

### ¿Es bueno ahorrar en tiempos de crisis?

Ángel Laborda\*

Muchos economistas y dirigentes políticos y empresariales proponen medidas para reactivar el consumo en tiempos de crisis, más exactamente, en aquellas fases del ciclo en las que el crecimiento de la economía se reduce notablemente por debajo de su tendencia de largo plazo o incluso pasa a tasas negativas, con la consiguiente pérdida de empresas y empleo. Ciertamente, excepto en los casos en los que una recesión venga provocada por un *shock* de oferta (p.e., las crisis del petróleo), la caída de la demanda suele ser la causante inicial de esa reducción de la producción. Pero, ¿tiene sentido pretender impedir la recesión o, una vez que esta se ha producido, intentar salir de ella estimulando el consumo?

Todos los procesos recesivos no son iguales ni obedecen a las mismas causas, pero hay un patrón común a la mayoría. Generalmente, cuando, tras un periodo recesivo, se inicia la recuperación, los agentes económicos van recobrando la confianza. Los hogares y personas que recuperan su empleo aumentan su propensión a consumir y lo mismo hacen los que ya lo tenían o aquellos cuyas rentas provienen de fuentes distintas a las salariales. Todo ello se ve complementado por la revalorización de los activos financieros e inmobiliarios (efecto riqueza), que suele producirse al calor de la recuperación como consecuencia del aumento de su demanda y de la bajada previa de los tipos de interés que, de forma endógena o por la actuación de las autoridades monetarias, se produce en las fases recesivas. Conforme la recuperación se consolida, el paro va descendiendo, se crean empresas nuevas y aumentan los beneficios y otras rentas no salariales. La confianza se va transformando en euforia, los momentos de crisis se van perdiendo en la memoria y los agentes económicos se perciben más ricos y con el horizonte vital despejado. Si los

bancos centrales actúan con retraso, como suele suceder, los tipos de interés siguen siendo bajos en esos momentos. Es entonces cuando los hogares y las empresas (posiblemente también las administraciones públicas –la actuación procíclica de los presupuestos públicos es muy común en todos los países), empiezan a aumentar su gasto en consumo e inversión por encima de lo que lo hace su renta disponible. La tasa de ahorro, es decir, la proporción de la renta que no se destina al consumo, cae.

Cuando esta situación se prolonga, aparecen al menos dos tipos de desequilibrios que a la larga frenan la expansión y provocan el cambio de ciclo. El primero es el déficit. Tanto los hogares como las empresas, al tiempo que reducen sensiblemente su tasa de ahorro, aumentan la de inversión, lo que acaba generándoles una necesidad de financiación que, a nivel macroeconómico, se manifiesta en un déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente. Su endeudamiento, en relación a la renta disponible o al PIB, aumenta, así como el grado de apalancamiento financiero respecto a los recursos propios. En función del nivel de los tipos de interés y de los niveles de partida de la deuda, este proceso puede prolongarse más o menos en el tiempo. Así, en el último ciclo español, se puede observar una duración más larga de la habitual de esta situación de déficit y endeudamiento crecientes respecto a ciclos anteriores (el déficit por cuenta corriente ha sobrepasado el 10% del PIB, el doble que en cualquier ciclo anterior), lo que se explica por los bajos tipos de interés reales de que se viene gozando desde la integración en la zona del euro (la economía española, no sólo por su mayor potencial de crecimiento, sino sobre todo por su propensión a generar más inflación hubiera necesitado unos tipos de interés más altos), por el bajo nivel de endeudamiento de partida de los hogares y las empresas y por la desaparición, junto con la peseta, del riesgo-país. Pero, a la larga, esta coyuntura no

\* Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS.

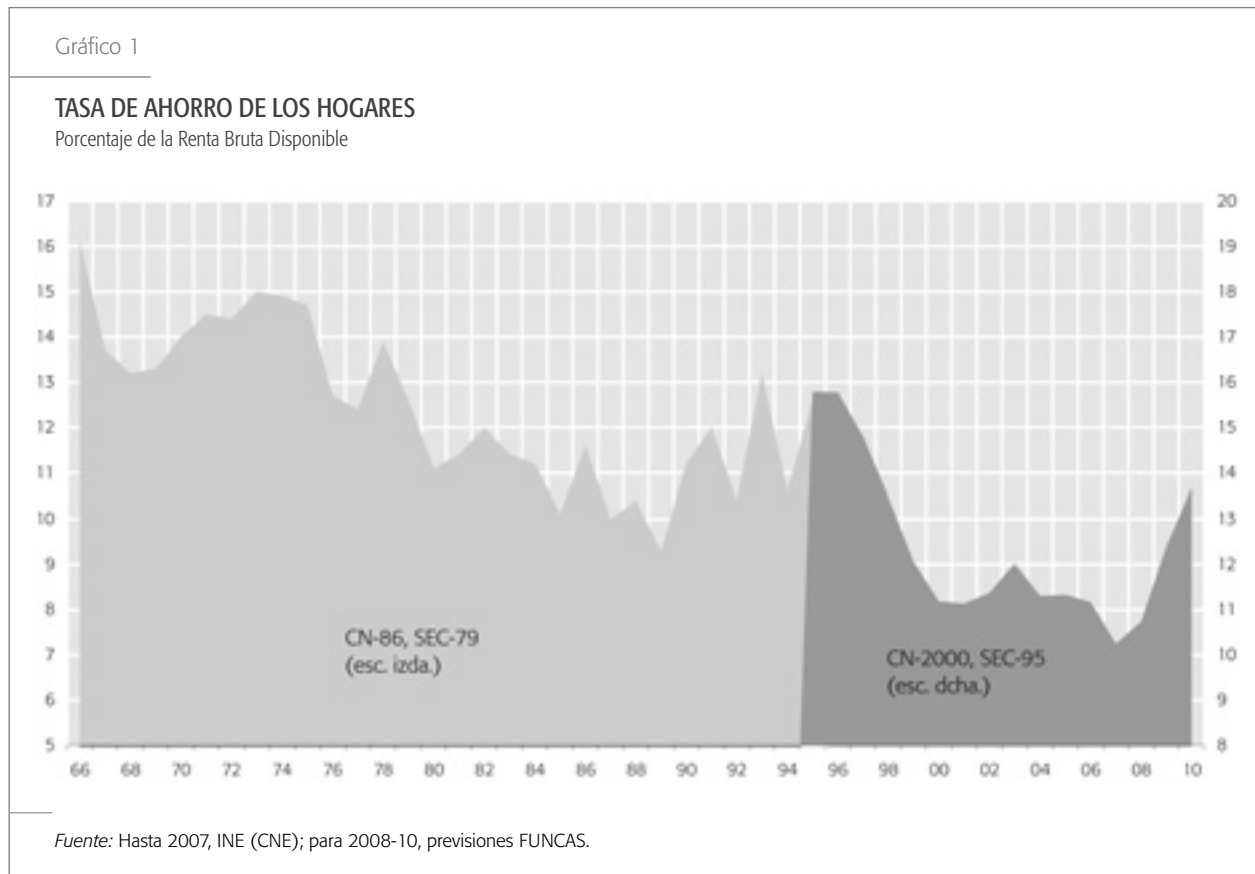
es sostenible. Los niveles de endeudamiento tienen un límite en la solvencia de los agentes económicos y las cargas financieras de los mismos van erosionando su capacidad de gasto.

Un segundo desequilibrio que aparece cuando el nivel del gasto supera al potencial de producción es la inflación, que tiende a agravarse y a prolongarse en el tiempo en función de la rigidez de los sistemas de fijación de precios y salarios. El repunte de la inflación acaba provocando la subida de los tipos de interés, lo cual, además del efecto directo restrictivo sobre la demanda de crédito, aumenta las cargas financieras de los agentes altamente endeudados. Puede ser el caso, además, como suele suceder en España, que la inflación de precios y salarios repunte más que en el resto de países, lo que conlleva una pérdida de competitividad que agrava más el déficit.

Ambos desequilibrios (déficit e inflación) tenderán por sí mismos a frenar el crecimiento del gasto en consumo e inversión, iniciándose, así, un cambio de fase cíclica. En un primer momento, dicho cambio no es más que una simple desaceleración del ritmo de crecimiento, pero poco a poco los mismos mecanismos que llevaron a la situación de euforia, actuando ahora en sentido contrario, acaban por llevar dicho crecimiento por debajo del potencial. El

empleo se frena, primero, y disminuye después. Los precios de los activos financieros e inmobiliarios, inflados por unas expectativas de plusvalías insostenibles (exuberancia irracional, como llamó a esta situación el ex-presidente de la Reserva Federal norteamericana Alan Greenspan), tienden a caer, lo que provoca un efecto pobreza y pérdidas a los inversores y a las instituciones financieras que pueden ocasionar una crisis del sistema con mayor o menor restricción de la oferta de crédito. En un ciclo típico e intenso, como el último que ha vivido la economía internacional y la española, estos procesos pueden provocar una recesión.

En definitiva, los ciclos de la demanda tienen su raíz en las desviaciones prolongadas del gasto respecto a la renta y la producción potenciales a largo plazo, las cuales suelen sobrestimarse en las fases expansivas. Dichas desviaciones sólo son posibles, obviamente, mediante el recurso al endeudamiento, que llevado por unas expectativas irrealizables a una situación límite puede provocar situaciones de insolvencia y crear problemas al sistema financiero y al conjunto de la economía. Las expectativas juegan un papel importante, tanto en la fase cíclica ascendente como en la descendente, pero no son ellas las que provocan en primera instancia los cambios cíclicos, sino que son una más de las variables endógenas del mecanismo de los ciclos. Por ello, no tienen mucho sentido las posiciones



que propugnan la ocultación a los agentes económicos por parte de los analistas o de los dirigentes políticos de situaciones insostenibles a medio o largo plazo, bien sean de sobrevaloración del precio de los activos o de un exceso de gasto, con el fin de no alterar las expectativas y de provocar, así, el fin de la expansión. Dicha ocultación puede retrasar el inicio del ajuste, pero a costa de que los desequilibrios se agraven, lo cual determinará, a la postre, que dicho ajuste, es decir, la corrección de los precios o la contracción del gasto, tengan que ser más profundas.

Al contrario de lo que sucede en las fases cíclicas expansivas, y en contra de la creencia de que en épocas de crisis no se puede ahorrar, la tasa de ahorro de los hogares aumenta en las recesivas, por varias causas. La primera es que los hogares endeudados para financiar una inversión (compra de vivienda) ven moderarse sus rentas primarias, por la caída del empleo y de otras rentas no salariales, al tiempo que tienen que seguir haciendo frente a la amortización de su deuda, lo que obligadamente les lleva a reducir el consumo. La segunda, que afecta a todo tipo de hogares en mayor o menor grado, es el motivo precaución provocado por el cambio de las expectativas.

Los datos históricos confirman plenamente el comportamiento contracíclico de la tasa de ahorro de los hogares españoles (gráfico 1). Así, haciendo un enlace de las dos series de la contabilidad nacional (SEC-79 hasta 1995 y SEC-95 posteriormente, que no pueden compararse directamente al diferir sustancialmente la metodología y el nivel de ahorro resultante), puede verse que la tasa de ahorro familiar descendió desde niveles próximos al 15% de la renta disponible al comenzar la década de los ochenta hasta el 12% en 1989, el momento álgido de la expansión de dicha década; desde ese nivel volvió a aumentar durante la fase cíclica recesiva posterior hasta casi un 16% a mediados de los noventa; posteriormente, durante la última fase expansiva cayó hasta el 10,2% en 2007, marcando un paréntesis en esta caída en los años 2002 y 2003 en los que se produjo una desaceleración importante del crecimiento del PIB a consecuencia de la crisis internacional de las punto.com.

Los últimos datos de la Contabilidad Nacional Trimestral, al tiempo que muestran una profunda desaceleración del PIB hasta estancarse en el segundo trimestre, recogen un incipiente cambio de tendencia del ahorro, que debería continuar en los próximos años. Las previsiones de FUNCAS, al respecto, apuntan a una tasa de ahorro familiar próxima al 11% en 2008, algo superior al 12% en 2009 y de casi el 14% en 2010. Ello, junto a la caída de la inversión en vivienda, permitirá que los hogares vayan pasando de una situación históricamente irregular de déficit (las familias normalmente tienen excedentes de aho-

ro que los prestan –haciendo el sistema financiero de intermediario– a las empresas o al resto del mundo) a otra de superávit. Ello, a su vez, reducirá su nivel de endeudamiento, que en 2007 alcanzó el 131% de su renta disponible bruta (69% a comienzos de esta década).

Una evolución similar se observa en el ámbito de las sociedades, cuyo déficit entre ahorro (aumentado por las transferencias de capital netas) e inversión alcanzó el 9,2% del PIB en 2007 (cuadro 1). En el caso de las sociedades no financieras, el déficit se situó en 2007 en el 11,1% del PIB, más del doble que el del inicio de la década, y su deuda bruta, en el 130.7% del PIB, 55 puntos porcentuales por encima de 2000. Las previsiones para 2008 apuntan a que el ahorro de las sociedades no financieras (beneficios después de impuestos no distribuidos) aumente en torno a un punto porcentual del PIB, hasta el 6,5%, al tiempo que la inversión descienda también en torno a un punto porcentual del PIB, de forma que el déficit se reduzca hasta el 9% del PIB. Estas tendencias deberían continuar en 2010.

A la pregunta del título de estos comentarios habría que responder, por tanto, que, independiente de si se considera bueno o malo ahorrar en tiempos de crisis, aumentar el ahorro es obligado y una condición *sine qua non* para poder iniciar la recuperación, ya que esta difícilmente iría muy lejos a partir de unas posiciones económico-financieras de las familias y empresas excesivamente desequilibradas. El aumento del ahorro modera el consumo y esto, más la reducción de la inversión en capital fijo, provoca la desaceleración o contracción del PIB, pero este proceso es inevitable si antes y durante un período prolongado ha habido un exceso de consumo e inversión. No habría recesiones si antes no se produjeran expansiones desequilibradas.

Siendo esto así, cabe preguntarse si la política económica puede hacer algo para evitar las crisis y recesiones, es decir los ciclos. A la vista de la experiencia histórica, la respuesta es que parece imposible evitar los ciclos, pero sí cabe suavizarlos en aras de evitar recesiones profundas. La idea es simple, se trata de actuar sobre el gasto agregado de la economía de forma restrictiva ante desviaciones significativas y prolongadas del gasto por encima del potencial de crecimiento a largo plazo, y al contrario ante situaciones recesivas. Sin embargo, esto es más complejo de lo que parece, y en pocos países se observan en las últimas décadas políticas contracíclicas efectivas. Es más, parece que la ciencia económica, tras el descrédito de las ideas keynesianas ante su incapacidad para afrontar las crisis del petróleo en la década de los setenta y principios de los ochenta (que tuvieron su origen en *shocks* de oferta, no de demanda), ha vuelto la espalda a las políticas de control de

Cuadro 1

**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 IPSFL	Sociedades			Total	Hogares e IPSFL	Sociedades	
<b>CNE-SEC-79</b>											
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
<b>CNE-SEC-95</b>											
1995	21,7	-1,9	23,5	10,7 (a)	12,8 (a)	0,8	-6,5	7,2	5,8 (a)	1,4 (a)	437,8
1996	21,5	-1,3	22,8	10,5 (a)	12,3 (a)	0,8	-4,9	5,7	5,4 (a)	0,3 (a)	464,3
1997	22,2	0,3	21,9	9,7 (a)	12,1 (a)	1,2	-3,4	4,6	4,7 (a)	0,0 (a)	494,1
1998	22,4	1,0	21,3	8,7 (a)	12,6 (a)	0,0	-3,2	3,2	3,5 (a)	-0,3 (a)	528,0
1999	22,4	2,6	19,8	7,9 (a)	11,9 (a)	-1,6	-1,4	-0,2	2,2 (a)	-2,4 (a)	565,4
2000	22,3	3,0	19,2	7,5	11,8	-3,2	-1,0	-2,2	1,4	-3,6	630,3
2001	22,0	3,5	18,5	7,4	11,1	-3,5	-0,7	-2,8	0,8	-3,6	680,7
2002	22,9	3,9	19,0	7,5	11,5	-2,7	-0,5	-2,2	0,6	-2,8	729,2
2003	23,4	3,9	19,4	7,8	11,6	-2,9	-0,2	-2,7	0,0	-2,7	782,9
2004	22,4	4,0	18,4	7,4	11,0	-4,8	-0,4 (b)	-4,5 (b)	-0,7	-3,8 (b)	841,0
2005	22,0	5,1	16,9	7,4	9,5	-6,5	1,0	-7,5	-1,2	-6,3	908,8
2006	21,9	6,4	15,5	7,2	8,2	-8,4	2,0	-10,4	-1,9	-8,5	982,3
2007	21,1	7,0	14,1	6,5	7,5	-9,7	2,2	-11,9	-2,7	-9,2	1.050,6
2008 (p)	19,6	3,5	16,1	6,9	9,1	-9,8	-1,5	-8,3	-2,0	-6,3	1.097,1
2009 (p)	19,4	1,9	17,5	8,1	9,4	-7,8	-3,2	-4,6	0,8	-5,4	1.124,3
2010 (p)	19,3	1,0	18,3	9,1	9,2	-7,3	-4,1	-3,1	2,8	-5,9	1.169,6

(a) Enlace de Funcas de la CNE-1995 y CNE-2000, ya que el INE sólo ha publicado datos homogéneos de las dos bases para el conjunto de la economía (sí lo ha hecho la IGAE para las AAPP).

(b) 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) Previsiones Funcas.

Fuentes: Hasta 2007, INE (CNE); para 2008-10, previsiones FUNCAS.

la demanda y ha centrado su enfoque en la oferta, desarrollando políticas tendentes a flexibilizar el funcionamiento de los mercados y a elevar el potencial de crecimiento de la economía. Si acaso, para la economía de la oferta el control de la demanda queda reservado a la política monetaria, nunca a la política fiscal, especialmente en su vertiente del gasto, de la que se desconfía, primero, por ser un instrumento de implementación lenta y poco eficaz y, en segundo lugar, porque se constata que los aumentos del gasto público que se llevan a cabo para luchar contra las recesiones casi nunca son transitorios, sino que permanecen a lo largo de los años e incrementan el peso del sector público en la economía de forma estructural.

Sin embargo, ambos tipos de políticas no son contradictorios ni incompatibles entre sí, más bien deberían ser complementarios. Las políticas de demanda son insuficientes por sí mismas, pues apenas afectan al potencial de crecimiento a largo plazo, simplemente modulan dicho crecimiento en el corto plazo para evitar fluctuaciones excesivas. Las políticas de oferta, por su parte, son las adecuadas para mejorar la asignación de los recursos y aumentar la eficiencia del sistema productivo, pero se olvidan del corto plazo (las posiciones más extremas incluso han llegado a certificar el fin de los ciclos), pensando que la flexibilidad y autoregulación de los mercados y la política monetaria serán suficientes para mantener la economía permanentemente en equilibrio, algo que la historia demuestra ser una idea bastante utópica.

En la práctica, ambos tipos de políticas coexisten. La política monetaria es, sin duda, el instrumento por antonomasia para gestionar la demanda en el corto plazo, pero en los países avanzados ha sido delegada en los últimos años en unos bancos centrales independientes. Los presupuestos de las administraciones públicas siguen siendo el instrumento de política económica más potente en manos de los gobiernos. Sus efectos y objetivos van más allá que el de proveer y financiar los servicios públicos y pueden utilizarse para desarrollar políticas tanto de oferta (a través de actuaciones directas del sector público y de incentivos-desincentivos fiscales sobre la asignación de los recursos del sector privado) como de demanda.

¿Qué cabe esperar en este último aspecto de la política fiscal-presupuestaria en momentos como el actual en que la economía española empieza a sumergirse en la recesión? Ante todo, si la recomposición de los desequili-

brios financieros de los hogares y empresas es una condición *sine qua non* para iniciar y consolidar la recuperación, esta política debería orientarse a recomponer el ahorro de los mismos, no tanto a sostener su consumo o inversión, si bien ambos aspectos suelen ir de la mano (si a los hogares se les facilita el ahorro tendrán que reducir menos su consumo para lograr un mismo nivel del primero). Se trata, en definitiva, de trasvasar rentas del sector público al privado de forma transitoria (sin poner en peligro, por tanto, la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas) y, ya de forma más permanente, de incentivar el ahorro y la autofinanciación de los hogares y empresas, que en España alcanza niveles entre los más bajos de los países europeos. Ello puede hacerse tanto utilizando los ingresos (reducción de impuestos) como los gastos. En el primer caso, sería una inyección directa de rentas y en el segundo, indirecta, ya que el mayor gasto generará más actividad, salarios y beneficios. Pero en todo caso, deberían seleccionarse aquellas medidas que más favorezcan el ahorro. Durante los últimos años en España ha habido un exceso de consumo y de inversión y ese exceso tiene que purgarse.

Otro criterio para seleccionar las medidas más eficientes debería ser su impacto sobre el déficit exterior. Una política fiscal expansiva puede generar más déficit por cuenta corriente, sobre todo si el resto de los países con los que se intercambian bienes y servicios no llevan a cabo políticas similares. En este caso, parte de las mayores rentas de que disponga el sector privado o del mayor gasto que haga el sector público se filtrará hacia importaciones al tiempo que las exportaciones no se verían afectadas positivamente si en dichos países no se expande paralelamente el gasto. Generalmente, las medidas que primen el ahorro sobre el consumo tendrán un impacto menor sobre el déficit.

Esta última consideración es importante si tenemos en cuenta que la crisis financiera internacional, concretamente sus efectos sobre la restricción de la liquidez, está afectando especialmente a la economía española en cuanto que esta no encuentra la financiación exterior que requieren el abultado déficit por cuenta corriente del 10% del PIB y los vencimientos de la deuda emitida en los últimos años, que puede alcanzar casi otro 10% del PIB por año. Esta situación de endurecimiento del acceso a la financiación internacional y el consiguiente encarecimiento de la misma pueden durar varios años. Por ello, ahorrar ahora es más imperativo que en situaciones recesivas de ciclos anteriores.