

EVOLUCIÓN Y TENDENCIAS DEL AHORRO GLOBAL

Javier SANTILLÁN

I. INTRODUCCIÓN

La evolución global del ahorro en el mundo ha sido objeto de creciente atención en las últimas décadas. La teoría económica ha evolucionado al respecto desde las posiciones keynesianas más primitivas, cuyo énfasis en el papel de la demanda agregada, en el consumo y en el papel del sector público contribuyeron a crear una visión un tanto despectiva del ahorro, hacia un interés creciente por su comportamiento, que en los años ochenta se vio reforzado por la aparición de señales que podrían indicar la existencia de un problema de ahorro insuficiente, tanto individualmente, en muchos países, como globalmente, puesto de manifiesto por el declive de las tasas de ahorro en los países industrializados y por el aumento de los tipos de interés reales. En buena parte, esa evolución se debió al aumento del peso del sector público en las economías occidentales, y a su comportamiento acusadamente deficitario. Pero, al mismo tiempo, se observó un declive en las tasas de ahorro privado.

Esta evolución, unida a algunos otros elementos coyunturales —como la incorporación de los países del Este de Europa al circuito del capital internacional— y a la creciente globalización económica, han replanteado la cuestión de la insuficiencia de los niveles actuales de ahorro, sus causas y sus posibles soluciones. En este trabajo, se presenta un somero repaso de estas cuestiones. Se trata de aportar una perspectiva histórica, a partir de los datos más antiguos de

los que se dispone, y de resumir la evidencia sobre las causas del relativo declive del ahorro en los países industrializados, sobre su evolución en los países en desarrollo y sobre las perspectivas para el futuro próximo.

II. PERSPECTIVA HISTÓRICA

La práctica totalidad de los numerosos trabajos dedicados a estudiar el comportamiento del ahorro en las últimas décadas se ha concentrado en un espacio temporal reciente, debido a la escasez de datos disponibles para épocas anteriores. Actualmente, se tiende a pensar que esta limitación temporal ha podido contribuir a deformar en alguna medida el análisis y a sesgar algunas de sus conclusiones. En cualquier caso, es interesante ampliar la perspectiva temporal, con objeto de apreciar, en lo posible, tendencias históricas y, pese a las inevitables cautelas con que hay que analizar los datos históricos, completar la perspectiva que proporciona el estudio de las últimas décadas, para las cuales los datos son más fiables.

La principal aportación a este respecto es el trabajo de Maddison (1992), que abarca una amplia perspectiva temporal, desde 1870, y un conjunto de países significativo, no tanto por su número como por su peso relativo en la actividad económica mundial, ya que los once países que incluye en su estudio representan alrededor del 50 por 100 del PIB actual del mundo. Hay que mencionar también un trabajo anterior de Kuznets (1955), de ámbi-

to más limitado, ya que sólo ofrece datos sobre ahorro, comparables de forma homogénea, para cinco países, pero cuyas conclusiones apuntaron básicamente en la línea de las que ha obtenido Maddison posteriormente con una perspectiva más amplia.

Algunas de las estimaciones del trabajo de Kuznets se encuentran sintetizadas en el cuadro n.º 1, que se ha completado para las décadas recientes (a partir de 1960). Con las cautelas derivadas de la heterogeneidad de las fuentes que se resumen en el cuadro (1) y del hecho de que se trata de un estudio pionero, los datos que éste refleja indican que, en los países estudiados, las tasas de ahorro bruto registradas en las tres últimas décadas del siglo pasado y en las primeras del siglo xx fueron acusadamente inferiores a las observadas en la segunda mitad del siglo. La excepción significativa a esta pauta la constituiría Estados Unidos, en cuyo caso la variación registrada en la segunda mitad del siglo xx sería muy ligera y de signo inverso a la del resto de los países, si bien en este caso lo más destacable es la tónica de estabilidad en la tasa de ahorro hasta los años ochenta de este siglo, en que presentó un descenso acusado. En el mismo trabajo, Kuznets estimaba que, en el período analizado por él, las tasas de ahorro neto registradas oscilaron, en media, entre el 5 y el 10 por 100 del PNB, y que las tasas de inversión observaron un perfil histórico básicamente paralelo a las tasas de ahorro, con algunas divergencias destacables en países como Canadá y el Reino Unido. Otra conclusión de sus estimaciones era la escasa relación contemporánea entre el nivel de renta per cápita y la *ratio* entre el ahorro y el producto nacional para los países estudiados.

CUADRO N.º 1

AHORRO BRUTO EN PORCENTAJE DEL PNB

	1870-1900	1900-1920	1920-1930	1930-1950	1960-1995	1960-1970	1970-1980	1980-1995
Canadá	—	18,1	18,2	17,0	19,2	21,9	22,6	19,8
Dinamarca	11,6	10,0	11,1	16,7	20,5	23,1	20,2	17,4
Estados Unidos	21,4	22,3	22,2	22,4	18,6	19,7	20,1	15,5
Reino Unido (*)	12,7-14,4	13,9-15	—	—	17,3	19,0	18,7	13,4
Suecia	8,8	19,0	20,9	—	20,3	25,1	21,4	14,8

(*) Los rangos corresponden a estimaciones diferentes que presenta el trabajo de Kuznets.
Fuente: Kuznets (1955), y Comisión de las Comunidades Europeas.

Desde la perspectiva actual, tiene mayor interés el trabajo de Maddison, tanto por abarcar un espectro mayor de países —incluyendo algunos países en desarrollo— y un período temporal más amplio como por la evaluación que el autor hace de sus estimaciones. Como se verá, dicha evaluación relativiza algunas de las interpretaciones que han sido frecuentes durante los últimos lustros, y en particular a raíz del descenso observado en las ta-

sas de ahorro de los países industrializados durante los años ochenta, si bien, a la hora de aportar interpretaciones sobre los resultados que obtiene, el propio autor considera sus evaluaciones como tentativas.

El cuadro n.º 2 presenta las estimaciones de Maddison para el grupo de países de referencia. La parte A recoge datos de todo el período estimado, mientras la parte B presenta el detalle de

la segunda mitad del siglo xx, y en ella se completan las estimaciones de Maddison con el período 1988-1993, no incluido en su trabajo (2). La principal conclusión que se extrae del cuadro número 2 (A) es que no se puede caracterizar la segunda mitad del siglo xx como una etapa de bajo nivel de ahorro, en comparación con las pautas históricas: en todos los casos que se presentan, las tasas de ahorro bruto observadas a partir de 1950 son

CUADRO N.º 2

AHORRO BRUTO EN PORCENTAJE DEL PIB
(Precios corrientes)

	(A)						(B)				
	1870-1889	1890-1913	1914-1938	1939-1949	1950-1973	1974-1987	1950-1959	1960-1973	1974-1980	1981-1987	1988-1993
Países OCDE											
Alemania	—	—	12,9	—	27,5	24,0	25,9	28,6	24,1	24,0	23,3
Australia	11,2	13,0	12,4	13,8	24,4	22,0	23,5	25,1	23,5	20,7	18,0
Canadá	9,1	12,2	14,4	19,3	22,5	21,5	21,4	23,4	22,7	20,4	16,4
Estados Unidos	19,1	18,3	17,0	15,2	19,7	18,0	19,7	19,7	19,7	16,7	15,6
Francia	12,8	14,7	—	—	23,5	22,3	18,8	26,8	24,9	20,0	20,6
Holanda	—	—	15,2	—	26,8	22,9	25,8	27,4	23,2	22,7	24,7
Japón	12,4	12,3	16,7	23,3	32,8	32,9	28,1	36,1	33,0	32,8	33,6
Reino Unido	13,9	13,6	8,3	1,6	17,9	19,2	15,7	19,5	20,9	17,5	14,0
Países no OCDE											
Corea	—	—	4,3	—	8,1	27,9	4,0	10,1	24,3	31,0	35,8
India	—	5,8	7,4	6,7	12,8	20,2	10,8	14,3	20,7	17,3	22,9
Taiwan	—	9,6	25,5	—	19,9	33,2	14,7	23,2	31,9	34,5	29,0

Fuente: Maddison (1992), Comisión de las Comunidades Europeas y Banco Mundial.

superiores a las del período anterior y, si se exceptúa a Estados Unidos y Canadá, esa diferencia se concreta en tasas de ahorro para el período 1950-1987 próximas al doble de las registradas en la media del período 1870-1949. Ciertamente, tiene importancia en dicha comparación el hecho de que el período 1950-1973 registrase tasas de ahorro históricamente máximas en Europa y en Japón, y también muy elevadas tasas de inversión y de crecimiento, reflejadas en un aumento medio de la renta real per cápita para Europa del 4,6 por 100 en dicho período (3), al que se ha denominado como la edad de oro del crecimiento europeo. Pero los datos del período siguiente (1974-1987), a pesar de reflejar un descenso en las tasas de ahorro de los países industrializados —con la excepción de Japón, que registra tasas prácticamente iguales en ambos períodos—, mantienen niveles, en general, similares a los del período inmediatamente anterior, y muy superiores a los de las décadas previas.

En el cuadro n.º 2 (B), se presenta un perfil más detallado de la evolución del ahorro en las décadas recientes, que corrobora la idea de un alto nivel de ahorro en los países industrializados a partir de los años cincuenta, intensificado en el período 1960-1973, y que retrocede ligeramente en los años siguientes, aunque se mantiene en niveles superiores a los anteriores a 1960. Esa tónica se mantiene sustancialmente en el período más reciente (1988-1993), no incluido en el trabajo de Maddison, con las excepciones de Estados Unidos —cuya tasa apenas registra variaciones hasta el descenso acusado de los años ochenta— y de Japón, con la tasa de ahorro más elevada, y estabilizada en los últimos veinte

años. Como se verá en el apartado siguiente, en el que se aportan datos para el conjunto del mundo en las décadas más recientes, estas tendencias se ven esencialmente confirmadas al observar los datos globales.

En lo que se refiere a los países más atrasados de los estudiados por Maddison —Corea, India y Taiwan—, aunque sus tasas de ahorro presentan un perfil histórico desigual, quizá lo más llamativo es que sus datos permiten establecer una relación entre el aumento sustancial de las tasas de ahorro y el despegue económico medido en términos de crecimiento del PIB per cápita, si bien la secuencia temporal no ofrece un perfil nítido: Taiwan presenta elevadas tasas de ahorro previas al despegue en el crecimiento, en Corea la secuencia es inversa, ya que el despegue precede al aumento sustantivo en las tasas de ahorro, mientras que en India ambos cambios se producen de forma más simultánea. Lo cual, en principio, no contribuye a aclarar la cuestión de la dirección de la relación de causalidad entre ahorro y crecimiento, tema sobre el que se volverá más adelante.

Aunque los datos no se reflejan aquí, Maddison elabora también estimaciones sobre las tasas de inversión bruta para el mismo período y grupo de países, obteniendo perfiles históricos similares para ambas series (ahorro e inversión), con las excepciones de los países que han exportado capital en proporciones significativas (especialmente Reino Unido, Holanda y Taiwan) o que lo han importado (como Canadá, Australia y Corea hasta principios de los años ochenta).

Al comparar las series históricas de ahorro con las de crecimiento de la renta real y la in-

versión, Maddison señala que las tasas de ahorro contemporáneas están escasamente relacionadas con la renta y, en algunos casos, como los de Estados Unidos, Corea y Taiwan, negativamente.

En cambio, las «oportunidades de inversión», en sentido amplio, parecen ofrecer una mejor explicación a la evolución histórica del ahorro, según Maddison. En dicho concepto se pueden incluir elementos tan heterogéneos como la difusión de tecnología, las mejoras en el capital humano, las políticas favorables al crecimiento o la desaparición de la dependencia colonial. Distintas conjunciones de estos elementos explicarían las altas tasas de ahorro en décadas recientes en los países estudiados por Maddison, y también el hecho de que Estados Unidos, debido a que su crecimiento ha precedido al del resto de los países del mundo, ha observado un comportamiento ahorrador diferente al del resto de los países analizados, y concretamente un perfil mucho más estable, hasta el declive observado desde hace quince años.

Una conclusión que sugiere la argumentación de Maddison es que es preciso ser muy cauteloso antes de generalizar el análisis de la evolución del ahorro en Estados Unidos, en la medida en que, analizando la cuestión con una perspectiva temporal amplia, la existencia de una brecha significativa en el crecimiento puede caracterizar de forma muy diferente al país líder del resto de países en cuanto a una parte importante de los elementos incentivos del ahorro.

Explotando el argumento de las oportunidades de inversión basadas en las posibilidades de alcanzar los niveles de renta del país líder, se pueden explicar

parcialmente los comportamientos ahorradores de algunos países en las décadas recientes. A medida que los distintos países se acercan al líder, las oportunidades de inversión altamente rentable disminuyen, y con ello las tasas de ahorro. Este argumento puede ser útil para explicar algunas de las grandes tendencias y de las variaciones en éstas observadas en las últimas décadas.

III. EVOLUCIÓN EN LAS ÚLTIMAS DÉCADAS

Las pautas que ha seguido el ahorro en el mundo en las décadas recientes son más conocidas. Los gráficos 1 y 2 reflejan datos agregados, a escala mundial, desde 1970 —primera fecha en que se dispone de datos completos— hasta la actualidad. Los datos del gráfico 1 reflejan unas

tasas medias de ahorro bruto en porcentaje del PIB del 24,9 por 100 para la década 1970-1980, del 22,6 por 100 para la década 1980-1990 y del 20,2 por 100 para el período 1990-1996. Con datos incompletos para la década anterior, el FMI estima el nivel medio del período 1960-72 en el 23 por 100.

Así, el perfil observado por el ahorro agregado mundial presenta un nivel máximo en la década de los setenta, tras dos décadas (1950-1970) en las cuales, a pesar de que no se dispone de datos completos, se puede afirmar que el crecimiento del ahorro fue continuo e intenso. En torno a las dos crisis del petróleo, se produjeron sendos máximos en las tasas de ahorro agregadas, y a raíz de la segunda crisis la tasa descendió acusadamente, de forma que a lo largo de los años ochenta se situó en unos niveles medios muy inferiores a los

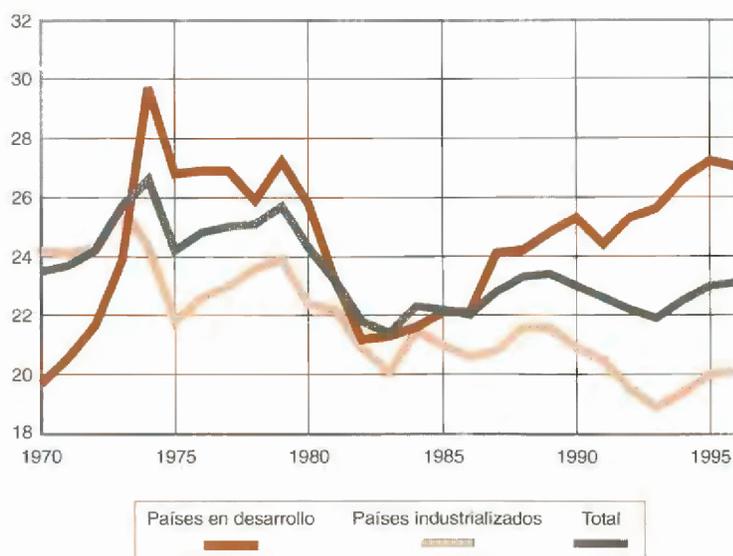
de la década anterior, y también ligeramente inferiores a los de la década precedente, aunque muy similares.

1. Los países en desarrollo

Una de las características más significativas de la evolución de las tasas de ahorro en las últimas décadas es la creciente aportación de los países en desarrollo al ahorro global, cuya tasa media en relación al PIB supera a la de los países industrializados desde 1973. Desde la mitad de los años ochenta, la divergencia en las tasas de ahorro de ambos grupos de países ha aumentado sin cesar, al coincidir el declive de la tasa agregada de los países industrializados con el aumento sostenido de la tasa de ahorro en los países en desarrollo, lo que ha llevado en la actualidad a una brecha de 6 puntos en porcentaje del PIB entre el ahorro de uno y otro grupo, como refleja el gráfico 1.

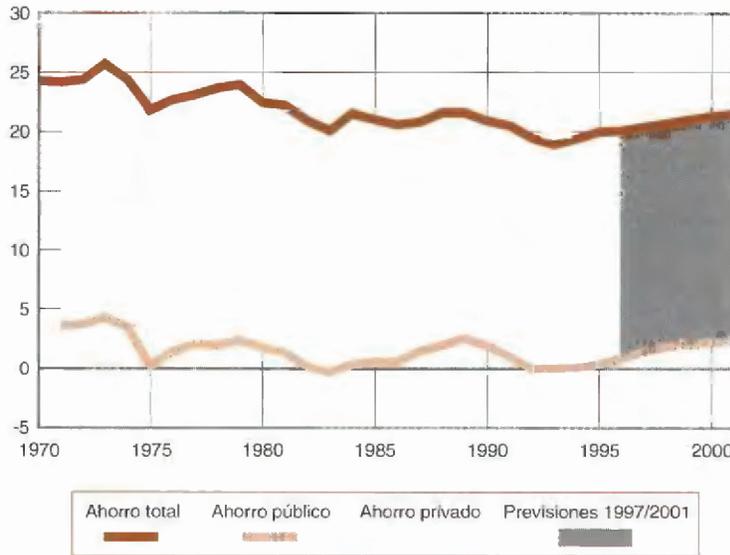
El creciente peso de los países en desarrollo dentro del conjunto de la economía mundial, unido a la tendencia sostenida de aumento de sus tasas de ahorro, se ha traducido en un aumento notable de su contribución absoluta al conjunto del ahorro mundial, que, con datos relativos a 1993, se situaba en el 46 por 100, cuando su contribución al producto mundial era del 39 por 100. No obstante, detrás de la tendencia descrita se encuentran comportamientos muy divergentes. Así, las estimaciones para 1996 sitúan la tasa de ahorro global del grupo de países en desarrollo en un 27 por 100; pero dentro del grupo la tasa correspondiente a África es el 18,6 por 100, la tasa correspondiente a América Central y del Sur es el 18,8 por 100, la de Oriente Medio y Europa es el 20,1 por 100 y

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DEL AHORRO MUNDIAL
(Tasa de ahorro bruto en porcentaje del PIB)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

GRÁFICO 2
AHORRO BRUTO EN LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS
Y SU COMPOSICIÓN
(Ahorro bruto en porcentaje del PIB)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

la de Asia es el 32,3 por 100. Es decir, que el dinamismo ahorrador del conjunto de los países en desarrollo se puede atribuir, prácticamente en su totalidad, al comportamiento de los países asiáticos, y particularmente a China —que ha registrado tasas de ahorro superiores al 35 por 100— y a los países del Sureste Asiático.

Si se comparan las tendencias observadas en las últimas décadas para este grupo de países, destacan tres hechos: en primer lugar, las marcadas fluctuaciones al alza en las tasas de ahorro que experimentaron los países de Oriente Medio como consecuencia de las bruscas subidas del petróleo en los años setenta, y de las variaciones subsiguientes en la relación de intercambio; en segundo lugar, la tendencia sostenida al alza del grupo asiático desde 1970, acen-

tuada en la segunda mitad de los años ochenta; y, por último, la relativa estabilidad de las tasas del resto de los países, aunque en el caso de África hay que hablar más bien de un declive sostenido. Dentro de estas líneas, los datos correspondientes a los últimos tres o cuatro años indican una tendencia al alza generalizada, si bien dentro de niveles muy diferentes.

2. Los países industrializados

De la evolución de las tasas de ahorro en los países industrializados destaca, ante todo, la tendencia al declive más o menos sostenido desde los primeros años setenta. Dentro de esta tendencia, si se desglosa el ahorro en sus componentes público y privado, se observa cómo la

práctica totalidad del declive se explica por el descenso del ahorro público (ver gráfico 2), que en los primeros años setenta se situaba entre el 3 y el 4 por 100 del PIB, niveles que no ha vuelto a alcanzar desde entonces. Con las oscilaciones lógicas, asociadas al ciclo económico, dicha magnitud ha observado valores negativos en el conjunto del área en diversas ocasiones y, sobre todo en los años ochenta, ha registrado niveles muy reducidos. Consecuentemente, ese dato oculta tendencias muy diversas y, en particular, un declive intenso de la tasa de ahorro privado en Estados Unidos, que en parte se ve atenuado al agregar los datos del conjunto del área.

IV. FACTORES EXPLICATIVOS

El marco teórico de referencia que se ha venido utilizando en los últimos años para tratar de explicar la evolución del ahorro ha venido dado básicamente por dos paradigmas: a) el *modelo del ciclo vital*, que pone el énfasis en la determinación del ahorro y considera el consumo implícitamente como un residuo de las decisiones de ahorro, y el tipo de interés como la variable clave en la determinación de los niveles de ahorro y consumo, dado que el primero es consumo pospuesto y el tipo de interés determinará el coste de oportunidad implícito, y b) el *modelo de la renta permanente*, que pone el énfasis en la percepción de los individuos acerca de la renta esperada a lo largo de su vida, en función de lo cual modulan la proporción de ésta que dedican al consumo y, residualmente, al ahorro (4).

La mayoría de los estudios empíricos de los últimos años se ha dedicado a comprobar el po-

der explicativo de las variables derivadas de estos modelos en la determinación del ahorro privado, así como a la contrastación de las reacciones de éste ante la evolución del comportamiento del ahorro público. A este respecto, tal y como sugería la evolución del ahorro global en las últimas décadas para los países industrializados que se comentó en el apartado anterior, existe evidencia clara de que la sustitución del ahorro público por ahorro privado es incompleta; las disminuciones del ahorro público no se ven plenamente compensadas por la evolución del ahorro privado. Aunque el grado de compensación depende en gran parte del origen de la disminución del ahorro público (5), las estimaciones más recientes sitúan esa compensación entre el 50 y el 60 por 100 de las disminuciones registradas en éste.

En lo que se refiere al comportamiento del ahorro privado, las principales variables que explican su evolución, de acuerdo con los modelos usuales, incluyen los factores demográficos, la renta —y su crecimiento— y el tipo de interés. Adicionalmente, se han señalado algunos otros elementos que, directa o indirectamente, pueden afectar al ahorro privado, tales como la estructura impositiva, las fluctuaciones en la relación de intercambio o el grado de regulación financiera. A pesar de la abundancia de los estudios empíricos de los últimos años, subsiste, en buena parte, incertidumbre sobre la magnitud de la incidencia de estas variables en el ahorro privado, y en ocasiones también sobre el signo de esa incidencia. No obstante, a medida que la disponibilidad de datos ha aumentado, y con ello la fiabilidad de los resultados obtenidos, se ha ido configurando una certeza relativamente mayor, que permite explicar, de

manera más o menos satisfactoria, al menos las principales tendencias de los últimos años y, en consecuencia, elaborar predicciones relativamente fiables en función del cumplimiento de los supuestos que las sustentan.

De los factores enumerados más arriba, los que parecen explicar con más nitidez las diferencias persistentes en las tasas de ahorro de distintos países son el factor demográfico y los niveles relativos de renta per cápita y sus variaciones. La influencia de la evolución demográfica en las tasas de ahorro tiene su apoyo en el modelo del ciclo vital, y un claro respaldo intuitivo, en la medida en que la abundancia relativa de población en edad de trabajar y, dentro de ésta, la parte de edad más avanzada constituyen factores que, *ceteris paribus*, tenderán a promover la capacidad de ahorro de una economía, reflejándose en las llamadas *ratios* de dependencia, cuya evolución es el principal factor determinante de las proyecciones de ahorro esperadas para las próximas décadas.

No obstante estas razones, la evidencia sobre el poder explicativo del factor demográfico no es todo lo clara que cabría esperar. A partir de la simple observación de series históricas largas, para el período 1870-1987, Maddison (1992) sostiene que es difícil relacionar el envejecimiento de la población, observado en Occidente e incipiente en Asia, con la evolución temporal de sus tasas de ahorro. En cualquier caso, la evidencia obtenida en la mayoría de los estudios, aunque con un énfasis variable, señala la importancia del factor demográfico, y los estudios más completos y más recientes tienden a respaldar su validez como elemento explicativo a largo plazo (Masson, Bayoumi y Samiei, 1996) (6).

Respecto a la evolución de la renta per cápita, la perspectiva histórica ofrecida por Maddison, que se comentó antes, apuntaba la existencia de una relación de causalidad, si bien la secuencia temporal no permitía establecer la dirección de esa relación, e incluso sugería la posible existencia de otros factores que pueden provocar una evolución paralela de ambas variables. En términos generales, se puede pensar que existe causalidad en ambas direcciones, ahorro-crecimiento y viceversa, y que existen también diversos elementos que incidirán positivamente sobre ambos, en una especie de círculo virtuoso, a pesar de la existencia de algunos casos llamativos en los que ahorro y crecimiento muestran evoluciones marcadamente divergentes (7). Los estudios más recientes han tendido a establecer la causalidad en la dirección crecimiento-ahorro, y a definir una relación entre la propensión al ahorro y el PIB per cápita que tiende a crecer desde los niveles más bajos de renta, para estabilizarse a partir de un cierto nivel y disminuir después. Este comportamiento refleja, de forma bastante generalizada, la situación de los últimos años en el mundo y tiene un fácil respaldo intuitivo. A este respecto, hay que hacer una distinción entre la renta per cápita relativa de un país y el crecimiento de la renta en ese país: mientras la primera parece explicar tendencias a largo plazo en las tasas de ahorro y diferencias persistentes entre éstas, el segundo explica más bien las fluctuaciones a corto plazo.

Si bien el comportamiento de los tipos de interés reales desempeña un papel central en las explicaciones teóricas sobre la evolución del ahorro, varios factores determinan que esa influencia no sea nítida. Por una parte, la existencia de efectos

simultáneos de signo opuesto (renta y sustitución); por otra parte, los problemas de medición que siempre afectan a la definición de los tipos de interés reales; además, la interpretación de la evolución de éstos se puede ver afectada por factores institucionales como la liberalización financiera, que en los últimos años ha tenido una influencia clara en el comportamiento de los tipos de interés. Estos factores dificultan la interpretación de los resultados que obtienen los trabajos empíricos. No obstante, en términos generales se puede hablar de una elasticidad ligeramente positiva del ahorro frente a los tipos de interés (8).

La cuestión de la incidencia de la imposición sobre el ahorro ha generado también abundantes estudios, que, en general, conducen a resultados más bien ambiguos. De nuevo, la cuestión es complicada por la existencia simultánea de varias vías de incidencia de los impuestos sobre el ahorro, al convivir distintas formas de fiscalidad y de subsidios implícitos, con efectos a través de los tipos de interés resultantes, que, como se ha comentado, guardan, a su vez, una relación ambigua con la evolución del ahorro. De ahí que la tendencia actual apunte más bien hacia la recomendación de evitar la penalización fiscal del ahorro, en los casos en que ésta pueda producirse, y evitar las distorsiones producidas a veces por una fiscalidad demasiado compleja, que a menudo tiende más a reasignar el ahorro que a promover un aumento global de éste.

Las variaciones en la relación de intercambio tienen una elevada incidencia en las variaciones del ahorro, si bien dicha incidencia se produce a corto plazo y tiene un carácter transitorio. Los episodios de las crisis del petróleo en la década de los setenta

fueron claros ejemplos, y hay evidencia clara de que, en general, sigue siendo así. Aunque en aquellos episodios, por la magnitud de las variaciones y su concentración geográfica, los efectos se trasladaron con intensidad a variaciones en las tasas de ahorro globales, en general hay que pensar que las modificaciones en las relaciones de intercambio, al compensarse de unos países a otros, tenderán a suavizar su incidencia global sobre el conjunto del ahorro disponible.

Otro aspecto importante en la explicación del comportamiento ahorrador de muchos países es el grado de liberalización financiera. Un sistema financiero altamente regulado produce efectos distorsionadores sobre la oferta de ahorro. Esos efectos pueden ser positivos o negativos en función de distintas variables, ya que pueden producirse formas de ahorro forzoso, pueden limitarse las posibilidades de endeudamiento de los individuos y las empresas, o pueden variar la disponibilidad y el atractivo relativo de los instrumentos financieros disponibles para materializar el ahorro privado. Aunque a menudo es difícil cuantificar estos efectos, hay evidencia de una incidencia negativa de la liberalización financiera sobre el ahorro en los países industrializados, al producirse un creciente endeudamiento de las familias (9). En sentido opuesto, con frecuencia se ha explicado parte de las altas tasas de ahorro de algunos países asiáticos en los años recientes por la existencia de restricciones de crédito al consumo, y de distintas formas de ahorro obligatorio.

En distintos aspectos, la sensibilidad del ahorro nacional ante modificaciones de los estímulos para el mismo depende del grado de desarrollo económico de un país. Ya se comentó antes

la relación entre la renta per cápita y la propensión a ahorrar. La incidencia del tipo de interés sobre el ahorro también depende, en buena medida, del grado de desarrollo de un país, y, más específicamente, del desarrollo de su sistema financiero. Una parte de la renta de un país es relativamente insensible a las variaciones del tipo de interés, lo que explica que la elasticidad del ahorro frente a los tipos de interés varíe sustancialmente de los países de renta baja a los países de renta media, pero muy poco de éstos a los de renta alta (Ogaky, Ostry y Reinhard, 1995).

Otra cuestión importante a este respecto es la reacción de las tasas de ahorro doméstico ante modificaciones en la tasa de ahorro externo, en la medida en que, para muchos países en desarrollo, el acceso al ahorro exterior está limitado por razones relacionadas con la regulación de los movimientos de capital, o por otras barreras institucionales o legales; o bien por las limitaciones en la disposición del capital exterior para invertir en el país. A este respecto, existe evidencia de una amplia diversidad de comportamientos, que incluye desde países cuyo ahorro interno disminuye ante la afluencia de ahorro exterior hasta la situación contraria, en la que el ahorro externo se añade al interno y contribuye, incluso, a acrecentarlo.

V. AHORRO ÓPTIMO Y EXTERNALIDADES

1. Ahorro óptimo

La determinación de la idoneidad de un determinado nivel de ahorro, tanto desde el punto de vista de un país como desde el punto de vista global, es una cuestión compleja. En principio,

cabe pensar en que en un país determinado se podría producir un nivel de ahorro «excesivo», lo que se pondría de manifiesto por una saturación de los canales de inversión disponibles y una disminución de la rentabilidad de ésta, bien pensando en una economía cerrada, o bien en la existencia de restricciones prácticas de algún tipo para la colocación exterior del ahorro de una economía. A escala global, no obstante, es difícil concebir que tal situación se pueda producir mientras existan posibilidades de inversión accesibles y con rentabilidad positiva.

La discusión teórica se basa en los modelos de crecimiento y en la existencia de una «regla de oro» que definiría las tasas óptimas de ahorro e inversión de una economía. En la práctica, es difícil obtener conclusiones taxativas de la aplicación de estos criterios, ya que siempre subyacen valoraciones sobre la adecuación del consumo pospuesto que, en el largo plazo, tienen implicaciones intergeneracionales que dificultan la comparación. Pero dichos modelos, bajo ciertos supuestos simplificadores que se pueden considerar plausibles, han servido para obtener evidencia negativa; es decir, para rechazar que exista, incluso en los países con tasas más altas, un nivel de ahorro excesivo.

Además, a partir de estos modelos, es posible elaborar proyecciones alternativas que permitan especular sobre los efectos futuros de diferentes niveles de ahorro, y dichas proyecciones muestran sistemáticamente efectos positivos sobre el crecimiento del aumento en las tasas de ahorro a través de la reducción de los tipos de interés (10).

2. Movilidad del capital y externalidades

En un contexto como el actual, para analizar lo adecuado de un determinado nivel de ahorro, se debe tener en cuenta su movilidad internacional. A este respecto, hay que destacar dos argumentos: por una parte, la integración de los mercados de capitales ha aumentado notablemente en las dos últimas décadas, y entre los países industrializados es muy elevada; por otra parte, es evidente que persisten importantes restricciones a la movilidad del capital, por varias razones. Como se ha mencionado antes, entre los países en desarrollo las limitaciones legales e institucionales siguen siendo la norma, y además, en muchos casos, problemas relacionados con la incertidumbre macroeconómica restringen la afluencia de capital exterior. Pero, de forma más general, el sentido común —y la evidencia observable— muestran que sigue existiendo una restricción de balanza de pagos, aunque ésta se haya visto atenuada con la integración de los mercados de capitales.

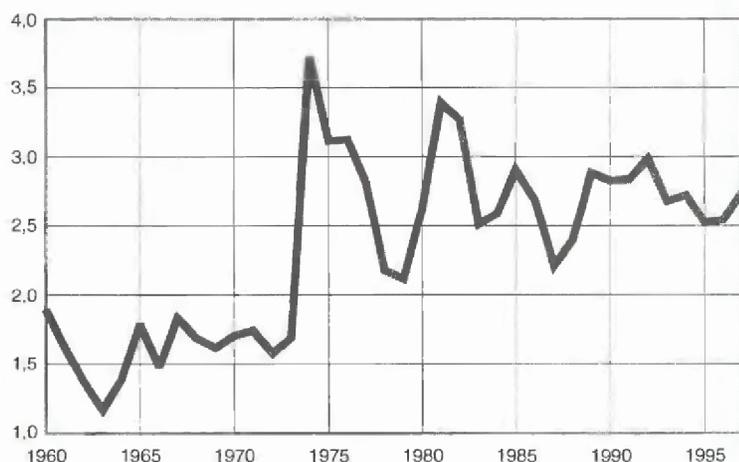
De forma general, y observando datos históricos, se hace evidente que existe un techo a los déficit de la balanza por cuenta corriente, o a la importación de capital exterior. Países como Canadá y México han registrado saldos deficitarios muy elevados de forma sostenida: entre 1870 y 1913, la media de dicho déficit se situó alrededor del 7 por 100 del PIB. Australia, a lo largo de un período de cien años, registró un déficit de balanza corriente sostenido del 1,5 por 100 del PIB, en media. En países con abundancia de recursos naturales y en situación de atraso relativo frente a otros capaces de exportar capital, tales situaciones pueden ser sostenibles, y no tienen por

qué crear desequilibrios graves o problemas de solvencia, siempre que se haga un uso adecuado del capital.

En las décadas recientes, ha llamado la atención la convivencia de dos hechos que a primera vista pueden presentar algún grado de contradicción: la integración de los mercados internacionales de capitales, sobre la que existe evidencia abundante, y la persistencia de elevadas correlaciones entre el ahorro y la inversión nacionales. La evidencia de esta correlación, que puso de manifiesto el trabajo de Feldstein y Horioka (1980), se ha mantenido básicamente inalterada en los últimos años.

En el gráfico 3, se intenta reflejar la medida en que, para los países con mayor facilidad de acceso a los mercados de capitales internacionales —es decir, los de la OCDE—, puede haberse relajado en los últimos años la restricción de la balanza de pagos. En el gráfico aparece reflejada la media del valor absoluto de los saldos de la balanza por cuenta corriente de dichos países, sin ponderar. Con ello se trata de ver, más que la magnitud relativa de los desequilibrios, la medida en que, para cada país, y en conjunto, se producen tales desequilibrios, como un indicador de la evolución de la restricción mencionada. La idea que se extrae es que las bruscas modificaciones de los saldos de la balanza por cuenta corriente, asociadas al deterioro de la relación de intercambio producido por las crisis del petróleo de los años setenta, indujeron una modificación de las pautas vigentes hasta entonces, pasándose de un nivel medio de desequilibrios por cuenta corriente en torno al 1,5 por 100 del PIB a niveles que oscilan entre el 2 y el 3,5 por 100. Con la liberalización de los movimientos de capitales de los años

GRÁFICO 3
DESEQUILIBRIOS DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE
EN LOS PAÍSES DE LA OCDE(*)
(Porcentaje del PIB a precios de mercado)



(*) Media del valor absoluto (déficit y superávit) de las balanzas por cuenta corriente de los países de la OCDE.
 Fuente: Comisión de las Comunidades Europeas.

ochenta, se produjo una cierta consolidación de dichos desequilibrios en niveles relativamente elevados, que se ha mantenido hasta la fecha, alrededor del 2,5-3 por 100 del PIB. En cualquier caso, estos datos, junto con la observación de los perfiles que presenta para cada país la evolución del saldo de la balanza corriente, ponen de manifiesto que, si bien la restricción a corto plazo se ha suavizado por la existencia de alternativas externas de financiación más abundantes, en el medio plazo, el mantenimiento de una restricción y de un objetivo de balanza de pagos, más o menos implícito, sigue estando vigente.

En la práctica, la restricción exterior puede tener una vigencia muy variable según las circunstancias de cada país, sobre todo por la existencia de barreras de distinta índole —además de las restricciones a la movilidad del capital que subsistan—,

tales como los costes de las transacciones, la incertidumbre macroeconómica, las barreras institucionales y legales, etc. Pero, incluso en los casos en que tales restricciones están reducidas al mínimo, el hecho sigue siendo que la inversión interna depende sustancialmente del ahorro nacional.

A pesar de que, en la práctica, la persistencia de una restricción de balanza de pagos limita la posible transmisión al exterior de la evolución del ahorro en un país determinado, es indudable que dicha evolución genera externalidades, y que éstas son mayores hoy que hace una o dos décadas.

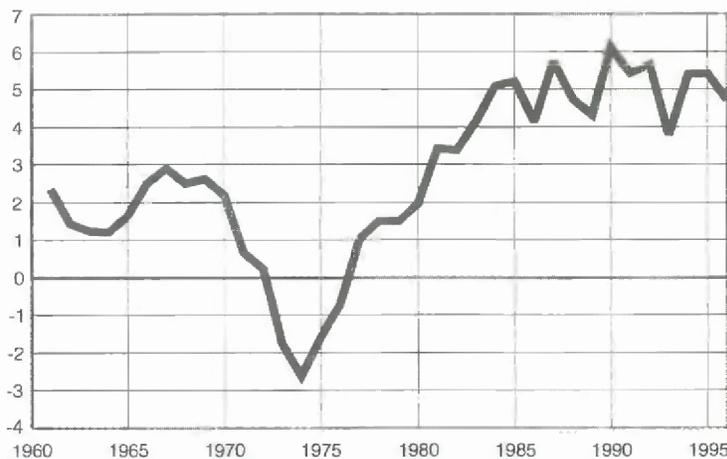
El desahorro persistente de un país se transmite al resto del mundo por la vía de la elevación de los tipos de interés reales, indicador que ha sido invocado para señalar la existencia de un problema de escasez de ahorro

mundial en las últimas décadas (ver gráfico 4). Con independencia de los problemas de medida de los tipos de interés real, y de las múltiples influencias sobre los mismos, además de la escasez relativa de ahorro frente a la demanda de inversión, la evidencia parece indicar que existe un cierto problema de escasez relativa, sobre todo si se observan otros indicadores, como la alta rentabilidad de la actividad productiva y las tasas recientes de crecimiento, relativamente bajas si se comparan con los años setenta. No se pueden hacer afirmaciones contundentes respecto al significado de estos indicios en relación con el comportamiento del ahorro global, pero todos ellos apuntan en la dirección de un cierto grado de escasez respecto al nivel que sería deseable.

Ante esta situación, se plantean dos cuestiones básicas: las vías disponibles para estimular el ahorro privado, que parecen bastante limitadas, y la eficacia de los mecanismos internacionales de asignación de capital, como factor que puede afectar también a los incentivos para la generación de ahorro. Es obvio que la conducta de cada país afecta, cada vez más, al resto del mundo. La vía más evidente es la política fiscal. La proporción entre la deuda pública y el PIB en el mundo ha pasado del 45 por 100 en la década de los sesenta al 70 por 100 en 1994, y en esta evolución la influencia de ciertos países ha tenido mucho más peso que la de otros. Con la apertura de los mercados de capitales, los efectos de las conductas ahorradoras en general, y de las políticas fiscales en particular, tienden a trasladarse al resto del mundo.

Aunque la rentabilidad de la inversión y la solvencia del prestatario determinan la cantidad y el precio de la financiación externa

GRÁFICO 4
TIPOS DE INTERÉS REALES A LARGO PLAZO
EN LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



Fuente: Comisión de las Comunidades Europeas.

para cada país, hay muchos factores que alejan el funcionamiento de los mercados del ideal, y que pueden hacer que las externalidades se transmitan de forma asimétrica. Así, el tamaño de un país, la posición de su moneda en el sistema monetario internacional, o la idiosincrasia de sus mercados financieros pueden constituir elementos que faciliten o dificulten —y penalicen— la absorción de capital externo. A medio plazo, los ajustes que no se produzcan por la vía del tipo de interés deberían producirse en términos de tipo de cambio —lo que ocurre de forma limitada y un tanto errática— y/o de la balanza de pagos, que, como se ha comentado, sigue constituyendo un mecanismo de restricción y, por tanto, de ajuste. No obstante, el funcionamiento de estos mecanismos está bastante lejos de ser ideal, y cabe pensar que tiende a imprimir un sesgo bajista a la generación de ahorro en determinados países.

VI. PERSPECTIVAS

Las proyecciones que existen sobre la evolución del ahorro global en los próximos años, en conjunto, presentan un panorama que no plantea motivos serios de alarma, en el sentido de que no cabe esperar un deterioro global del ahorro, sino más bien una tendencia a su recuperación (ver gráfico 5), por más que los supuestos sobre los que descansan tales proyecciones puedan incumplirse, especialmente en algunos casos en que la incertidumbre sobre ciertos factores es alta.

En principio, las tasas esperadas de crecimiento para los próximos años son elevadas a nivel agregado mundial, fundamentalmente debido al comportamiento esperado de los países en desarrollo. Por las razones que se comentaron antes, son los países en un estadio intermedio de su desarrollo los que presentan generalmente tasas de ahorro más elevadas, lo cual, combinado con

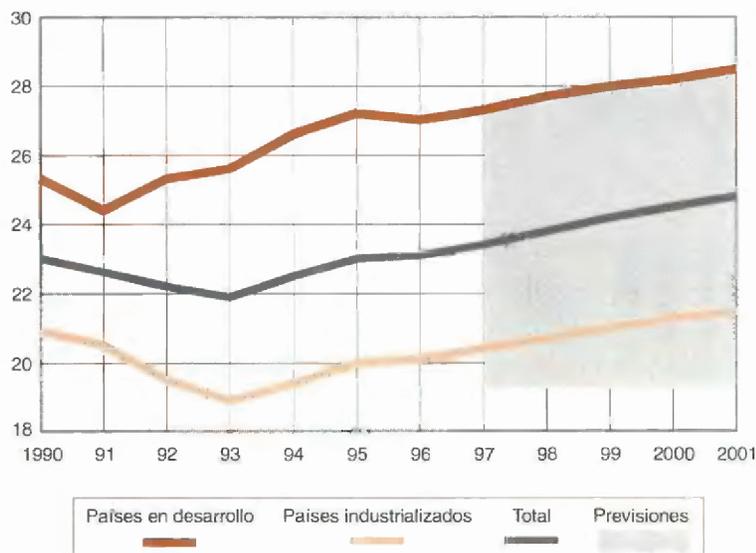
las proyecciones demográficas actuales, configura una situación en la que, previsiblemente, la proporción del ahorro mundial generada por los países en desarrollo, que ya ha aumentado bastante en los últimos años, continuará creciendo, y compensará con creces el declive relativo de la tasa de ahorro en los países industrializados.

En lo relativo al factor demográfico —el más importante para las proyecciones futuras—, el aumento de las tasas de dependencia de los países industrializados previsto para las dos próximas décadas se verá compensado por un declive equivalente en dichas tasas para los países en desarrollo.

Respecto a la evolución de las tasas de ahorro en los países industrializados, no cabe esperar una recuperación sustancial de las tasas de ahorro privado, sino más bien una continuación del declive observado, debido a la conjunción del factor demográfico referido, que inducirá a la baja al ahorro privado, con la ausencia de modificaciones sustanciales en el resto de las variables que puedan afectarle. Se espera que el elemento compensador de esta evolución venga dado por una recuperación del ahorro público. De hecho, en los últimos años ya se ha observado cierta consolidación fiscal en los países industrializados, y las previsiones de que se dispone señalan una continuación de esa tendencia en los próximos años. No obstante, el cumplimiento de estas previsiones plantea, obviamente, alguna incertidumbre.

En lo referente a los países en desarrollo, las proyecciones del gráfico 5 muestran las tendencias que se comentaron antes, explicadas tanto por el declive de la tasa de dependencia como por la dinámica de crecimiento espe-

GRÁFICO 5
EVOLUCIÓN RECIENTE DEL AHORRO MUNDIAL Y PREVISIONES
(Tasa de ahorro bruto en porcentaje del PIB)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

rada en el conjunto de estos países. En cualquier caso, el cumplimiento de estas previsiones dependerá, en gran medida, del comportamiento de las principales economías en desarrollo, y en particular de la aportación de países como China, cuyo espectacular crecimiento en los últimos años, y cuya aportación al conjunto del ahorro, pueden modificarse en función de situaciones difíciles de prever.

VII. CONCLUSIONES

1. La comparación de la evolución reciente del ahorro con los datos históricos de que se dispone, a pesar de que éstos sean incompletos, relativiza la visión común que caracteriza a las últimas décadas como un período de bajo ahorro. Las tasas de ahorro de las últimas tres o cuatro décadas son, en conjunto, elevadas si se

comparan con las pautas del último siglo.

2. A la vista de lo anterior, resulta difícil establecer en qué medida el declive del ahorro en los años ochenta representa un retorno a niveles anteriores, más sostenibles, tras un período de ahorro especialmente elevado —los años setenta— o es más bien un hecho transitorio. Las previsiones apuntan, en todo caso, hacia una recuperación creciente de las tasas de ahorro agregado en los años próximos.

3. No obstante, existen señales evidentes de que el deterioro observado del ahorro agregado en el mundo desde finales de los años ochenta es indeseable, y se ha visto reflejado en unos tipos de interés reales a largo plazo más elevados, con las consiguientes implicaciones negativas para la inversión y el crecimiento.

4. Los dos principales factores explicativos de las grandes tendencias del ahorro, y de su evolución a largo plazo, son la evolución de la renta per cápita y la evolución demográfica. El primer factor contribuiría a una explicación congruente sobre la evolución histórica del último siglo para los países sobre los que se tiene información: el crecimiento de la renta per cápita, junto con las posibilidades de acercamiento al país líder, debido sobre todo a la importación de tecnología, explicarían el aumento en las tasas de ahorro observado, sobre todo desde los años cincuenta, y también su posterior estancamiento y declive en los países industrializados. Esta pauta parece constituir una característica general: la tasa de ahorro tiende a estancarse y luego a disminuir a partir de determinado nivel de renta per cápita, y después de un relativo agotamiento de las posibilidades de acercamiento al país líder. El papel creciente desempeñado por el Estado es otro elemento importante que ha contribuido a esa evolución, por su desahorro neto, sólo parcialmente compensado por variaciones en el ahorro privado.

5. La evolución reciente del ahorro en los países en desarrollo y las proyecciones futuras muestran una tendencia creciente sostenida, tanto en tasas respecto al PIB como en su contribución relativa al ahorro mundial. Esta tendencia, que como tal parece muy difícil que varíe —aunque su magnitud ofrezca más dudas—, compensará, en los años próximos, el relativo declive del ahorro en los países industrializados y tenderá a consolidar una mayor participación de los países en desarrollo en la riqueza mundial.

6. Desde el punto de vista de la movilidad internacional del

ahorro, se ha suavizado la restricción de balanza de pagos, lo que se refleja en mayores desequilibrios de ésta en los países de la OCDE, si bien es evidente que, en lo esencial, el ahorro interno sigue y seguirá siendo un determinante crucial de la inversión interna.

NOTAS

(1) Para las cuestiones metodológicas sobre las estimaciones de KUZNETS, véase el trabajo referido. En él se presentan estimaciones para países que no aparecen reflejados en el cuadro, que se ha limitado a recoger los datos que son comparables en los términos que se reflejan en el mismo.

(2) MADDISON presenta datos de ahorro bruto para evitar las distorsiones derivadas de los distintos métodos de contabilizar la depreciación del stock de capital. Además, incluye como ahorro en sus estimaciones la rúbrica de la balanza de pagos «transferencias netas al exterior». En la última columna del cuadro n.º 2 (B), elaborada con datos posteriores al trabajo de MADDISON, no se incluyen las transferencias netas del exterior. Dicha rúbrica, para los países de la OCDE que aparecen en el cuadro, aumentaría las tasas correspondientes al período 1988-93 entre 0,1 y 0,7 puntos, salvo en el caso de Australia, en que disminuiría la tasa reflejada. No se ha efectuado el ajuste debido a las peculiaridades que presenta el caso de Alemania, como consecuencia de la reunificación.

(3) Frente al dato referido para el período 1950-73, en el período 1890-93 la media

de variación de la renta real per cápita fue del 2,5 por 100; en el período 1913-50, fue del 1,4 por 100, y en el período 1973-93 fue del 2 por 100. Estos datos abarcan doce países europeos. Ver MADDISON (1991).

(4) Estudios recientes sobre la determinación del ahorro son INTERNATIONAL MONETARY FUND (1995) y MASSON *et al.* (1996).

(5) En concreto, las reducciones en el gasto público incide más positivamente sobre el ahorro que el aumento en los ingresos.

(6) De ahí la importancia que se atribuye a los sistemas de pensiones privados como elemento clave para la evolución del ahorro en los próximos años.

(7) Se han señalado los casos de Chile y Suiza en los años recientes. El primero, con altas tasas de crecimiento y una tasa de ahorro relativamente baja, y el segundo, con una situación inversa.

(8) MASSON, *et al.* (1996) obtienen una elasticidad de 0,2. Para una discusión sobre las variaciones de los tipos de interés y el ahorro, se puede ver GYLFASSON (1993), que distingue los resultados que se obtienen en función de la utilización de modelos endógenos o exógenos de crecimiento.

(9) Para los países del G7, en el período 1980-91 el conjunto de los pasivos financieros de las familias pasó del 55 al 75 por 100 del PIB.

(10) Ver EVANS (1989) y HARRIS y STEINDEL (1991) para el caso de Estados Unidos, o las proyecciones del modelo MULTIMOD del FMI, para los efectos globales.

BIBLIOGRAFÍA

EVANS, O. (1989), «National savings and targets for the Federal Budget balance in

the United States», *IMF Working Paper*, 89/103, diciembre.

FELDSTEIN, M., y HORIOKA, C. (1980), «Domestic saving and international capital flows», *Economic Journal*, vol. 90, junio, páginas 314-29.

GYLFASSON, T. (1993), «Optimal saving, interest rates and endogenous growth», *Seminar Paper*, n.º 539, Institute for International Economic Studies, Stockholm University.

HARRIS, E., y STEINDEL, C. (1991), «The decline in US saving and its implications for economic growth», *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, págs. 1-19.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (1995), «Global saving in a growing world economy», en *World Economic Outlook*, mayo, páginas 67-89.

KUZNETS, S. (1955), «International differences in capital formation and financing», en NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, *Capital formation and economic growth*, Princeton.

MADDISON, A. (1991), *Dynamic forces in capitalist development*, Oxford University Press, Oxford.

— (1992), «A long run perspective on saving», *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 94, n.º 2, págs. 181-96.

MASSON, P.; BAYOUMI, T., y SAMIEI, M. (1996), «International evidence on the determinants of private saving», *CEPR Discussion Paper*, n.º 1368, marzo.

OGAKY, M.; OSTRY, J. D., y REINHARD, C. (1995), «Saving behavior in low and middle income developing countries», *IMF Working Paper*, 95/3.

Resumen

En este trabajo, se realiza un repaso sobre la evolución histórica y reciente del ahorro mundial. Se repasa la evidencia disponible sobre los principales determinantes del ahorro, de forma agregada y atendiendo a las diferencias entre países industrializados y países en desarrollo. Se discuten algunas implicaciones de la integración de los mercados de capitales para las pautas de ahorro y se comentan las perspectivas para los próximos años.

Palabras clave: ahorro, mundo, mercados de capitales.

Abstract

This work reviews the historical and recent trends of the world savings. It covers the evidence available on the main factor which determine savings, in an aggregate way and taking into account the differences between industrial and developing countries. It discusses some implications of the integration of capital markets in the trend of savings and it comments on the outlook for the following years.

Key words: saving, world, capital markets.

JEL classification: E21.