

## 2. Ese extraño llamado ahorro

*De la crisis se sale ahorrando, para lo que hay que bajar los impuestos directos. Y es a consecuencia de eso que se crece, y no por la expansión de la demanda agregada*

Alberto Soler, Economista del Estado

Los episodios de alto endeudamiento en países desarrollados constituyen uno de esos temas a los que se dedica una atención muy escasa en las facultades de Económicas. Los licenciados son capaces de discernir en qué condiciones les resulta ventajoso solicitar financiación externa a los consumidores o las empresas, pero son notablemente incapaces de reaccionar ante un problema ya creado de sobreendeudamiento generalizado. Salvo que el estudiante

tenga un profesor postkeynesiano que atribuya a estas situaciones un carácter cíclico y/o de plaga bíblica, que invariablemente solucionará con estímulos a la demanda (como buen keynesiano que se precie).

La indefensión del economista ante estos problemas proviene también de esa curiosa tendencia que data de los años 30 del siglo pasado –precedente, lo han adivinado, del amigo Keynes– de considerar el ahorro como un residuo en la decisión de

consumir (o de gastar, con un carácter más general). Es la renta disponible la que determina principalmente el consumo y, lo que no se gasta, se ahorra. Sin embargo, es imposible racionalizar el por qué del ahorro sin apelar a restricciones de solvencia que todos los agentes han de cumplir a lo largo del tiempo, las cuales son esencialmente ajenas al pensamiento keynesiano.

En opinión del que suscribe –y no es el único-, la vía más indicada para resolver una crisis como la actual, en la que por distintas razones los agentes tienen en sus balances stocks de pasivos muy cuantiosos, es maximizar el volumen de ahorro, público y privado. Por si alguien lo estaba pensando, las quitas de deuda no son una solución alternativa que funcione colectivamente, porque implica alivios para los más endeudados y quebrantos de riqueza para otros, así como restricciones severísimas de crédito para los beneficiados por la condonación durante mucho tiempo. La siguiente pregunta es, por tanto, ¿significa esta promoción del ahorro un sacrificio del crecimiento durante

los amplios horizontes de tiempo que acarrea la reducción del endeudamiento? No necesariamente. Permítanme la oportunidad de rebatir tan defendida falacia.

En efecto, en cuanto permitimos tener al ahorro una personalidad propia más allá de la de mero residuo, descubrimos aspectos nuevos que quedan ocultos en los planteamientos más tópicos. Por ejemplo, a mayor ahorro de los sectores domésticos, tanto más barata/disponible resultará la financiación empresarial y bancaria, ya que tantos más pasivos podrán colocar las sociedades a bajo en los mercados domésticos y tantos más depósitos se crearán. Por tanto, más viable será para las empresas realizar su actividad productiva y para los intermediarios financieros desempeñar su papel de asignación óptima del crédito. También a mayor ahorro, más rápida será la reducción de las posiciones deudoras frente al resto del mundo y menor la percepción de los inversores extranjeros de riesgo crediticio, por lo que se reducirá la prima de riesgo. En ambos casos, una mayor facilidad de financiación de los agentes –tanto doméstica como externa- redundará en mayores posibilidades de crecimiento y, sobre todo, en una recuperación paulatina del crecimiento saneada. A sensu contrario, un bajo nivel de ahorro acaba produciendo insuficiencia de financiación y un alto coste de la misma, lo que a su vez acaba estrangu-

---

*La vía más indicada para resolver una crisis como la actual es maximizar el volumen de ahorro, tanto público como privado*

---

lando el gasto privado.

Hasta aquí el ahorro privado. Pero, ¿por qué es también necesario el ahorro público? Por dos motivos, principalmente. Primero, porque reduce las necesidades de financiación en los mercados globales y por tanto el coste de la misma. Segundo, porque produce expectativas de menores impuestos futuros –e incluso presentes– para financiar los déficits existentes, impulsando el consumo privado sin que ello se traduzca en un mayor recurso al endeudamiento. En definitiva, la consolidación fiscal –por el lado del gasto– contiene también elementos de estímulo al gasto privado, tanto más cuanto más creíble resulta –a priori o a medida que se va afianzando la reputación del gobierno– y menos afecta a pilares básicos del crecimiento, como el capital público de calidad complementario con la inversión privada.

En definitiva, aunque pueda sonar herético para algunos oídos, el fomento del ahorro desencadena procesos indirectos que son a su vez semillas de un crecimiento más intenso y estable, especialmente a medio plazo. Cabría ahora preguntarse: ¿es esta la dirección hacia la que está transitando el ahorro en la economía española?

Hasta el comienzo de la crisis, el perfil del consumo privado ha venido siguiendo (de modo más suavizado) el perfil de la renta disponible, como predice la teoría económica. La tasa

---

*La consolidación fiscal por el lado del gasto público, contiene elementos que estimulan el gasto privado y afianzan la inversión*

---

de ahorro de los hogares tendió a situarse entre un 11 y 10% de su renta disponible. Durante 2009, cuando se produce la primera gran caída negativa de la renta disponible, el consumo privado la replicó, solo que con mayor intensidad. La razón es que, ante la perspectiva de un período prolongado de descensos de la renta disponible, los hogares realizaron un gran esfuerzo para maximizar su ahorro y hacer frente a los imprevistos y al pago de su gran volumen de deuda. El resultado fue la elevación de la tasa de ahorro durante 2009 hasta el 18,5.

Sin embargo, a partir de 2009 el patrón de comportamiento cambia de manera notable, de manera que la tasa de ahorro comienza a descender vertiginosamente. La razón de fondo es la dualidad en la que la virulencia de la crisis ha situado a las familias españolas. Algunas de ellas, especialmente afectadas por las restricciones de crédito, altamente endeudadas y afectadas por crecimientos muy negativos de su renta disponible o la estabilización de esta en niveles mínimos de subsistencia, han devenido incapaces de ajustar su consumo pri-

vado por debajo de dicha renta disponible, por lo que su capacidad de ahorro es muy baja.

A consecuencia de ello, el agregado se ve especialmente influido por el comportamiento de las restantes familias, con menores restricciones de crédito y/o con un comportamiento más favorable de su renta disponible y/o con otro tipo de recursos en forma de activos financieros acumulados, cuya necesidad de ahorrar es considerablemente menor que los hogares incluidos en el primer grupo. Con el resultado de que la tasa de ahorro ha descendido paulatinamente hasta un 11,6% de la renta disponible en 2011. Si por la información de los dos primeros trimestres del año (última disponible) nos guiáramos, desestacionalizándola adecuadamente, el ahorro de 2012 podría retroceder de nuevo o a lo sumo estabilizarse, pese al deterioro de las expectativas económicas que señalizan los indicadores de confianza.

Con esta perspectiva, las ópticas desde la que puede enfocarse este problema son básicamente dos. Una, tomar la evolución de la renta disponible como un dato y aceptar la combinación de bajo consumo privado y bajo ahorro que la evolución de la primera implica, con todas sus consecuencias: reducido crecimiento y lenta tasa de amortización de la deuda. Otra, reconocer el carácter endógeno del crecimiento de la renta disponible, y reducir la imposición directa,

lo que en términos agregados puede traducirse en una mejora simultánea tanto del consumo como del ahorro.

Del consumo principalmente entre los sectores de la población con menos restricciones financieras, en la medida en que esta reducción impositiva se leyera como permanente; del ahorro básicamente entre los sectores más restringidos, que podrían acelerar la amortización de su deuda y/o crear colchones de liquidez ante la incertidumbre de nuevos deterioros en sus rentas. En ambos casos, las consecuencias son claramente más positivas que en la primera alternativa.

Hablar de reducción de impuestos en época de consolidación fiscal es un tema que merece ser abordado como capítulo aparte, pero no es en absoluto imposible siempre y cuando se disponga de una batería de medidas suficientemente amplia por el lado del gasto y otras relacionadas con un aumento de la eficiencia en la imposición.