

Reconstruir el patrimonio de Estados Unidos

A los que les preocupa la menor demanda de consumo también debe preocuparles si los nuevos hogares austeros de Estados Unidos están ahorrando lo suficiente

Evan Tanner y Yasser Abdih

LOS CONSUMIDORES estadounidenses, otrora el motor de la prosperidad mundial, están comprando menos y ahorrando más tras una crisis financiera mundial que devastó buena parte de su patrimonio.

Para muchos, la conducta de los consumidores estadounidenses puede haber dado un vuelco permanente tras varios años de ahorro casi nulo, y la preocupación generalizada de los economistas y las autoridades es que el déficit de la demanda mundial provocado por la nueva austeridad de los consumidores de Estados Unidos augura una lenta recuperación mundial. Ni el consumo proveniente de otros países, como China, ni una inversión adicional de capital cubrirá esa brecha de gasto, al menos no en el corto plazo.

Pero el problema tiene otra arista. La sustitución de la demanda perdida de Estados Unidos es una inquietud real, pero para Estados Unidos el problema quizás esté en si la austeridad de los hogares será suficiente. Para reconstruir su patrimonio neto (la diferencia entre activos y pasivos), los hogares tienen que ahorrar.

Patrimonio e inversión

La reconstrucción del patrimonio de los hogares también es vital para la inversión de capital. El patrimonio neto y el gasto de capital parecen estar estrechamente vinculados (gráfico 1), quizá debido al fenómeno del acelerador financiero: las empresas con balances más sólidos pueden endeudarse (y financiar los gastos de capital) en condiciones más favorables. Cuando hay tensión financiera —es decir, escasez de crédito y de utilidades—, el nuevo ahorro de los hogares parece ser la primera fuente a la que las empresas recurren para reponer sus balances.

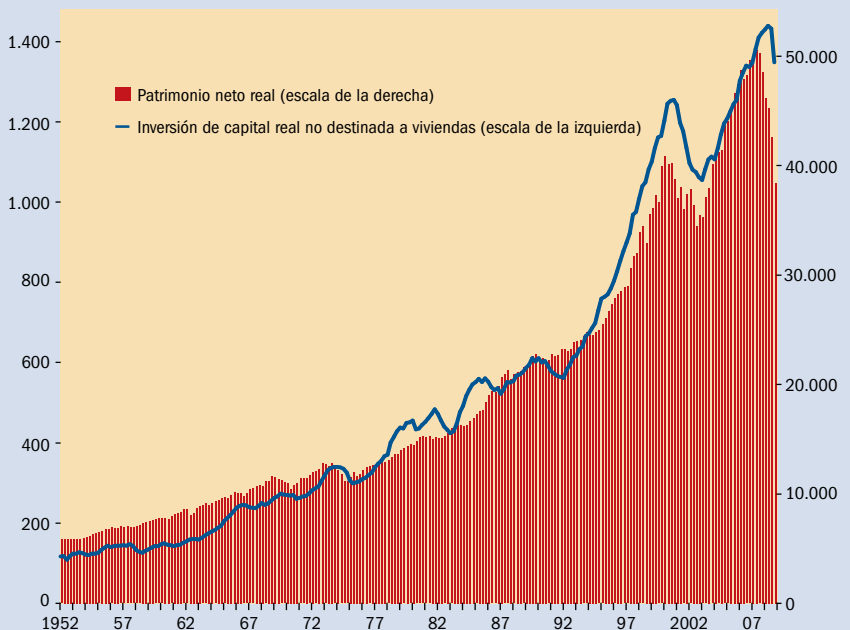
El crecimiento sostenible depende de la formación de capital nuevo. La reactivación de la demanda general (incluido el consumo) puede ser una precondition para el repunte de la inversión de capital, pero, en teoría, los balances débiles pueden entorpecer la recuperación. Es poco probable que las ganancias de capital y las utilidades de las empresas vuelvan a los elevados niveles previos a la crisis, lo que significa que las empresas no generarán suficientes fondos internos para invertir y la reparación de sus balances probablemente dependerá más del ahorro de los hogares. Según nuestro estudio, ese ahorro no será suficiente, y eso no es un buen augurio a largo plazo.

Gráfico 1

Generación de riqueza

El patrimonio neto de los hogares y la inversión de capital evolucionaron paralelamente entre 1952 y 2008.

(Miles de millones, dólares constantes de 2000)



Fuentes: Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos; Junta de la Reserva Federal, y Haver Analytics.

Patrimonio neto y ahorro de los hogares

La riqueza de los hogares estadounidenses en viviendas, acciones y otros activos se disparó antes de la actual crisis y permitió a esos hogares seguir consumiendo y ampliando su patrimonio neto, pese a ahorrar un porcentaje del sueldo menor que nunca antes. Ambas tendencias se invirtieron tras el desplome de los activos en 2008.

Históricamente se observa algo similar. Aparte de un monto fijo que es constante, los hogares tienden a consumir más cuanto mayor es su ingreso disponible. Pero el consumo también depende de la renta de los activos. Según datos de 1952 a 2008, los hogares estadounidenses han reaccionado a las variaciones de la renta de sus activos tal como lo están haciendo ahora, es decir, modificando en proporciones similares la porción que ahorran de sus sueldos. El consumo aumenta o disminuye junto con la renta de los activos. A la larga, este ajuste compensatorio es de aproximadamente uno a uno: por cada dólar que aumenta la renta de los activos, el consumo sube y el ahorro del sueldo baja a razón de un dólar, e inversamente cuando esa renta baja un dólar. Esta relación de uno a uno es precisamente lo que Milton Friedman observó hace años cuando formuló su teoría del comportamiento óptimo de los hogares a largo plazo, o hipótesis del ingreso permanente. Pero este ajuste del comportamiento de los consumidores suele ocurrir de forma muy gradual.

¿Qué pasaría con el ahorro y el patrimonio en el futuro si, en promedio, los hogares siguieran comportándose como en los últimos 50 años? El modelo de referencia que elaboramos proyecta los niveles futuros de ahorro y riqueza acumulada de los consumidores suponiendo un comportamiento básicamente inalterado de los hogares.

Según el modelo, el ahorro del sueldo aumenta a partir de 2009, como consecuencia directa de la crisis, y disminuye un poco a medida que se estabilizan los activos de los hogares. El ahorro máximo ocurre alrededor de 2011, y de ahí en adelante empieza a disminuir. Desde el mínimo en 2007 hasta el máximo en 2011, el ajuste del ahorro es de aproximadamente $2\frac{1}{4}\%$ del producto interno bruto (PIB). Dado que se proyecta que la renta futura de los activos estará algo por debajo de los valores exagerados de los últimos años, en el escenario de referencia el patrimonio neto de los hogares aumenta —aunque levemente— con respecto a los niveles actuales.

¿Nueva austeridad?

Pero el entorno económico ahora es más incierto. Los consumidores están desapalancándose —voluntariamente o no— y son más conscientes que nunca de los déficits públicos sin precedentes.

Quizá por eso el modelo de referencia no sea un buen indicador del ahorro futuro. La nueva austeridad podría estar elevando de forma permanente el ahorro de los consumidores estadounidenses, a un nivel que según el Consejero Económico del FMI, Olivier Blanchard, los economistas tan solo pueden intentar estimar (Blanchard, 2009).

Para determinar cuánto más tienen que ahorrar los consumidores para restaurar su patrimonio neto a los saludables niveles previos a la crisis, supusimos que el ahorro de los hogares se incrementará en un monto fijo con respecto al nivel de

referencia en cada período, pero que de ahí en adelante permanecerá vinculado marginalmente a la renta de los activos, como en el modelo de referencia.

Patrimonio neto en 2018

Calibramos las variaciones hipotéticas del ahorro para alinear en general los pronósticos del año inicial con los promedios de eras previas. Para reproducir la década de 1990, el aumento del ahorro tendría que superar el ajuste de referencia en aproximadamente un 3,3% del PIB; en el caso de la década de 1980, el ahorro adicional tendría que ser de un 6,3% del PIB, y para el período mucho más austero de la década de 1950 a la de 1970, el aumento necesario sería de un 9% del PIB. Los pronósticos alternativos también alcanzan un nivel máximo en 2011 y disminuyen de ahí en adelante. El consumo, que cae drásticamente en los escenarios más austeros, repunta gradualmente, pero permanece por debajo de los niveles de referencia por muchos años.

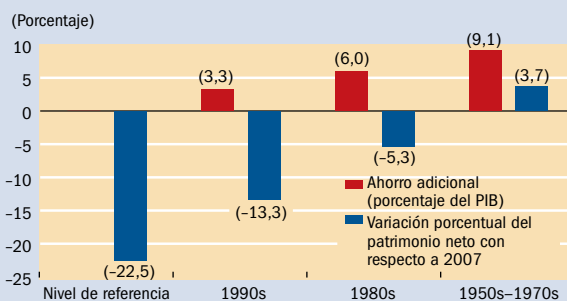
Dado que el ahorro en los escenarios más austeros es mayor que en el escenario de referencia, el patrimonio neto de los hogares crece más rápidamente. Si los hogares de Estados Unidos empezaran a ahorrar más ahora, ¿a qué nivel llegaría el patrimonio neto en 2018 en relación con el máximo de US\$46 billones (en dólares constantes de 2000) alcanzado en 2007? En el escenario de referencia, el patrimonio neto de los hogares estaría un 22% por debajo del máximo. En los escenarios de las décadas de 1990 y 1980 estaría por debajo del máximo en un 13% y un 5%, respectivamente. En el caso de las décadas de 1950 a 1970, el patrimonio neto superaría el máximo de 2007 en casi 4% (gráfico 2).

En el escenario de referencia hay iguales probabilidades de que el patrimonio neto de 2018 esté por encima o por debajo del pronóstico (mediana). La probabilidad de que el patrimonio neto de 2018 sea igual o superior a las proyecciones más austeras es de menos del 50%. Por ejemplo, hay una probabilidad de un

Gráfico 2

Restablecimiento del patrimonio neto

Para que en 2018 el patrimonio neto retorne al nivel de 2007, los hogares de Estados Unidos tienen que incrementar drásticamente el ahorro.



Fuentes: Junta de la Reserva Federal; Haver Analytics, y cálculos de los autores.

Nota: El patrimonio neto es igual a los activos de los hogares menos los pasivos de los hogares. La línea de cero representa el patrimonio neto de los hogares en 2007. Según el escenario de referencia, que refleja el comportamiento histórico del ahorro de los hogares, el ahorro de los sueldos aumentará a corto plazo en aproximadamente 2% del PIB. Es decir que en 2018 el patrimonio neto se situaría más de un 20% por debajo del nivel previo a la crisis. Al añadir el equivalente de 3,3% del PIB, el ahorro del sueldo se igualaría aproximadamente a los niveles observados en la década de 1990; con un 6% se igualaría a los niveles de la década de 1980, y con un 9,1% se igualaría a los niveles de las décadas de 1950 a 1970. Solo en este último escenario el patrimonio neto de los hogares de Estados Unidos en 2018 superaría el nivel de 2007.

25% de que el patrimonio neto de los hogares sea igual o superior a lo previsto en el escenario de las décadas de 1950 a 1970.

Ahorro: Nuevos recursos para la inversión

Una porción importante del nuevo ahorro de los hogares está destinándose al financiamiento público y a cubrir el déficit de ahorro de las empresas. Parece que el nuevo ahorro no se canalizará inmediatamente a nuevos gastos de capital. Se prevé que la demanda de inversión seguirá deprimida a mediano plazo debido al gran inventario de viviendas, la baja utilización del capital y el menoscabo del sistema financiero. Mientras tanto, el nuevo ahorro de los hogares ayudará a reponer el patrimonio neto de los hogares y empresas.

Pero cuando la economía empiece a repuntar, estos balances más sólidos ayudarán a apoyar el gasto de inversión. Como se ve en el gráfico 1, la inversión no destinada a viviendas y el patrimonio neto evolucionan paralelamente.

Según el fenómeno del “acelerador financiero”, un incremento del patrimonio neto ayudará a reducir ciertos costos de la intermediación financiera (Bernanke, Gertler y Gilchrist, 1999). Por ejemplo, el ahorro de los hogares puede servir para comprar participaciones en empresas, como ya ha venido sucediendo. En este caso, el patrimonio neto de los hogares y de las empresas no financieras se mueven a la par. Con el producto de esas ventas, algunas empresas acumulan efectivo y depósitos externos e internos. Estos activos pueden servir como garantías y reducir el costo del financiamiento externo. Por eso, la rela-

ción positiva entre el patrimonio neto y la inversión de capital no debe sorprender.

Pero el saneamiento de los balances no estimulará la inversión de inmediato. Y como los consumidores probablemente no ahorrarán lo suficiente, existe el riesgo de que el patrimonio neto de Estados Unidos se estanque por años, en perjuicio de una recuperación duradera y vigorosa. Claro que hay otros factores que podrían frenar la recuperación económica: poco aumento de la productividad, incertidumbre económica, un sistema financiero ineficiente y debilitado por activos improductivos y una deuda pública excesiva con la concomitante carga fiscal. Todos estos son motivos de preocupación. ■


Evan Tanner es Economista Principal en el Instituto del FMI y Yasser Abdih es Economista del Departamento del Oriente Medio y Asia Central.

Referencias:

Abdih, Yasser y Evan Tanner, 2009, “Frugality: Are We Fretting Too Much? Household Savings and Assets in the United States”, *IMF Working Paper 09/197* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Bernanke, Ben S., Mark Gertler y Simon Gilchrist, 1999, “The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework”, en *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1, John B. Taylor y Michael Woodford, compiladores (Oxford: Elsevier), págs. 1341–93.

Blanchard, Olivier, 2009, “Sustentar la recuperación mundial”, *Finanzas & Desarrollo*, vol. 46, No. 3, págs. 8–12.



COLUMBIA | SIPA
School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Confront global economic challenges with the world's leading economists, policymakers, and expert practitioners, including Jagdish Bhagwati, Guillermo Calvo, Robert Mundell, Arvind Panagariya, and many others.

A 14-month mid-career Master of Public Administration focusing on:

- rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- emphasis on the policy issues faced by developing economies
- option to focus on Economic Policy Management or International Energy Management
- tailored seminar series on inflation targeting, international finance, and financial crises
- three-month capstone internship at the World Bank, IMF, or other public or private sector institution

The 2010-2011 program begins in July of 2010. Applications are due by January 1, 2010.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm
To learn more about SIPA, please visit: www.sipa.columbia.edu