastos corrientes aumentaron 0,3 pp (6,5 pp en 2008 y 2009). Además del citado descenso del consumo público, cabe destacar la notable moderación del crecimiento de las prestaciones sociales respecto a los dos años anteriores, especialmente de las prestaciones por

desempleo, en paralelo a la desaceleración del aumento del paro. Por su parte, los gastos de capital registraron una abultada caída del 15%, conforme se fueron agotando los planes extraordinarios de inversión puestos en marcha en los dos años anteriores y entraron en vigor los ajustes presupuestarios. Con todo ello, el déficit se redujo desde el 11,2% del PIB al 9,3% (gráfico 9).

Los datos disponibles del primer semestre y las estimaciones para el segundo de 2011 apuntan a una nueva, aunque modesta, recuperación del ahorro público (menos desahorro), del -4,3% a -4% del PIB. Esta escasa mejora se debe a que, al contrario que en el año anterior, en 2011 la renta disponible muestra un estancamiento. El crecimiento de los impuestos indirectos va a ser muy inferior al de 2010, a pesar de la subida del IVA en julio de ese año, debido a la caída de los impuestos especiales, por un menor consumo de estos productos, y a que en 2010 se produjo un fuerte aumento del IVA tras dos años en que algunos cambios normativos y de gestión redujeron su recaudación más allá de la caída de sus bases imponibles. Por su parte, los pagos por intereses crecen fuertemente, debido al aumento de la deuda y a los tipos de interés. Con todo ello, las rentas primarias netas muestran una caída del 2,4%, frente a un aumento del 16,1% en 2010. En cuanto a las operaciones de distribución secundaria de la renta nacional, el crecimiento del conjunto de ingresos por impuestos directos, cotizaciones sociales y transferencias corrientes, aunque modesto, superará al de las prestaciones sociales y otras transferencias pagadas, permitiendo que la renta disponible se estabilice. Por su parte, el consumo público registra una caída algo superior a la de 2010, fruto de los recortes en los consumos intermedios y de la bajada del sueldo a los empleados públicos a partir de junio de ese año. Todo ello conduce al ligero descenso mencionado del desahorro.

Los gastos de capital aceleran su ritmo de caída, que superará el 22%. En conjunto y en términos netos, estos gastos, que incluyen la formación bruta de capital y las transferencias recibidas y pagadas de esta naturaleza, pueden reducirse algo más de un punto porcentual del PIB, que sumado a la mejora del ahorro, da una reducción del déficit de 1,4 pp del PIB, hasta el 7,9%. La notable desviación que supone esta cifra respecto al objetivo programado del 6% se producirá en el ámbito de las administraciones territoriales y en menor medida en las administraciones de la seguridad social, ya que es previsible que la administración central cumpla su objetivo de déficit del 2,3% del PIB.

De cumplirse estas previsiones de cierre de 2011 con el déficit señalado, se habrán sobrepasado los temores expresados hace un año cuando se fijó el objetivo de déficit.

Cuadro 7

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

	Millardos de euros			Variación anual en %			Porcentaje del PIB		
	2010	2011(p)	2012(p)	2010	2011(p)	2012(p)	2010	2011(p)	2012(p)
1. Valor añadido bruto, precios básicos	144,7	142,1	141,0	0,2	-1,8	-0,7	13,8	13,2	12,8
2. Remuneración de los asalariados	124,8	122,3	120,8	-0,7	-2,0	-1,2	11,9	11,4	11,0
3. Impuestos s/ produc. menos subvenciones	0,2	0,2	0,3	-2,8	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0
4. = Excedente bruto de explotación (1-2-3)	19,7	19,5	20,0	6,4	-0,8	2,4	1,9	1,8	1,8
5. Impuestos producción e importación	108,7	110,3	113,4	17,7	1,5	2,8	10,3	10,3	10,3
6. Subvenciones de explotación pagadas	12,1	11,1	10,2	2,6	-8,5	-8,0	1,2	1,0	0,9
7. Intereses y otras rentas propiedad recibidos	9,7	9,7	10,0	-8,6	-0,5	3,4	0,9	0,9	0,9
8. Intereses y otras rentas propiedad pagados	20,1	25,2	31,0	8,6	25,1	23,0	1,9	2,3	2,8
9. = Saldo de rentas primarias (4+5-6+7-8)	105,8	103,2	102,2	16,1	-2,4	-1,0	10,1	9,6	9,3
10. Impuestos renta y patrimonio	99,7	101,2	102,5	-1,4	1,5	1,3	9,5	9,4	9,3
11. Cotizaciones sociales reales e imputadas recibidas	140,2	140,3	142,2	0,0	0,1	1,3	13,3	13,0	12,9
12. Otros ingresos corrientes (a)	8,9	8,7	8,6	-1,0	-2,1	-2,0	0,8	0,8	0,8
13. Prestaciones sociales (exc. transf. en especie)	161,0	161,7	162,5	4,7	0,4	0,5	15,3	15,0	14,7
14. Otras transfer. corrientes pagadas (a)	17,6	15,8	14,5	-8,7	-10,5	-8,0	1,7	1,5	1,3
15. = Renta disponible bruta (9+10+11+12-13-14)	176,0	176,0	178,4	4,5	0,0	1,4	16,7	16,4	16,2
16. Consumo final público	221,7	219,0	215,2	-0,8	-1,2	-1,7	21,1	20,4	19,5
17. = Ahorro bruto (15 - 16)	-45,7	-43,0	-36,7	--	--	--	-4,3	-4,0	-3,3
18. Impuestos de capital recibidos	4,1	3,9	3,8	-5,0	-5,1	-3,0	0,4	0,4	0,3
19. Transferencias de capital recibidas	-4,0	-4,9	-5,4	-5,1	22,8	10,9	-0,4	-0,5	-0,5
20. = Recursos de capital (17+18+19)	-45,6	-43,9	-38,4	-17,3	-3,6	-12,7	-4,3	-4,1	-3,5
21. Gastos de capital	52,6	41,0	31,9	-15,1	-22,1	-22,3	5,0	3,8	2,9
21.1. Formación bruta de capital (b)	41,2	31,9	24,7	-14,4	-22,5	-22,7	3,9	3,0	2,2
21.2. Transferencias de capital pagadas	11,5	9,1	7,2	-17,3	-20,5	-20,7	1,1	0,8	0,7
22. = Cap (+) o nec. (-) de financiación (20 - 21)	-98,2	-85,0	-70,2	--	--	--	-9,3	-7,9	-6,4
PRO MEMORIA:									
23. Ingresos corrientes	380,4	383,2	389,3	3,7	0,7	1,6	36,2	35,6	35,3
24. Gastos corrientes	426,1	426,2	426,1	1,0	0,0	0,0	40,5	39,6	38,6
25. Deuda, según PDE	641,8	736,4	812,9	13,8	14,7	10,4	61,0	68,5	73,7

(a) Cooperación internacional corriente y transferencias corrientes diversas.

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

Fuentes: Para 2010, INE (CNE); para 2011-12, previsiones FUNCAS.

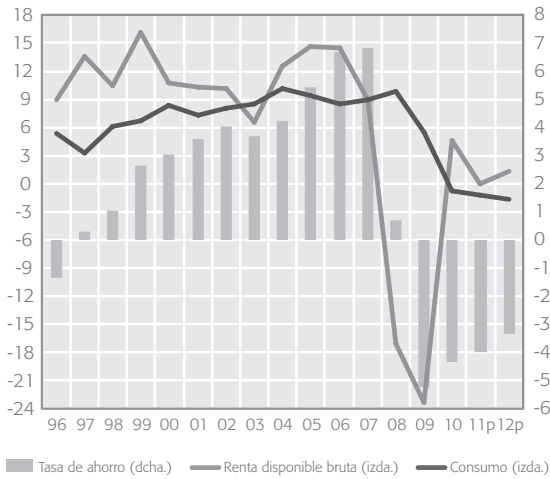
En primer lugar, el PIB no crecerá el 1,3% que preveían los PGE-11, sino en torno a un 0,7%, lo que supone *grasso modo* unas tres décimas más de déficit, si bien, dada la composición de este crecimiento (menos demanda interna y más aportación del saldo exterior), dicho efecto

podría elevarse a cinco o seis décimas. En segundo lugar, existía el peligro de que las comunidades autónomas y los ayuntamientos no tomaran las necesarias medidas de ajuste y mantuvieran un ritmo elevado de gasto antes de las elecciones de mayo, como parece haber sucedido.

Gráfico 8

RENDA, CONSUMO Y AHORRO DE LAS AA.PP.

Variación anual en % y porcentaje del PIB

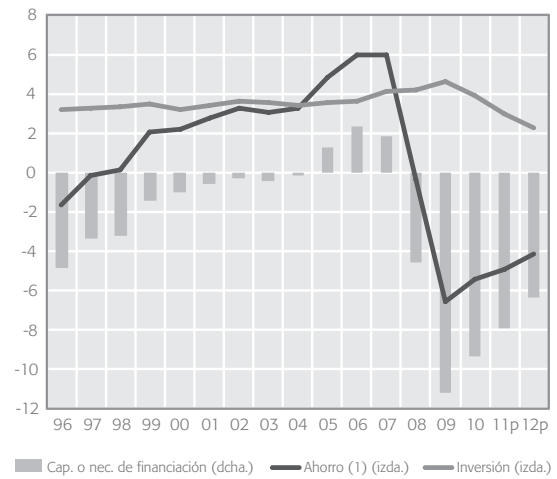


Fuentes: Hasta 2010, INE (CNE); para 2011-12, previsiones FUNCAS.

Gráfico 9

AHORRO, INVERSIÓN Y DÉFICIT DE LAS AA.PP.

Porcentaje del PIB



(1) Incluye transferencias de capital netas.

Fuente: Hasta 2010, INE (CNE); para 2011-12, previsiones FUNCAS.

Dado que al adelantarse las elecciones generales a noviembre de este año no se han presentado los Presupuestos 2012, ni se conocen en este momento los planes de ajuste que están preparando las administraciones territoriales, las previsiones sobre el comportamiento de las cuentas públicas en 2012 presentadas en el cuadro 7 deben tomarse como un ejercicio puramente orientativo realizado a partir de un escenario relativamente optimista de la economía española, como el comentado en la sección 2, y bajo la hipótesis de que no hay nuevas modificaciones impositivas ni grandes cambios en las tendencias del gasto, más allá de una genérica política de austeridad en gastos corrientes y sobre todo de fuertes recortes en los gastos de capital.

Bajo este escenario, los ingresos corrientes se reducen en 0,3 pp del PIB, básicamente por la composición de este, que contempla una nueva caída de la demanda interna y un avance más lento de las rentas del trabajo. Por su parte, los gastos corrientes también se reducirían un punto porcentual del PIB, obteniéndose esta reducción en los gastos primarios, es decir, remuneraciones de los asalariados, consumos intermedios, prestaciones sociales y subvenciones y transferencias diversas, ya que los gastos en intereses aumentarían en medio punto porcentual del PIB. De ello se deduce una mejora del ahorro de 0,7 pp del PIB. Por su parte, los gastos de capital disminuirían en 0,8 pp del PIB, lo que sumado a la mejora del ahorro, da una reducción del déficit de 1,5 pp, hasta el 6,4% del PIB.

El objetivo contemplado en el Programa de Estabilidad vigente y comprometido con los socios europeos de la UEM es el 4,4% del PIB, lo que da idea del enorme esfuerzo de ajuste que deberían hacer el próximo año las administraciones públicas españolas, especialmente las comunidades autónomas para cumplir el objetivo. Dada, por otra parte, la rigidez del gasto de estas últimas administraciones a corto plazo y que un fuerte ajuste del mismo necesitaría medidas estructurales y cambios legislativos, por afectar a servicios públicos esenciales como la educación, la sanidad y otros servicios sociales (estas tres rúbricas suponen las dos terceras partes de su gasto), es muy difícil que puedan cumplir con el objetivo de déficit que les corresponde, el 1,3% del PIB, sin obtener ingresos suplementarios vía subidas de impuestos.

Otra consideración que cabe hacer a la vista de los planteamientos anteriores es que, si se llevan a cabo las políticas necesarias para reducir el déficit al 4,4% en 2012 partiendo del 7,9% en 2011, es decir, 3,5 pp del PIB, bien sea reduciendo gastos, aumentando los impuestos o mediante una combinación de ambas, el efecto contractivo sobre el crecimiento del PIB sería suficientemente elevado como para arrastrar a la economía española a una recesión. Si a ello se añaden la incertidumbre sobre la duración y los efectos de la crisis financiera y sobre el comportamiento de la economía mundial, especialmente de los países europeos, el crecimiento del PIB en el próximo año presenta muchos e importantes riesgos a la baja.