

EL AHORRO EN LOS TIEMPOS DEL EURO

José L. Raymond (*)

El propósito de esta breve nota es ofrecer una reflexión acerca del papel del ahorro en la economía española en el contexto de la nueva Europa. Para disponer de series homogéneas que permitan observar las variables en un dilatado lapso temporal se emplean los datos que elabora el BBVA en su Informe Económico, dado que esta fuente ofrece series homogéneas para las tres últimas décadas. Se estructura de la siguiente forma. En primer lugar, se ofrecen los datos del problema, que permiten comprobar que en los últimos años la economía española debe suplir la carencia de ahorro interno por la aportación exterior. Seguidamente, se discute en qué medida el ahorro interno es necesario para financiar la inversión o si puede ser sustituido por la aportación exterior. El trabajo concluye con unas reflexiones sobre los condicionantes del ahorro y las futuras necesidades de ahorro.

1. DATOS DEL PROBLEMA. EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Como es bien conocido, el ahorro es la diferencia entre la producción y el consumo. Esta diferencia se emplea para financiar la acumulación de capital y para financiar al sector exterior. Si el ahorro excede a la inversión, este excedente se destina a financiar a la inversión externa a través de un superávit exterior, mientras que si el ahorro es insuficiente para financiar la inversión, la aportación exterior debe cubrir la diferencia. Es decir, la siguiente identidad contable debe verificarse:

$$\text{Formación de capital} = \text{Ahorro} + \text{Aportación Exterior}$$

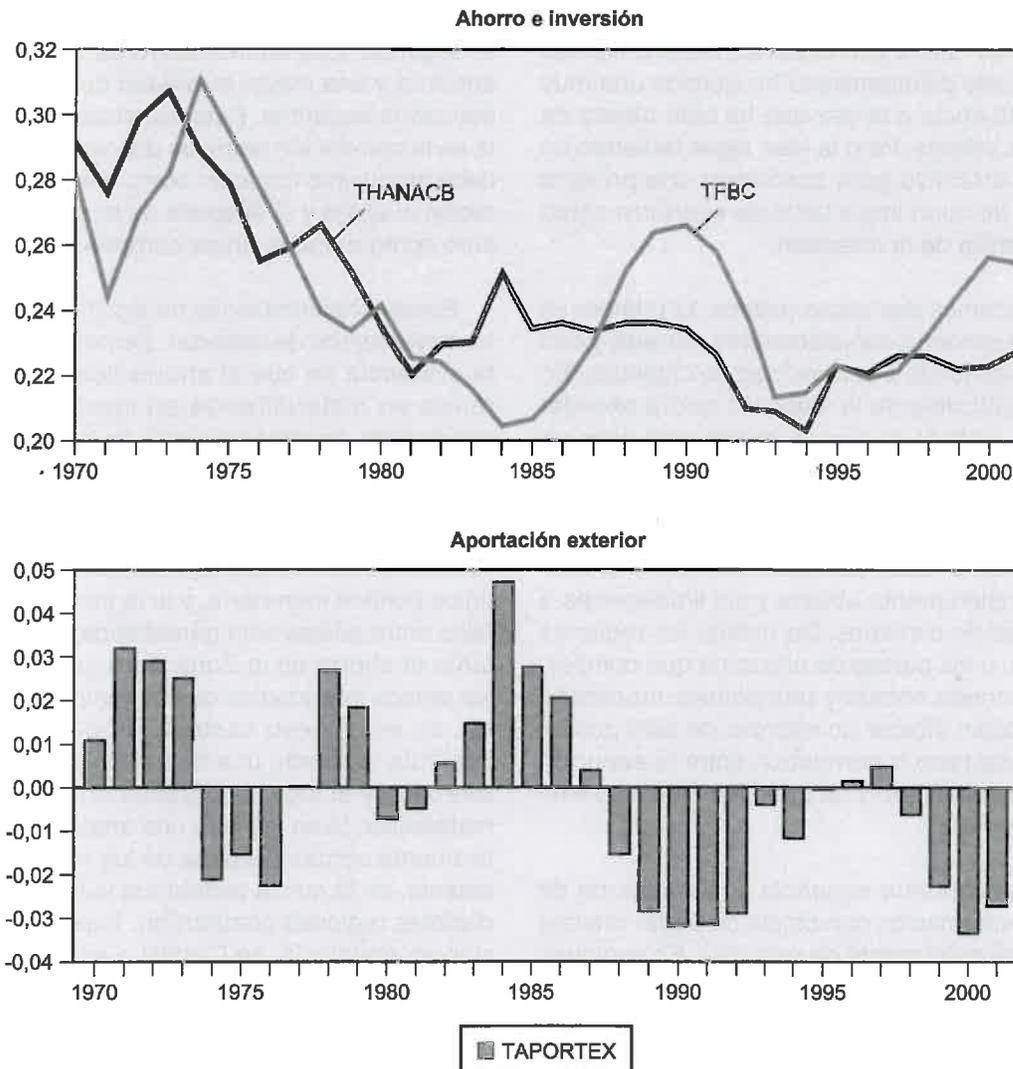
En el caso de la economía española, la evolución de estas magnitudes desde 1970 hasta 1991 aparece reflejada en el gráfico 1. En este gráfico, TAHNACB hace referencia a la proporción que el ahorro nacional bruto de la economía española representa sobre el PIB, mientras que TFBC es la proporción que la inversión bruta representa

sobre el PIB. La diferencia de ambas magnitudes, TAPORTEXT, es el superávit, si es positiva, o el déficit, si negativa, que debe ser cubierto con el ahorro externo.

A la vista de dicho gráfico se comprueba que la economía española históricamente ha mostrado ciclos de superávit exterior y ciclos de déficit exterior. A partir de 1995 la formación de capital se reactiva con más vigor que el ahorro, lo que se traduce en un déficit exterior. Históricamente, la restricción exterior ha constituido siempre una limitación al crecimiento, de forma que las insuficiencias de ahorro han forzado a las autoridades a la adopción de medidas contractivas, lo que ha tenido un coste en términos de inversión y empleo. Esta argumentación, que era difícilmente cuestionable cuando los países europeos, y España en particular, disponían de su propia moneda, no es tan clara en los momentos actuales. En efecto, hoy día, con un conjunto de economías europeas compartiendo una moneda común, es más relevante el déficit global de la Zona Euro frente al resto del mundo que el déficit de un país concreto.

De hecho, el mayor crecimiento que la economía española exhibe en la actualidad frente al de nuestros vecinos europeos se ha presentado como un logro importante de la política económica del gobierno. Parece haberse roto un maleficio que establecía que la economía española ganaba posiciones relativas en términos de convergencia real en las expansiones para perderlas en las recesiones. En la actualidad, en una fase recesiva, España crece más que los grandes países europeos. En nuestra opinión, el motivo del mantenimiento de un diferencial de crecimiento hay que buscarlo en que España comparte una moneda común con los países que forman el núcleo de Europa (Alemania y Francia), con lo que el déficit exterior deja de ser una restricción al crecimiento. Adicionalmente, la política monetaria la dictan fundamentalmente estos países y se trata de una política claramente expansiva para salvar una fase de elevada atonía

GRÁFICO 1
AHORRO, INVERSIÓN Y SALDO EXTERIOR



inversora. España aprovecha esta política monetaria expansiva para crecer en un contexto en el que acumula un apreciable déficit exterior. Semejante desequilibrio exterior no sería sostenible si nuestra moneda fuese la peseta. Y, muy posiblemente, si nuestra moneda fuese la peseta, una vez más se cumpliría la regla de que España sobre reacciona a las recesiones. Afortunadamente, esta circunstancia no se da. En cualquier caso, ciertas dudas persisten acerca del futuro en la medida en que una elevación de los anormalmente bajos tipos de interés actuales, fijados por el Banco Central Europeo atendiendo a las necesidades de Alemania y otras economías en recesión, podría tener claros efectos negativos en una economía como la española que

acumula ciertos desequilibrios sobre los que posteriormente se insistirá. No parece probable que tal circunstancia vaya a producirse en el corto plazo. En el más largo plazo es indiscutible que los tipos de interés deben aumentar y la esperanza es que se trate de un aumento progresivo que permita un aterrizaje suave de nuestra economía.

2. LOS DESEQUILIBRIOS ENTRE EL AHORRO Y LA INVERSIÓN Y LA MOVILIDAD DE CAPITALES

Una forma de abundar en la idea de que en el contexto de una economía abierta con movilidad

de capitales el ahorro y la inversión tienden a mostrar un menor sincronismo que en una economía cerrada y con restricciones a la movilidad de capitales es recurriendo al ingenioso y simple procedimiento en su día sugerido por Feldstein y Horioka (1980). Como ocurre con todas las ideas brillantes y simples, este planteamiento ha ejercido una muy notable influencia a la vez que ha sido objeto de numerosas críticas. Pero la idea sigue teniendo un indudable atractivo para conformar una primera impresión de cuán importante es el ahorro como factor limitativo de la inversión.

Consideremos dos casos polares. El primero es el de una economía completamente cerrada y con fuertes limitaciones a la movilidad de capitales. En este caso difícilmente la inversión podrá exceder al ahorro. La oferta de ahorro interna será pues un factor limitativo de las posibilidades de acumulación de capital, y en estas circunstancias la correlación entre las tasas de ahorro y de inversión será muy elevada. El caso contrario es el de una economía completamente abierta y sin limitaciones a la movilidad de capitales. De hecho, las regiones de un país, o los países de una zona que comparten una moneda común y una política monetaria común pueden ofrecer un ejemplo de esta posibilidad. En este caso la correlación entre la evolución de las tasas de ahorro y de inversión será muy limitada (gráfico 2).

Para la economía española no se dispone de suficiente información con objeto de poder realizar un contraste convincente de esta idea. En cualquier caso, los datos a los que se tiene acceso parecen apoyar la idea de una progresiva pérdida de asociación entre las tasas de ahorro y las de inversión. En efecto, en el gráfico 2 se procede a la representación de las tasas de ahorro y de inversión en España para los subperíodos 1970-1995 y 1996-2001. De hecho, el número de observaciones del último subperíodo es excesivamente reducido para que el gráfico tenga validez para la implementación de un contraste estadístico, a la vez que desde una óptica conceptual tendría interés reducir todavía más la segunda submuestra, de forma que sólo se contemplasen observaciones procedentes de un período en que el euro ya fuese siempre operativo como moneda común. En nuestro caso, la elección de 1995 como fecha de separación se debe a que este año representa un punto de igualdad entre la oferta de ahorro y la acumulación de capital, con una aportación exterior prácticamente nula, a la vez que ello permite reservar un mínimo de seis observaciones para la segunda parte de la muestra. De

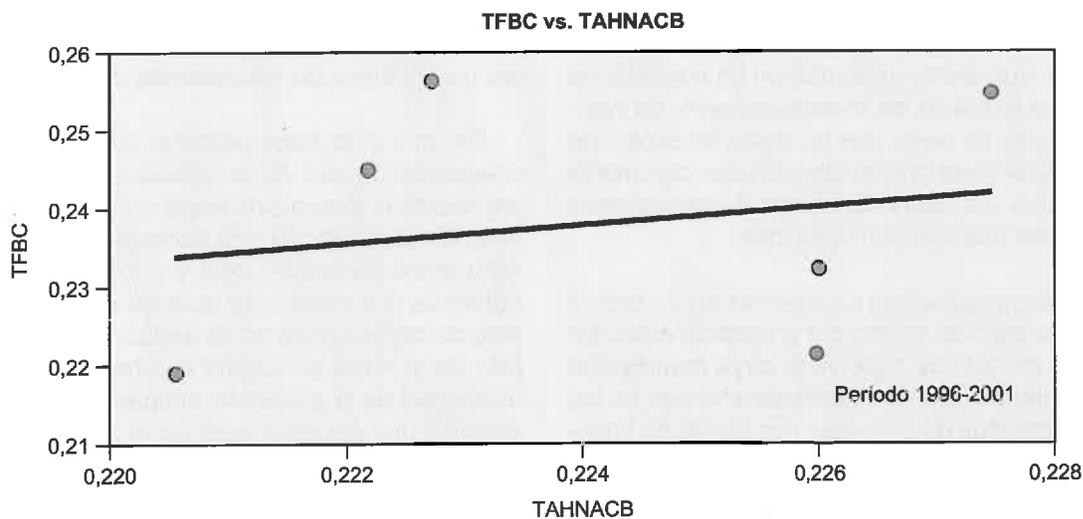
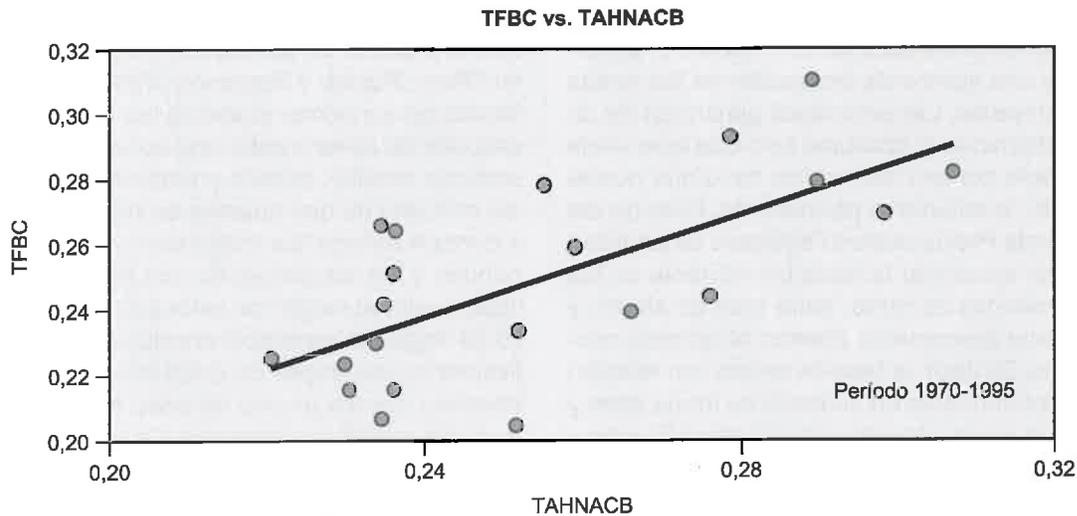
hecho, dividiendo la muestra disponible en dos subperíodos de igual número de observaciones, 1970 a 1985 y 1986 a 2001, las correlaciones respectivas entre las tasas de ahorro y de inversión descienden de 0,77 en el primer subperíodo a 0,48 en el segundo. Ello es indicativo de una progresiva apertura y una mayor movilidad de capitales en la economía española. Empero, el cambio importante en la correlación entre las dos variables creemos debe producirse tomando como elemento de separación el antes y el después de la implantación del euro como moneda única europea.

Estas consideraciones no significan que el ahorro haya dejado de importar. De hecho, existe cierta evidencia de que el ahorro tiene cierta preferencia en materializarse en inversión en zonas geográficas próximas al lugar en las que se genera, a la vez que el excesivo endeudamiento de las familias españolas es en la actualidad una potencial fuente de inestabilidad. En cualquier caso, con economías que comparten una sola moneda y una única política monetaria, y si la movilidad de capitales entre países está garantizada, es más importante el ahorro en la Zona Euro que el ahorro en los países individuales que la componen. Por contra, en este nuevo contexto, el elemento que sí continúa teniendo una crucial importancia es la inversión y el lugar geográfico en el que ésta se materializa. Si se permite una analogía, en la relativamente cerrada España de los sesenta o de los setenta, en la que la peseta era la moneda que las distintas regiones compartían, importaba la inversión en Andalucía, en Castilla o en Cataluña, pero importaba menos en qué regiones se generaba el ahorro que permitía financiar esta inversión. De igual forma, con el euro, importa la inversión en España, pero importa menos si esta inversión se financia con ahorro español o de otros países comunitarios, debido a que el déficit exterior de España con los demás países de la Zona Euro ha dejado de ser una restricción al crecimiento.

3. EL AHORRO POR NIVELES DE RENTA Y POR GRUPOS DE EDAD Y LAS FUTURAS NECESIDADES DE AHORRO

Dos fenómenos llaman especialmente la atención cuando se analiza con micro datos procedentes de las Encuestas de Presupuestos Familiares la composición del ahorro. Estos dos hechos persisten a pesar de ensayar correcciones razonables que traten de compatibilizar los datos de la Encuesta de Presupuestos Familiares con la información

GRÁFICO 2
LA CORRELACIÓN AHORRO-INVERSIÓN



procedente de la Contabilidad Nacional de España, como pueda ser la multiplicación del consumo y de la renta declaradas por factores de ajuste para que el consumo agregado y la renta agregada coincidan con la información procedente de datos macro.

Por un lado, se observa que las rentas bajas tienen tasas de ahorro muy negativas que se compensan con muy positivas tasas de ahorro para los niveles de renta elevados. Por otro, se constata que las tasas familiares de ahorro aumentan con la edad de los cabeza de familia. Ambos fenómenos, a todas luces inesperados, pueden tener claras implicaciones macroeconómicas.

Si efectivamente la tasa de ahorro aumentase de forma acusada con el nivel de renta, las políticas de fomento del ahorro entrañarían una clara contradicción con los objetivos de tipo redistributivo. No obstante, si los datos procedentes de las Encuestas de Presupuestos Familiares no se analizan con especial cuidado, las conclusiones obtenidas pueden resultar engañosas. El motivo radica en que la proporción que las familias dedican al ahorro y al consumo depende, no de la renta observada en el período en que se realiza la encuesta, sino de la renta permanente que las familias esperan obtener a lo largo de su ciclo vital. Desde esta perspectiva, los estratos de renta bajos tenderán a incorporar siempre una dosis elevada de transitoriedad. Este podría

ser el caso de un empresario o de un profesional que en un determinado año obtiene rentas anormalmente bajas, pero cuyo consumo anual no se ajusta a los caprichos de la transitoriedad sino que se basa en el flujo normal de renta que espera obtener a lo largo de un lapso temporal dilatado. En el extremo opuesto se sitúa una apreciable proporción de las rentas relativas elevadas. Las anormales ganancias de un año no determinan el consumo sino que éste viene condicionado por una estimación de lo que puede ser la renta "promedio" o permanente. Cuando las Encuestas de Presupuestos Familiares se analizan tratando de aproximar la renta permanente de los distintos estratos de renta, entre tasa de ahorro y tasa de renta permanente apenas se aprecia relación alguna. Es decir, la tasa de ahorro con relación a la renta permanente no aumenta de forma clara y significativa al hacerlo esta última (véase Pujolar y Raymond, 2003). En conclusión, por tanto, las políticas de redistribución de la renta y los objetivos de potenciación del ahorro no entrañan una contradicción tan acusada como la que se deriva del examen directo de las Encuestas de Presupuestos Familiares. Es posible que cierta contradicción de objetivos se plantee por la vía de los incentivos, pero, en cualquier caso, no es cierto que las tasas de ahorro de los estratos de renta relativa elevada sean claramente superiores a las tasas de ahorro de los estratos cuyas rentas relativas son reducidas.

La siguiente paradoja a comentar es la relativa a la distribución del ahorro por grupos de edad. En efecto, el modelo de ciclo vital, cuya implicación fundamental es que los individuos ahorran en las fases intermedias de sus vidas con objeto de financiar su jubilación, planteamiento que inspira una buena parte de los trabajos macroeconómicos, predice que los estratos de edad avanzada deben mostrar tasas de ahorro negativas. Empero, cuando esta predicción se confronta directamente con los datos, el resultado contrario es el observado. ¿Cuál es la razón de esta incompatibilidad?

Existen diversas vías a través de las que esta paradoja ha tratado de resolverse. La forma más directa, empero, consiste en partir del propio concepto de ahorro. En efecto, el ahorro puede entenderse como la diferencia entre la renta producida y la renta consumida. Desde esta perspectiva, un determinado grupo de edad puede consumir directamente, o puede hacerlo indirectamente a través de su efecto inducido sobre el consumo público. Este es el caso, por ejemplo, del consumo por parte de la población de edad avanzada de sanidad pública. Su consumo directo de sanidad será reducido,

pero su consumo total, incluyendo la sanidad pública, será elevado. Por el lado de la generación de renta, si sus ingresos se fundamentan en una pensión pública no contributiva, su renta disponible observada sobrevalorará a su verdadera contribución al proceso de generación de renta. De hecho, en Oliver, Pujolar y Raymond (1997) se realiza un intento de aproximar el ahorro por grupos de edad después de llevar a cabo una consolidación de los sectores familiar, público y empresarial, partiendo del principio de que quienes en realidad producen y consumen son los individuos, y que el sector público y las empresas no son más que un velo interpuesto. Al rasgar los velos empresarial y público se llega a la razonable conclusión de que, efectivamente, los grupos de edad intermedia ahorran, mientras que los grupos de edad avanzada muestran una contribución negativa a la oferta de ahorro nacional, que es, en definitiva, la magnitud relevante a efectos de posibilitar la financiación de la acumulación de capital. En resumen, pues, si los grupos de edad avanzada desahorran, en la envejecida Europa que se avecina puede que se plantee un problema de insuficiencia de ahorro.

Por otro lado, cabe destacar que una sociedad envejecida precisa de un elevado *stock* de capital per cápita si desea preservar sus estándares de vida. En concreto, en una sociedad envejecida, la ratio entre población total y población ocupada aumenta, y a efectos de que este aumento en la ratio de dependencia no se traduzca en una reducción de la renta per cápita es preciso que la productividad de la población ocupada aumente. Las dos vías que permiten este aumento en la productividad de los ocupados son el cambio técnico y el aumento en las dotaciones de capital per cápita. Aumentar el *stock* de capital per cápita demanda un esfuerzo inversor, cuya financiación exige ahorro. De esta forma, si bien en el caso de un país concreto el problema de la carencia de ahorro puede resultar un planteamiento un tanto discutible, en la envejecida Europa del euro, globalmente considerada, si cobra pleno sentido plantearse la problemática de la insuficiencia de ahorro para la financiación de las necesidades de inversión.

Es posible que la entrada de inmigrantes pueda contribuir a paliar este problema. No obstante, sus implicaciones a largo plazo no están claras. Inicialmente la llegada de población foránea supone aumentar la ratio entre población ocupada y población total. Se trata de un contingente de población joven que trabaja, y que, mientras permanece en activo, su contribución a la producción nacional excede

a su contribución al consumo. Considerando al ahorro como la diferencia entre la renta producida y la renta consumida, y consolidando los sectores familiar, empresarial y público, dado que estos dos últimos sectores no son más que velos interpuestos entre quienes verdaderamente producen, que son las familias, y quienes verdaderamente consumen, que son también las familias, la llegada de inmigrantes contribuye, por tanto, a aumentar la oferta de ahorro. Empero, quienes han tratado el problema desde la óptica de las pensiones llegan a la conclusión de que sus implicaciones a largo plazo son inciertas y que en gran medida dependen de las hipótesis que se establezcan sobre las pautas de comportamiento de los inmigrantes a lo largo de su ciclo vital.

4. CONSIDERACIONES FINALES

El ahorro nacional es indudablemente importante. Lo es desde una óptica individual para prevenir circunstancias inesperadas, y lo es desde una óptica macroeconómica para evitar excesivos desequilibrios que en una economía pueden producirse a consecuencia del excesivo endeudamiento de las familias. En el caso de la economía española, por ejemplo, el excesivo endeudamiento de las familias constituye una fuente de potencial inestabilidad si una subida de tipos de interés les obliga a la enajenación de activos, fundamentalmente inmobiliarios. Los anormalmente bajos tipos de interés actuales, dictados por las necesidades de Alemania, han conducido a que las familias asumiesen elevadas tasas de endeudamiento. Con unos tipos reales de interés más elevados, y más acordes, en definitiva, con las expectativas de crecimiento a largo plazo, estas elevadas tasas de endeudamiento no serían asumibles, lo que podría provocar un fuerte *shock* negativo sobre el precio de algunos activos, como los inmobiliarios, con efectos en cadena sobre el resto de la economía. Este es, por ejemplo, un claro desequilibrio que depende de la tasa familiar de ahorro. La mayoría de analistas confían, no obstante, en que a largo plazo se producirá un aterrizaje suave.

Empero, la línea argumental básica de este trabajo ha sido señalar la clara diferencia que existe entre las necesidades de ahorro para financiar la inversión entre la España de la peseta y la España del euro.

En la España de la peseta, la mayor parte de artículos que analizaban el ahorro defendían la necesidad de un cierto equilibrio entre la oferta de

ahorro interno y las necesidades de inversión con objeto de que el desequilibrio exterior no terminase comprometiendo las propias posibilidades de mantenimiento de la inversión y el crecimiento a largo plazo. Por contra, en la España del euro la restricción exterior desaparece. Lo que en este caso importa no es el déficit exterior de España con los distintos países sino el déficit de la zona Euro con el resto del mundo. Desde esta perspectiva, las necesidades de ahorro en España para financiar la inversión han cambiado. Lo que es relevante en esta fase son las necesidades de ahorro de la Zona Euro para financiar la inversión en esta zona.

Al respecto, esta nota ha destacado dos extremos:

El primero es que en una Europa envejecida es necesario un incremento en las dotaciones de capital per cápita si se pretende preservar los estándares vitales de la población, y que la financiación de esta acumulación de capital exige tratar de potenciar la oferta de ahorro.

El segundo es que una población envejecida es individualmente frugal pero colectivamente pródiga. Las familias, con la edad, tienden a mostrar un aumento en las tasas familiares de ahorro. Pero este aumento es más aparente que real cuando los sectores familiar, empresarial y público se consolidan. En este caso, la contribución de las familias al ahorro nacional decrece con la edad.

Europa, pues, a largo plazo, precisa ahorro dado que éste tenderá a convertirse en un bien escaso. Y España también precisa ahorro, pero por razones distintas a las imperantes antes de la España del euro. Ya no se trata de sortear la restricción exterior. En definitiva, España precisa ahorro para que ciertos desequilibrios internos tiendan a corregirse y la economía sea menos vulnerable, y precisa ahorro porque de esta forma contribuye a aumentar la oferta agregada de ahorro en la Zona Euro.

NOTAS

(*) (UAB y FUNCAS)

BIBLIOGRAFÍA

- Feldstein, M. y Horioka, C. (1980): "Domestic saving and international capital flows", *Economic Journal*, núm. 90: 314-329.
- Oliver, J., Pujolar, D. y Raymond, J. L. (1997): "El ahorro de las familias en España: Una perspectiva de ciclo vital", *Papeles de Economía Española*, núm. 70: 55-83.
- Pujolar, D. y Raymond, J. L.: "Renta y consumo: una aproximación con datos micro", Mimeo.