

DETERMINANTES Y PERSPECTIVAS DE LA TASA DE AHORRO EN ESTADOS UNIDOS

Este artículo ha sido elaborado por Lucía Cuadro-Sáez, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales¹

Introducción

Una de las consecuencias de la reciente crisis en la economía estadounidense ha sido el incremento del ahorro de los hogares, que ha pasado de situarse por debajo del 1 % de la renta bruta disponible en 2005 a representar un 5,8 % en promedio en 2010, rompiendo la tendencia decreciente que mantenía desde principios de los años ochenta. Aun con este repunte reciente, la tasa de ahorro en Estados Unidos sigue por debajo de su media histórica y de los niveles observados en otras economías desarrolladas, con la excepción del Reino Unido (véase gráfico 1). El aumento de la tasa de ahorro de los hogares, que es necesario para la recomposición de los balances de las familias, tiene, sin embargo, implicaciones sobre el comportamiento del consumo privado —tradicional motor del crecimiento de esta economía, pues representa más del 70 % del PIB—. En efecto, el aumento del ahorro, unido a la debilidad del mercado laboral y a las dificultades de acceso al crédito, está limitando el avance del consumo y, por tanto, la propia fortaleza de la recuperación iniciada en 2009, que hasta la fecha ha sido menos intensa que en episodios anteriores. Por otra parte, la baja tasa de ahorro de los hogares de Estados Unidos, al contribuir al mantenimiento de unas elevadas necesidades de financiación exterior de la economía estadounidense, ha sido uno de los elementos más destacados en la configuración de los desequilibrios globales, de forma que el aumento de la tasa de ahorro es también uno de los factores necesarios para llegar a un patrón de crecimiento global más sostenible y equilibrado. Por todo ello, resulta interesante analizar cuáles son los determinantes de la tasa de ahorro en Estados Unidos, no solo con una perspectiva de corto plazo, que permita explicar su reciente repunte, sino también con una visión más de largo plazo, que ayude a discernir si ese aumento es sostenible y permita anticipar, con cierto margen de cautela, la posible evolución del ahorro familiar en los próximos años.

El resto del artículo se organiza de la siguiente manera. En la sección 2 se repasan los principales determinantes de la tasa de ahorro, desde un punto de vista teórico, y se describe su evolución en Estados Unidos en las últimas décadas. En la sección 3 se presenta un sencillo ejercicio empírico que permite evaluar la contribución de los distintos factores a la evolución de la tasa de ahorro en Estados Unidos desde la década de los sesenta. Sobre la base de ese ejercicio econométrico, la sección 4 ofrece proyecciones de la tasa de ahorro en los próximos años, bajo escenarios de ajuste tras la crisis alternativos. Finalmente, la sección 5 detalla las principales conclusiones del artículo.

Determinantes de la tasa de ahorro

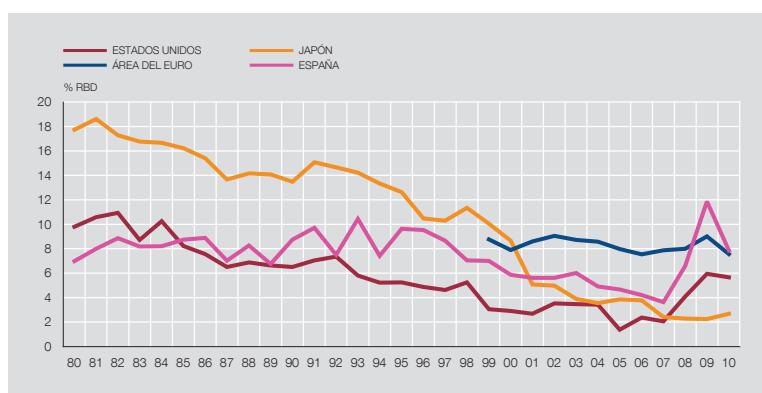
Las teorías de consumo del ciclo vital y de la renta permanente² establecen que las personas tratan de mantener una senda de consumo relativamente estable a lo largo de la vida, y que su consumo responde no a variaciones de la renta actual sino de la renta media esperada (permanente) y de la riqueza. A partir de estas teorías, se ha desarrollado un extenso cuerpo de literatura que ha incorporado otros factores macroeconómicos, financieros y demográficos a los inicialmente propuestos, para analizar el impacto de ciertas variables sobre las decisiones de ahorro de los hogares. El cuadro 1 recoge los principales factores contemplados en la literatura, junto con el signo esperado de su influencia en el ahorro.

Entre los factores macroeconómicos, la literatura muestra, en primer lugar, que los efectos sobre el ahorro de una variación en la *renta disponible* de los hogares dependen del

1. La autora agradece el apoyo técnico de Álvaro Claudio Osuna. 2. Véase Modigliani y Brumberg (1954), Ando y Modigliani (1963) y Friedman (1957).

EVOLUCIÓN DE LA TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES (a) (b)

GRÁFICO 1



FUENTES: OCDE y estadísticas nacionales.

- a. En el gráfico se muestran las tasas de ahorro netas (es decir, restando el consumo de capital fijo de los empresarios individuales), que es la forma usual de analizar el comportamiento del ahorro en Estados Unidos. En otros países, como España, es más habitual el seguimiento de las series de ahorro bruto.
b. Los datos correspondientes al año 2010 son previsiones.

IMPACTO ESPERADO DE LOS PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA TASA DE AHORRO

CUADRO 1

| FACTORES MACROECONÓMICOS | Signo esperado | FACTORES MACROECONÓMICOS | Signo esperado |
|--------------------------------|----------------|-------------------------------|----------------|
| Tipo de interés real | + | Riqueza de los hogares | - |
| Inflación | + | Precio de la vivienda | - |
| Desempleo | + | Rendimientos bursátiles | - |
| Renta disponible | + / - | Endeudamiento de las familias | - |
| Déficit público | + / - | Liberalización financiera | - |
| FACTORES DEMOGRÁFICOS | Signo esperado | | |
| Envejecimiento de la población | + / - | | |
| Esperanza de vida | + | | |

FUENTES: Estadísticas nacionales.

carácter permanente o temporal de este cambio, y de que afecte a hogares con mayores o menores restricciones crediticias. Así, variaciones permanentes de la renta tienden a trasladarse al consumo, mientras que es probable que las que se perciben como temporales se modulen en mayor medida con aumentos o disminuciones del ahorro —especialmente en períodos de elevada incertidumbre—, manteniendo estable el consumo, salvo que afecten a individuos con restricciones crediticias, que podrían optar por elevar su consumo. De acuerdo con esta teoría, en la medida en que la caída de la renta que se produce en las recesiones se perciba como temporal, cabría esperar que los hogares redujesen su tasa de ahorro. Sin embargo, como se aprecia en el gráfico 1 para el caso de Estados Unidos, la tasa de ahorro ha tendido a aumentar durante las fases contractivas, lo que puede explicarse por la influencia de otros factores (como el aumento de la incertidumbre) en las decisiones de gasto de los hogares, por la consideración como permanentes de los descensos en la renta y en la riqueza, o por el posible carácter no lineal de la relación entre renta y ahorro.

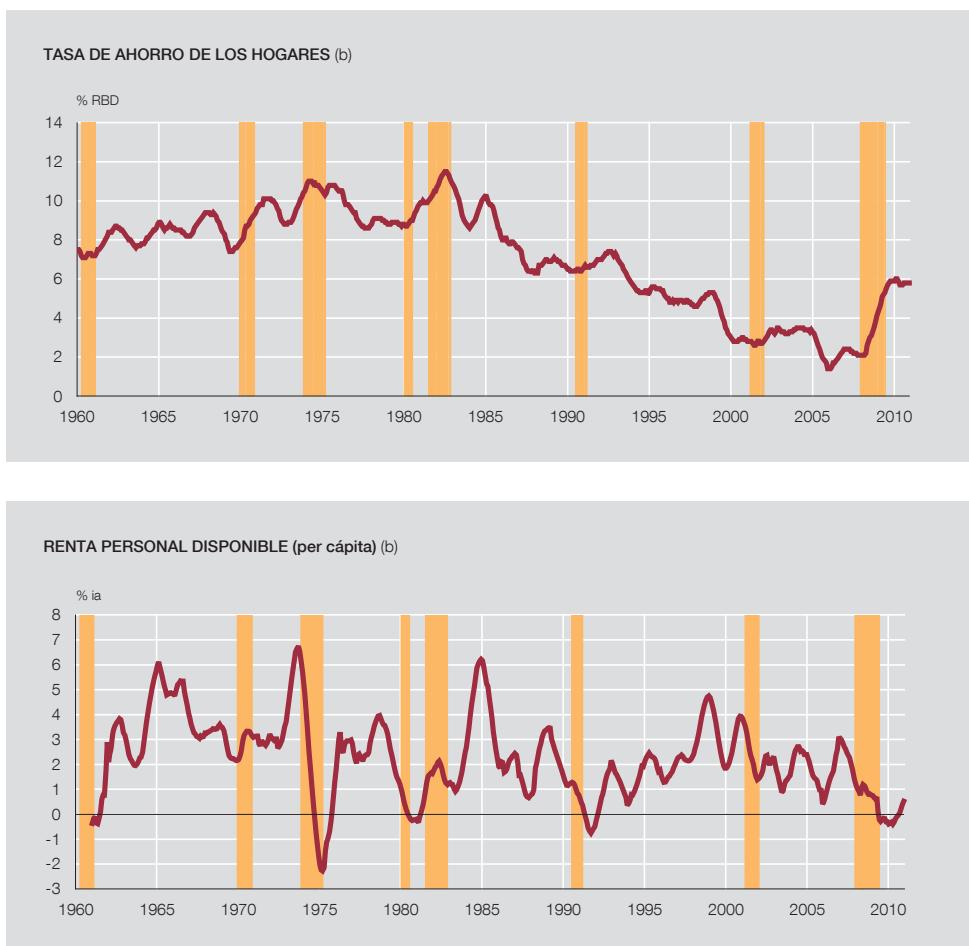
La naturaleza no lineal de la relación entre renta y tasa de ahorro puede apreciarse en comparaciones internacionales. Así, mientras que en países con rentas bajas se observan tasas muy reducidas de ahorro, ya que la mera subsistencia absorbe gran parte de los recursos, en las economías de renta media la tasa de consumo disminuye con el nivel de renta, pues a partir de un cierto umbral la subsistencia está cubierta y los hogares tienen fondos suficientes para dedicarlos al ahorro. En las economías avanzadas, la tasa de ahorro tiende a ser nuevamente más reducida, debido principalmente a que la existencia de sistemas de protección social financiados por el Estado reduce las necesidades de ahorro por motivo precaución. Existen, no obstante, excepciones a estas regularidades, en las que factores culturales o sociológicos desempeñan un papel relevante.

El aumento del *tipo de interés real* tiene un efecto positivo sobre la tasa de ahorro, pues, por un lado, aumenta el atractivo relativo del ahorro sobre el consumo y, por otro, al inducir una reducción en el precio de los activos, propicia un descenso de la riqueza de los hogares y, por tanto, favorece un aumento del ahorro. De hecho, la reducción de los tipos de interés reales entre 1985 y 2005 puede haber contribuido significativamente a la reducción de la tasa de ahorro en Estados Unidos. Otro factor a tener en cuenta es la *inflación*, cuyo efecto, a priori, es ambiguo. Así, en la medida en que contribuye a erosionar el valor del ahorro, ejerce una influencia negativa sobre el mismo; sin embargo, a la vez, mayores niveles de inflación vienen asociados con mayor incertidumbre y posibles pérdidas de poder adquisitivo, factores que impulsan un mayor ahorro. En la literatura empírica predomina la conexión positiva entre inflación y tasa de ahorro. En este sentido, la paulatina moderación de la inflación desde mediados de los ochenta en un contexto de mayor estabilidad económica ha podido favorecer la reducción de la tasa de ahorro. Asimismo, y de manera indirecta, una mayor inflación previsiblemente causará una reacción contractiva de la política monetaria, de modo que la consiguiente elevación de tipos de interés tenderá a estimular el ahorro. Por otro lado, el aumento en el *desempleo* de una economía tiende a fomentar el ahorro por motivo precaución³. Así, la experiencia histórica en Estados Unidos parece avalar esta relación, pues los episodios de fuerte aumento del desempleo han venido acompañados de un repunte de la tasa de ahorro de los hogares (véanse gráficos 2 y 3).

De acuerdo con otras teorías, la gestión de las finanzas del sector público desempeña un papel relevante en la determinación del ahorro de las familias. En este caso, el debate se centra en el predominio del efecto ricardiano⁴, por el que, ante un aumento del gasto público, el sector privado, anticipando posteriores subidas impositivas, incrementaría su ahorro, frente al efecto keynesiano, por el que un mayor gasto público se trasladaría, a través del multiplicador del gasto, a un mayor consumo privado. La literatura empírica no es concluyente sobre la prevalencia de estos efectos, sobre todo en horizontes de corto plazo, aunque el reciente y extraordinario incremento del déficit público en Estados Unidos invita a considerar este factor (véanse gráficos 2 y 3). Por otro lado, la composición de los gastos e ingresos públicos también es relevante para determinar el impacto del presupuesto sobre el ahorro⁵. Así, es previsible que el efecto ricardiano sea más relevante en el caso de variaciones en el consumo público que en el de cambios en la inversión productiva pública, pues es previsible que en este último caso los consumidores anticipen que esta inversión pueda contribuir a elevar la recaudación en el futuro, por lo que las expectativas de mayores impuestos serían más moderadas.

Los *factores financieros* también desempeñan un papel crucial en la determinación de las decisiones de ahorro y consumo de los hogares. En primer lugar, la riqueza de los hogares

3. Entre los análisis iniciales del ahorro por motivo precaución, destaca el trabajo de Carroll (1997). 4. Véase, por ejemplo, Barro (1974). 5. Véanse Masson et ál. (1995) y Callen y Thimann (1997).



FUENTES: Estadísticas nacionales.

- a. Las áreas destacadas en amarillo denotan períodos de crisis.
 b. Por claridad en la presentación, se muestra la media móvil de 12 meses.

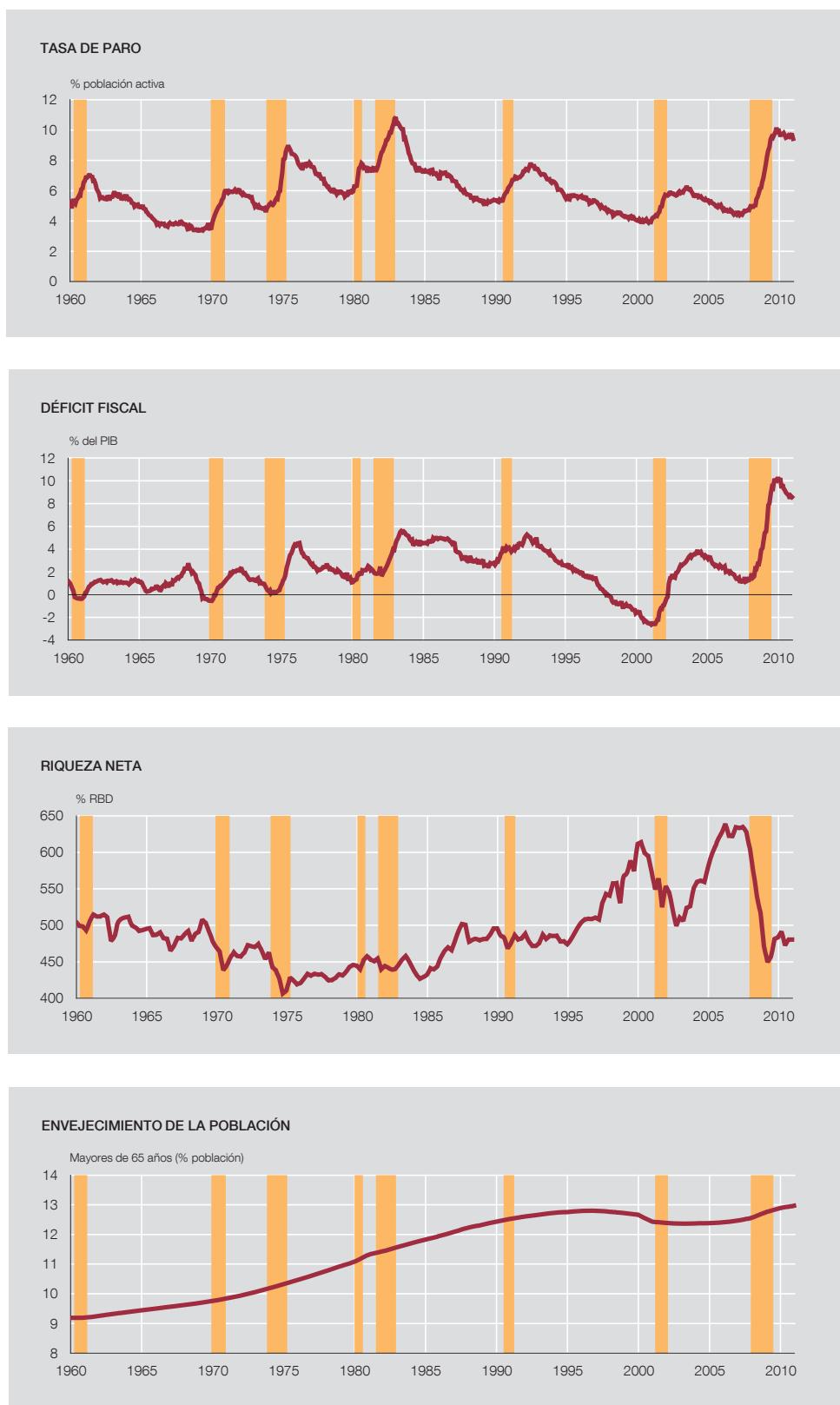
influye positivamente en su disposición a consumir y, por tanto, negativamente en su propensión a ahorrar. La literatura suele distinguir entre los efectos sobre el ahorro de los hogares de la riqueza materializada en activos financieros y la mantenida en activos reales —principalmente inmobiliarios—. Esta distinción resulta particularmente útil a la hora de estudiar la reciente crisis en Estados Unidos, donde el fuerte incremento de la riqueza inmobiliaria y la posibilidad de acceder a líneas de crédito garantizadas por dichos activos han podido contribuir al descenso de la tasa de ahorro observado en las últimas dos décadas⁶. La caída en los precios de los activos y el brusco descenso de la riqueza neta registrado desde el inicio de la crisis habrían contribuido de manera muy notable a la recuperación de la tasa de ahorro desde 2006 (véanse gráficos 2 y 3).

La literatura teórica también destaca la importante influencia ejercida por la liberalización y las innovaciones financieras en la evolución de la tasa de ahorro. No obstante, el signo de la relación depende tanto de la naturaleza precisa de las innovaciones introducidas como del estadio de desarrollo financiero de la economía. Así, por un lado, la liberalización e innovación

6. La evidencia empírica reciente ha encontrado que los efectos riqueza sobre el consumo provenientes del componente inmobiliario son de una cuantía superior a los de la riqueza financiera. Véase, por ejemplo, Case et ál. (2001), Ludwig y Sløk (2002) o Bayoumi y Edison (2003).

TASA DE PARO, DÉFICIT FISCAL, RIQUEZA NETA Y ENVEJECIMIENTO DE LA POBLACIÓN (a)

GRÁFICO 3



FUENTES: Estadísticas nacionales.

a. Las áreas destacadas en amarillo denotan períodos de crisis.

financieras amplían las posibilidades de intermediar el ahorro en la economía y, en particular, el abanico de instrumentos de ahorro ofrecidos por las entidades financieras, haciendo esta opción más atractiva y logrando que, de esta manera, se incremente la tasa de ahorro de la economía. Este canal es potencialmente más relevante cuanto menor sea el grado de desarrollo del sistema financiero. Sin embargo, los procesos de profundización financiera también están encaminados a favorecer el acceso a la financiación, reduciendo las restricciones crediticias y potenciando así la capacidad de endeudamiento y el consumo. Parece claro que este segundo efecto ha dominado el intenso proceso de innovación y liberalización financiera que ha tenido lugar en Estados Unidos en las últimas dos décadas, al ampliar sustancialmente el acceso de los hogares a la financiación y, por tanto, estimular el consumo y la inversión en vivienda, reduciendo la tasa de ahorro⁷. La notable expansión de titulizaciones con características cada vez más complejas, que enmascaran el riesgo asumido, junto con la falta de diligencia debida en el sistema financiero de Estados Unidos —factores que están en el origen de la crisis financiera—, han propiciado asimismo un crecimiento excesivo del crédito. En sentido opuesto, tras el estallido de la crisis, el acceso al crédito se ha restringido drásticamente, contribuyendo a frenar el consumo de los hogares, así como la inversión y la creación de empleo, especialmente por parte de las pequeñas y medianas empresas.

Tras la crisis, el sistema financiero se verá sometido a una regulación más estricta y un fortalecimiento de los controles, lo que previsiblemente se reflejará en una menor facilidad de acceso al crédito y un aumento permanente del nivel de ahorro. Además, el elevado endeudamiento alcanzado por los hogares se percibe ahora como no sostenible y ha dado lugar a un mayor esfuerzo ahorrador con el fin de liberar parte de la deuda y sanear los balances. Así, es previsible que este proceso de desapalancamiento, aún incipiente, se prolongue en los próximos años.

Finalmente, los *factores demográficos* ejercen una influencia destacada sobre la tasa de ahorro. De acuerdo con la teoría del ciclo vital, la relación entre edad y tasa de ahorro tiene una forma de U invertida, de modo que a partir de una determinada edad la propensión a ahorrar disminuye. Por tanto, en poblaciones más envejecidas es esperable encontrar una menor tasa de ahorro. En concreto, para estudiar este fenómeno generalmente se utiliza la tasa de dependencia poblacional por envejecimiento, que mide el número de personas mayores de 65 años por cada 100 adultos en edad de trabajar, así como la propia tasa de envejecimiento (medida como porcentaje de personas mayores de 65 años sobre el total de la población). Sin embargo, desde un punto de vista más amplio, algunos autores⁸ han investigado otras variables demográficas, como la expectativa de vida, el grado de fertilidad o la tasa de mortalidad. Aunque la evidencia empírica no es concluyente a nivel de país por la reducida variabilidad de las series, los estudios disponibles a nivel internacional tienden a confirmar el cumplimiento de la relación entre el envejecimiento poblacional y la tasa de ahorro. A pesar de que los cambios en la tasa de dependencia son muy lentos, en Estados Unidos cabe esperar que esta aumente como resultado de la jubilación de la generación del llamado *baby boom* (1945-1965), lo que, a su vez, justificaría una disminución de la tasa de ahorro a medio y largo plazo (véanse gráficos 2 y 3). No obstante, también se ha señalado el efecto indirecto de las presiones del envejecimiento de la población sobre las cuentas públicas (pensiones y gasto en sanidad), que podría originar un efecto positivo, de naturaleza ricardiana, sobre el ahorro de los hogares⁹.

7. Véanse, por ejemplo, Bayoumi (1993) y Glick y Lansig (2011). 8. Véase, por ejemplo, Li et ál. (2007). 9. Véase, por ejemplo, para el caso del área del euro, Fernández y Jiménez (2010).

| VARIABLE DEPENDIENTE: tasa de ahorro (% RBD) | Coefficiente | P-valor |
|--|--------------|---------|
| FACTORES MACROECONÓMICOS | | |
| Tipo de interés real | 0,206*** | 0,000 |
| Inflación | 0,173*** | 0,000 |
| Desempleo | 0,225*** | 0,000 |
| Renta personal | -0,062*** | 0,000 |
| Déficit fiscal | 0,074** | 0,005 |
| FACTORES FINANCIEROS | | |
| Riqueza neta | -0,023*** | 0,000 |
| FACTORES DEMOGRÁFICOS | | |
| Envejecimiento de la población | -0,775*** | 0,000 |
| Constante | 25,729*** | 0,000 |
| ESTADÍSTICAS DE LA REGRESIÓN | | |
| Número de observaciones | 612 | |
| R ² ajustado | 91,50 % | |

FUENTES: Estadísticas nacionales.

a. ** y *** indican significatividad al 90 % y al 99 %, respectivamente.

Análisis empírico de los determinantes de la tasa de ahorro en Estados Unidos

Para cuantificar la importancia de los distintos determinantes de la tasa de ahorro en Estados Unidos se ha realizado un ejercicio empírico para el que se ha estimado un modelo sencillo de comportamiento a largo plazo, en línea con los utilizados en la literatura, en el que la tasa de ahorro depende del tipo de interés real, la inflación, la tasa de paro, la renta disponible, el déficit fiscal, la riqueza neta y el envejecimiento de la población, como indica la ecuación [1], con la información disponible en frecuencia mensual desde enero de 1960 hasta diciembre de 2010.

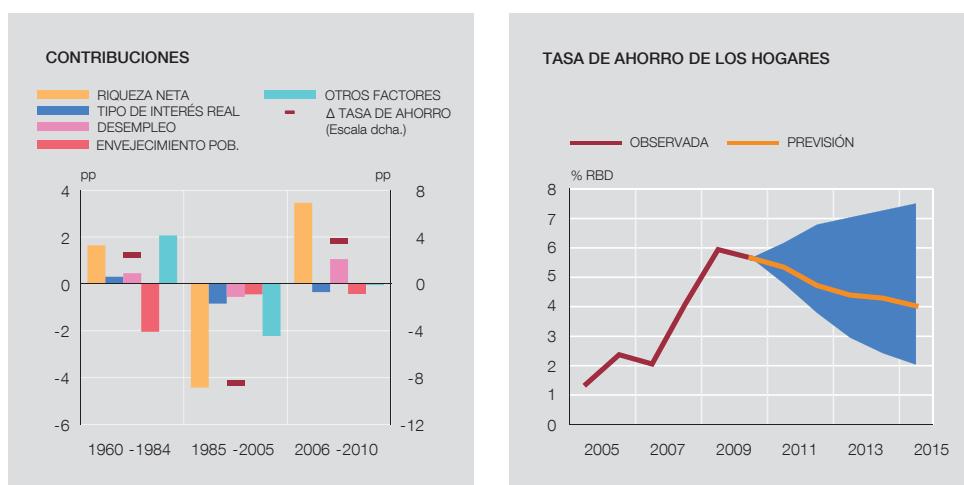
$$\text{Tasa ahorro}_t = \text{constante} + b_1 \cdot \text{tipo interés}_t + b_2 \cdot \text{inflación}_t + b_3 \cdot \text{tasa paro}_t + b_4 \cdot \text{renta disponible}_t + b_5 \cdot \text{déficit fiscal}_t + b_6 \cdot \text{riqueza neta}_t + b_7 \cdot \text{envejecimiento población}_t + \text{error}_t, \quad [1]$$

Para valorar los resultados hay que tener presente los posibles problemas de endogeneidad y multicolinealidad habituales en este tipo de ejercicios, que se han intentado corregir en la medida de lo posible¹⁰. En cualquier caso, los resultados, mostrados en el cuadro 2, con un alto valor explicativo de la tasa de ahorro en Estados Unidos, confirman lo anticipado por la literatura. En concreto, respecto a los factores macroeconómicos, aumentos del tipo de interés real, de la inflación o del desempleo impulsan al alza la tasa de ahorro, al igual que sucede cuando se deteriora el déficit fiscal¹¹, mientras que un mayor nivel de renta está asociado a una menor tasa de ahorro. Por su parte, las variaciones de la riqueza neta están inversamente relacionadas con los movimientos en la tasa de ahorro¹². Finalmente, el envejecimiento de la población mantiene una relación negativa con la tasa de ahorro, en línea con el resultado habitual de la literatura.

10. Los modelos empíricos más sofisticados tienden a explotar la relación conjunta del consumo, la renta y la riqueza en el largo plazo, que puede presentar desviaciones a corto plazo respecto a esa tendencia. Véase, por ejemplo, Campbell y Mankiw (1989) y Lettau y Ludvigson (2001 y 2004). Estos modelos suelen estimarse mediante varias ecuaciones con mecanismos de corrección del error (modelos VECM), como hacen, por ejemplo, para el caso de España Sastre y Fernández-Sánchez (2005). **11.** En este sentido, si se toma un horizonte temporal más corto, que cubra los últimos diez años, la importancia del saldo fiscal se acentúa notablemente, contribuyendo de forma importante al incremento de la tasa de ahorro en los últimos tres años. **12.** En una especificación alternativa, en la que se añaden al modelo las restricciones de acceso al crédito como determinante de la tasa de ahorro, se encuentra que estas inciden positiva y significativamente sobre el esfuerzo ahorrador de los hogares.

CONTRIBUCIONES AL CAMBIO EN LA TASA DE AHORRO Y TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES

GRÁFICO 4



El gráfico 4 presenta las contribuciones a la variación de la tasa de ahorro, distinguiendo tres etapas. En la primera de ellas, desde el inicio de la muestra hasta mediados de la década de los ochenta, la tasa de ahorro siguió una tendencia creciente; desde el 8 % de la renta disponible en 1960, pasó a situarse en el 10 %, impulsada especialmente por la caída de la riqueza neta en el período, que se vio parcialmente compensada por el impacto del dinamismo demográfico¹³. Desde mediados de los años ochenta hasta 2005, año en que se alcanza el mínimo de la tasa de ahorro, el aumento de la riqueza de las familias y el descenso del tipo de interés favorecieron una marcada tendencia descendente de esta variable, hasta situarse en el 0,8 %. Desde entonces, se ha producido una recuperación del ahorro de los hogares, que se vio reforzada especialmente durante la crisis como resultado de la caída de la riqueza y del aumento del desempleo.

Previsión de la tasa de ahorro bajo escenarios de ajuste alternativos

A continuación se presenta un sencillo ejercicio de previsión de la tasa de ahorro en un horizonte de medio plazo —hasta 2015—, sobre la base de las proyecciones de las variables macroeconómicas del modelo estructural y considerando diversos escenarios:

En el escenario central¹⁴, la renta personal real experimenta un aumento moderado (del 1 % interanual), similar al registrado en 2010, compatible con el elevado nivel de desempleo a lo largo del horizonte de previsión (la tasa de paro se reduce paulatinamente hasta situarse en el 5,9 % de la población activa en 2015). La riqueza neta retorna a niveles moderados (475 % de la RBD), por la debilidad del mercado inmobiliario residencial y a pesar de la evolución favorable de los mercados financieros. La inflación se incrementa hasta el 2,4 % interanual en 2015 y las previsiones de déficit fiscal muestran una reducción progresiva, hasta alcanzar el 3,2 % del PIB al final del horizonte de previsión. Finalmente, los tipos de interés se elevan gradualmente hasta alcanzar el 5,25 % en 2015. Tomando como base el modelo estructural estimado para el período 1960-2010 y considerando los supuestos del escenario central, la tasa de ahorro en 2011 sería del 5,4 % de la RBD, un nivel próximo al promedio observado en

13. Los comentarios hacen referencia a la contribución neta de la variable en el período. **14.** El escenario central se ha construido a través de diversas fuentes. Para la inflación y la tasa de paro se toman las previsiones de la Congressional Budget Office; las previsiones de déficit fiscal proceden de la Office of Management and Budget. Para la renta personal real y la riqueza neta se emplean estimaciones propias. Finalmente, para los tipos de interés se toman como referencia los futuros de los fondos federales, corregidos por la inflación esperada.

2010 (5,8 % de la RBD); posteriormente, se reduciría gradualmente hasta situarse en el 4 % de la RBD en 2015 (véase panel derecho del gráfico 4).

Para obtener una idea del rango en el que podría situarse la tasa de ahorro si los supuestos se desviaran de los considerados en el escenario central se contemplan dos escenarios alternativos. El primero, extremadamente adverso, proporciona una cota máxima para la tasa de ahorro. En él, la recuperación económica se trunca en el corto-medio plazo; el exceso de capacidad productiva, cada vez mayor, y el débil aumento de los salarios a lo largo del horizonte de previsión (0,5 % interanual) llevan a un descenso de la inflación que culmina con nuevas caídas de los precios en 2015 (-1,2 % interanual); en este contexto, la política monetaria mantiene un tono acomodaticio, dejando el tipo de interés objetivo en el nivel actual (0 % a 0,25 %), para contrarrestar no solo la caída de precios, sino el continuado deterioro de la tasa de paro, que se aproxima al 12 % de la población activa al final del horizonte de previsión. Por su parte, el déficit fiscal aumenta paulatinamente hasta situarse en 15 % del PIB en 2015, mientras que la riqueza neta cae por debajo de su mínimo histórico (380 % de la RBD), como consecuencia de nuevos descensos en los precios de la vivienda y de los activos financieros. En este escenario, la tasa de ahorro aumenta hasta el 7,5 % de la RBD al final del horizonte de previsión, el nivel observado a comienzos de la década de los noventa.

Un segundo escenario alternativo, de excesivo dinamismo, contempla una progresiva recuperación del crecimiento y proporciona una cota inferior para la tasa de ahorro. En este escenario, la inflación se recupera hasta sobrepasar holgadamente el objetivo de la Reserva Federal, alcanzando el 3,5 % en 2015. La política monetaria reacciona de forma contundente, llevando el tipo de interés real hasta el 5 %. La tasa de paro se reduce hasta el 4 % de la población activa al final del horizonte de previsión, al tiempo que la renta disponible real crece a un ritmo del 2 % interanual. Se inicia un proceso de consolidación fiscal, que sitúa el superávit en el 1 % del PIB en 2015. Asimismo, el asentamiento de la recuperación del mercado de la vivienda y la evolución positiva de los precios de los activos financieros incrementan la riqueza por encima del 550 % de la renta disponible. Como resultado, al final del horizonte de previsión la tasa de ahorro desciende hasta el 2 % de la RBD.

Estos resultados deben tomarse con cautela, en la medida en que están basados en un modelo estimado con información para el período de 1960-2010 y las profundas transformaciones que ha experimentado esta economía, en especial durante la última década, han alterado previsiblemente la relación entre la tasa de ahorro y sus factores determinantes. Teniendo esto en cuenta, los resultados del ejercicio apuntan a que en 2011 la tasa de ahorro se mantendrá en niveles similares a los observados en 2010, aunque posteriormente se irá reduciendo de manera gradual. Con todo, los ejercicios alternativos invitan a pensar que, si se produjera una recaída severa en la economía, la tasa de ahorro podría elevarse hasta niveles no observados desde la primera mitad de la década de los noventa. En cambio, una recuperación más sólida podría frenar el repunte de la tasa de ahorro, aunque se mantendría por encima del mínimo histórico registrado en 2005.

Es destacable que solo en el escenario más pesimista la tasa de ahorro sigue aumentando hasta acercarse a niveles próximos a la media histórica. Sin embargo, hay razones para pensar que en esta ocasión, en el medio plazo, el aumento de la tasa de ahorro puede ser más intenso y duradero que en recesiones previas¹⁵. En este sentido, es probable que algunos de los factores que hicieron disminuir la tasa de ahorro en las últimas décadas —y que son difíciles de recoger en el ejercicio empírico— operen en la dirección contraria en los próximos

15. Véanse, por ejemplo, Feddersen (2009) o Lee et ál. (2010).

años: así, cabe anticipar una recuperación lenta de la riqueza; además, la necesidad de recomponer los balances de los hogares debería reflejarse en una mayor tasa de ahorro y en un menor endeudamiento, teniendo en cuenta que la facilidad para endeudarse será menor en el nuevo entorno financiero posterior a la crisis. A estos factores se sumarán, previsiblemente, las presiones fiscales derivadas de unos déficits públicos elevados, en el corto plazo, y del envejecimiento de la población, en el medio y largo plazo.

Conclusiones

La evolución de la tasa de ahorro de los hogares en Estados Unidos tiene importantes implicaciones para el comportamiento del consumo privado y de la recuperación económica en dicha economía, así como también para su saldo exterior, los desequilibrios globales y el perfil de crecimiento de la economía mundial. El análisis realizado revela que el comportamiento del ahorro de los hogares en Estados Unidos queda bien explicado por la evolución de sus determinantes tradicionales —la renta, la riqueza, el envejecimiento de la población, los tipos de interés, la tasa de desempleo o el déficit público—, si bien las contribuciones relativas han ido variando, en signo e intensidad, a lo largo del tiempo. En particular, la marcada tendencia decreciente mostrada por la tasa de ahorro en el período de 1980-2005, cuando pasó del 12 % de la renta bruta disponible hasta el 0,8 %, se explica en gran medida por el aumento de la riqueza neta, favorecida por un mayor endeudamiento de los hogares, y por la reducción del desempleo, los tipos de interés y la inflación. A partir de 2007 la tasa de ahorro ha aumentado, hasta alcanzar el 6,2 % a finales de 2010, debido al fuerte descenso de la riqueza, el incremento del desempleo, el acceso más restringido al crédito y el deterioro del déficit público.

En la tendencia a la baja de la tasa de ahorro desde la mitad de los años noventa desempeñó un papel fundamental el intenso proceso de innovación financiera, fenómeno difícil de sintetizar en una variable cuantitativa, aunque en el ejercicio empírico queda recogido indirectamente en otras variables, como el endeudamiento o los precios de activos financieros. Este proceso se intensificó en los años previos a la crisis, extendiéndose en direcciones que comprometieron gravemente la estabilidad financiera, como la titulización de hipotecas de alto riesgo (*subprime*) a través de instrumentos de creciente sofisticación, que enmascaraban el riesgo y lo dispersaban a través de un sistema financiero cada vez más interconectado y complejo. Esta deriva estuvo en el origen de la crisis financiera que también ha provocado el reajuste de la tasa de ahorro.

En este contexto, existe una notable incertidumbre sobre si el aumento registrado por la tasa de ahorro durante los últimos años será duradero o revertirá, como ha sucedido en otras fases de recuperación previas. Los resultados de los distintos ejercicios de simulación apuntan a un mantenimiento de la tasa de ahorro durante los próximos trimestres en un nivel similar al observado en 2010, lo que contribuiría a establecer una senda de crecimiento más lento, pero también más robusta, al favorecer un balance más saneado de los hogares, un mayor ahorro nacional y una menor presión sobre los desequilibrios globales. Una recuperación más intensa de lo esperado podría resultar en una nueva reducción de la tasa de ahorro, mientras que una eventual paralización —o incluso reversión— de la fase expansiva la elevaría hasta niveles próximos a los de principios de los años noventa.

En todo caso, hay elementos que apuntan a que en esta ocasión el aumento de la tasa de ahorro será más duradero que en ocasiones precedentes. Algunos de ellos enlazan con el análisis de factores fundamentales, como la necesidad de recomponer los balances de los hogares ante un excesivo endeudamiento previo y una menor riqueza; otros elementos, como las presiones fiscales en el corto y medio plazo o la prolongación de la incertidumbre en el entorno económico y financiero, contribuirán previsiblemente a moderar el consumo de los hogares y a sostener la tasa de ahorro. Finalmente, un factor de incertidumbre importante reside en la medida en que la innovación financiera adopte un carácter más sostenible, aleján-

dose de las pautas previas a la crisis y en línea con los objetivos pretendidos por la reforma de la regulación financiera de limitar los incentivos para el endeudamiento excesivo y favorecer tasas de ahorro más elevadas.

18.4.2011.

BIBLIOGRAFÍA

- ANDO, A., y F. MODIGLIANI (1963). «The "Life-Cycle" Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests», *American Economic Review*, vol. 53 (1), pp. 55-84.
- BARRO, R. J. (1974). «Are Government Bonds Net Wealth?», *Journal of Political Economy*, vol. 82 (6), pp. 1095-1117.
- BAYOUMI, T. (1993). «Financial Deregulation and Household Saving», *The Economic Journal*, vol. 103 (421), pp. 1432-1443.
- BAYOUMI, T., y H. EDISON (2003). «Is Wealth Increasingly Driving Consumption», *De Nederlandsche Bank Staff Reports*, vol. 101.
- BERUBE, G., y D. COTE (2000). *Long-Term Determinants of the Personal Savings Rate: Literature Review and Some Empirical Results for Canada*, Bank of Canada Working Paper n.º 2000-3.
- CALLEN, T., y C. THIMANN (1997). *Empirical Determinants of Household Saving*, International Monetary Fund Working Paper n.º 97/181.
- CAMPBELL, J. Y., y N. G. MANKIW (1989). «Consumption, Income and Interest Rates: Reinterpreting the time series evidence», en O. Blanchard y S. Fischer (eds.), *NBER Macroeconomics Annual*, MIT Press, Cambridge, pp. 185-216.
- CARROLL, C. (1997). «Buffer-Stock Saving and the Life Cycle/Permanent Income Hypothesis», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 112 (1), MIT Press, pp. 1-55.
- CARROLL, C., y D. WEIL (1994). «Saving and Growth: a Reinterpretation», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 40 (1), pp. 133-192.
- CASE, K. E., J. M. QUIGLEY y R. J. SHILLER (2001). *Comparing Wealth Effects: The Stock Market Versus the Housing Market*, National Bureau of Economic Research Working Paper n.º 8606.
- FEDDERSEN, H. (2009). «US Household Saving: How Far Will It Rise?», *European Commission ECFIN Country Focus*, vol. 6 (9).
- FEDERAL RESERVE BANK OF SAN FRANCISCO (2002). *What's Behind the Low U.S. Personal Saving Rate?*, FRBSF Economic Letter.
- FERNÁNDEZ, C., y N. JIMÉNEZ (2010). «La renta disponible de los hogares en la UEM» *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2010). «Prospects for the US Household Saving Rate», Informe Anual United States – Staff Report for the Article IV Consultation.
- FRIEDMAN, M. (1957). *A Theory of the Consumption Function*, Princeton University Press.
- GLICK, R., y K. J. LANSING (2011). *Consumers and the Economy, Part I: Household Credit and Personal Saving*, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter n.º 2011-01.
- LEE, J., P. RABANAL y D. SANDRI (2010). *US Consumption after the 2008 Crisis*, IMF Staff Position Note n.º 10/01.
- LETTAU, M., y S. LUDVIGSON (2001). «Consumption, Aggregate Wealth and Expected Stock Returns», *Journal of Finance*, vol. 56 (3), pp. 815-849.
- (2004). «Understanding Trend and Cycle in Asset Values: Reevaluating the Wealth Effect on Consumption», *American Economic Review*, vol. 94, n.º 1, pp. 276-299.
- LI, H., J. ZHANG y J. ZHANG (2007). «Effects of Longevity and Dependency Rates on Saving and Growth: Evidence from a Panel of Cross Countries», *Journal of Development Economics*, vol. 84, pp. 138-154.
- LOAYZA, N., K. SCHMIDT-HEBBEL y L. SERVEN (2000). *What Drives Private Saving around the World?*, The World Bank Policy Research Working Paper Series n.º 2309.
- LUDWIG, A., y T. SŁOK (2002). *The Impact of Changes in Stock Prices and House Prices on Consumption in OECD Countries*, International Monetary Fund Working Paper n.º 02/1.
- MASSON, P. R., T. BAYOUMI y H. SAMIEI (1995). *International Evidence on the Determinants of Private Saving*, International Monetary Fund Working Paper n.º 95/51.
- MODIGLIANI, F., y R. BRUMBERG (1954). «Utility Analysis and the Consumption Function: an Interpretation of Cross-Section Data», en K. K. Kurihara (ed.), *Post-Keynesian Economics*, The Trustees of Rutgers College in New Jersey.
- MODY, A., y F. OHNSORGE (2010). *After the Crisis: Lower Consumption Growth but Narrower Global Imbalances?*, International Monetary Fund Working Paper n.º 10/11.
- OCDE (2010). «The Outlook for the US Saving Ratio», en el informe anual *OECD Economic Survey United States*, 2010, pp. 59-63.
- SASTRE, T., y J. L. FERNÁNDEZ-SÁNCHEZ (2005). *Un modelo empírico de las decisiones de gasto de las familias españolas*, Documentos de Trabajo, n.º 0529, Banco de España.