

¿Las bajas tasas de ahorro y el endeudamiento doméstico son factores que contraen el crecimiento económico?

MARIO SECCARECCIA♦

Resumen

Dos aspectos teóricos son considerados para las economías Americana y Canadiense. Para los economistas neoclásicos los ahorros son un prerrequisito necesario para financiar la inversión, una caída en la tasa de ahorro puede ser la señal nefasta de una caída en la tasa de acumulación y por tanto del crecimiento económico. Para los Keynesianos, por el contrario, una caída en la tasa de ahorro no solo sostiene el crecimiento económico directamente por medio del incremento en el gasto de los consumidores, sino también indirectamente a través del incremento en el gasto de inversión vía los usuales efectos del multiplicador.

Abstract

Two issues theoretical are considering for the American and Canadian economies. To the neoclassical economists savings are a necessary prerequisite to the financing of investment, a fall in the saving rate would be the ominous sign of an inevitable slowdown in the rate of accumulation and thereby the pace of economic growth. For Keynesian, on the contrary a fall in the saving rate would not only sustain directly overall economic growth through increased consumer spending but also indirectly through increased investment spending via the usual accelerator effects.

Introducción

La presente versión de este documento fue presentada en la conferencia de Economía Post-Keynesiana: Teoría y Política en la Universidad de Notre Dame en Mayo 14, 2001. Una versión muy anterior fue presentada al Comité Permanente de Finanzas, Cámara de los Comunes, Ottawa, Ontario, Canadá, el 17 de Mayo de 2000. Mientras se absuelve de toda responsabilidad, el autor desea agradecer a Ron Bodkin, Leo De Bever, Marc Lavoie, Warren Mosler, Alain Parguez, Pierre Piégay, Gabriel Rodríguez, Henri Sader y Andrew Sharpe por sus valiosos comentarios. El autor también desea reconocer la asistencia financiera del Consejo de Investigación de Ciencias Humanas y Sociales de Canadá.

♦ *Profesor de Economía de la Universidad de Ottawa. E-mail: <mseccare@uottawa>*

Durante las dos últimas décadas en los Estados Unidos ha existido mucha preocupación respecto a la expansión del crédito de consumo y la caída de las tasas de ahorro de los hogares. Con una caída análoga en la tasa de ahorro en Canadá desde principios de los 1980s, similar preocupación ha sido expresada al norte del paralelo 49.¹ Los economistas neoclásicos, quienes defienden el punto de vista tradicional de los fondos prestables en el que los ahorros son un pre-requisito necesario para el financiamiento de la inversión, ven una caída en la tasa de ahorro como la señal nefasta de una inevitable desaceleración en la tasa de acumulación y consecuentemente del crecimiento económico. Para los economistas Keynesianos que sostienen, en cambio, la existencia de una causalidad inversa entre ahorro e inversión, una caída en la tasa de ahorro no es generalmente considerada como una señal negativa de un crecimiento más lento. Por lo contrario, una caída en la tasa de ahorro no solo incentiva directamente un mayor crecimiento económico a través de un mayor gasto en consumo, sino también indirectamente a través de un incremento en el gasto de inversión vía los efectos usuales del multiplicador. Con un mayor flujo de caja de las empresas y altas tasas de capacidad utilizada, un menor ahorro de los hogares puede entonces tener efectos estimuladores en la tasa de acumulación de capital.

En tanto que la experiencia de altos niveles de crecimiento sostenido de la economía Americana durante la última década ha desacreditado considerablemente la visión neoclásica tradicional, de que una caída en la tasa de ahorro de los hogares es un factor de contracción de la tasa de acumulación de capital, hay quien dentro del campo Keynesiano, sin embargo, hace prever problemas con la actual estructura de tasas de ahorro bajas (o negativas) y alta deuda de las familias. En particular existe un grupo de economistas, algunas veces denominados “Keynesianos Monetaristas”, y seguidores del último Hyman P. Minsky, que perciben algunas posibles consecuencias negativas de una caída a largo plazo en la tasa de ahorro de las familias. Desde que la caída en la tasa de ahorro ha estado acompañada por un incremento general en los ratios de deuda de las familias y un crecimiento continuo en el gasto de los consumidores en exceso de los ingresos disponibles, dificultades de sustentabilidad a largo plazo pueden sobrevenir. La preocupación de los Keynesianos Monetaristas no tiene ninguna relación con el análisis neoclásico sobre la relevancia de las restricciones del ahorro sobre el la acumulación de capital.

Como Tobin (1957) había especulado hace tiempo, ésta tiene que ver ampliamente con las implicaciones macroeconómicas de un rápido crecimiento de la deuda de las familias sobre la capacidad para sostener la demanda de los consumidores a largo plazo. A diferencia de los 1920s, en los Estados Unidos, los 1990s fueron una década de tremendo crecimiento incentivado extensamente por

¹ Uno solo tiene que leer los periódicos. Vea, por ejemplo Charles Frank, “Las Tasas de Ahorro más bajas en las últimas tres décadas de los Canadienses”, *Calgary Herald*, Septiembre 18, 1999, p. A1.

una expansión de la demanda de los consumidores y el crecimiento del endeudamiento de la economía doméstica. Realmente, como fue mostrado por Brown (1997), en la década de los veinte la expansión desordenada de las tasas de endeudamiento de las familias tuvieron una fuerte influencia negativa en el comportamiento de los gastos de consumo durante los primeros años de la Gran Depresión. En verdad, cuando el gran *crash* de 1929 en EE.UU. (un choque exógeno vía pérdidas de capital en el mercado de valores americano) había ocurrido, el comportamiento del gasto doméstico colapsó en el momento en que las familias buscaron asignar un marcado incremento de la proporción de su actual ingreso para amortizar deudas. Como resultado de la gran carga de deuda precedente de las familias, el alza de las tasas de ahorro jugó, por lo tanto, un rol preponderante en el colapso de la demanda global durante los 30s. Hay temores expresados de que un escenario similar se está incubando hoy en las economías Americana y Canadiense. Por ejemplo, de acuerdo a Godley (2000) una precipitada caída en los precios de los activos que han ocurrido desde finales del 2000 plantea serios riesgos al crecimiento económico de EE.UU. por los altos niveles históricos de las deudas de los consumidores.

En Canadá el fenómeno del crecimiento del endeudamiento doméstico estuvo acompañado de una baja de las tasas de ahorro que había sido un rasgo característico de la economía durante las dos décadas pasadas. Como se muestra en el Gráfico 1, las tendencias en las tasas de ahorro y en la razón del crédito de consumo respecto al PIB comenzaron a bifurcarse durante los inicios de los 80s y la brecha se ensanchó a niveles históricos a finales de los 90s. Mientras (como se puede inferir de las series expuestas en el Gráfico 1) se espera una relación negativa leve de corto plazo entre la razón de deuda y la tasa de ahorro, el crecimiento a largo plazo de la brecha entre estas dos series, desde inicios de los 80s, es de mayor consideración. Esto, por que en una economía que se caracteriza por un alto y sostenido crecimiento en el ingreso real y una estructura relativamente estable de distribución de ingresos (como era el caso en Canadá, durante los 60s), se podría esperar patrones crecientes de la tendencia de las tasas de ahorro y de las tasas de endeudamiento doméstico. En otras palabras, en un escenario de crecimiento sostenido, la economía doméstica podría pedir prestado más fácilmente sobre la base del crecimiento de sus ingreso futuro esperado, mientras que concomitantemente se elevan sus tasas de ahorro y niveles de vida (de ese modo empujando más y más a los individuos hacia segmentos de ingresos reales superiores que podrían estar asociados con bajas propensiones al consumo). Este fue exactamente el escenario previo a los 80s en Canadá (mostrado en el Gráfico 1) durante el periodo en el cuál ambas tasas siguieron una tendencia creciente sostenida. La dificultad es con el periodo de los post-80s, en el cual el crecimiento del ingreso real ha sido lento, las tasa de ahorro ha declinado agudamente y la razón de deuda del consumidor respecto al PIB ha continuado su tendencia creciente. Ninguna expansión del ciclo económico en una economía con la demanda contraída, que es incentivada

primariamente por el debilitamiento de las tasas de ahorro y el crecimiento de las deudas de la economía doméstica, es por su misma naturaleza más frágil y destinada a estar confrontada con grandes dificultades de crecimiento sostenido a largo plazo, como podría sugerir la evidencia reciente de recesión de las economías de EE.UU. y Canadá.

¿Qué puede explicar la dramática caída de las tasas de ahorro desde inicios de 1980 en Canadá?

Como se mostró en el Gráfico 1, el patrón del ahorro doméstico ha tenido una caída significativa en Canadá desde inicios de los 80s. Volviendo a Keynes en los 30s, los economistas se han enfocado tradicionalmente en el comportamiento del ingreso personal disponible como una variable crítica en la explicación de por qué la tasa de ahorro fluctúa en el tiempo. Numerosos economistas Keynesianos han debatido históricamente que, por lo menos en el corto plazo, cuando el ingreso real disponible crece, esto podría presionar a un incremento de la propensión promedio a ahorrar de los individuos. Mientras que el movimiento de largo plazo de la posición de riqueza de las familias podría tener un efecto mitigante sobre la propensión promedio a ahorrar, a mayor posición del ingreso real de corto plazo de las familias, mayor debe ser la tasa de ahorro. Como se muestra en el Gráfico 2, el crecimiento del ingreso real disponible per cápita ha fluctuado de manera cíclica, pero su comportamiento cambió significativamente en Canadá, especialmente durante la mayor parte de los 90s cuando, con la obvia excepción de los 2 últimos años, llegó a ser consistentemente negativo. Consecuentemente, uno podría esperar que cuando el ingreso real disponible per cápita baje, este podría tener un claro impacto negativo sobre la tasa de ahorro y un impacto positivo sobre las deudas del consumidor, tal que la economía doméstica busque mantener algún patrón de consumo previamente establecido. Esta relación positiva puede ser compatible con la corriente teórica que se basa en la hipótesis tradicional del ingreso permanente, pero podría también ser compatible con teorías menos conocidas a lo largo de líneas institucionales (cf. Bodking, 1993; y Green, 1991).

Por otro lado, ha sido muy discutido en los EE.UU. el impacto que las ganancias en los mercados de valores podrían haber tenido sobre el comportamiento del consumo de las familias. Las familias, que tienen acciones, dicen, en un mercado de valores con tendencia al alza podrían estar experimentando una reevaluación de sus activos existentes. La ganancia aún no realizada del capital, en cambio, podría inducirlos a incrementar sus tasas de gasto de consumo en espera de una futura realización de las ganancias de capital.

A causa de este efecto “virtual” de riqueza, se podría esperar un impacto negativo que las ganancias en el mercado de valores tendrían sobre las tasas de

ahorro. Este aspecto del comportamiento del consumo, que surge de la importancia de tales efectos riqueza virtuales, crea serios problemas para aquellos circunscritos a la hipótesis tradicional del ingreso permanente. Al contrario, entre los Keynesianos Monetaristas, quienes rechazan la última hipótesis principal, ha existido mucha discusión sobre los efectos positivos que tales ganancias transitorias o “inesperadas” en el mercado de valores tendrían sobre el comportamiento del consumo doméstico y su endeudamiento. El Gráfico 3 presenta series de tiempo de la tasa de variación del índice TSE300. A mayor apreciación de activos en el mercado de valores, como fue el caso en Canadá en la mayor parte de los 90s, menor podría ser la tasa de ahorro esperada. Como señaló Godley (2000:2), sin embargo, no es posible para el sector privado como un conjunto “gastar” las ganancias de capital. Esto es por que las ganancias en el mercado de títulos solo pueden ser realizadas si alguien más está deseoso de comprar. Colectivamente, el sector privado doméstico no puede realizar tales ganancias. Por lo tanto, en el contexto de una restricción fiscal sin precedentes (como ha sido el caso en los 90s), a menos que las familias como un grupo estuviese de algún modo reduciendo los saldos inactivos, fondos adicionales pueden tener que ser prestados para sostener las altas propensiones personales al consumo que resultan del efecto riqueza virtual. Esto debería ser un factor adicional para explicar el por qué las explosivas tasas de endeudamiento de la economía doméstica se han movido en fila con un declinamiento de las tasas de ahorro.

Por lo tanto, para resumir, durante la última década, nosotros hemos testificado el efecto compuesto de dos tendencias significantes en la economía privada: (i) el decrecimiento del ingreso real disponible per cápita cuyo valor máximo en 1989-90 fue alcanzado y superado solo una década después en 1998 y el cuál había traído una dramática caída en las tasas de ahorro y un incremento de las deudas de la economía doméstica durante aquel período, y (ii) la mayor ganancia en el mercado de valores durante gran parte de los 90s incentivó un auge del consumo de alto ingreso, reduciendo aún más las tasas de ahorro.

Sin embargo, en suma a esas dos variables económicas claves, las cuáles aunque indirectamente afectadas por las políticas del gobierno, deberían considerarse principalmente los resultados de la estructura de fondo y los factores institucionales que han afectado la economía de Norte América, hay por último otras dos variables que están muy determinadas en la política pública y las cuáles tienen también significativas condiciones sobre el comportamiento de las tasas de ahorro. La primera de ellas es una variable que refleja el patrón de cambio de la distribución funcional de ingresos entre ingresos por interés e ingresos por no-interés. Desde que las tasas de interés se maximizaron debido a la política monetaria restrictiva, a inicios de los 80s, seguidas por su máximo local a inicios de los 90s, la proporción de los ingresos por interés ha caído significativamente, en especial durante la última década. Esta reducción en las tasas de interés ha sido el resultado de una acción de política concertada por parte del Banco de Canadá como temor de la inflación, disipado un tanto durante los 90s. Como puede ser visto en el Gráfico 4, el

comportamiento de redistribución del ingreso, excluidos los ingresos por intereses ganados durante la última década, ha sido cercanamente seguido por un movimiento paralelo en las tasas de ahorro. Sin embargo, a diferencia de la explicación neoclásica usual de “fondos prestables” ofrecida para explicar la correlación obvia entre dos variables (las tasas de interés y las tasas de ahorro), la explicación tiene principalmente que ver con la propensión a ahorrar a la que Keynes en los 30s se refirió como ingresos domésticos de rentas versus los no-rentas. Como la proporción del ingreso nacional se ha movido lejos de los ingresos por intereses ganados, cuya propensión promedio a ahorrar es alta, para los ingresos domésticos por no intereses teniendo una menor propensión a ahorrar, el efecto de tal redistribución ha sido agravar más el declinamiento general en las tasas de ahorro.

Aunque los comportamientos empíricos del consumo doméstico categorizados de acuerdo a la importancia de los ingresos derivados de inversiones no están disponibles, hay mucha evidencia indirecta del estudio del comportamiento del gasto de consumo que sugeriría que las propensiones domésticas para el ahorro están directamente relacionadas con los niveles de ingreso. Las Tablas 1 y 2 de abajo ofrecen algunos estadísticos útiles de sección cruzada. La Tabla 1 presenta las tasas de ahorro doméstico de acuerdo a los quintiles de ingreso en Canadá para 1996, mientras la Tabla 2 resume el promedio de cambios en el balance general de equilibrio de la economía canadiense según sus escalas del ingreso también para 1996. El lector debe ser consciente del hecho de que las estadísticas en la Tabla 1 no son directamente comparables con las estimaciones de las cuentas nacionales de las tasas de ahorro desplegadas en los Gráficos 1 y 4 de arriba. En la contabilidad nacional, el ahorro se define residualmente como la diferencia entre el ingreso personal disponible y el gasto personal en consumo de bienes y servicios. En el último hay también incluidos gastos implícitos fuera de la renta en especie (tales como alimento cultivado y consumido en el cultivo y la renta imputada sobre la vivienda de los propietarios). Tales los valores imputados no son incluidos en las estimaciones encontradas en la fila 2 de la Tabla 1. Es más, datos de Estudio del Gasto de las Familias desplegado en las Tablas 1 y 2 pertenecen solo al gasto de las familias de los residentes canadienses, en la economía doméstica y en el extranjero, mientras que los datos de contabilidad nacional también incluyen el gasto de negocios no incorporados y se refieren al gasto personal de residentes y no residentes. Estos y otros factores (tales como el hecho que el Estudio del Gasto de las Familias incluye artículos como el seguro médico público y el interés en deudas de consumo como parte del consumo total corriente mientras que son tratados como transferencias en la contabilidad nacional) claramente cuentan para la discrepancia obvia entre la estimación de la tasa de ahorro en la Tabla 1 y las series en el Gráfico 1 que proviene de la contabilidad nacional.² Para permitir una fácil comparación con

² Para las más amplia discusión, véase las Estadísticas de Canadá: “La relación entre las Estimaciones del estudio del Gasto Familiar y los Datos de Cuentas Nacionales”, en *documento interno*, División de Estadística de Ingresos, La sección de estudio de Gastos Internos, Las Estadísticas de Canadá, Ottawa, Octubre 1999.

los datos presentados en el Gráfico 1, una tasa de ahorro “estandarizada” fue calculada sobre la base del valor de las tasas de ahorro de las cuentas nacionales (con una tasa del 5.1 por ciento en 1996).³ Esta serie se encuentra en la última fila de la Tabla 1.

Tabla No. 1

**Distribución de las tasas de ahorro doméstico por quintil del ingreso
Todas las economías domésticas Canadienses 1996**

	Todas las clases	Quintil más bajo	Segundo Quintil	Tercer Quintil	Cuarto Quintil	Quintil más alto
Promedio de Ingresos domésticos antes de Impuestos (Y)	51,453	13,365	27,278	43,111	62,363	111,151
Consumo Actual Total (C)	34,024	15,115	23,841	31,749	40,885	58,530
Impuestos Personales (T)	10,746	459	3,216	7,379	13,100	29,576
Ahorro Doméstico (Y-T -C)	+6,683	-2,209	+221	+3,983	+9,378	+23,045
(Y-T-C)/(Y-T) (Porcentaje)	+16.4	-17.1	+0.9	+11.1	+19.0	+28.3
Tasa de ahorro “Estandarizada” (Porcentaje)	+5.1	-5.3	+0.3	+3.5	+5.9	+8.8

FUENTE: Estadísticas de Canadá, Gastos familiares en Canadá, Cat. No. 62-555-XPB, Julio 1998

Aunque estas estadísticas por clase de ingreso de las familias no son fácilmente conciliables con las definiciones de cuentas nacionales de las tasas de ahorro personal agregado (como muestran los Gráficos 1 y 4), ellas no obstante prueban la bien conocida visión Keynesiana e institucionalista de que las altas propensiones para el ahorro están asociadas con los más altos ingresos.

3 El cálculo de las estadísticas de la última fila de la tabla 1 pone en relación el valor de la primera columna de la quinta fila (16.4%) igual al valor estimado de la tasa de ahorro para 1996 de las Cuentas Nacionales (es decir, 5.1%), y entonces el re-ajuste de todos los otros valores separados por quintiles en la quinta fila, medida en base al valor de las Cuentas Nacionales.

Tabla No. 2

**Variación Neta de Activos y Obligaciones por clase de Ingreso
Todos los hogares, Canadá 1996**

Clase de ingresos	Promedio de ingresos domésticos antes de impuestos (Y)	Impuestos personales (T)	Y-T	Promedio de variación neta de activos y obligaciones (AK)	AK/(Y-T) (Porcentaje)
Todas las clases	51,453	10,746	40,707	+3,567	+8.8
Menos de 10,000	7,286	-22	7,308	-2,626	-35.9
\$10,000 - \$14,999	12,631	321	12,310	-1,328	-10.8
\$15,000 - \$19,999	17,401	838	16,563	-1,624	-9.8
\$20,000 - \$24,999	22,366	2,157	20,209	-768	-3.8
\$25,000 - \$29,999	27,462	3,072	24,390	-1,502	-6.2
\$30,000 - \$34,999	32,420	4,420	28,000	+193	+0.7
\$35,000 - \$39,999	37,314	5,851	31,463	+332	+1.1
\$40,000 - \$49,999	44,722	7,672	37,050	+1,895	+5.1
\$50,000 - \$59,999	54,552	10,713	43,839	+2,636	+6.0
\$60,000 - \$69,999	64,793	13,943	50,850	+3,710	+7.3
\$70,000 - \$89,999	78,362	17,865	60,497	+7,029	+11.6
\$90,000 y más	131,533	37,058	94,475	+20,217	+21.4

FUENTE: Estadísticas de Canadá, Gastos familiares en Canadá, Cat. No. 62-555-XPB, Julio 1998

Los datos presentados en la Tabla 2 ofrecen una estimación alternativa directa de la tasa de ahorro (última columna de la Tabla 2) basado en una medida de la variación neta en los activos y obligaciones de los hogares. Esta medida de variación neta incluye la acumulación neta de activos financieros (como saldos bancarios, activos y bonos y contribuciones netas de los planes de ahorro por jubilación) y la adquisición neta de la propiedad personal y bienes y raíces. A causa de que la capacidad de acumular activos está fuertemente correlacionada con el ingreso (como muestra la Tabla 2), resulta que, cuando se incrementa la proporción de ingreso por inversiones, también lo hace la propensión media del ahorro (como se evidencia en el Gráfico 4).

Antes de mirar algún simple trabajo econométrico para evaluar la relevancia de estas explicaciones, puede ser de interés considerar una posible variable adicional de política para explicar el declive de las tasas de ahorro y el crecimiento de las deudas de los hogares en Canadá, la cual no es normalmente considerada en la literatura corriente. Esta tiene que ver con el comportamiento de política fiscal.

Como fácilmente se puede inferir del análisis previo, el autor comparte su opinión con la escuela de pensamiento Keynesiano la cual mira una expansión de deudas como una característica necesaria para el proceso de crecimiento en una economía capitalista moderna (Parguez y Seccareccia, 2000). Si no existe un incremento global de deudas, públicas o privadas, el proceso de crecimiento podría interrumpirse en una economía monetaria. Por tanto, para una expansión de la economía, uno o más sectores económicos deberían incurrir en deudas *vis-à-vis* con el sector bancario y financiero. Si son las empresas comerciales, las economías domésticas o el gobiernos, alguien debe primero pedir prestado en exceso de un flujo “pre-existente” de recursos financieros. De hecho, como Schumpeter y Keynes reconocieron, en una economía capitalista dinámica con un fuerte deseo empresarial de invertir, puede normalmente incurrirse en déficit financieros iniciales por parte del sector empresario no financiero. Sin embargo, un déficit financiero por parte de un sector tendría como contraparte un superávit financiero en uno o más de los sectores de la economía. Por ejemplo, como ha sido discutido en otra parte (Seccareccia y Sharpe 1994, así también como, Wray 1989 entre otros), los déficit del sector público han contribuido históricamente a los superávits del sector privado (en términos de un flujo positivo empresarial y/o ahorro doméstico). Dentro de este marco analítico, la inversa también puede aplicarse. Una política de superávits persistentes del sector público puede tener efectos de generar déficits crónicos en el sector privado (incrementando la deuda neta de los hogares y/o las firmas).

Para entender las implicaciones de esta visión Keynesiana del proceso de crecimiento, permítasenos mirar el Gráfico 5. El gráfico describe el movimiento de la tasa de ahorro doméstico y la razón de los déficit/superávit (de todos los niveles del gobierno) respecto al PIB. Mientras existe una innegable perturbación de corto plazo en las dos series de tiempo, las tendencias que prevalecen claramente distinguen una fuerte relación negativa. Del gráfico parecería que los gobiernos han tenido éxito en reducir sus déficit contables y a la vez han generado grandes superávits financieros en los años 90s en Canadá, obligando cada vez más a los hogares a reducir progresivamente sus ahorros y a entrar en un proceso de endeudamiento. Sin tomar en cuenta que los superávits del sector público se han logrado por un aumento de los impuestos al ingreso y al valor agregado (lo cual ha recortado significativamente los ingresos disponibles domésticos) o por recortes

presupuestarios (que deterioran aún más el ingreso personal de los Canadienses que dependían previamente de los programas de gobierno), los resultados de las políticas para luchar contra los déficits del gobierno han sido para cortar nuevamente el ahorro personal y que exista un mayor endeudamiento doméstico.

¿Un análisis empírico más elaborado permite sostener esta visión?

La ilustración gráfica solo sugiere que el comportamiento de las cuatro variables sugeridas pueden relacionarse con el comportamiento de la tasa de ahorro. ¿Un simple análisis de correlación permite probar esta hipótesis? Como se ha visto en la Tabla 3, parece existir cierta evidencia econométrica que apoya nuestro punto de vista. Los datos usados para el ejercicio econométrico fueron los mismos de los gráficos anteriores, para el periodo 1961 a 1998.

La evidencia de la Tabla 3 sugiere que la mayoría de las variables explicativas son significativas al un nivel de confianza estándar del 5 por ciento, con una posible excepción de la variable ganancias de capital (dependiendo de la especificación). En general todas las variables tienen la característica de ser consistentes con lo que se ha manifestado anteriormente. Por ejemplo, de la Tabla 3 podemos decir que, con o sin el término de la constante en el periodo post-1961, en Canadá cambios en el ingreso disponible per cápita impactaron positivamente sobre las tasa de ahorro. En Canadá en los años 90s el ingreso disponible per cápita tuvo un declive, el efecto que se generó fue devastador para la tasa de ahorro. De igual manera los cambios en la distribución de los ingresos entre asalariados y no asalariados también tuvo un impacto positivo en la tasa de ahorro. La estimación del impacto de las ganancias en el mercado de valores durante los años noventas es sugestiva de un efecto negativo sobre la tasa de ahorro, aunque solo marginalmente. Finalmente, como el déficit presupuestario creció durante los años setentas y ochentas, el efecto fue presionar hacia arriba los flujos de ahorro privado y la tasa de ahorro. Por otro lado, cuando los gobiernos lograron reducir los déficit y finalmente transformarlos en un superávit presupuestario, el efecto fue marginal para reducir la presión sobre la tasa de ahorro. También debería mencionarse que, mientras podría existir un sesgo de simultaneidad en las estimaciones empíricas, todas las variables explicativas fueron tratadas como exógenas para este ejercicio econométrico, aunque esto podría ser más o menos apropiado, dependiendo del punto de vista teórico. Es más, debido a problemas de correlación serial, las ecuaciones fueron estimadas con factores autorregresivos, AR(1) y AR(2).

Tabla 3

Resultados de la Regresión Tradicional con Niveles

Variable Explicativa	Tasa de ahorro (Var. dependiente)	Tasa de ahorro	Tasa de ahorro	Tasa de ahorro
Periodo constante			-8.3 (-0.24)	-1.8 (-0.4)
Crecimiento del ingreso real disponible Per cápita	19.04 (2.7)	18.59 (2.8)	18.71 (2.6)	19.12 (2.8)
Tasa de variación del índice TSE300	-1.84 (-1.9)	-1.01 (-2.3)	-1.884 (-1.8)	-1.77 (-1.9)
Participación de intereses en el PIB	1.57 (3.6)	1.25 (4.3)	1.57 (3.5)	1.14 (2.8)
Relación de Déficit (-) /Superávit (+) para el PIB	-0.21 (-2.0)	-0.23 (-2.2)	-0.21 (-2.0)	-0.23 (-2.1)
AR(1)	1.02 (11.7)	1.25 (6.9)	0.98 (9.9)	1.22 (6.4)
AR(2)		-0.34 (-1.7)		-0.30 (-1.5)
Adj. R ²	0.93	0.93	0.93	0.93

Con la posible excepción de la variable déficit/PIB, uno deriva la misma conclusión empírica cuando, a fin de evitar problemas con las series de tiempo estacionarias, los datos son tomados en primera diferencia. De hecho al aplicar el test estándar de raíz unitaria ADF (expuesto en la Tabla 4), la serie tasa de ahorro es integrada de orden uno (es decir I(1)). De igual manera, como se muestra en la Tabla 4, al realizar la prueba de ADF se comprobó que ni la tasa de interés ni la razón Déficit/PIB siguen una tendencia estacionaria. Sin embargo estas últimas tres series de tiempo fueron de orden I(0) en su primera diferencia.

Tabla 4

Prueba de Raíz Unitaria Aumentada (Dickey-Fuller)

Variable	t_{τ}	Tamaño de la muestra	k	Componentes determinísticos
Tasa de ahorro	-0.72	37	1	Ninguno
Δ (Tasa de ahorro)	-4.67*	37	0	Ninguno
Crecimiento de la Tasa real Per cápita	-4.35*	36	0	Constante
Ganancias de Capital	-4.90*	37	1	Constante
Participación por intereses	-1.67	37	1	Constante
Δ (Intereses compartidos)	-3.15*	37	0	Constante
Déficit/PIB	-1.45	36	1	Ninguno
Δ (Déficit/PIB)	-5.17*	36	0	Ninguno

* Se rechaza la prueba de hipótesis de la raíz unitaria a un nivel del 1%

N.B.: t_{τ} es la prueba estadística ADF, mientras k es el rezago (para quitar cualquier correlación de la serie) en la prueba ADF, la ecuación $\Delta Y_t = \mu + \alpha Y_{t-1} + \sum_{i=1}^k \beta_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t$, donde Y es la serie en cuestión, y ε es un ruido blanco.

Para tratar el problema de estacionariedad en series de tiempos se siguieron dos procedimientos. Tradicionalmente se ha entendido que la primera diferencia de una serie rezagada I(1) elimina la estacionariedad y las diferenciaciones de series de orden I(0) al parecer la serie no altera su propiedad de estacionariedad, entonces un simple procedimiento sería rezagar nuestra ecuación estructural anterior primeramente diferenciando cada una de las variables. Por ejemplo, esta era la regla procesal de otros estudios (Seccareccia y Sood 2000: 107). Siguiendo este procedimiento, como puede verse bajo la Tabla 5, se obtiene los mismos resultados básicos encontrados en la Tabla 3.

Tabla No. 5

Resultados de la Regresión con una Primera Diferenciación

Atasa de ahorro	Variables explicativas	Δ Tasa de ahorro (Var. Dependientes)	Δ Tasa de ahorro	Atasa de ahorro	Atasa de ahorro	Atasa de ahorro
Termino constante				-0.14 (-0.9)	-0.16 (-0.8)	-0.15 (-1.0)
Δ Crecimiento real de los ingresos disponibles Per cápitas	18.7 (2.7)	18.98 (2.9)	20.17 (2.8)	18.72 (2.7)	19.24 (2.9)	20.53 (2.8)
Δ Tasa de cambio del índice TSF:500	-1.89 (-2.0)	-1.85 (-2.1)	-1.41 (-1.7)	-1.85 (-1.9)	-1.82 (-2.0)	-1.35 (-1.6)
Δ Intereses compartidos del PIB	1.51 (4.1)	1.37 (3.1)	1.61 (4.1)	1.56 (4.2)	1.42 (3.2)	1.69 (4.4)
Δ Relación Déficit (-) /Superávit (+) para el PIB	-0.22 (-2.1)	-0.22 (-2.2)	-0.23 (-2.3)	-0.21 (-2.0)	-0.22 (-2.1)	-0.22 (-2.2)
AR(1)		0.26 (1.4)	0.31 (1.7)		0.23 (1.7)	0.28 (1.5)
AR(2)			-0.31 (-1.6)			-0.34 (-1.7)
Adj. R ²	0.56	0.58	0.59	0.56	0.57	0.59
D.W.	1.52			1.56		

Sin embargo, el procedimiento de arriba para identificar si las series de tiempo son estacionarias o no, ha sido cuestionado (vea, por ejemplo, Hamilton 1994: capítulo 15). En lugar de una primera diferenciación en forma general a todas las variables (cuando las variables no son cointegradas), un procedimiento alternativo es ejecutar regresiones similares por reemplazo de todas las variables que son de orden $I(0)$, ya sea por niveles o en primeras diferencias en la misma ecuación de la regresión. Aquellos resultados alternativos de la regresión son presentados debajo en Tabla 6. Como se observa, se obtuvo algo más débiles, aunque similares, resultados que aquellos obtenidos previamente en la Tabla 3. Sin embargo existe una diferencia muy importante. Con esta última especificación, la variable déficit público pierde su significancia, y en el mejor de los casos al nivel de confianza del 10% es significativa (ver última columna de la Tabla 6) y por consiguiente se puede cuestionar la relevancia de esta última variable en la explicación del

comportamiento de las tasas de ahorro. Por otro lado, las tres variables como el crecimiento del ingreso real disponible per cápita, las ganancias / pérdidas en el mercado de valores y la participación por intereses- continúan proporcionando un fuerte soporte estadístico.

Tabla 6
Resultados de la Regresión con Series de Tiempo Estacionarias

Variables explicativas	Atasa de ahorro (Var. dependiente)	ΔTasa de ahorro	Atasa de ahorro
Período Constante	-0.53 (2.1)	-0.60 (-1.9)	-0.58 (-2.2)
Crecimiento del Ingreso Real Disponibile Per cápita	31.83 (3.8)	36.53 (4.3)	36.49 (4.4)
Tasa de cambio del índice TSE300	-2.90 (-1.8)	-3.79 (-2.5)	-3.50 (-2.4)
Participación de intereses en el PIB	0.96 (2.5)	0.69 (1.5)	0.83 (1.9)
ΔRelación Déficit (-) /Superávit (+) para el PIB	-0.15 (-1.3)	-0.14 (-1.3)	-0.15 (-1.6)
AR(1)		0.41 (2.4)	0.53 (2.8)
AR(2)			-0.30 (-1.7)
Adj. R ²	0.57	0.61	0.63
D.W.	1.27		

Comentarios

De este simple ejercicio empírico resultaron algunas conclusiones claves. En contraste con la mayoría de las investigaciones realizadas por los economistas neoclásicos ortodoxos, la explicación del fenómeno de una caída de la tasa de ahorro no habría tenido mucho que ver con, por ejemplo, la dinámica demográfica (basado en la tradicional hipótesis ciclo de vida) (Gokhale, Kotlikoff y Sabelhaus, 1996). Ni tiene mucho que ver con fenómenos pertenecientes a lo social, digamos, como la tasa de divorcio (ver Brenner, Dagenais, y Monmarquette, 1994) o sobre los miedos causados por la guerra nuclear (Slemrod 1990). De igual manera, la otra explicación de la corriente principal basada en la hipótesis del ingreso permanente de Friedman también ha sido en parte desacreditada por los hechos (entre otros, Viard 1993). La explicación que se ha propuesto aquí es Keynesiana, haciendo referencia al comportamiento de los flujos de gasto sectorial y a los parámetros de distribución del ingreso.

Los autores de la política deben, sin embargo, tener cuidado en distinguir lo “bueno” de lo “malo” de las razones por las que se genera el debilitamiento de la tasa de ahorro. El hecho es que la tasa de ahorro ha caído durante la última década como producto de una contracción en la participación de ingresos por rentas (debido a la política de bajas tasas de interés), esto es una razón “buena” para la caída de la tasa de ahorro, y no es necesario prestar mucha atención por parte de los políticos. De igual manera, desde la perspectiva del bienestar social, el consumo de artículos suntuarios derivados de los ingresos del mercado de valores deben ser de menor preocupación para los políticos, con tal de que esas ganancias no se logren a expensas de otros sectores (como sería el caso de una economía relativamente estancada). Sin embargo, esta puede haber sido la preocupación durante gran parte de la década de los 1990s, cuando el crecimiento de lo ingreso real se retrazó significativamente.

Por otro lado, si la causa de la caída de las tasas de ahorro y el crecimiento de las tasas de endeudamiento doméstico fue un debilitamiento del ingreso real disponible per cápita, esto debe ser una advertencia para los autores de la política, ya que se evidencia serios problemas fundamentales, aunque quizás no de igual magnitud que en los años de la Gran Depresión de los 30s. Igualmente, desde la última cruzada en contra de los déficit del sector público, como la actual utilización de los superávit presupuestarios, probablemente han generado un crecimiento más débil, debido al impacto positivo del endeudamiento de la economía doméstica, entonces los autores de la política deben tomar seriamente en cuenta las posibles consecuencias macroeconómicas de sus acciones fiscales.

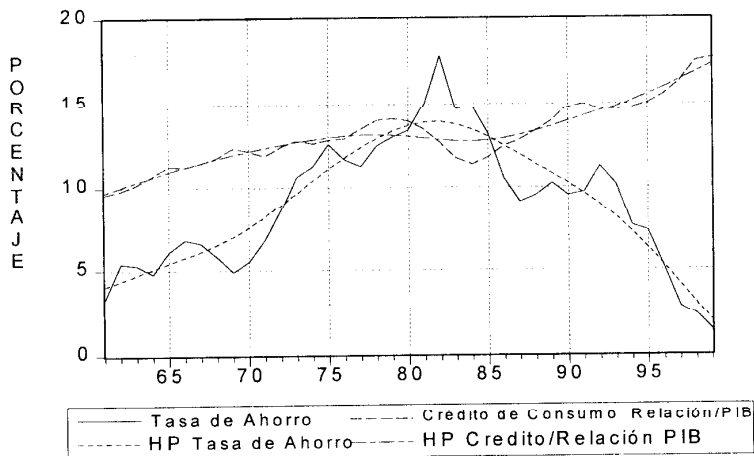
Bibliografía

- Bodkin, R.G. (1993), "La théorie du revenu permanent et de la consommation de Milton Friedman", in M. Lavoie and M. Seccareccia (eds), *Milton Friedman et son oeuvre*, (Montréal: Presses de l'Université de Montréal), pp. 101-10.
- Brenner, R., Dagnais, M.G., and C. Monmarquette (1994), "An Overlooked Explanation of the Declining Saving Rate", *Empirical Economics*, Vol. 19 (4), pp. 629-37.
- Brown, C. (1997), "Consumer Credit and the Propensity to Consume: Evidence from 1930", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 19 (4), Summer, pp. 617-38.
- Godley, W. (1999), "Seven Unsustainable Processes: Medium-Term Prospects and Policies for the United States and the World", *Special Report*, (Jerome Levy Economics Institute).
- Godley, W. (2000), "Drowning in Debt", *Policy Notes 2000/6*, (Jerome Levy Economics Institute).
- Godley, W., and B. Martin (1999), "How Negative Can U.S. Saving Get?", *Policy Notes 1999/1*, (Jerome Levy Economics Institute).
- Godley, W. and L.R. Wray (1999), "Can Goldilocks Survive?", *Policy Notes 1999/4*, (Jerome Levy Economics Institute).
- Gokhale, J., Kotlikoff, L.J., and J. Sabelhaus (1996), "Understanding the Postwar Decline in U.S. Saving: A Cohort Analysis", *Brookings Papers on Economic Activity*, No.1, pp. 315-90.
- Green, F. (1991), "Institutional and Other Unconventional Theories of Saving", *Journal of Economic Issues*, Vol. 25 (1), March, pp. 93-114.
- Hamilton, J.D. (1994), *Time Series Analysis*, (Princeton, N.J.: Princeton University Press).
- Parguez, A., and M. Seccareccia (2000), "The Credit Theory of Money: the Monetary Circuit Approach", in J. Smithin (ed.), *What is Money?*, (London: Routledge), pp. 101-23.

- Seccareccia, M., and A. Sharpe (1994), "Canada's Competitiveness: Beyond the Budget Deficit", *Économies et sociétés*, Vol. 28 (1-2), janvier-février, pp. 275-300.
- Seccareccia, M., and A. Sood (2000), "Government Debt Monetization and Inflation: A Somewhat Jaundiced View", in H. Bougrine (ed.), *The Economics of Public Spending: Debts, Deficits and Economic Performance*. (Cheltenham, U.K.: Edward Elgar Publishing Ltd.), pp. 98-121.
- Slemrod, J. (1990), "Fear of Nuclear War and Intercountry Differences in the Rate of Saving", *Economic Inquiry*, Vol. 28 (4), October, pp. 647-57.
- Tobin, J. (1957), "Consumer Debt and Spending: Some Evidence from Analysis of a Survey", in J. Tobin, *Essays in Economics*, Vol. 2. (Amsterdam: North Holland), 1975, pp. 217-45.
- Viard, A.D. (1993), "The Productivity Slowdown and the Savings Shortfall: A Challenge to the Permanent Income Hypothesis", *Economic Inquiry*, Vol. 31 (4), October, pp. 549-63.
- Wray, L.R. (1989), "Government Deficits, Investment, Saving and Growth", *Journal of Economic Issues*, Vol. 23 (4), December, pp. 977-1002.
- Wray, L.R. (2000), "Can the Expansion Be Sustained? A Minskian View", *Policy Notes 2000/5*, (Jerome Levy Economics Institute).

Gráfico No. 1

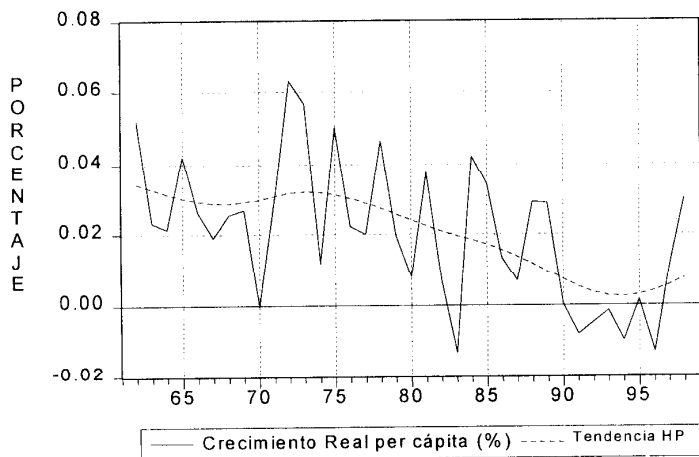
Tendencia de las tasas de interés y de las deudas de consumo/PIB
y líneas de tendencia HODRICK-PRESCOTT (HP)
Canadá 1961 - 1999



FUENTE: Statistics Canada, CANSIM Label Nos. B138, D15665, D28605, and D44956.

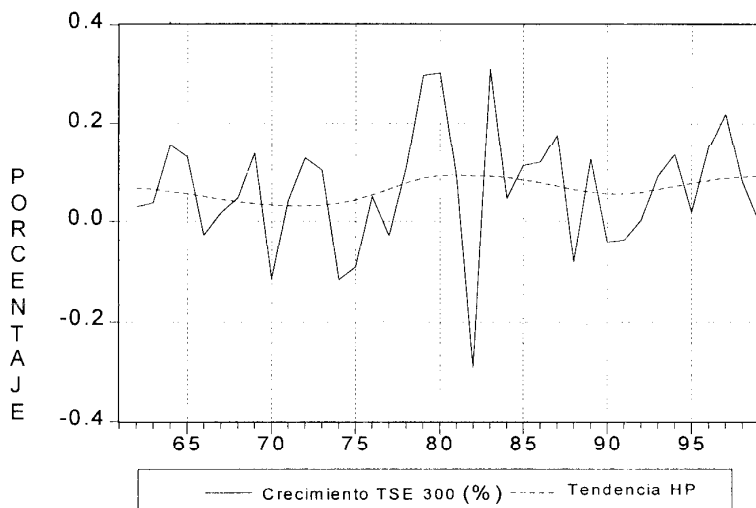
Gráfico No. 2

**Tendencia del crecimiento del ingreso
Real disponible per cápita
Canadá 1961 - 1998**



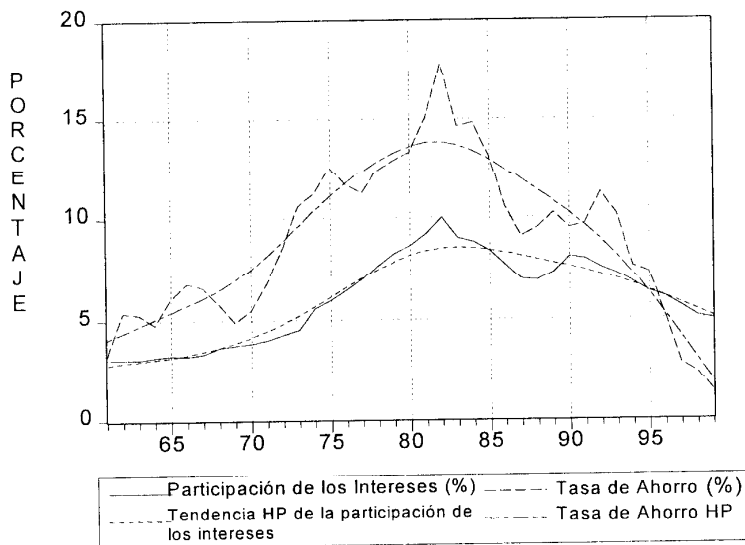
FUENTE: Statistics Canada, CANSIM Label Nos. C892268, D23203, D28603, D31248, and D44954.

Gráfico No. 3
Tasa de cambio del índice TSE 300
1961 – 1999



FUENTE: Statistics Canada, CANSIM Label No. D100050

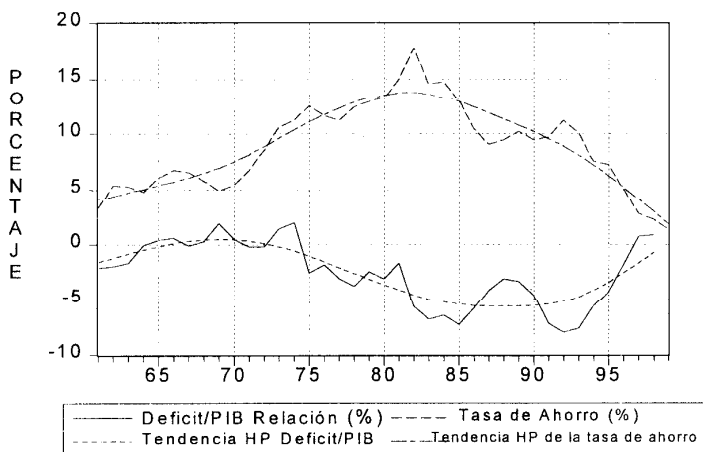
Gráfico No. 4
Patrón de tasa de ahorro y participación de intereses en el PIB
Canadá 1961 – 1999



FUENTE: Statistics Canada, CANSIM Label Nos. D15657, D15665, D28605, and D44956

Gráfico No. 5

**Movimiento de la tasa de ahorro y la relación de déficit con PIB
(Todos los niveles de Gobierno)
Canadá 1961 - 1999**



FUENTE: Statisticas Canada, CANSIM Label Nos. D28605, D44956; and Finance Canada, Fiscal Reference Tables, September 1999.