

Ahorro, capacidad de financiación y saldos financieros de la economía española en 2018

María Jesús Fernández*

La economía española registró en 2018 una capacidad de financiación frente al resto del mundo equivalente al 1,5% del PIB, por debajo de las cifras en torno al 2% de los cinco años anteriores. Aunque las empresas han mantenido su saldo positivo y el sector público se ha situado en una posición menos negativa, el factor explicativo de esta caída ha sido el retorno de los hogares a una posición de déficit financiero, que se había iniciado en 2017 tras ocho años seguidos con capacidad de financiación. La tasa de ahorro bruto de los hogares españoles se ha situado en el 4,9% de la renta disponible bruta, su nivel más bajo de toda la serie histórica que comienza en 1999. Con todo, la situación patrimonial de los hogares sigue siendo sólida, de modo que no se puede hablar de un factor de riesgo que pudiera inducir una corrección del consumo o una recesión. Pero de mantenerse las tendencias actuales, estaríamos ante un factor de vulnerabilidad que podría dar lugar, a medio plazo, a una situación de desequilibrio.

Uno de los factores sobre los que se ha sustentado el crecimiento de la economía española en los últimos años ha sido el vigor del consumo privado. El contrapunto ha sido la caída de la tasa de ahorro de los hogares hasta mínimos históricos –y también casi mínimos en comparación con el resto de economías desarrolladas– y la desaparición de su capacidad de financiación. Con los hogares y las administraciones públicas en situación de necesidad de financiación, son las empresas las que sostienen el superávit del conjunto de la economía.

En los próximos apartados de este artículo se describe el comportamiento de los saldos financieros y no financieros de los sectores institucionales de la economía española en 2018, relacionándolos con su evolución desde el estallido de la crisis, y comparándolos con el resto de países europeos. Se finaliza con un capítulo de conclusiones.

Los hogares

La renta disponible bruta (RDB) de los hogares creció un 3,2% en 2018, la tasa más elevada

* Funcas

desde 2008. Este incremento fue el resultado, fundamentalmente, de un crecimiento del empleo asalariado del 2,7%, una subida del salario medio del 1,4%, un aumento de las prestaciones sociales recibidas del 3,8% (el mayor incremento desde 2010, derivado, en gran medida, de la revalorización de las pensiones) y, finalmente, un crecimiento de las rentas netas de la propiedad (intereses y dividendos) del 5,4%.

En términos nominales, el volumen de la RDB (773.000 millones de euros), ya supera ampliamente el máximo anterior a la crisis, aunque debido al mayor crecimiento de los precios de consumo a lo largo del periodo, en términos reales aún es inferior al mismo en un 6%.

La tasa de ahorro de los hogares españoles (4,9% de la renta disponible bruta) está claramente por debajo de la media de la eurozona (12%) y es una de las más bajas de la Unión Europea. Además, su evolución a lo largo del tiempo se caracteriza por una mayor volatilidad.

El gasto en consumo final, por su parte, se incrementó un 4% en términos nominales en

2018, lo que supuso tan solo una leve desaceleración con respecto al año anterior. Como consecuencia del crecimiento del gasto superior al crecimiento de la RDB, el volumen de ahorro de los hogares sufrió un retroceso por quinto año consecutivo, dando lugar a una caída de la tasa de ahorro bruto hasta el 4,9% de la RDB, su nivel más bajo de toda la serie histórica que comienza en 1999.

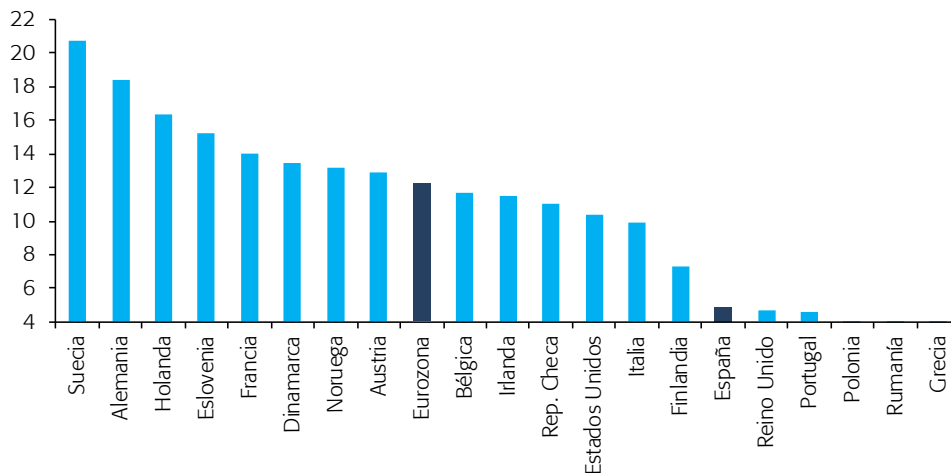
Esta tasa se encuentra notablemente por debajo de la media de la eurozona (gráfico 1), que se mueve en torno al 12%, y es una de las más bajas de la Unión Europea (UE) –solo Grecia, Portugal y Reino Unido tienen una tasa inferior, junto a algunos países del Este–. Además, su evolución a lo largo del tiempo es más volátil. Las tasas de ahorro más elevadas se observan en Alemania, con un 18,4% en 2018, y Suecia, con un 20,7%, en ambos casos, además, en ascenso.

Los motivos que pueden explicar un descenso tan acusado de la tasa de ahorro son difíciles de comprender, siendo este asunto merecedor de un estudio en profundidad. En principio puede haber factores tanto estructurales como coyunturales: envejecimiento de la población, bajos tipos

Gráfico 1

Tasa de ahorro bruto de los hogares en 2018

(Porcentaje de la RDB)



Fuentes: Eurostat y US Bureau of Economic Analysis.

de interés, efecto riqueza, reducción de la renta disponible en amplias capas de la población en comparación con los años anteriores a la crisis, la reducción de la tasa de desempleo o el efecto del “consumo embalsado”. No obstante, estos posibles motivos no parecen suficientes, teniendo en cuenta que todos ellos, o casi todos, afectan igualmente a los países de nuestro entorno, y sin embargo sus tasas de ahorro siguen trayectorias muy diferentes a la española.

La caída en el nivel del ahorro, unida al crecimiento de la inversión de los hogares (fundamentalmente en vivienda), ha dado lugar a una ampliación de su déficit financiero, desde el 0,4% del PIB registrado el año anterior (el primer saldo negativo desde 2008) hasta un 1,2% del PIB. Esta inflexión desde una situación de superávit financiero de los hogares a una situación de déficit constituye un cambio relevante en el patrón de crecimiento que ha mostrado la economía nacional desde el inicio de la recuperación.

Dentro de la UE, excluyendo los países del Este y algunas pequeñas economías, solo los hogares de Grecia y Reino Unido, además de los españoles, presentaban un saldo financiero negativo en 2018 (gráfico 2). Destaca la holgada posición

superavitaria de los hogares alemanes (un 5,2% de su PIB) y suecos (un 6,9%).

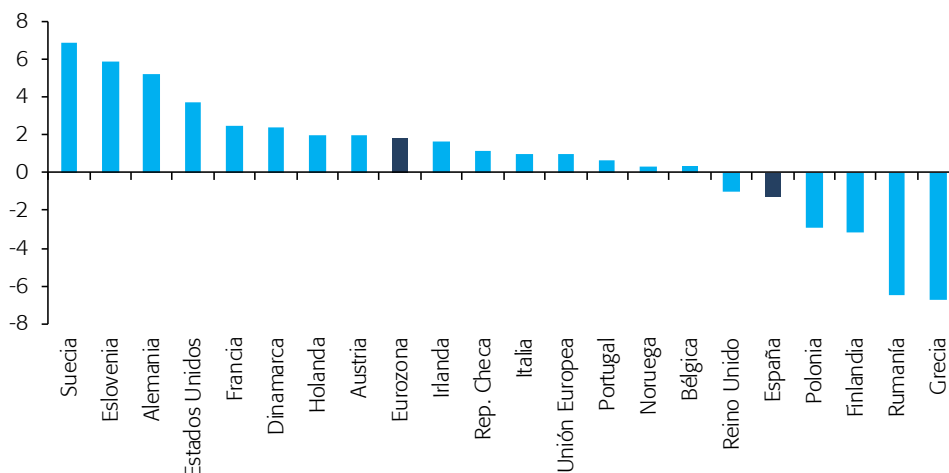
Aunque el endeudamiento de los hogares no se ha incrementado en términos nominales, y a nivel macroeconómico no sea preocupante, sí puede serlo a nivel microeconómico para los individuos con ciertos niveles de renta, cuya vulnerabilidad puede estar aumentando.

Pese a esta necesidad de financiación que reflejan las cuentas no financieras de la Contabilidad Nacional, el endeudamiento de los hogares no se ha incrementado en términos nominales. En parte esto se debe a que las cuentas financieras elaboradas por el Banco de España no reflejan una necesidad de financiación, sino un superávit (si bien ya muy reducido en 2018), como consecuencia fundamentalmente de diferencias entre esta estadística y las cuentas no financieras del INE en cuanto a la clasificación sectorial de individuos como hogares o sociedades no financieras. Otro motivo es que, según dichas cuentas financieras, pese a que los hogares contrajeron deudas en términos netos en 2018 por primera vez desde 2010 (es decir, el volumen de nuevos préstamos fue superior a las

Gráfico 2

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de los hogares en 2018

(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Eurostat y US Bureau of Economic Analysis.

amortizaciones), el valor de su deuda agregada descendió, debido fundamentalmente a cancelaciones de deudas previamente contraídas. Por otra parte, otros pasivos de los hogares, como créditos comerciales o cuentas pendientes de pago, se hallan en ascenso, de modo que el total de pasivos de los hogares experimentó un incremento en 2018.

En suma, la ratio de endeudamiento en relación a la RDB ha seguido descendiendo, y el pasado año se situó en el 97%, el nivel más bajo desde 2003. Además, la carga que supone para los hogares el pago de la deuda (amortización e intereses) también sigue a la baja, y al final de 2018 era incluso inferior a la de comienzos del siglo. Esto se explica por la fuerte caída de los pagos en intereses.

A lo anterior se suma el incremento de la riqueza inmobiliaria como consecuencia de la recuperación del precio de la vivienda. La situación patrimonial de los hogares, por tanto, sigue siendo sólida, de modo que, pese a esa necesidad de financiación, no se puede hablar de un factor de riesgo que pueda inducir una corrección del consumo y una recesión. No obstante, hay que vigilar su evolución, ya que de mantenerse las tendencias actuales sí se podría llegar a medio plazo a una situación de desequilibrio. Además, aunque por sí mismo no sea desencadenante de una recesión, supone un factor de vulnerabilidad que agravaría esta en caso de producirse, ya que el ajuste en el nivel de gasto que tendrían que realizar los hogares para recomponer su situación financiera sería más intenso. Por otra parte, aunque el endeudamiento no sea preocupante a nivel macroeconómico, sí puede serlo a nivel microeconómico, para los individuos de ciertos niveles de renta, cuya vulnerabilidad puede estar aumentando.

Las sociedades no financieras

El excedente bruto de explotación (EBE) de las sociedades no financieras moderó su tasa de crecimiento en 2018 hasta un 2%. El EBE unido a los ingresos netos recibidos por intereses y otras rentas de la propiedad, conformaron una renta empresarial que ascendió a la suma de 305.000 millones de euros, que tras el pago de impuestos y prestaciones sociales se quedó en 273.000 millones de euros.

El 22% de dicha suma se destinó al pago de dividendos (el segundo porcentaje más bajo de toda la serie histórica, después de 2010), y el resto, equivalente al 17,7% del PIB, constituyó el ahorro empresarial. El 88% de dicho ahorro se destinó a financiar la inversión, superior esta en un 6,4% a la del año anterior. Puesto que su ahorro ha sido superior a su inversión, las sociedades no financieras españolas generaron en su conjunto una capacidad de financiación equivalente al 2,5% del PIB. Desde 2009 este sector ha presentado un saldo financiero positivo de forma ininterrumpida.

Dicho superávit es superior al registrado por el conjunto de la eurozona (un 0,8% del PIB del área, gráfico 3). La capacidad de financiación de las empresas alemanas fue del 1,4% del PIB, mientras que su saldo fue deficitario en Francia, Austria y Portugal, así como en el Reino Unido.

El 88% del ahorro empresarial de 2018 se destinó a financiar la inversión, que creció en un 6,4% respecto al año anterior. Puesto que su ahorro fue superior a la inversión, las sociedades no financieras generaron una capacidad de financiación equivalente al 2,5% del PIB, superávit que es superior al registrado para el conjunto de la eurozona (0,8% del PIB).

Pese a presentar un excedente financiero en 2018, las empresas no financieras españolas aumentaron ligeramente su volumen de deuda, desde 1.124 miles de millones de euros hasta casi 1.126 miles de millones, si bien en relación al PIB esta ha seguido descendiendo. Las empresas han destinado dichos pasivos nuevos netos contraídos, junto al excedente derivado de su capacidad de financiación, a adquirir activos financieros, concretamente participaciones de capital, así como depósitos.

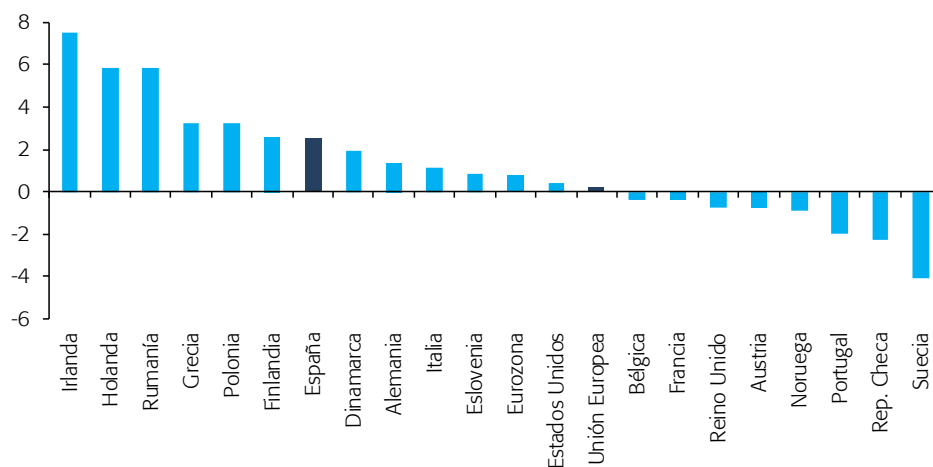
Las administraciones públicas

El ahorro generado por las administraciones públicas (AA.PP.), entendido este como la diferencia entre sus ingresos corrientes y sus gastos

Gráfico 3

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de las sociedades no financieras en 2018

(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Eurostat y US Bureau of Economic Analysis.

corrientes, alcanzó en 2018 un saldo negativo de 1.679 millones de euros. Es el mejor resultado desde que este sector comenzó a registrar tasas de ahorro negativas, en 2009, lo que ha hecho posible que, pese al intenso crecimiento de la inversión pública en 2018, su necesidad de financiación (el déficit público) se haya reducido hasta un 2,48% del PIB. No obstante, esa mejora del saldo público

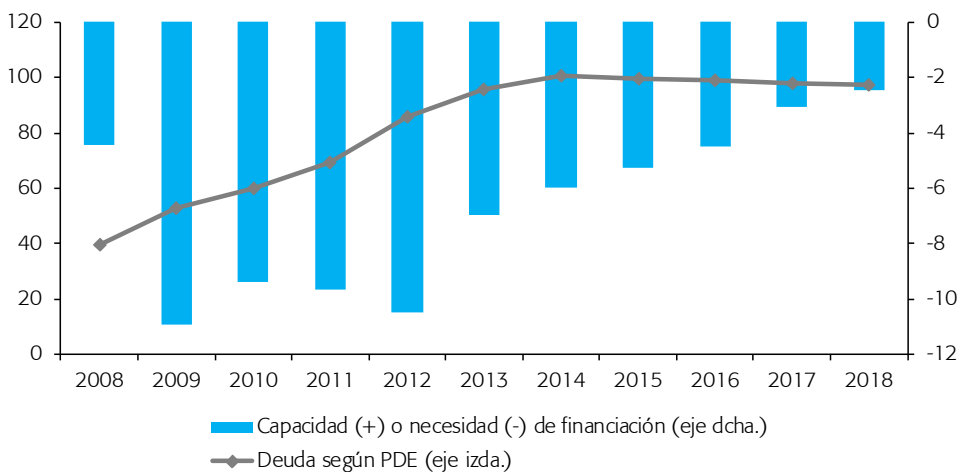
esconde un estancamiento del déficit estructural (el saldo resultante de eliminar los ingresos y gastos debidos exclusivamente a la posición del ciclo).

Por niveles territoriales, la necesidad de financiación de la Administración Central fue del 1,36% del PIB, la de la Seguridad Social alcanzó el 1,4% del PIB y la de las comunidades autónomas

Gráfico 4

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de las AA.PP. y deuda pública según PDE

(Porcentaje del PIB)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

se situó en el 0,23% del PIB. Las corporaciones locales obtuvieron un superávit del 0,5%.

La necesidad de financiación de las AA.PP. condujo a un incremento del 2,5% en su volumen de deuda en términos del Procedimiento de Déficit Excesivo, aunque la ratio en relación al PIB experimentó un descenso de un punto porcentual hasta el 97,1% (gráfico 4).

El ahorro y la capacidad de financiación de la economía española

El ahorro nacional bruto (la suma del generado por todos sus sectores) ascendió al 22,9% del PIB, tasa prácticamente igual a la del año anterior. La mejora de la tasa de ahorro de las AA.PP. (que fue menos negativa) compensó casi en su totalidad el descenso de la del resto de agentes, incluyendo las sociedades financieras.

La formación bruta de capital del conjunto de la economía nacional, por su parte, aumentó ocho décimas porcentuales hasta el 21,9% del PIB. Como resultado de todo ello, teniendo en cuenta el saldo neto de transferencias de capital recibidas desde el exterior, la economía nacional registró una capacidad de financiación frente al resto del

mundo equivalente al 1,5% del PIB. Este resultado se encuentra por debajo de las cifras registradas, en torno al 2%, entre 2013 y 2017.

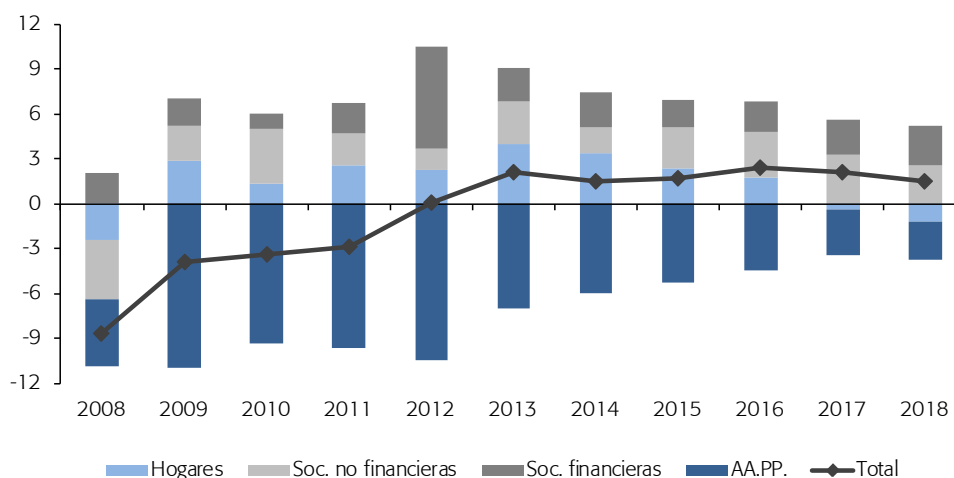
La capacidad de financiación que ha mantenido la economía española a lo largo de los últimos años ha hecho posible la reducción del saldo deudor neto de la posición de inversión internacional española hasta un 53,9% del PIB en 2018. Pese a ello, la posición española sigue siendo una de las más deudoras de la Unión Europea.

Durante el periodo posterior al estallido de la crisis, los hogares y las sociedades financieras y no financieras mantuvieron una capacidad de financiación positiva que contrarrestaba la posición fuertemente negativa de las AA.PP., reflejo de los procesos opuestos y simultáneos de desendeudamiento por parte del sector privado y endeudamiento por parte del sector público. En 2017 y, sobre todo, en 2018 se ha producido un cambio en dicho patrón, consistente en una posición menos negativa del sector público y un cambio en la posición de los hogares de superavitaria a deficitaria, mientras que las empresas han mantenido su saldo positivo (gráfico 5).

Gráfico 5

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la economía española. Composición sectorial

(Porcentaje del PIB)

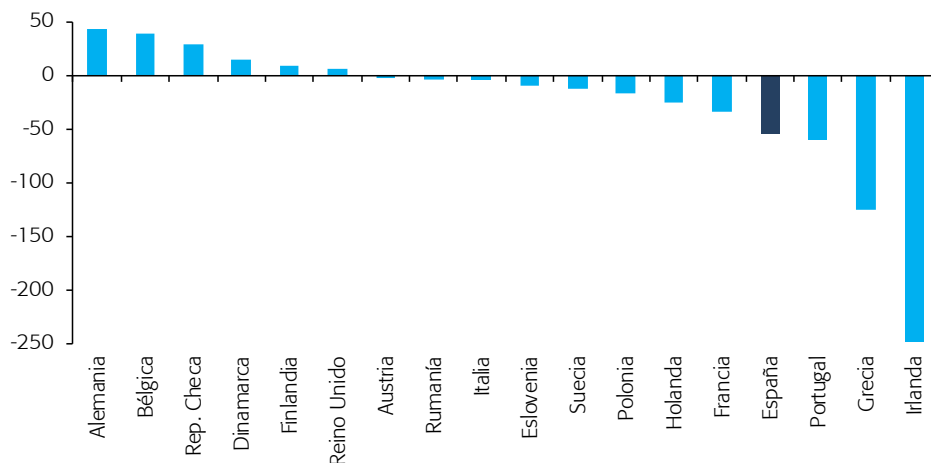


Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

Gráfico 6

Posición de inversión internacional neta excluyendo instrumentos no susceptibles de impago en 2018

(Porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat.

La capacidad de financiación que ha mantenido la economía española a lo largo de los últimos años ha hecho posible la reducción del saldo deudor neto de la posición de inversión internacional española, excluyendo los instrumentos no susceptibles de impago, desde un 78,3% del PIB en 2009 hasta un 53,9% del PIB en 2018. Pese a ello, la posición española sigue siendo una de las

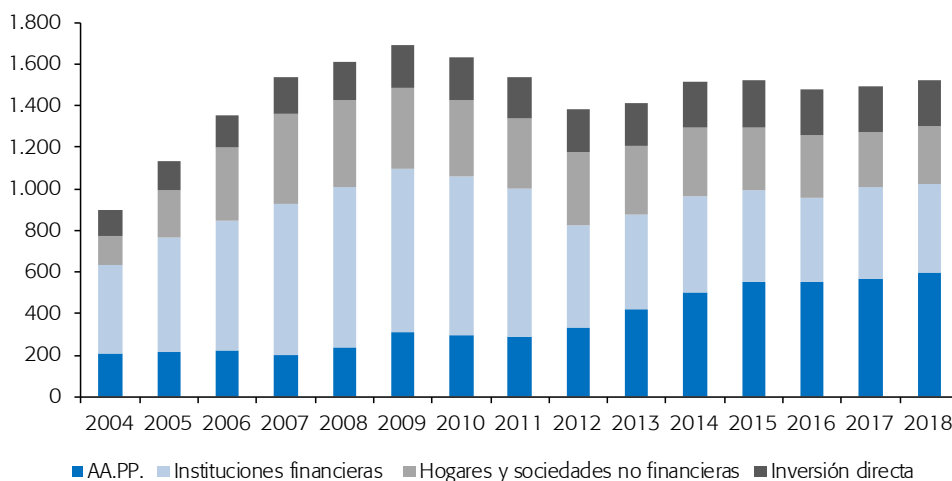
más deudoras de la UE: los únicos países que presentan un saldo más negativo son Grecia, Chipre y Portugal (además de los casos particulares de Irlanda y Luxemburgo) (gráfico 6).

Un nivel tan elevado de deuda implica una vulnerabilidad frente al exterior, ya que en situaciones de recesión y tensiones en los mercados

Gráfico 7

Deuda externa bruta española y su composición (excluyendo Banco de España)

(Miles de millones de euros)



Fuente: Banco de España.

financieros puede generar desconfianza en cuanto a la solvencia de nuestra economía. Es necesario, por tanto, que España siga manteniendo una capacidad de financiación positiva, para continuar reduciendo la deuda externa.

En este sentido, resultaría conveniente que los hogares mantuviesen una capacidad de financiación positiva, como sucedió hasta 2017, pese a que esto suponga un menor crecimiento del consumo y del PIB a corto plazo. Lo mismo se puede decir del sector público, máxime teniendo en cuenta que es el titular de casi el 40% de la deuda externa bruta española (excluyendo la correspondiente al Banco de España), frente al 18% que suponía en 2009 (gráfico 7).

Conclusión

Uno de los rasgos más destacados de la evolución reciente de la economía española es el retorno de los hogares a una situación de déficit financiero, tras ocho años con capacidad de financiación –entre 2009 y 2016–. El motivo es la caída de su tasa de ahorro hasta niveles muy reducidos en comparación con los países de nuestro entorno, fenómeno que merece un estudio en

profundidad. Esta situación ha contribuido a impulsar el crecimiento económico en los últimos años, siendo uno de los factores que explican nuestro diferencial favorable con respecto a la eurozona. Pero también supone que el ajuste del consumo será más severo cuando llegue la fase descendente del ciclo económico.

Así, con los hogares y las administraciones públicas en situación de necesidad de financiación, todo el peso del sostenimiento del superávit exterior de la economía española, necesario para seguir reduciendo nuestra posición fuertemente deudora frente al exterior y para mantener la confianza en cuanto a nuestra solvencia, recae únicamente sobre las empresas, lo que hace a nuestra economía más vulnerable. Además, las empresas son las que realizan el grueso de la inversión productiva en una economía, y, por tanto, lo deseable sería que destinaran a ello la mayor cantidad posible de recursos aunque para ello requiriesen financiación, y que el resto de sectores –hogares y administraciones públicas– generasen el excedente necesario para financiar la misma. No obstante, el que las empresas generen capacidad de financiación es un fenómeno muy habitual entre las economías desarrolladas, especialmente a partir del estallido de la crisis financiera de 2008.