

# LA CAIDA DEL AHORRO Y LA INTEGRACION FINANCIERA: CAUSAS E IMPLICACIONES

La caída de las tasas de ahorro de los países industriales en los últimos años ha sido objeto de preocupación, y ha planteado una intensa discusión sobre las causas y efectos de dicha disminución. En este artículo, **Javier Santillán** pretende ofrecer un resumen de dicho debate comenzando por las explicaciones más aceptadas sobre el comportamiento del ahorro, para continuar con una discusión sobre la idoneidad de los niveles de ahorro. A continuación, aborda el autor la cuestión del grado de integración financiera alcanzado en años recientes y sus consecuencias con respecto a la generación y a la distribución del ahorro. Por último, comenta brevemente algunas implicaciones del proceso de integración europea con respecto al ahorro comunitario (\*).

de preocupación en la medida en que puede suponer una restricción a la inversión y, por tanto, al crecimiento. Aunque también las tasas de inversión cayeron en los países industriales en la década de los ochenta, sin duda la elevación de los tipos de interés reales en dicho período se vio en parte inducida por la menor disponibilidad de ahorro y, en todo caso, las tasas de inversión fueron superiores a las de ahorro en el conjunto de los países industriales, lo que se tradujo en un déficit global de sus balanzas corrientes que, en sí mismo, plantea cuestiones desde la perspectiva global de la dirección adecuada de los flujos de capital en el mundo (2).

A las preocupaciones mencionadas habría que añadir la aparición de un nuevo factor que, previsiblemente, y en el medio plazo, puede constituir una mayor presión sobre el ahorro existente, como es el proceso de reforma de los países de Europa central y del Este. No existen aún estimaciones fiables sobre sus necesidades (y su capacidad) de absorción de recursos externos en el medio plazo, pero sin duda, al menos en un primer período, esos países requerirán la afluencia de ahorro exterior. En el mismo sentido y de forma más drástica, ya se han hecho notar los efectos de la unificación alemana.

Aunque estas consideraciones dan una idea sobre la naturaleza del problema planteado por la reducción del ahorro, más adelante se aborda la discusión de manera más formal, en el contexto de la evidencia ofrecida por los modelos de crecimiento respecto a la optimalidad de un nivel dado de ahorro, y se discuten también los efectos de la integración financiera internacional.

## I. LA CAIDA DE LAS TASAS DE AHORRO

**L**a década de los ochenta se caracterizó por un descenso generalizado en las tasas de ahorro de los países industriales, tasas que, tras observar un comportamiento relativamente estable en las dos décadas anteriores, registraron en dicha década una disminución en la totalidad de los países industriales (1). Con datos referidos a los siete grandes países industriales, ese descenso fue de 3,5 puntos de la renta nacional en términos netos, si se comparan datos medios de la década de los sesenta con los correspondientes a los ochenta. Si se toman datos correspondientes a la totalidad de los países industriales, la tendencia es muy similar.

Si se desagrega el ahorro total en sus distintos componentes, se observa que el ahorro público, pese a una cierta recuperación

en los últimos años de la década de los ochenta, explica la mayor parte de la caída global del ahorro en dicha década, ya que observó un descenso, para el grupo de países referidos, de 3,2 puntos, frente a una caída de sólo 0,3 puntos en el ahorro privado. No obstante, hay que resaltar que mientras en la década de los setenta se observó globalmente una compensación mutua entre la disminución del ahorro público y el aumento del ahorro privado (aunque ello no fuera así en todos los países), en la década de los ochenta la caída de las tasas de ahorro público se vio acompañada en general por caídas en el ahorro privado, lo que sin duda ha contribuido a aumentar la preocupación que suscita el tema y explica la atención de que ha sido objeto en años recientes.

La caída generalizada de las tasas de ahorro en los países industriales constituye un motivo



No se pretende ofrecer aquí una revisión de la muy abundante literatura que existe sobre el tema de la determinación del ahorro y los intentos de explicar su evolución (3). Se aborda, simplemente, una descripción sucinta de las explicaciones que cuentan con mayor aceptación, que se basan en versiones más o menos sofisticadas de la hipótesis del ciclo vital (Ando y Modigliani, 1963). De acuerdo con dicha hipótesis, el objetivo del ahorro es suavizar el perfil del consumo a lo largo de la vida y, en consecuencia, el ahorro es una función de la riqueza, de la renta personal y de factores demográficos tales como la esperanza de vida, la edad de jubilación o la estructura de edad de la población. Como se ha señalado, existe una literatura muy abundante en torno al tema, y aunque subsisten discrepancias considerables en cuanto a los resultados obtenidos, en general se acepta el poder explicativo del modelo, en especial para la fluctuaciones a largo plazo del ahorro.

No obstante, la capacidad explicativa de la versión más estricta de la teoría del ciclo vital se ve sustancialmente mejorada con la inclusión de elementos tales como la existencia de restricciones de liquidez, consideraciones relativas a la distribución entre generaciones (el papel de las herencias), o los efectos de la seguridad social.

Una cuestión crucial es el papel que desempeña el déficit (o superávit) público y su financiación en el comportamiento ahorrador de los individuos. La discusión se centra en el grado de racionalidad de los ahorradores y en el horizonte temporal de su formación de expectativas, en el sentido de su capacidad de prever los efectos, tanto en el corto

como en el largo plazo, de la evolución del ahorro del sector público. De forma general, los déficits públicos suponen un traslado temporal de cargas financieras que implica la financiación en un período futuro de gastos presentes. Con frecuencia se habla de «transferencias intergeneracionales» de cargas, aunque, dependiendo de la forma de financiación de los déficits, dicha traslación de cargas no tiene por qué ser intergeneracional. Dornbusch y Poterba (1990) califican de «exagerado» hablar de transferencia de impuestos a futuras generaciones, como consecuencia de los déficits, en la medida en que buena parte de la carga de financiación de los episodios de déficit más típicos recae sobre individuos que viven durante el período de déficit, de forma que éstos afectan sustancialmente a la fiscalidad que soportan esos individuos. Un segundo argumento en el mismo sentido es la existencia de compensaciones por la vía de transferencias privadas entre generaciones (herencias), cuyo comportamiento respecto a la evolución de los déficits públicos es esencial para determinar si los individuos forman sus expectativas al respecto con horizontes temporales infinitos o no.

En cualquier caso, la existencia de sustitución perfecta entre ahorro público y privado, que implicaría tanto una anticipación perfecta por parte de los individuos sobre los efectos de los déficits respecto a su ahorro como la ausencia absoluta de restricciones de liquidez (condiciones necesarias para que se cumpla la equivalencia ricardiana), es una hipótesis ampliamente rechazada por la evidencia reciente. Con respecto al segundo supuesto (ausencia de restricciones de li-

quidez), aunque la evolución financiera de la última década ha influido, sin duda, en el sentido de una reducción de esas restricciones, no se puede rechazar que éstas sigan jugando un papel importante en la determinación del comportamiento ahorrador de segmentos amplios del sector privado (4).

El factor demográfico es el principal elemento explicativo de las grandes tendencias del ahorro privado a lo largo del tiempo y, en gran medida, de las diferencias contemporáneas entre países industriales. En consecuencia, las previsiones sobre tendencias futuras del ahorro privado se basan, en gran medida, en la evolución demográfica esperada. La «*ratio* de dependencia» (proporción de población menor de 14 años y mayor de 65 respecto a la población con edad comprendida entre 14 y 65 años) desempeña un papel esencial en este aspecto, y las proyecciones sobre su evolución sustentan, en gran parte, las previsiones a largo plazo sobre el ahorro privado. En particular, las proyecciones de crecimiento en las *ratios* de dependencia de los principales países industriales, durante las próximas dos o tres décadas, han hecho temer un deterioro sostenido del ahorro de estos países (5).

La evolución de la riqueza y de la renta, así como la distribución y composición de ésta, son elementos clave en la determinación del comportamiento ahorrador del sector privado. El acusado crecimiento de la riqueza financiera del sector familias en los países industriales durante los años ochenta explica una gran parte de la caída de su propensión al ahorro. Por otra parte, en el contexto del modelo del ciclo vital, es obvio el protagonismo de las expectativas sobre la renta



y su evolución en la determinación efectiva del ahorro familiar (6). En este sentido, variaciones en la distribución y composición de la renta combinadas con factores demográficos han contribuido a ese descenso en el ahorro privado. En particular, el aumento de la proporción de las transferencias de la seguridad social en el ingreso total de las familias tiende a aumentar la propensión marginal al consumo. De acuerdo con algunas estimaciones (Wilcox, 1991), en Estados Unidos la propensión al consumo de las rentas del trabajo se sitúa en 0,65, mientras que la propensión para los ingresos por transferencias es del 0,9.

La implantación de sistemas de pensiones privados es considerada como uno de los principales instrumentos capaces de promover el ahorro de las familias. Esto se debe a los efectos de los fondos de pensiones sobre la edad media de retiro (que tienden a anticipar), a la baja liquidez que caracteriza a los beneficios de los fondos de pensiones y a una percepción errónea por parte de los contribuyentes de dichos fondos, según la cual sus contribuciones constituirían una especie de impuesto, más que ahorro propiamente dicho. Las estimaciones sobre los efectos de los fondos de pensiones privados han encontrado, generalmente, una acusada influencia positiva del crecimiento de dichos fondos en el ahorro privado.

La cuestión del efecto global de la seguridad social sobre el ahorro privado ha sido también objeto de controversias, y la evidencia empírica no ha arrojado resultados claros. Por un lado, tiene un efecto depresivo sobre el ahorro (por la generalización de las pensiones públicas, de acuerdo con el ciclo vital) y por

otro, tiene un efecto de disminución de la tasa de participación laboral de los segmentos de población con más edad, que tendería a aumentar el ahorro. Aunque el efecto neto no es claro, sí parece que el sistema de financiación basado en la capitalización ejerce un efecto favorable sobre el ahorro.

De forma similar, aunque existen numerosos estudios sobre el tema, no se dispone de una evidencia clara sobre la respuesta del ahorro a las variaciones en los tipos de interés. En este sentido, la teoría no puede determinar el signo de la elasticidad del ahorro frente a los tipos de interés, dada la presencia simultánea de dos efectos (renta y sustitución) de signo opuesto. Aunque intuitivamente cabría esperar un dominio del efecto sustitución sobre el efecto renta (es decir, una elasticidad positiva del ahorro frente a los tipos de interés), el trabajo empírico ha encontrado resultados ampliamente divergentes, que oscilan desde elasticidades significativamente positivas hasta elasticidades muy pequeñas o nulas (Smith, 1989).

La influencia de la imposición sobre el ahorro es considerable. Con frecuencia, se le ha atribuido un efecto desincentivador del ahorro en los países industriales, como consecuencia de la doble imposición de los beneficios empresariales, de la progresividad de los sistemas fiscales y de la deducción de los pagos por intereses —en particular, en los préstamos hipotecarios—, que se ha mostrado como un importante elemento depresivo del ahorro en países como Estados Unidos, Reino Unido, Suecia y Dinamarca. Sin embargo, los programas encaminados a promover el ahorro mediante incentivos fiscales han resultado poco eficaces

y son, generalmente, distorsionadores y costosos.

La liberalización financiera ha contribuido, indudablemente, al pobre comportamiento ahorrador del sector familiar en la última década a través de dos conductos. Por un lado, se ha observado una importante disminución en las restricciones de liquidez, aunque, como se señaló antes, ello no significa que tales restricciones no sigan teniendo un efecto considerable en las decisiones de ahorro. Por otro, la liberalización y la innovación financiera han facilitado un proceso de reestructuración empresarial que ha contribuido a aumentar el apalancamiento y las ganancias de capital por parte del accionariado, lo que, a su vez, ha reducido su propensión al ahorro (7).

Respecto a la influencia de la inflación sobre el ahorro privado, en principio debería ejercer un efecto incentivador, en la medida en que, por un lado, aumenta el ahorro por motivo de precaución, induce mayores compras de bienes de consumo duradero y puede traducirse en un efecto negativo sobre la riqueza financiera, debido a la caída de los tipos de interés reales. No obstante, el sostenimiento de tasas de inflación significativas acaba por tener un efecto depresivo sobre el ahorro.

La evidencia disponible sobre el grado de sustitución entre el ahorro de las familias y el ahorro empresarial muestra que esa sustitución es imperfecta, ya que los aumentos en el ahorro empresarial son sólo parcialmente compensados por una disminución en el ahorro de las familias —ver Musgrave y Musgrave (1984), y Poterba (1987)— (8). Dado que la propensión al ahorro de las empresas es generalmente alta, la traslación en la carga impositiva



de las empresas hacia los individuos es una de las más claras medidas capaces de incentivar el ahorro privado.

En resumen, durante los años ochenta, el desahorro neto del sector público en los países industriales se añadió al bajo nivel de ahorro privado, fundamentalmente debido a los efectos asociados de la liberalización financiera, de la evolución demográfica y el desarrollo de los sistemas de seguridad social. La evidencia disponible señala que las medidas de política económica capaces de promover el ahorro privado deben encontrarse en el traslado de cargas fiscales de las empresas hacia las personas físicas, en la promoción de los fondos de pensiones privados y los planes de seguridad social basados en el sistema de capitalización, y en la desaparición de desincentivos fiscales al ahorro, ya que los programas de incenti- vación fiscal han tenido, en general, un impacto escaso.

## II. LA IDONEIDAD DEL AHORRO

Los modelos de crecimiento económico proporcionan un marco en el que pueden analizarse los efectos a largo plazo del ahorro. La idoneidad de un nivel de ahorro dado se puede valorar en términos de la distribución intertemporal de bienestar implícita en cada nivel de ahorro y la relación de sustitución que implica entre consumo presente y futuro.

Un *test* fundamental, derivado de los modelos clásicos de crecimiento (Solow, 1956), es la conocida «regla de oro», basada en la maximización del consumo a largo plazo. De acuerdo con este criterio, el ahorro debe alcanzar el nivel que proporcione la rela-

ción capital-trabajo «óptima», que será la que implique que la cantidad de consumo que debería sacrificarse para aumentar el *stock* de capital (por la vía de un mayor ahorro) sería mayor que el aumento de consumo futuro que esa mayor inversión proporciona. Un nivel superior de ahorro (y, por tanto, de inversión) implicaría una reducción del consumo presente mayor que el aumento en el consumo futuro que produciría. Así, esta regla evita un juicio explícito sobre preferencias intergeneracionales (o, de forma más general, intertemporales) al asumir un valor igual del consumo para todas las generaciones (o del consumo presente respecto al futuro). Este criterio puede ampliarse incluyendo en el análisis una tasa de descuento positiva que refleje el efecto de la menor utilidad presente del consumo pospuesto, mediante la atribución en la comparación de un menor peso a la misma cantidad de consumo futuro.

Aunque los modelos clásicos de crecimiento constituyen un interesante punto de partida, no han logrado explicar la divergencia en las tasas de crecimiento entre distintos países industriales. Esto es debido, básicamente, a que dichos modelos consideran el progreso técnico como exógeno, pese a que la tecnología es el factor al que se puede atribuir la mayor parte de las diferencias de crecimiento no explicadas. Un problema relacionado con el anterior es el hecho de que en los modelos clásicos no hay relación entre el ahorro y el crecimiento en el largo plazo, lo que constituye una acusada contradicción con la evidencia disponible para los países industriales.

Otros trabajos más recientes

han incluido la tecnología y la tasa de crecimiento como variable endógenas. De acuerdo con estos modelos, es posible aumentar la tasa de crecimiento mediante aumentos en las tasas de inversión y de ahorro. La principal diferencia entre estos modelos y los clásicos se encuentra en el papel que los modelos «endógenos» atribuyen a externalidades asociadas al ahorro invertido en áreas tales como capital humano, investigación y desarrollo, especialización de la producción e infraestructura, o con la expansión de la intermediación financiera.

La presencia de un elemento común en estos modelos —la existencia de externalidades no reflejadas en el rendimiento obtenido por los inversores privados— implica un nivel de ahorro total socialmente óptimo, diferente (normalmente, más alto) del generado por las fuerzas del mercado. Por tanto, estos modelos proporcionan soporte teórico para las medidas de política económica que tratan de promover el ahorro, en la medida en que tales políticas permitan acercarse a niveles socialmente óptimos y superar fallos de mercado. Desafortunadamente, la evidencia empírica sigue siendo escasa y no permite cuantificar con precisión la influencia que cabe atribuir a cada uno de los factores que afectan a la productividad futura. Sin embargo, parece claro que, para valorar la idoneidad de un cierto nivel de ahorro, es necesario tener en cuenta una serie de factores que, en principio, no habían sido incluidos en el análisis, y especialmente la acumulación de capital humano, investigación y desarrollo e infraestructuras.

Además de los fallos de mercado mencionados, hay una línea de argumentos más amplia



(Tobin, 1971) que relaciona externalidades asociadas a la acumulación de capital con la consecución de bajos niveles de inflación, ya que la inversión implica crecimiento, y el crecimiento, a su vez, facilita la consecución de aumentos no inflacionistas en los salarios reales (y facilita también la redistribución de la renta). De nuevo, estas externalidades para los agentes individuales pueden proporcionar buenos argumentos para tratar de alcanzar niveles de ahorro superiores a los que el mercado por sí mismo determinaría. Por último, existen otros dos factores importantes que pueden desviar la evolución del ahorro de niveles óptimos: la existencia de rigideces de mercado y la política del gobierno hacia el ahorro. En particular, la imposición sobre el ahorro puede tener un efecto negativo (como se ha señalado en el apartado anterior), mientras que la influencia del sector público sobre el ahorro se refleja no sólo en su contribución neta al ahorro total, sino también en su efecto sobre las tasas de ahorro privadas, ya que el ahorro público y el privado no son sustitutos perfectos.

Trabajos empíricos recientes han tratado de evaluar la idoneidad de las tasas de ahorro en distintos países en el contexto de los modelos descritos. El *test* de «ineficiencia dinámica» se deriva del concepto de «regla de oro» mencionado más arriba. Un país será dinámicamente ineficiente si puede consumir más en la actualidad (es decir, ahorrar menos) sin afectar negativamente a su capacidad de consumo futura, lo que significaría que su nivel actual de ahorro es demasiado elevado. Abel *et al.* (1989) sugirieron la comparación entre inversión y beneficios para un período determinado como herramienta

para medir la ineficiencia dinámica. La comparación se basa en la idea de que un nivel dado de sacrificio (medido aquí por la inversión, igual al ahorro en una economía cerrada) es recompensado por los beneficios de la inversión, que deben superar a dicho sacrificio en cada período. Los resultados basados en dicha comparación no mostraron evidencia de ahorro excesivo en ninguno de los grandes países industriales (incluido Japón, el país con la mayor tasa de ahorro en la pasada década).

Otros trabajos recientes, centrados en el caso de Estados Unidos, han encontrado evidencia de una tasa de ahorro insuficiente. Como se ha indicado antes, tal conclusión requiere la atribución de una tasa de descuento al consumo futuro. El trabajo de Evans (1989), basado en el criterio de la «regla de oro» y aplicando una tasa de descuento positiva, situaba la tasa de ahorro compatible con dicha regla, para EE.UU., entre el 15,5 y el 30 por 100 del PIB para el período 1986-1990, en el que la tasa realmente registrada fue del 12,25 por 100. Otro trabajo más reciente (Harris y Steindel, 1991), que ha analizado las consecuencias del descenso en la tasa de ahorro de EE.UU. desde un nivel histórico del 7,5 por 100 del PIB —en términos netos— hasta un 3 por 100 en los ochenta, y evalúa supuestos alternativos de ahorro, concluye que el declive en dicha tasa ha reducido el *stock* de capital alrededor de un 15 por 100 y el *output* potencial alrededor de un 5 por 100. De persistir las mismas tendencias hasta el final del siglo, las pérdidas acumuladas se situarían alrededor del 28 y del 10 por 100, respectivamente. Estas mismas estimaciones, llevadas a cabo con un modelo que vincula

la acumulación de capital con el ritmo de innovación tecnológica, reflejan pérdidas aún mayores en el *output* potencial, del orden del 7 por 100 en 1990 y del 15 por 100 al final del siglo.

Desde una perspectiva teórica, un nivel persistentemente bajo de ahorro en un país determinado, como ha sido el caso de EE.UU., puede ser el simple reflejo de una cierta distribución intertemporal del consumo, que, a su vez, refleje preferencias individuales. En un contexto de libertad de movimientos de capital internacionales, el exceso en la demanda doméstica de inversión sobre el ahorro nacional se refleja en un flujo persistente de capital exterior que va determinando la posición exterior neta del país de referencia. En la medida en que dicha posición es sostenible —por la disponibilidad del capital extranjero a continuar invirtiendo en ese país—, no debe constituir por sí sola motivo de preocupación. Sin embargo, desde la perspectiva del país en cuestión, la existencia de fallos de mercado como los descritos anteriormente puede proporcionar buenos argumentos para suponer que un nivel superior de ahorro nacional es socialmente más deseable. Por otra parte, y desde una perspectiva global, en la medida en que una absorción persistente de ahorro exterior puede afectar negativamente a la inversión en otros países y aumentar la presión sobre los tipos de interés, la preocupación por el bajo nivel de ahorro puede estar justificada, especialmente cuando ese comportamiento tiene lugar en países altamente desarrollados.



### III. LA MOVILIDAD DEL AHORRO Y LOS SALDOS POR CUENTA CORRIENTE

La cuestión del grado de movilidad internacional alcanzado por el capital es importante para clarificar el marco en el que se debe realizar el análisis sobre las causas y efectos de la evolución del ahorro. Aunque es evidente que esa movilidad ha aumentado durante la década pasada, cabe plantearse bastantes preguntas al respecto, algunas de las cuales son objeto de discusión y no han encontrado respuesta nítida. Así, por una parte, existen distintos enfoques para medir el grado de integración de los mercados de capitales internacionales, cuyos resultados no son homogéneos, y cuya interpretación ha dado lugar a controversias. Por otra parte, resulta difícil determinar en qué medida se puede considerar que el proceso de integración continuará acentuándose en los años próximos y qué factores, además de la liberalización y desregulación, han influido en el proceso o lo harán en el futuro.

La desaparición de los controles de capital que se ha producido en años recientes en la mayoría de los países industriales ha sido el principal factor que ha facilitado la integración financiera internacional. No obstante, además de los controles de capital, hay diversos elementos que determinan el grado de integración financiera. El más importante de ellos es el constituido por los acontecimientos en el terreno de los tipos de cambio que afectan a su variabilidad. Además de ésta, otras circunstancias —tales como determinados acuerdos institucionales (en especial, la liberalización del establecimiento internacional de instituciones financieras y la armonización de normativas

prudenciales que las afectan) o la existencia de fallos de mercado (básicamente debidos a la disponibilidad de información)— desempeñan un papel en este sentido. En todos estos terrenos, se han registrado, durante la pasada década, avances hacia una mayor integración.

El indicador más inmediato del grado de integración internacional de los mercados de capitales es el tamaño de los flujos de capital, brutos y netos (9). Las estadísticas sobre el volumen alcanzado por los flujos de capital a lo largo de la última década apuntan claramente en el sentido de una creciente integración financiera. En este mismo sentido apuntan los indicadores de precios. El estrechamiento de los diferenciales de tipos de interés observado desde mediados de los años setenta llevó a Frankel (1991) a concluir que, hacia el final de los años ochenta, la integración de los mercados financieros de los principales países industriales era prácticamente total.

En aparente contraste con estas conclusiones, el enfoque que ofrece el estudio de la correlación entre el ahorro y la inversión doméstica en distintos países —Feldstein y Horioka (1980), Feldstein y Bacchetta (1989)— parece indicar un grado de integración financiera muy inferior, lo que ha producido una abundante discusión y diversas interpretaciones. Tesar (1991) concluye que esa correlación es un fenómeno observado tanto para el corto como para el largo plazo, y que no se limita a un grupo de países determinado (dentro de la OCDE), pero sostiene que las hipótesis posibles para explicar esas correlaciones, tanto en el corto como en el largo plazo, son compatibles con una elevada movilidad internacional del capital.

De acuerdo con los resultados de Artis y Bayoumi (1989), parece probable que políticas fiscales dirigidas a controlar el déficit por cuenta corriente puedan explicar, al menos parcialmente, dicha correlación. Bacchetta (1990) rechaza que esa hipótesis sea relevante, así como otras relativas al comportamiento del sector privado, por falta de sustento empírico. De su análisis se deduce que la única hipótesis no rechazable empíricamente es la de una considerable segmentación de los mercados financieros nacionales, debida básicamente a las diferencias entre estructuras financieras en los distintos países (tales como los hábitos financieros de las empresas, reflejados en la distinta proporción del capital riesgo frente al capital deuda). Como consecuencia de esa segmentación, es compatible la coexistencia de segmentos mayoristas de los mercados de capitales altamente integrados internacionalmente con otros segmentos de activos financieros escasamente intercambiables a escala internacional. Dornbusch y Poterba (1990) defienden esta tesis y establecen un paralelismo con el proceso de integración del mercado hipotecario en EE.UU. a escala nacional, que a principios de los setenta constituía un segmento aislado respecto del mercado nacional de capitales. No obstante, la discusión de Bacchetta concluye que es necesario profundizar la investigación, ya que la hipótesis de la segmentación no está contrastada, y admite la posible importancia de otros factores, tales como *shocks* que afectan a la productividad, la importancia del sector de bienes no comerciables y la variabilidad del tipo de cambio.

La importancia de la estabilidad cambiaría como determinante de



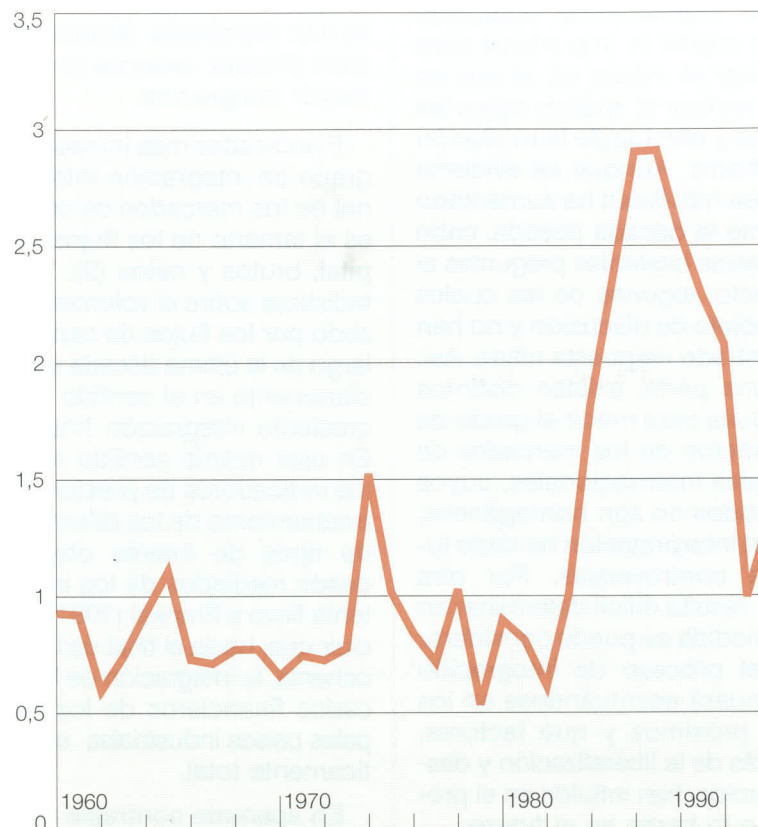
la integración financiera parece confirmarse por estudios centrados en la movilidad del capital entre los países pertenecientes al Sistema Monetario Europeo que reflejan un efecto positivo en este sentido de la estabilidad cambiaria. Tanto Feldstein y Bacchetta (1989), como Bandhari y Mayer (1990) encuentran una mayor movilidad del capital en los países integrantes del SME. Argimón y Roldán (1991) han encontrado diferencias importantes en el grado de movilidad de los distintos países de la CE, básicamente atribuidas a los controles de capital.

En suma, aunque está fuera de duda que la integración financiera ha aumentado considerablemente durante los años ochenta, la persistencia de una correlación ahorro/inversión elevada a nivel nacional (aunque decreciente) plantea algunas dudas sobre el grado efectivamente alcanzado por esa integración y sobre los factores que la limitan. Otra cuestión que es objeto de discusión es en qué medida se sostendrá en los años próximos el aumento en los flujos de capital observado en años recientes (Cooper, 1991), ya que, en buena parte, ha obedecido a un proceso de diversificación internacional de carteras que, como tal, podría alcanzar un punto de equilibrio relativo, reflejado en una disminución de los flujos de capital por dicho motivo. No obstante, como se señaló antes, el tamaño de los flujos de capital no es necesariamente el mejor indicador del grado de integración financiera.

### 1. La evolución de las balanzas por cuenta corriente

Como se señaló al principio, un contexto de elevada movilidad del capital afecta tanto al nivel de incentivos al ahorro como

**GRAFICO 1**  
**BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LOS PRINCIPALES PAISES INDUSTRIALIZADOS (\*)**  
**(En porcentaje del PNB)**



(\*) Media ponderada de la suma de déficit y superávit de los países del G-7.  
Fuente: Comisión de las Comunidades Europeas.

a los efectos que el comportamiento ahorrador de un país puede transmitir al resto del mundo. De hecho, el grado de movilidad del capital alcanzado en la pasada década ha tenido su reflejo ostensible en la aparición de niveles de desequilibrio en las balanzas por cuenta corriente de los países industriales sin precedentes en la historia reciente (ver gráfico 1). Ello refleja, por un lado, que los agentes individuales (inversores e intermediarios) han afrontado un contexto de mayor libertad de asignación del ahorro excedente, lo

que, en principio, debe suponer ganancias de eficiencia, y, por otro lado, que, efectivamente, la integración financiera ha modificado el esquema de incentivos al ahorro al que se enfrentan los distintos países, fundamentalmente mediante la disminución de la importancia del saldo de la balanza por cuenta corriente como restricción de política económica.

En la medida en que los desequilibrios de la balanza por cuenta corriente reflejen bien diferencias en el rendimiento de la inversión, o bien la optimización



intertemporal del consumo en cada país (básicamente debida a factores demográficos), dichos desequilibrios pueden suponer ganancias de eficiencia en el sentido de que permitan acercarse a sendas óptimas de crecimiento a los distintos países. No obstante, con frecuencia es difícil determinar en qué medida un déficit por cuenta corriente es «benigno» en el sentido señalado, o debe ser motivo de preocupación. La descomposición del saldo por cuenta corriente entre déficit del sector público y déficit entre ahorro e inversión privados (cuadro número 1) para distintos países industriales, en la última década, muestra cómo el diagnóstico puede variar mucho de unos países a otros, sin que sea posible establecer pautas generales.

No obstante hay argumentos para sostener que el aumento de la movilidad del capital no ha traído consigo todas las ventajas que podrían derivarse de un funcionamiento menos restringido

del mecanismo internacional de asignación de recursos. Como se ha señalado anteriormente, la persistencia de barreras institucionales y fallos de mercado puede impedir la consecución plena de las ventajas de la movilidad del capital, e incluso producir la aparición de consecuencias negativas. Así, desde la perspectiva de un país determinado, un déficit por cuenta corriente puede no constituir un problema en sí mismo, mientras pueda ser financiado por la afluencia de capital exterior. Pero, en la medida en que dicho déficit sea el reflejo de fallos de mercado, de regulaciones distorsionadoras o de un déficit público excesivo (comparado con un nivel «socialmente óptimo»), la financiación exterior puede contribuir a posponer ajustes fundamentales, tendentes a modificar el comportamiento ahorrador del país deficitario, con el consiguiente aumento en los costes de dicho ajuste.

Desde otra perspectiva, la li-

beralización, y la consiguiente generalización de los desequilibrios por cuenta corriente, plantea la cuestión de la coherencia global de los objetivos exteriores de los distintos países. En la medida en que la flexibilidad del tipo de cambio facilite el proceso de ajuste internacional entre los países no sujetos a compromisos cambiarios esa coherencia estaría propiciada por dicho ajuste, que garantizaría la consecución de posiciones de «equilibrio» en los saldos exteriores. En este sentido, la persistencia de divergencias importantes en la paridad del poder adquisitivo pone de manifiesto que dicho ajuste dista de ser automático, y que los desalineamientos entre monedas son más duraderos de lo que cabría esperar con una elevada integración financiera y un funcionamiento ideal de los mercados cambiarios. Todo ello implicaría que las imperfecciones en el funcionamiento de los mecanismos del mercado, desde la óptica tanto de la consecución de sendas óp-

CUADRO N.º 1  
SALDOS DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y DESEQUILIBRIOS AHORRO-INVERSION, 1981-1989 (\*)  
(Porcentajes del PNB)

	1981				1989				VARIACION, 1981-1989			
	CC	DP	IP	AP	CC	DP	IP	AP	CC	DP	IP	AP
Estados Unidos .....	0,2	- 1,0	16,1	17,3	- 2,1	- 2,0	14,4	14,2	- 2,3	- 1,0	- 1,7	- 3,1
Japón .....	0,4	- 3,8	21,3	25,5	2,0	2,7	25,4	24,7	1,6	6,5	4,1	- 0,8
Alemania .....	- 0,5	- 3,7	18,5	21,6	4,6	0,2	17,9	22,4	5,2	3,9	- 0,5	0,8
Francia .....	- 0,9	- 1,9	19,0	20,0	- 0,4	- 1,4	17,6	18,6	0,5	0,5	- 1,5	- 1,4
Italia .....	- 2,3	- 11,6	21,4	30,7	- 1,2	- 10,2	16,0	25,0	1,0	1,4	- 5,4	- 5,8
Reino Unido .....	2,6	- 2,6	11,8	17,0	- 3,7	1,3	16,6	11,6	- 6,3	3,9	4,9	- 5,4
Canadá .....	- 1,7	- 1,5	21,5	21,3	- 2,6	- 3,4	19,7	20,5	- 0,8	- 1,9	- 1,9	- 0,8
Australia .....	- 4,9	- 1,2	19,1	15,4	- 5,9	1,2	20,0	12,9	- 1,0	2,4	0,8	- 2,6
Bélgica .....	- 4,3	- 13,1	13,6	22,4	2,4	- 6,5	16,8	25,7	6,7	6,6	3,2	3,4
Dinamarca .....	- 3,2	- 6,9	12,5	16,2	- 1,3	- 0,4	15,5	14,6	1,9	6,5	3,0	- 1,6
Holanda .....	2,1	- 5,5	16,0	23,6	3,3	- 5,1	19,5	27,9	1,2	0,4	3,5	4,3
Noruega .....	3,8	4,7	22,1	21,2	0,3	1,0	23,5	22,8	- 3,5	- 3,7	1,4	1,6
España .....	- 2,8	- 3,9	19,3	20,4	- 2,9	- 2,1	20,9	20,1	- 0,1	1,8	1,6	- 0,3

(\*) Variables: CC = Saldo por cuenta corriente; DP = Déficit Público; IP = Inversión Privada; AP = Ahorro Privado calculado residualmente como CC + IP - DP.  
Fuente: Frenkel *et al.* (1991) a partir de FMI, *World Economic Outlook*, y OCDE, *Economic Outlook* y *National Accounts*.



timas de ahorro como de la combinación adecuada de posiciones exteriores de los distintos países, requiere una cierta dosis de coordinación internacional de políticas. En lo referente a los incentivos para la generación de ahorro, dicha coordinación se debería dirigir a superar los fallos de mercado y las distorsiones que afectan negativamente a la propensión al ahorro, así como a configurar un contexto financiero que garantice la estabilidad y la confianza necesarias para que el proceso de distribución internacional del ahorro no se vea distorsionado.

## 2. El ahorro en el contexto de la unión monetaria europea

En el contexto del proceso de unión monetaria en Europa, la discusión planteada más arriba se modifica por la reducción (y eventual desaparición) del margen de flexibilidad en la fluctuación del tipo de cambio. En este contexto, la coordinación de políticas es esencial para garantizar una distribución correcta del ahorro entre los países miembros (y una posición exterior neta «adecuada»), en la medida en que desaparezca el tipo de cambio como mecanismo de ajuste exterior.

En una unión monetaria, el peso del mecanismo de ajuste, que determina los saldos corrientes entre los países miembros, debe recaer en las políticas fiscales. A ello se debe el énfasis que los acuerdos de Maastricht ponen en la limitación de los déficit públicos de los países miembros, y en este mismo sentido apuntan las restricciones a la monetización de dichos déficit y la implantación del principio de no solidaridad de los países miembros respecto a la deuda pública de los restantes países de la Comunidad.

Dado que el margen para la consecución de mayores tasas de ahorro privado parece reducido —aunque no nulo—, el énfasis para la consecución de mayores tasas de ahorro global dentro de la Comunidad deberá recaer en la consolidación fiscal, objetivo que pretendan garantizar los acuerdos mencionados. Para ello, la estrategia planteada constaría de dos fases: una primera en la que los planes de convergencia deben centrar el esfuerzo individual de cada uno de los países miembros, y una segunda fase a partir de la cual serían básicamente los mecanismos del mercado (de los mercados de deuda pública supuesta la ausencia de tensiones cambiarias) los que deben determinar la sostenibilidad de las políticas fiscales, mediante un proceso de selección, por parte de los inversores, de sus carteras de deuda pública de los distintos países comunitarios. En este contexto, y a medida que disminuyan (o desaparezcan) las consideraciones relativas al riesgo de cambio, los mercados de deuda pública de los países comunitarios deberían experimentar una evolución en el sentido de una creciente atención hacia el riesgo derivado de la sostenibilidad de las políticas fiscales y del endeudamiento público de cada país emisor.

En cualquier caso, la discusión planteada aquí pone de manifiesto la importancia que tiene la generación de ahorro para la salud del proyecto de unión monetaria, y la necesidad de que el proceso de convergencia, por una parte, garantice niveles adecuados de ahorro y, por otra, genere por sí mismo mayores incentivos al respecto, por la vía de un contexto económico y financiero más favorable.

## NOTAS

(\*) Este trabajo está basado en otro recientemente publicado en la serie *Documentos de Trabajo* del Banco de España, con el n.º 9213.

(1) Noruega es la única excepción. Para una revisión sobre la caída del ahorro en los países de la OCDE, ver DEAN *et al.* (1990), y RAYMOND (1989). Para una discusión sobre cuestiones relativas a la medición del ahorro y ajustes posibles respecto a los datos convencionales, ver ELMESKOV *et al.* (1991).

(2) Para una actualización sobre la cuestión de la discrepancia estadística de la balanza global por cuenta corriente, ver COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS (1992) y FMI (1991).

(3) Algunas revisiones son las de ARGANDOÑA (1986), AGHEVLI *et al.* (1990), SMITH (1989) y KAUFFMANN (1991), sobre los aspectos microeconómicos. Para una revisión de enfoques «heterodoxos», ver GREEN (1991).

(4) Existe una amplia evidencia que confirma que las restricciones de liquidez juegan, efectivamente, un importante papel. JAPPELLI y PAGANO (1989) concluyen que es, sobre todo, ese factor, derivado de imperfecciones en los mercados de capital, el que explica las diferencias en el nivel de endeudamiento del sector familiar en distintos países.

(5) Sobre esta cuestión, pueden verse, por ejemplo, KAUFFMANN (1990) o GRAHAM (1987). SINN (1990, pág. 12) resalta la vinculación entre la evolución demográfica y activos exteriores netos en los años setenta y ochenta para Japón, Alemania y otros países de la OCDE. Para una revisión de los efectos macroeconómicos del envejecimiento de la población, ver MASSON y TRYON (1990).

(6) WILCOX (1991) encuentra que, en Estados Unidos, el crecimiento de la riqueza financiera de las familias entre la mitad de la década de los setenta y 1987 explicaría, con todo lo demás igual, un declive de la tasa de ahorro privado de 3,5 puntos porcentuales.

(7) No obstante, este efecto se ha podido ver parcialmente compensado por la influencia positiva que ha tenido sobre el ahorro empresarial, lo que depende del grado efectivo de sustitución entre los dos componentes del ahorro privado, que se comenta más adelante.

(8) En principio, esa sustitución debería ser perfecta, ya que el sector familias es propietario de las empresas, con independencia de la forma que esa propiedad adopte. Por lo tanto, cambios en el nivel de riqueza derivados de la evolución de los beneficios o de las cotizaciones bursátiles no deberían tener un efecto sobre el ahorro privado distinto del producido por variaciones en otro tipo de riqueza o renta. Sin embargo, la evidencia disponible parece reflejar la existencia de una serie de factores institu-



cionales que afectan especialmente a las decisiones de ahorro de las empresas.

(9) Nótese que éste puede no ser un buen indicador de integración financiera. Un alto grado de integración financiera puede reflejarse en movimientos muy próximos de los precios de los activos sin que haya grandes flujos de capital e, inversamente, flujos de capital relativamente cuantiosos no implican necesariamente que exista una gran integración financiera, ya que pueden deberse a factores fundamentales (como diferencias de productividad) que justificarían flujos de capital mayores. Ver GOLDSTEIN *et al.* (1991) para una revisión sobre la evidencia relativa a la integración de los principales mercados financieros.

## BIBLIOGRAFIA

- ABEL, Andrew B.; MANKIW, Gregory N.; SUMMERS, Lawrence H., y ZECKHAUSER, Richard J. (1989), «Assessing dynamic efficiency: theory and evidence», *Review of Economic Studies*, vol. 56 (enero), págs. 1-19.
- AGHEVLI, Bijan B.; BOUGHTON, James M.; MONTIEL, Peter J.; VILLANUEVA, Dellano, y WOGLOM, Geoffrey (1990), «The role of national saving in the world economy. Recent trends and prospects», *IMF Occasional Papers*, n.º 67 (Washington, International Monetary Fund, marzo).
- ANDO, Albert, y MODIGLIANI, Franco (1963), «The "life cycle" hypothesis of saving: aggregate implications and tests», *American Economic Review*, vol. 53 (marzo), págs. 55-84.
- ARGANDOÑA, Antonio (1986), «Los determinantes del ahorro de las familias», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, n.º 28 (Madrid, Fundación FIES), págs. 317-361.
- ARGIMÓN, Isabel, y ROLDÁN, José María (1991), «Ahorro, inversión y movilidad internacional del capital en los países de la CE», *Boletín Económico del Banco de España* (Madrid, Banco de España, abril), págs. 39-43.
- ARTIS, Michael, y BAYOUMI, Tamin (1989), «Saving, investment, financial integration, and the balance of payments», *IMF Working Papers*, n.º 89/102 (Washington, International Monetary Fund, diciembre).
- BACCHETTA, Philippe (1990), «Ahorro, inversión y movilidad internacional de capitales», *Moneda y Crédito*, n.º 191 (Madrid), páginas 13-41.
- BANDHARI, Jadgeep A., y MAYER, Thomas S. (1990), «A note on saving-investment correlation in the EMS», *IMF Working Papers*, número 90/97 (Washington, International Monetary Fund, octubre).
- COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS (1992), «European Economy», *Suplement A*, n.º 3 (Bruselas, CE, marzo).
- COOPER, Shelley (1991), «Cross-border savings flows and capital mobility in the G7 economies», *Discussion Papers*, n.º 54 (Londres, Bank of England, marzo).
- DEAN, Andrew; DURAND, Martine; FALLON, John, y HOELLER, Peter (1990), «Saving trends and behaviour in OECD countries», *OECD Economic Studies*, n.º 14 (Paris, Organisation for Economic Cooperation and Development, Primavera), págs. 7-88.
- DORNBUSCH, Rudiger, y POTERBA, James M. (1990), «Debt and deficits in the 1990s», en *Balancing act-debt, deficits and taxes*, editado por John H. MAKIN, Norman J. ORSTEIN y David ZLOWE (Washington, AEI Press).
- ELMESKOV, Jorgen; SHAFER, Jeffrey, y TEASE, Warren (1991), «Savings trends and measurement issues», *OECD Working Papers*, número 105 (Paris, Organisation for Economic Cooperation and Development).
- EVANS, Owen (1989), «National savings and targets for the Federal Budget balance in the United States», *IMF Working Papers*, número 89/103 (Washington, International Monetary Fund, diciembre).
- FELDSTEIN, Martin S., y HORIOKA, Charles (1980), «Domestic saving and international capital flows», *Economic Journal*, vol. 90 (junio), páginas 314-329.
- FELDSTEIN, Martin S., y BACCHETTA, Philippe (1989), «National saving and international investment», *Discussion Papers*, n.º 1463 (Cambridge, Massachusetts, Harvard Institute of Economic Research, noviembre).
- FMI (FONDO MONETARIO INTERNACIONAL) (1991), «World Economic Outlook» (Washington, International Monetary Fund, mayo).
- FRANKEL, Jeffrey A. (1991), «Quantifying international capital mobility in the 1980s», en *National saving and economic performance*, editado por Douglas BERNHEIM y John B. SHOVEN (Chicago, University of Chicago Press, junio).
- FRENKEL, Jacob A.; GOLDSTEIN, Morris, y MASSON, Paul R. (1991), «Characteristics of a successful exchange rate system», *Occasional Papers*, n.º 82, IMF (Washington, International Monetary Fund, julio).
- GOLDSTEIN, Morris; MATHIESON, Donald J., y LANE, Timothy (1991), «Determinants and systemic consequences of international capital flows», en *Determinants and systemic consequences of international capital flows*, *IMF Occasional Papers*, n.º 77 (Washington, International Monetary Fund, marzo).
- GRAHAM, John W. (1987), «International differences in saving rates and the life cycle hypothesis», *European Economic Review*, vol. 31, páginas 1509-1529.
- GREEN, Francis (1991), «Institutional and other unconventional theories of saving», *Journal of Economic Issues*, vol. XXV, n.º 1 (marzo), páginas 93-113.
- HARRIS, Ethan S., y STEINDEL, Charles (1991); «The decline in US saving and its implications for economic growth», *FRBNY Quarterly Review* (New York, Federal Reserve Bank of New York), págs. 1-19.
- KAUFFMANN, Bárbara (1990), «Savings behavior of private households in the United States and West Germany», *Jarbücher für Nationalökonomie und Statistik*, vol. 207 (Stuttgart, Gustav Fischer Verlag), págs. 97-108.
- (1991), «Microeconomic aspects of saving», *Economic Papers*, n.º 89 (Bruselas, Comisión de las Comunidades Europeas, diciembre).
- JAPELLI, Tullio, y PAGANO, Marco (1989), «Consumption and capital market imperfections: an international comparison», *American Economic Review*, vol. 79, n.º 5 (diciembre), págs. 1088-1105.
- MASSON, Paul R., y TRYON, Ralph W. (1990), «Macroeconomic effects of projected population aging in industrial countries», *IMF Working Papers*, n.º 90/5, Washington, International Monetary Fund.
- MUSGRAVE, Richard A., y MUSGRAVE, Peggy B. (1984), *Public finance in theory and practice*, New York, McGraw Hill.
- POTERBA, James M. (1987), «Tax policy and corporate saving», *Brookings Papers on Economic Activity*, n.º 2, págs. 455-503.
- RAYMOND, José Luis (1989), «La caída del ahorro en los países de la OCDE», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, n.º 41 (Madrid, FIES).
- SINN, Stefan (1990), «Net external asset position of 145 countries. Estimation and interpretation», vol. 234, *Kieler Studien* (Tübingen, Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel).
- SMITH, Roger S. (1989), «Factors affecting saving, policy tools, and tax reform: a review», *IMF Working Papers*, n.º 89/47 (Washington, International Monetary Fund, mayo).
- SOLOW, Robert M. (1956), «A contribution to the theory of economic growth», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 70 (febrero), páginas 65-94.
- TESAR, Linda (1991), «Savings, investments and international capital flows», *Journal of International Economics*, vol. 31, n.º 1/2 (Washington, agosto), páginas 55-78.
- TOBIN, James (1971), «Economic growth as an objective of government policy», en *Essays in Economics: Macroeconomics*, vol. 1, New York, North Holland.
- WILCOX, David W. (1991), «Household spending and saving: measurement, trends and analysis», *Federal Reserve Bulletin* (Washington, Board of Governors of the Federal Reserve System, enero).