

Economía Internacional

REFLEXIONES SOBRE EL AHORRO EN EL CONTEXTO INTERNACIONAL

Sergio Fernández Sanz y Raquel Vázquez Fernández (*)

1. INTRODUCCIÓN

El presente trabajo tiene por objeto analizar la evolución de los principales componentes del ahorro nacional y realizar una breve reflexión acerca de las implicaciones que la negativa evolución ya duradera de algunas de las principales magnitudes económicas y financieras de las áreas de referencia pudieran tener en el ahorro de estas economías. El proceso no resulta en modo alguno sencillo, por cuanto intervienen de forma dinámica variables de muy diversa índole: económicas y políticas, macroeconómicas y financieras, empresariales y familiares, etc. Asimismo, es posible identificar cómo se han alcanzado cotas máximas de divergencia en el comportamiento de los diferentes componentes del ahorro en las distintas economías.

Precisamente por todos estos motivos, y habida cuenta de la elevada incertidumbre internacional actual –cuyas fuentes también muestran un variopinto origen–, creemos que cobra mayor relevancia el análisis. Se comienza, en el siguiente apartado, con una revisión de la evolución de las principales variables económicas y financieras y de los distintos componentes del ahorro, desde la doble perspectiva de la tendencia mostrada en el largo plazo y del comportamiento más reciente. A continuación, se evalúan algunas de las implicaciones que el contexto macroeconómico previsto para los próximos semestres puede tener en el comportamiento de los distintos agentes y en un posi-

ble cambio de tendencia hacia una mayor convergencia.

2. LOS COMPONENTES DEL AHORRO Y LAS VARIABLES ECONÓMICO-FINANCIERAS

El brusco cambio de escenario macroeconómico registrado en las economías industrializadas a partir del segundo semestre de 2000 ha tenido como principal protagonista a los EE.UU., que después de prácticamente una década de inagotable crecimiento –especialmente intenso en la segunda mitad de los noventa con un crecimiento promedio superior al 4 por 100– inició una brusca desaceleración impulsada por un agudo proceso de corrección de inventarios y de la inversión en bienes de alta tecnología. Este brusco cambio de fase de la economía estadounidense rápidamente se contagió a otras regiones, en particular a los países asiáticos –con una alta dependencia de las exportaciones de bienes tecnológicos– siendo Japón el principal perjudicado al conjugarse la endémica debilidad de su demanda doméstica con el declive de las exportaciones. En el Área Euro el contagio se produjo vía un acusado deterioro de las expectativas empresariales que ha provocado un fuerte debilitamiento de la inversión empresarial.

La rapidez con que se ha producido este cambio de fase ha llevado a poner en duda la sostenibilidad de los desequilibrios generados

por la economía estadounidense durante estos años de rápido crecimiento. Entre éstos sobresale sin duda el elevado endeudamiento neto del sector privado, que destaca tanto por su magnitud –el “desahorro” del sector privado alcanzó un 6,5 por 100 del PIB en 2000– como por su rápido crecimiento –en 1992 la tasa de ahorro del sector privado era del 12 por 100–. En concreto, el rápido descenso de la tasa de ahorro de las familias en EE.UU. hasta mínimos históricos ha sido objeto de debate, que se ha extendido a la discusión sobre el nivel adecuado de ahorro para una economía, debido a los importantes efectos macroeconómicos de dicha variable (OCDE; 2000). Mientras la sostenida tendencia descendente mostrada por la tasa de ahorro durante las dos últimas décadas en los países industrializados podría constituir un estímulo al consumo en el medio plazo, también afectaría negativamente al nivel de inversión requerido para un rápido progreso tecnológico. Ello lleva a plantearse cuáles son los determinantes de la tasa de ahorro doméstico y a analizar las restantes categorías de ahorro que matizan una interpretación demasiado alarmista de la evolución del ahorro doméstico.

2.1. El ahorro de las familias

El ahorro doméstico surge ante el deseo de las familias de suavizar su pauta de consumo a lo largo de su vida ante un flujo irregular de rentas que varía en función de la edad del consumidor y se ve afectado por fluctuaciones cíclicas. La teoría del ciclo vital afirma que los individuos ahorran para distribuir su consumo de manera uniforme a lo largo de toda su vida, de forma que su pauta de consumo–ahorro estará en función de su renta permanente –que incluye tanto el nivel presente de renta disponible como su nivel esperado de renta futura–. Por tanto, únicamente cuando los consumidores anticipen cambios permanentes en su nivel de renta, bien sea como resultado de un *shock* presente o por un cambio en sus expectativas de ingresos futuros, asistiremos a un cambio en la pauta de consumo–ahorro de las familias.

La tasa de ahorro de las familias ha exhibido en la mayoría de los países industrializados dos rasgos principales. En primer lugar, el porcentaje sobre renta disponible ha mostrado una elevada disparidad entre las diversas economías, siendo EE.UU. estructuralmente el país con menor tasa de ahorro y Japón el que cuenta con la

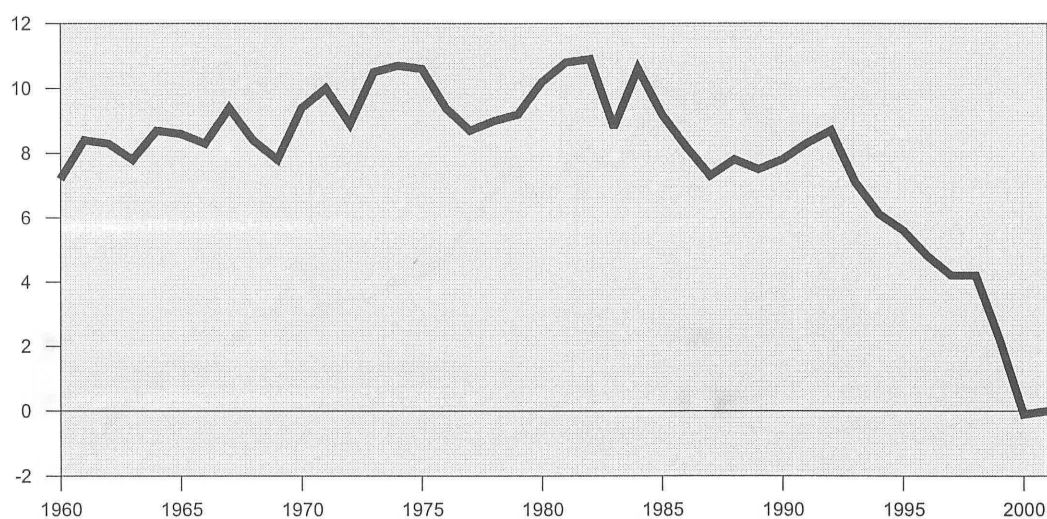
más elevada. En segundo lugar, la tasa de ahorro mantuvo una senda ascendente desde la década de los sesenta hasta mediados de los setenta, para estabilizarse posteriormente e iniciar una etapa de caída a partir de finales de los setenta, aunque siguiendo una pauta diferente en cada país. Así, en EE.UU. la tasa de ahorro de las familias se caracterizó en las décadas de los sesenta y setenta por una elevada estabilidad, manteniéndose en un rango en torno al 9–10 por 100, para iniciar un sostenido descenso a lo largo de las dos últimas décadas. De este modo, a finales de la década de los noventa la tasa de ahorro en esta economía se situaba en niveles en torno al 0 por 100 (gráfico 1).

En Japón, la tasa de ahorro aumentó rápidamente hasta mediados de los setenta, pero, al igual que en EE.UU., ésta inició una pauta descendente a partir de entonces. Desde alcanzar en 1974 un máximo en torno al 27 por 100, la tasa de ahorro de las familias experimentó un declive hasta niveles del 12 por 100 a finales de la década de los noventa (gráfico 2).

Paralelamente, en la zona euro la tasa de ahorro creció rápidamente hasta mediados de los setenta hasta alcanzar máximos cercanos al 18 por 100, iniciando desde entonces una senda descendente que únicamente se vería truncada de forma transitoria en 1990–91. A finales de esta década la tasa de ahorro en la región se situaba en niveles en torno al 9 por 100 (gráfico 3).

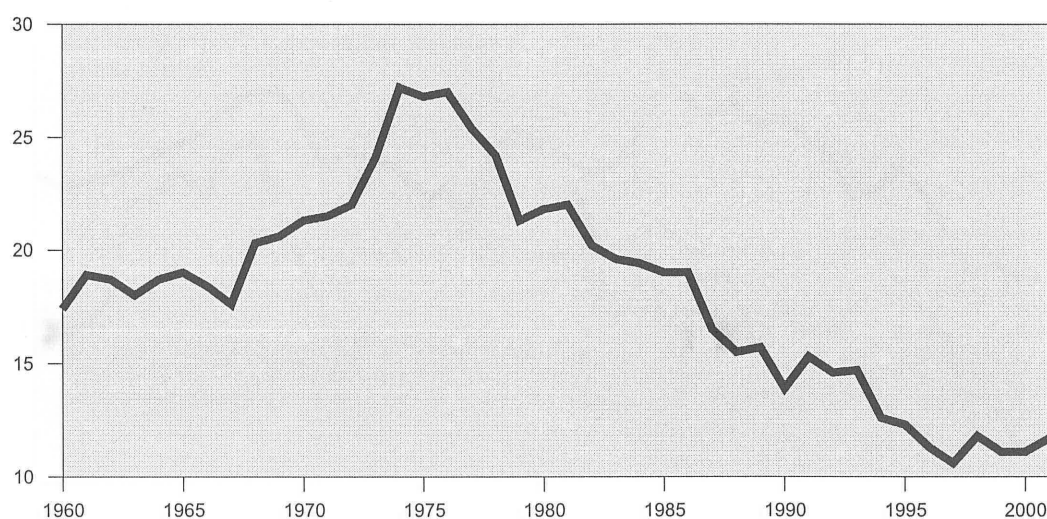
Dentro de esta pauta común de comportamiento mostrada por la tasa de ahorro en las diversas economías, llama la atención el patrón más irregular presentado por ésta en Alemania y Reino Unido, países en los que la senda descendente de esta ratio en las dos últimas décadas ha sido menos evidente y en donde ésta ya estaba en niveles comparativamente más bajos en las décadas de los sesenta y setenta (gráfico 4). En Alemania, la tasa de ahorro de las familias creció hasta el 13 por 100 en 1975 para iniciar a partir de ese momento una tendencia descendente que se vio interrumpida a finales de la década de los ochenta, como resultado de la reforma fiscal puesta en marcha en ese período. En la actualidad, la tasa de ahorro en Alemania se sitúa en el 10 por 100, retornando a niveles de la década de los sesenta. En el caso del Reino Unido, la tasa de ahorro partía de niveles muy bajos (0,6 por 100 en 1960), aumentando

GRÁFICO 1
TASA DE AHORRO DE LAS FAMILIAS EN EE.UU.
 (Porcentaje renta disponible)



Fuente: OCDE.

GRÁFICO 2
TASA DE AHORRO DE LAS FAMILIAS EN JAPÓN
 (Porcentaje renta disponible)

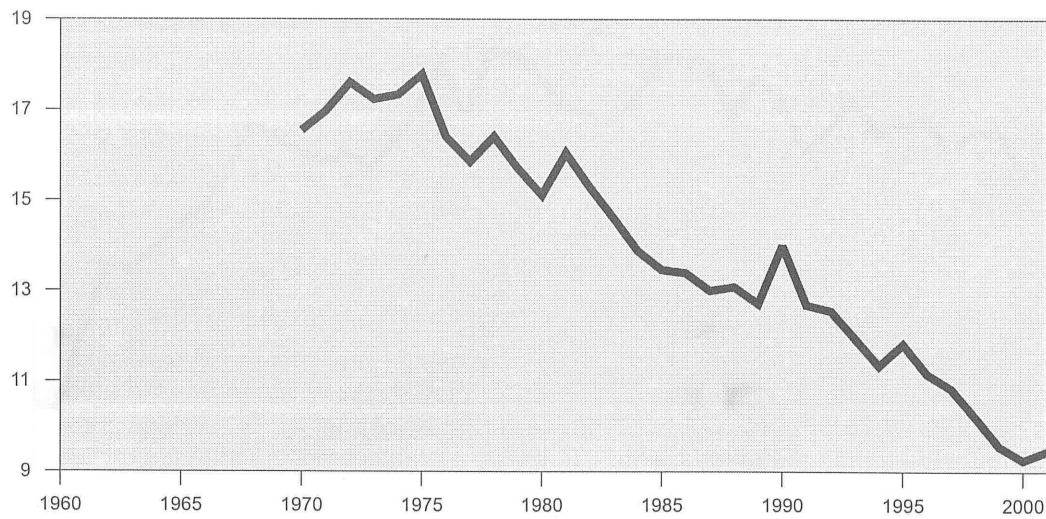


Fuente: OCDE.

de forma continuada hasta principios de los ochenta cuando alcanzó niveles cercanos al 12 por 100. Tras protagonizar un marcado descenso a lo largo de esta década, la tasa de ahorro de las familias inició una rápida recuperación en la primera mitad de la década de los no-

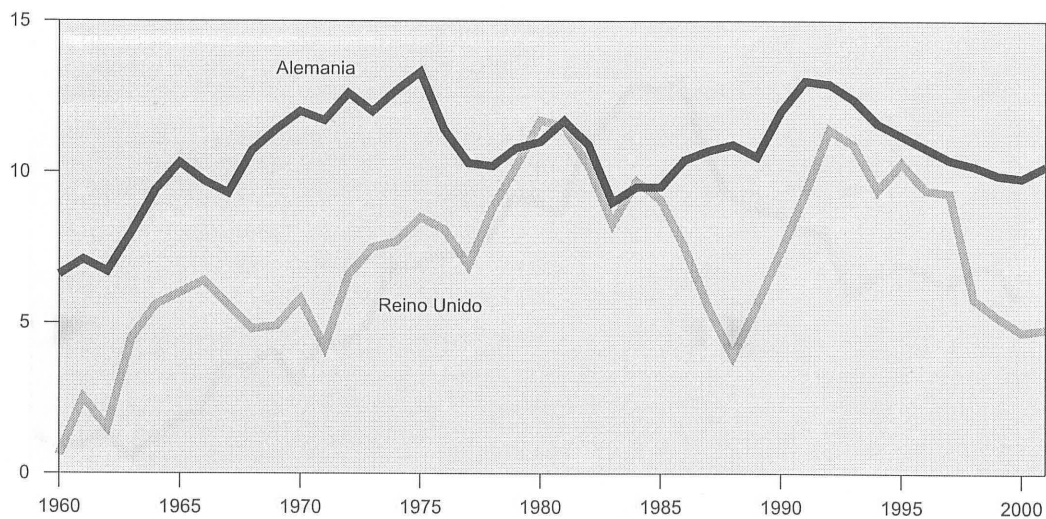
venta, para situarse en la actualidad en niveles en torno al 5 por 100, al igual que a mediados de los sesenta. Obsérvese cómo la estructura económica y empresarial, así como la configuración de sus respectivos sistemas financieros, -y de las economías anglosajonas, frente a las eu-

GRÁFICO 3
TASA DE AHORRO DE LAS FAMILIAS EN EL ÁREA EURO
 (Porcentaje renta disponible)



Fuente: OCDE.

GRÁFICO 4
TASA DE AHORRO DE LAS FAMILIAS
 (Porcentaje renta disponible)



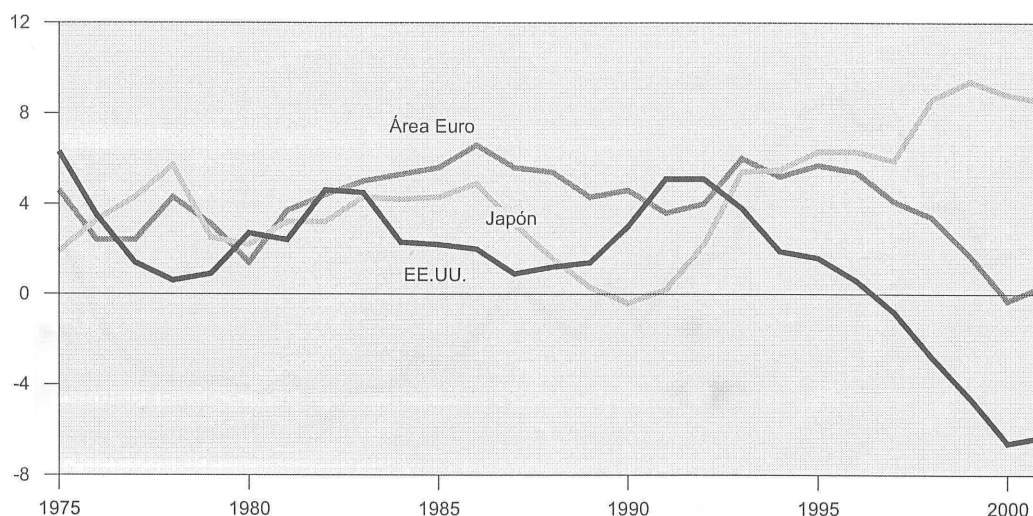
Fuente: OCDE.

ropeas continentales y a la japonesa-, son muy visibles en las respectivas tasas de ahorro, las cuales son estructuralmente más bajas en Estados Unidos y Reino Unido.

En las economías desarrolladas, casi por de-

finición podemos decir que el sector familias es el agente ahorrador –u oferente de fondos– por excelencia, mientras que el resto de sectores muestran notables variaciones en su posición neta, tanto en volumen como en signo. Conviene, por tanto, analizar también la posición del

GRÁFICO 5
POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO
 (Porcentaje PIB)



Fuente: OCDE.

conjunto del sector privado –añadiendo las empresas, fundamentalmente–, por cuanto en la realidad no se cumple plenamente la “ausencia del velo societario”. Esta teoría sostiene que es posible identificar una correlación (negativa) entre el ahorro de las empresas y el de las familias, ya que al ser las familias las propietarias de las empresas les resulta indiferente ahorrar por uno u otro canal. De esta forma, cuando ahorra un sector “desahorra” el otro, tomando forma el agregado de proceso estacionario sin tendencia. De la observación de los datos reales actuales y de períodos precedentes no se infiere tal comportamiento, sino que se han intensificado las tendencias observadas para las tasas de ahorro de las familias de las diferentes economías.

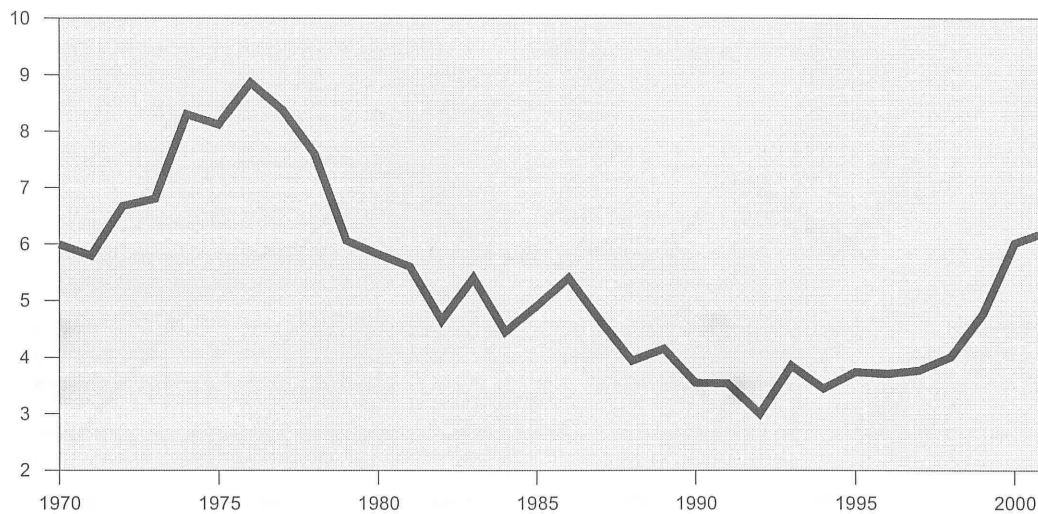
En efecto, en EE.UU. y la zona euro los saldos financieros del sector privado han mostrado también una clara evolución a la baja, alcanzando, como decíamos anteriormente, más de un –6 por 100 sobre el PIB en el caso de la economía norteamericana y situándose también por debajo de 0 por 100 para el conjunto de economías europeas en el año 2000 (gráfico 5). En ambos casos, podemos decir que el aporte de reducción del ahorro ha venido por la doble vertiente de empresas y familias, que han asumido niveles muy superiores de endeudamiento en los últimos años. Así, en EE.UU. las familias han

aumentado su endeudamiento (sobre el total de renta disponible) en más de 20 p.p. en apenas 5 años, algo parecido a lo que ha realizado el agregado empresarial.

Todos estos registros se encuentran muy lejos del rango en el que venían moviéndose dichas magnitudes, lo que ha proporcionado otro foco de preocupación para algunas de las principales organizaciones económicas transnacionales. Veremos, en todo caso, que conviene también matizar el temor y anticipar que mucho tiene que ver el intenso cambio de comportamiento del sector público, sin olvidar el efecto de las elevadas dosis de optimismo que han acompañado al período de fuerte y extenso crecimiento económico.

Por último, nos interesa complementar el análisis del ahorro de las familias en las diferentes economías con el estudio de la posible convergencia de comportamiento. Para ello, utilizaremos una sencilla medida, muy utilizada para el análisis de la convergencia en el crecimiento económico –véase, por ejemplo, Sala-i-Martin (1996)–. Se trata del análisis de Sigma-convergencia, el cual consiste en el cálculo de la desviación típica de las observaciones de cada año, de tal forma que si aquella disminuye implícitamente se asume menor dispersión y, por tanto, convergencia.

GRÁFICO 6
DESVIACIÓN TÍPICA DE LAS TASAS DE AHORRO DE LAS FAMILIAS
EE.UU., Japón y Área Euro



Fuente: OCDE.

En lo que a tasa de ahorro de las familias se refiere, en los 5 últimos años ha aumentado notablemente la dispersión, hasta niveles no vistos desde la década de los setenta pese a la tendencia a la baja que presentaba la práctica totalidad de economías (gráfico 6). El origen de la mayor dispersión hay que atribuirlo fundamentalmente al comportamiento de EE.UU., y a su intensa tendencia hacia registros negativos de tasa de ahorro familiar en el año 2000. Algo similar, aunque en sentido contrario, a lo que ocurrió en la década de los setenta.

2.2. La posición del sector público

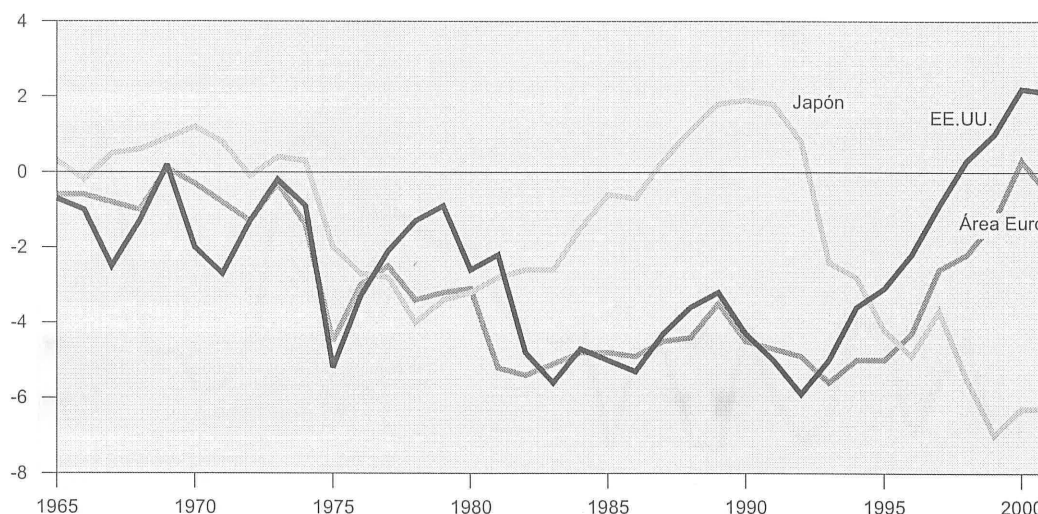
Otro agente especialmente relevante cuando se habla de los componentes del ahorro nacional es el sector público, no tanto por la magnitud de sus agregados, sino por los efectos que puede ocasionar en el comportamiento de otros sectores. De hecho, en la literatura económica habitualmente se refieren dos tipos de relaciones: por un lado, con el sector privado se le supone una correlación negativa mediante la existencia de mecanismos de "equivalencia ricardiana" –los sectores privados ahorran en previsión cuando "desahorra" el sector público–, y, por otro, con el sector exterior, también de forma asimétrica, como necesario ajuste de las necesidades de financiación o inversión de la

economía. Especialmente evidente ha sido en la década de los noventa la relación entre ahorro público y privado.

Asimismo, resulta clara la fuerte relación que existe entre el saldo del sector público y la marcha de la economía. De este modo, en los últimos 10 años se observa cómo en EE.UU. y la zona euro el ahorro del sector público –aproximado por el saldo de sus cuentas anuales– ha seguido una fuerte tendencia al alza, después de los primeros años de debilidad económica. Así, recientemente ha sido posible alcanzar registros positivos en ambas economías, algo no visto desde el año 1969. Mientras, por su parte, en la economía japonesa se observa el proceso contrario, también con notable virulencia, tras el fortísimo crecimiento experimentado en los años previos, de excepcional expansión económica. En este sentido, la deteriorada situación actual de la economía japonesa ha colocado el déficit público en registros históricos, claramente más allá del 6 por 100 sobre el PIB (gráfico 7).

Siguiendo el mismo patrón de razonamiento se justifica con facilidad la tendencia bajista experimentada durante la década de los años setenta. Asimismo, en el gráfico de los saldos públicos se observa un patrón relativamente paralelo en EE.UU. y Europa, mientras que desde

GRÁFICO 7
SALDO DEL SECTOR PÚBLICO
 (Porcentaje s/PIB)



Fuente: OCDE.

hace varias décadas Japón desvió su comportamiento. Independientemente de que achaquemos buena parte de la culpa a la asincronía cíclica de estos bloques económicos, hay que buscar también motivos en la adopción de políticas económicas con un claro componente de austeridad presupuestaria en los gobiernos occidentales.

Observando el gráfico de desviación típica de los saldos del sector público (gráfico 8) es aún más evidente el fuerte proceso de divergencia seguido en los últimos cinco años por estas magnitudes económicas, alcanzándose máximos históricos en dispersión. Aunque todavía es pronto para emitir un juicio al respecto, parece que dicha evolución se ha detenido y durante el presente año se empieza a identificar un cambio de tendencia, al hilo del cambio experimentado por las perspectivas económicas.

2.3. La evolución del sector exterior

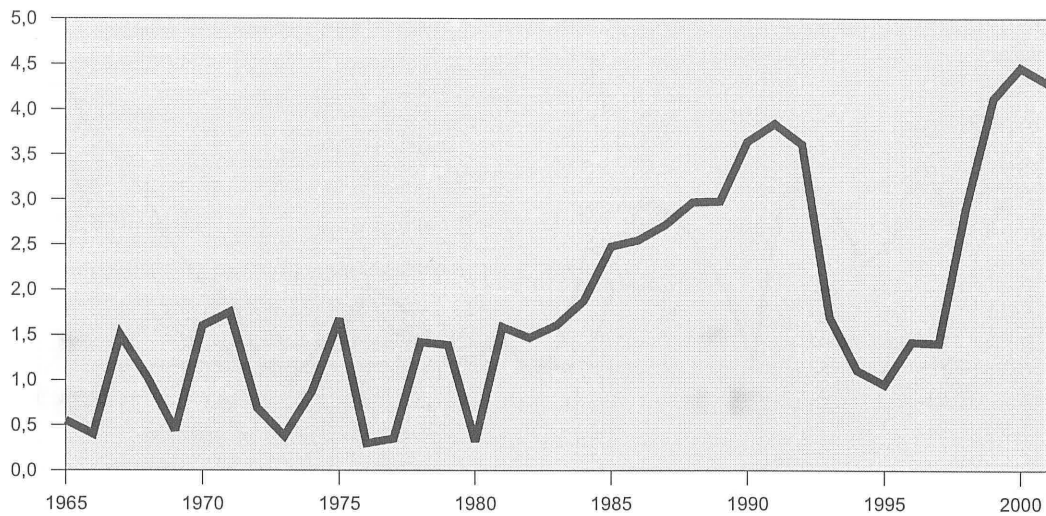
Durante los últimos años el déficit corriente estadounidense se ha ampliado hasta colocarse en niveles por encima del 4 por 100 del PIB, más de un p.p. superior al mayor registro de mediados de los años ochenta. Entre las justificaciones lógicas para dicho comportamiento encontramos la fortaleza de la economía esta-

dounidense y de su divisa, que han derivado en una intensa demanda de importación. Sin embargo, para nuestro caso, nos interesa ver la otra cara de la moneda y atender a lo que ello implica de necesidad de financiación o de recepción de capitales extranjeros (gráfico 9).

En efecto, especialmente relevante ha sido el volumen de flujos financieros recibidos por los Estados Unidos por parte de los otros dos grandes bloques económicos. A este significativo movimiento de capitales a favor de la economía americana subyace la búsqueda de una mayor rentabilidad de la inversión del ahorro generado –de los recursos excedentarios, que buscan facilitar un mayor consumo futuro–. El fuerte crecimiento económico, la proliferación de exitosos proyectos empresariales y el notable desarrollo de los mercados de capitales parecían garantizar una mayor rentabilidad esperada para la inversión directa, y buena parte de la de cartera, en territorio estadounidense.

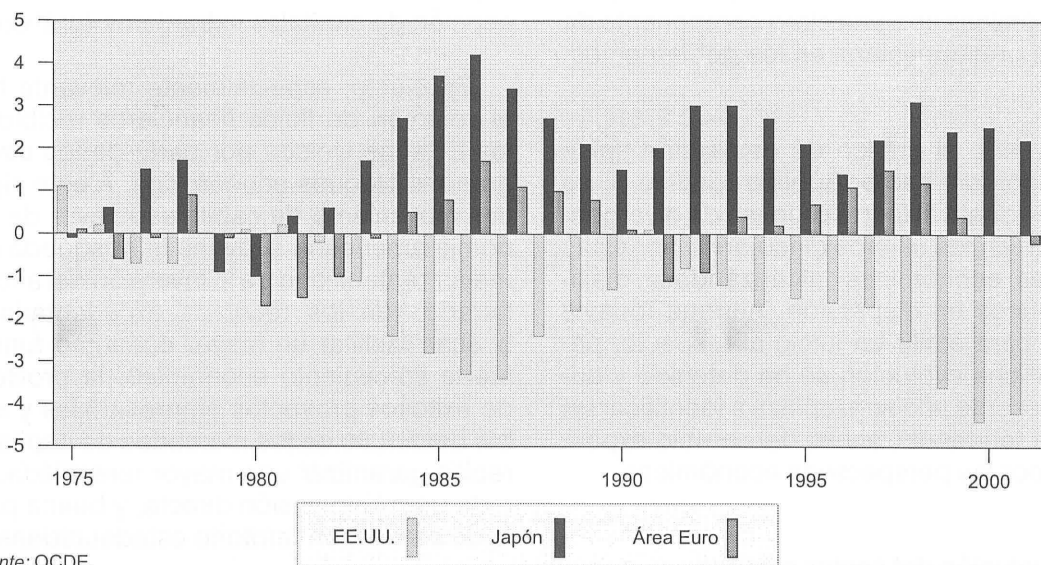
La elevada magnitud de los flujos intercambiados en los últimos años tiene como base la plena movilidad de los capitales en el contexto internacional, lo cual desde un punto de vista económico ha de favorecer un incremento de la eficiencia global del sistema. Sin embargo, esto ha supuesto notables implicaciones para las distintas economías, acelerándose los proce-

GRÁFICO 8
DESVIACIÓN TÍPICA DE LOS SALDOS PÚBLICOS
EE.UU., Japón y Zona Euro



Fuente: OCDE.

GRÁFICO 9
SALDO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE
(Porcentaje s/PIB)



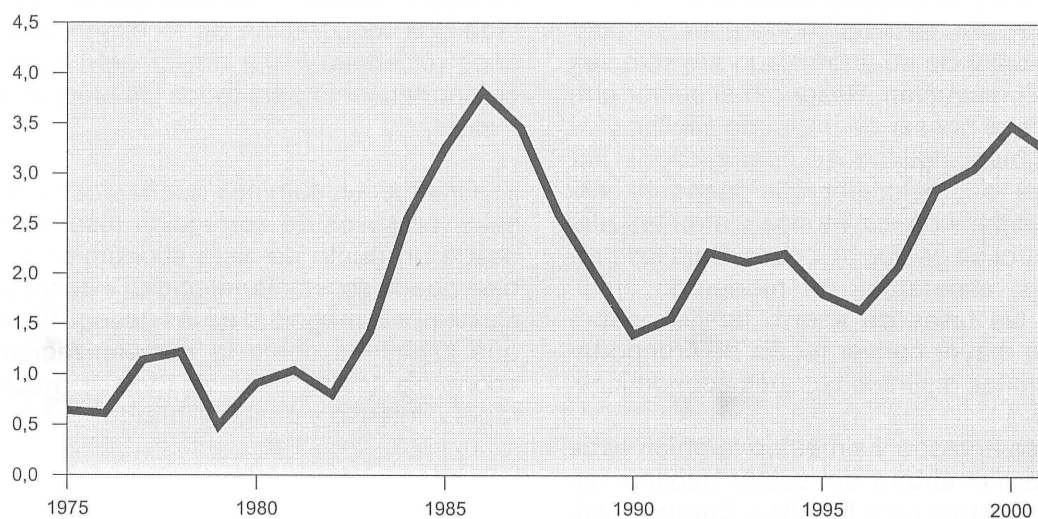
Fuente: OCDE.

... de ajuste de las distintas variables e incrementándose su volatilidad.

Así, el saldo corriente de la economía japonesa sigue un patrón relativamente simétrico al estadounidense, mantenido por la importancia

tradicional de las relaciones económicas y financieras de ambas economías. Asimismo, la evolución de los saldos de la balanza por cuenta corriente de ambos países puede justificarse fácilmente por la evolución de sus respectivas economías. Así, Japón una vez más ha re-

GRÁFICO 10
DESVIACIÓN TÍPICA DEL SALDO POR CUENTA CORRIENTE
EE.UU., Japón y Área Euro



Fuente: OCDE.

sultado un oferente neto de fondos en el contexto internacional, algo que no debe extrañar si recordamos sus estructuralmente elevadas tasas de ahorro familiar.

En lo que al conjunto de economías europeas se refiere, habida cuenta de la importancia que el comercio intracomunitario tiene, el saldo sobre PIB no es tan relevante como en los otros bloques económicos. Sin embargo, podemos decir que predomina su papel de oferente neto de fondos, especialmente relevantes hacia Estados Unidos en los últimos años, aunque recientemente se ha empezado a notar cierta reversión, al hilo del drástico cambio de perspectivas económicas en EE.UU.

Análogamente a las magnitudes anteriores, también calculamos e identificamos la tendencia divergente de los tres bloques económicos durante los últimos años, utilizando la desviación típica de cada período (gráfico 10). Parece que, en cierta medida, se ha frenado el proceso divergente, en paralelo al frenazo de la economía estadounidense y a la previsible moderación de su saldo corriente exterior y de la recepción de capitales extranjeros. Especialmente cierto puede resultar esto último si, como asumíamos, el ahorro busca aquellas inversiones más "rentables", algo que puede resultar mucho más factible para las inversiones en Europa

y Japón bajo un nuevo entorno macroeconómico en el que no se observa un diferencial de crecimiento tan fuerte a favor de los EE.UU.

3. SUMARIO DE CONCLUSIONES

Como hemos podido apreciar, el estudio del ahorro y de sus componentes en los principales bloques económicos resulta con el paso del tiempo más complejo. En efecto, en la práctica totalidad de variables se ha observado en los años más recientes una mayor magnitud de los cambios y del signo de los mismos, lo que ha llevado a mostrar patrones muy difusos en algunos casos y marcadas tendencias en otros.

Como era posible presumir, la desviación de las tasas de crecimiento económico en los distintos bloques debía llevar a una mayor dispersión en otras variables económicas, pero además, por los fortísimos registros de crecimiento estadounidenses, se alcanzaron niveles de ahorro extremadamente bajos—en diferentes sectores, pero especialmente en el familiar— nunca vistos hasta el año pasado.

Ya en el año 2001 podemos decir que empezamos a vislumbrar un cambio de tendencia, o al menos un freno, de la intensa tendencia a la baja y una elevada dispersión de las tasas de

ahorro familiar, especialmente en la economía estadounidense, pero también en la europea. Partiendo de la fuerte desviación que ya mostraban estas variables, resulta fácil convenir que, con un contexto macroeconómico de clara desaceleración, las familias moderarán su consumo, aumentando su ahorro aunque sólo sea por motivo precaución. Respecto al sector empresarial, cabe pensar de un modo similar, y ya hemos recibido multitud de comunicados por parte de grandes empresas que posponen sus planes de expansión e inversión y afrontan planes de control de gastos. Así pues, para los próximos años, esperamos un moderado crecimiento de las tasas de ahorro familiar, sobre todo, y una mayor convergencia de comportamiento entre los distintos bloques económicos.

El suceso análogo y simétrico también cabe entrever para el ahorro del sector público –en máximos históricos para EE.UU. y Europa, y mínimos para Japón–. En efecto, independientemente de las políticas fiscales más o menos expansivas que se adopten, la desaceleración económica necesariamente desembocará en un menor ahorro público, por la contracción de sus ingresos. Resulta también plenamente consistente con el comportamiento esperado para las tasas de ahorro familiar, e incluso con la existencia de mecanismos de “equivalencia ricardiana”. Esperamos, necesariamente, un mayor desahorro público, pese a los esfuerzos de austeridad fiscal declarados por las administraciones occidentales. Asimismo, cabe esperar un proceso de mayor convergencia del comportamiento de los sectores públicos.

También se encuentran en máximos de dispersión y en valor absoluto los desequilibrios de los distintos saldos de la balanza de pagos de los bloques económicos, principalmente de

EE.UU. y Japón. Como ya hemos comentado, la fuerte asincronía cíclica, así como los distintos patrones de ahorro interno, han llevado a estos desequilibrios, que empiezan ya a corregirse. De hecho, también cabe esperar en este apartado una moderación de lo observado en los años recientes y una mayor convergencia de comportamiento para todos los bloques económicos.

Finalmente, sólo nos queda decir que todos estos procesos de corrección resultan lógicos desde un punto de vista económico y que, si bien puede asustar la velocidad e intensidad del ajuste por la magnitud de los desequilibrios, hay que asumílos como la caracterización de la economía actual. Es decir, todo es mucho más rápido, intenso y desequilibrante.

NOTAS

(*) Responsable de Finanzas Personales y Analista de Economía, respectivamente, de Analistas Financieros Internacionales.

BIBLIOGRAFÍA

- AFI, FEDEA, y otros (2000), *El Ahorro y los Mercados Financieros*, ed. Bolsa de Madrid, Madrid.
- BIS (2000), *71st Annual report*, Basilea.
- OCDE (2000-2001), *Economic Outlook*, varios números, París.
- Sala-i-Martin, X.X (1996), “Regional Cohesión: evidence and theories of regional growth and convergence”, *European Economic Review*, vol. 40, nº 6, pp. 1325-1352.