

2506
OECD DEVELOPMENT CENTRE/ECLAC
PROJECT "CAPITAL FLOWS AND INVESTMENT PERFORMANCE"

**THE RELATION BETWEEN FOREIGN
AND NATIONAL SAVINGS
UNDER FINANCIAL LIBERALIZATION**

**Andras Uthoff
Daniel Titelman**

This paper explores the causes and consequences of financial liberalization on national savings. There is evidence of partial crowding out of the later by external savings. It suggests that this result stems from a larger substitution (negative) than income (positive) effect of foreign savings. The substitution effect represents comparatively larger increases in consumption than in savings due to financial and capital asset appreciation and their impact on wealth. The income effect instead increases savings by enhancing the economic agents gross disposable income. The conditions under which the substitution is larger than the income effect will be explored.

The paper recommends complementing current financial liberalization trends with financial development policies in order to maintain an adequate mixture between national and foreign accumulation efforts when financing gross domestic investment for economic development. In so doing, financial savings should be allocated into the "best" country-specific forms of investment. This goal involves a twofold requirement. First, creating the macroeconomic conditions to expand the economic activity as closer as possible to its production frontier (ECLAC, 1995 Ch. 11). Second, creating the microeconomic conditions that complement the expansion of the market economy into financial systems in Latin America in order to avoid exclusion of small and medium size firms and provide long term funding. The later involves promoting new domestic sources of savings, enlarging the number of financial instruments (for medium and long term funding) and institutions, and developing the adequate regulation and supervision mechanisms.

The paper provides empirical evidence on the strong crowding out between both sources of savings. It explores the causes of larger substitution over income effects. And, provides policy conclusions on the need to advance towards financial development policies.

* Paper presented for discussion at the OECD/ECLAC Workshop on "Capital flows and investment performance in Latin America" (ECLAC, Santiago, 20-21 March, 1996).

2

3

4

5

INDICE

	<u>Pág.</u>
Introducción	1
1. Evolución del ahorro en la región	2
2. Determinantes del ahorro nacional	4
3. El modelo y sus predicciones	6
4. Resultados de las regresiones	9
5. Implicaciones para políticas de promoción del ahorro	12
a) Desarrollos institucionales para la promoción del ahorro	12
i) Requisito de ahorro previo para la vivienda propia	13
ii) Transformación de la naturaleza de las cotizaciones previsionales a los sistemas de pensiones	15
iii) Aumento de la capacidad de ahorro y de inversión de las empresas	16
b) Liberalización financiera como un componente del desarrollo financiero	17
i) Desarrollos institucionales	18
ii) Regulación prudencial de los mercados financieros	18
c) Un contexto macroeconómico para potenciar el ahorro externo como complemento	19
i) Mantener un tipo de cambio real creíble en el largo plazo	21
ii) Adecuar el nivel de gasto al potencial de crecimiento de la economía	22
iii) Influir sobre la composición, oportunidad y costo de los flujos de capitales	23
Cuadros y gráficos	24

THE RELATION BETWEEN FOREIGN AND NATIONAL SAVINGS
UNDER FINANCIAL LIBERALIZATION

Andras Uthoff
Daniel Titelman

INTRODUCCIÓN

Las recientes crisis en la región enseñan que las tasas de ahorro nacional deben ser motivo de preocupación de la política macroeconómica por a lo menos tres motivos. Primero, a pesar de que no es fácil determinar las relaciones de causalidad, existe una significativa relación entre la tasa de ahorro nacional y la sustentabilidad del crecimiento económico. Segundo, el grado de vulnerabilidad externa es función del nivel de ahorro nacional. Tercero, crecientes niveles de ahorro facilitan la tarea de la autoridad económica de compatibilizar objetivos de estabilización de precios y tipos de cambio competitivos.

Los trabajos de Mac Kinnon y Shaw (1973) hacían prever que una vez que se implementaran los procesos de desregulación y liberalización financiera los niveles de ahorro nacional aumentarían significativamente. La mayoría de los países de la región ha realizado grandes avances en la liberalización financiera y en la desregulación y liberalización de la mayoría de los precios de sus economías. A pesar de las reformas realizadas -y con la notable excepción reciente de la economía chilena- el promedio regional de las tasas de ahorro se han mantenido alrededor de su media histórica de 20% sin que se observen tendencias a incrementar. Además, la evidencia señala que existe una tendencia a la sustitución entre el ahorro externo y el ahorro nacional.

Esto sugiere que, para efectos de incrementar las tasas de ahorro no basta con la profundización financiera acompañada de influjos de ahorro externo. Se requiere de políticas con instrumentos diferentes a la tasa de interés que permitan por una

parte, estimular la generación de ahorro nacional y por otra, fortalecer la complementación (no la sustitución) entre ahorro nacional y ahorro externo. La necesidad de este tipo de políticas se ve reforzada, como se vera más adelante, por el bajo impacto que tiene el crecimiento económico en la generación de ahorro nacional en los países de la región.

Pero no solo los esfuerzos de ahorro han sido escasos, su materialización en inversión productiva ha sido limitado. Se necesita implementar políticas de desarrollo financiero, en oposición a la simple liberalización y/o profundización financiera como una medida importante en el fortalecimiento del proceso de ahorro e inversión.

En este trabajo se presenta la evolución del ahorro nacional a nivel regional, se analizan y estiman sus determinantes. En lo sustancial se sugiere fortalecer el proceso de generación de ahorro y su intermediación hacia la inversión.

1. Evolución del ahorro en la región

Tres hechos caracterizan el comportamiento del ahorro nacional en los países de América Latina y el Caribe: (i) la participación del ahorro nacional se ha estabilizado alrededor de una tasa de 20% del PIB; (ii) existe una tendencia a que los aumentos del ahorro externo desplacen ahorro nacional; (iii) los esfuerzos por aumentar el ahorro público han sustituido, en cierta medida, el ahorro privado; (iv) la relación entre el esfuerzo de ahorro (medido por el coeficiente de ahorro nacional a precios corrientes), y el resultado de este esfuerzo (medido por el coeficiente de inversión a precios constantes) (Held y Uthoff, 1995), es función del precio relativo de la inversión, el que en economías con una importante demanda por bienes de capital importados es muy sensible a la evolución del tipo de cambio.

El ahorro nacional bruto como porcentaje del PIB se mantuvo relativamente estable en el período 1974-1981, cuando la alta liquidez internacional permitió a las economías de la región acceso al financiamiento externo a través de endeudamiento bancario.¹ Disminuye abruptamente con ocasión de la crisis de la deuda externa, para luego volver a aumentar con la recuperación del nivel de ingreso disponible per cápita. Sin embargo, la tendencia al alza se quiebra cuando los países de la región acceden nuevamente a las corrientes de capital externo a comienzos de los noventa. A partir de este período, se observa que mientras el ahorro externo comienza a aumentar, el ahorro nacional muestra una tendencia a la baja.

En lo que se refiere al comportamiento del coeficiente de inversión a precios corrientes en la década de los noventa, este se ha mantenido prácticamente estable en 21 puntos del PIB. Medido a precios constantes este coeficiente ha mostrado grandes variaciones. Últimamente se había recuperado, pasando de 16.3% en el bienio 1990-91 a 18.1% en 1992-93 influidos positivamente por la evolución del precio relativo de la inversión, producto de las importantes apreciaciones cambiarias que se han dado en la región. Sin embargo, aún no recuperaba su nivel promedio del período 1974-81 que era superior al 24 por ciento del PIB, ya que el esfuerzo de ahorro de nacionales y extranjeros no se ha incrementado en una proporción equivalente a aquella que implica la pérdida por concepto de la carestía de los bienes de inversión (véase el cuadro 1).²

¹ El ahorro externo se define como el saldo en la cuenta corriente con signo contrario. Esto es, entrada de capitales menos acumulación de reservas.

² Es importante resaltar que inestabilidades asociadas a los mercados financieros (como las ocurridas en México a fines de 1994 el llamado "efecto tequila"), redundan en importantes devaluaciones cambiarias y por tanto generan inestabilidad en el precio relativo de la inversión, y en el nivel de este coeficiente.

2. Determinantes del ahorro nacional

Los resultados anteriores muestran que aún no se ha logrado estimular el ahorro y la acumulación de capital a niveles compatibles con ritmos de crecimiento altos y sostenibles. Esto contrasta con el hecho de que la mayoría de las economías de la región han implementado reformas económicas tendientes a privatizar la actividad productiva, abrir sus economías al exterior y liberalizar los mercados. De ahí que ha surgido una importante preocupación por los determinantes del ahorro nacional.

Es posible distinguir tres grupos de variables que se incorporan, de acuerdo a las diferentes teorías, en la estimación de las funciones de ahorro.³ Por una parte están las variables que capturan la relación entre el ahorro, el crecimiento económico y el ingreso (sea "permanente o transitorio); por otra, variables que intentan reflejar el efecto de las condiciones financieras sobre la generación de ahorro (en particular la tasa de interés y la intermediación financiera), y por último determinantes de naturaleza más estructural entre los cuales destacan las características demográficas de la población. Más recientemente, se han incorporado en los estudios empíricos elementos que intentan dar cuenta del efecto de la estabilidad económica y política sobre la evolución del ahorro, incorporando indicadores que van más allá de la tasa de inflación tales como estabilidad política, asesinatos políticos, inseguridad ciudadana, etc.⁴ Junto con estas últimas variables, se han incorporado a los análisis de las funciones de ahorro la relación entre el ahorro doméstico y el ahorro externo,

³ Para una excelente revisión de la literatura ver Deaton 1989 y Gersovitz 1988.

⁴ Trabajos empíricos que evalúan bajo diferentes hipótesis para el caso de países en desarrollo, los determinantes del ahorro se encuentran en Fry, 1978; Edwards, 1994, 1995; Schmidt-Hebbel, Webb, y Corsetti, 1992; Giovannini, 1983, 1985; Corbo y Schmidt-Hebbel, 1990; Liang, 1982; Gupta, 1987; Ocampo Crane y Farne, 1989; Nam, 1989; Held y Uthoff, 1995.

y en algunos casos se intenta discernir la relación que existe entre el ahorro privado y el ahorro público.⁵

La caracterización del comportamiento del ahorro nacional para su análisis empírico no es una tarea fácil. Las dificultades se originan por una parte, en el hecho de que el ahorro nacional, estimado a partir de las cuentas nacionales, es una variable obtenida por residuo lo que genera "ruido" en la medición de este. Por otra, en el hecho de que las opciones de ahorro son fundamentalmente decisiones intertemporales en un contexto de incertidumbre la cual no es una variable fácil de incorporar en la modelización econométrica, y es función, entre otras cosas, del grado de volatilidad de la actividad económica; el desarrollo institucional (en particular la seguridad social); el acceso de los agentes económicos a instrumentos financieros y de seguros privados; el nivel de ingreso disponible por encima de un mínimo de subsistencia (Deaton 1989).

Sin embargo, de la revisión de los estudios empíricos surgen algunos puntos de interés: (i) no hay consenso sobre la importancia relativa de variables como la tasa de interés, indicadores de intermediación y/o profundización financiera, en el proceso de formación de ahorro⁶; (ii) la relación de causalidad entre ingreso y ahorro no es fácil de determinar, aunque en general se observa un efecto positivo entre el coeficiente de ahorro y el nivel de ingresos⁷; (iii) las variables demográficas así como las que intentan medir grados de incertidumbre generalmente resultan significativas; (iv) la dirección de la correlación encontrada

⁵ A excepción de Schimdt-Hebbel Webb y Corsetti los trabajos utilizan como variable dependiente el nivel agregado de ahorro proveniente de las cuentas nacionales.

⁶ Además estas variables parecen tener efectos distintos en los países latinoamericanos y los países asiáticos (Gupta, 1987).

⁷ Este efecto se mantiene cuando se incluye la tasa de variación del ingreso o del producto aunque el valor y grado de significancia del parámetro varía.

entre ahorro externo y el ahorro nacional para el caso de América Latina es en la mayoría de los estudios negativa, (v) en general se aprecia una correlación negativa entre ahorro público y ahorro privado.⁸

En el contexto de las economías latinoamericanas este tipo de estudios es más complicado por cuanto tratan de medir y explicar el comportamiento del ahorro en contextos caracterizadas por elevados niveles de pobreza, mercados financieros segmentados y poco profundos, y en condiciones macroeconómicas muy fluctuantes (períodos de fuerte reactivación económica seguidos por fuertes ajustes). En esas circunstancias, es muy probable que el ahorro nacional (que refleja aunque de manera imperfecta las decisiones de ahorro de los agentes) muestre un comportamiento que puede diferir de lo esperado por los modelos tradicionales de optimización intertemporal.⁹

3. El modelo y sus predicciones

Para efectos de captar los efectos de movimientos cíclicos del ahorro externo sobre el ahorro nacional este trabajo estima una función de ahorro que incorpora varias de las variables utilizadas en los estudios reseñados. En particular, se extiende el modelo estimado en Schmidt-Hebbel, Webb y Corsetti, 1992. La extensión se realiza para no sólo limitarse a incluir en el conjunto de variables la desviación del ingreso de su tendencia sino incluir también una variable que mide la desviación de los flujos de ahorro externo respecto de su tendencia.

⁸ Edwards (1995) estima un coeficiente de sustitución entre ambos de alrededor de 0.5.

⁹ Para una discusión de los modelos de ahorro (o consumo que es la otra cara de la misma moneda) en un contexto de maximización intertemporal, véase Gerzovitz 1989; y Deaton 1992.

En este trabajo los argumentos incluidos en la función de ahorro son congruentes con aquellos postulados por los diferentes enfoques relativos al comportamiento del ahorro. Sin embargo, para efectos de este trabajo no se presenta explícitamente un ejercicio de optimización.

De hecho, se estimó una función lineal de la siguiente forma:

$$S / Y = \alpha_0 + \alpha_1 Y T_{tk} + \alpha_2 D Y T_{tk} + \alpha_3 C R E C_{tk} + \alpha_4 I N F L_{tk} + \alpha_5 R D D_{tk} + \alpha_6 F S T_{tk} + \alpha_7 D F S T_{tk} +$$

donde los subíndices kt significan país k en el período t. S/Y se refiere al ahorro nacional como proporción del PIB, YT corresponde al ingreso per cápita de tendencia, DYT a desviaciones del ingreso per cápita con respecto a su tendencia, CREC denota la tasa de crecimiento, INFL se refiere a la tasa de inflación, RDD a la relación de dependencia demográfica, FST al ahorro externo, y DFST a las desviaciones del ahorro externo respecto de sus niveles de tendencia.

La mayoría de los trabajos encuentra evidencia de una relación positiva entre el ahorro y el nivel de ingreso per cápita. Esto es consistente con las predicciones de los modelos de inspiración keynesiana o post-keynesianos. El efecto sobre el ahorro de las desviaciones del ingreso respecto de su nivel de tendencia dependerá de la forma en que estas sean internalizadas por los agentes económicos. Si son percibidas como temporales y no afectan el nivel del ingreso permanente, el ahorro deberá mostrar una correlación alta y positiva a variaciones transitorias del ingreso.¹⁰

¹⁰ Este es el comportamiento esperado bajo la norma de supuestos tradicionales en los modelos de optimización intertemporal del consumo. En el caso extremo el valor de este coeficiente debería ser igual a 1 si el ingreso permanente no se ve afectado.

El impacto esperado de la tasa de crecimiento del ingreso sobre la tasa de ahorro es ambiguo. La teoría del ciclo de vida o del ingreso permanente predice un efecto negativo de esta sobre el ahorro por lo menos en el corto plazo. Sin embargo, si los aumentos en la tasa de crecimiento elevan el ingreso promedio de individuos con una alta propensión a ahorrar, la tasa de ahorro de la economía podría incrementar.

Con respecto a la tasa de inflación, el efecto de esta sobre el ahorro es ambiguo. La inflación podría estimular la sustitución de activos monetarios por activos físicos, pero también en la medida que refleje una mayor inestabilidad macroeconómica induciría un mayor ahorro, en tanto incrementa la varianza del ingreso real esperado.

Según las proposiciones de la teoría del ciclo de vida, el signo esperado de la relación de dependencia debería ser negativo ya que poblaciones con mayores proporciones de miembros dependientes tienden a reprimir el ahorro en relación al ingreso disponible.

En lo que se refiere al ahorro externo, el impacto de este sobre el ahorro nacional puede conceptualizarse en términos de dos efectos. Un efecto ingreso positivo, que responde al incremento de la actividad económica que posibilita una mayor holgura externa. Un efecto sustitución negativo, que se origina principalmente en el efecto riqueza que viene asociado con la apreciación de activos (físicos y financieros), la caída en el precio de los bienes transables ligada a la apreciación cambiaria, y una mayor disponibilidad de liquidez y crédito interno. Fry (1978), Giovannini (1985), Edwards (1995) Schmidt-Hebbel, Webb y Corsetti (1992) obtienen una correlación negativa entre el ahorro externo y el ahorro nacional. Gupta (1987), encuentra una relación positiva entre ambas variables.

4. Resultados de las regresiones

Las estimaciones se realizaron exclusivamente para países de América Latina y el Caribe. Dado que se mezclan datos de corte transversal y de series de tiempo, se utilizan dos métodos alternativos de estimación: el de efectos fijos y el de efectos aleatorios. Para abordar el problema de la determinación simultánea de las variables, en cada caso se utilizan variables instrumentales.¹¹ En el cuadro 2 se reportan los resultados de las regresiones.

El nivel del ingreso per cápita es estadísticamente significativo con un efecto positivo sobre el ahorro nacional. El hecho de que el coeficiente para el desvío de la tendencia sea diferente de uno contradice la teoría de ingreso permanente (este resultado es similar al obtenido en Schmidt-Hebbel, Webb y Corsetti (1992)). Dos factores pueden explicar este comportamiento. Primero, las economías de la región enfrentan frecuentemente situaciones de restricción de liquidez o de crédito. Bajo estas condiciones, el consumo responderá a fluctuaciones temporales del ingreso observándose una sensibilidad excesiva del consumo (Flavin, 1981; Hall y Mishkin, 1982). Segundo, la fuerte reacción del consumo a estas variaciones temporales en el ingreso puede responder a una situación de "consumo reprimido" dadas los niveles de subsistencia (pobreza) de la mayoría de la población. Dado los bajos niveles de ingreso per cápita a nivel regional, sobre todo en los ochenta, incrementos en el ingreso se destinan principalmente a elevar los niveles de consumo.

¹¹ Las variables consideradas como determinadas en forma simultánea con los niveles de ahorro son la tasas de crecimiento, y las dos variables de ahorro externo (tendencia y desvío de tendencia). Los instrumentos utilizados son la relación de dependencia demográfica, el crecimiento rezagado, la liquidez (M1/PIB), el porcentaje del crédito al sector privado, el ahorro público, las variables de ahorro externo rezagadas, el nivel de ingreso per cápita, el consumo del gobierno, la inversión rezagada, la tasa de inflación, la tasa de crecimiento de las exportaciones, el crecimiento de la población y el porcentaje de población urbana.

El coeficiente del crecimiento también resulta significativo indicando una respuesta del ahorro a la tasa de crecimiento. El coeficiente resulta estadísticamente significativo pero se sitúa en un rango entre 0.17 y 0.25. Si bien hay evidencia de un círculo virtuoso entre ahorro y crecimiento, el hecho de que las estimaciones arrojen valores bajos sugiere que la respuesta del ahorro al crecimiento no puede ser el argumento central de una política de ahorro. Con un coeficiente de 0.20 y asumiendo por ejemplo que, entre 1993 -2000 la tasa de crecimiento real del ingreso nacional disponible per cápita fuese de 2% (lo que implica un crecimiento de US\$ 260 en su nivel promedio), entonces se obtendría una tasa de ahorro nacional 20% (comparada con la de 18.5% en el período 1992-1993.)¹²

El efecto de la tasa de inflación indica que esta es percibida como un indicador de inestabilidad que puede afectar la variabilidad del nivel de ingreso real esperado. Su efecto sobre el ahorro resulta significativo y con un signo positivo en todas las estimaciones, aunque el valor del coeficiente es muy pequeño.

La relación de dependencia que mide la composición de la población según su estructura de edades, cuando resulta significativa da un coeficiente de 0.10. Esto no es consistente con teorías del ciclo de vida y debe ser analizado con mayor atención.

Las estimaciones confirman la relación negativa entre el ahorro externo y el ahorro nacional, y el hecho de que este efecto sea mayor cuando aumenta el ahorro externo respecto de su valor de tendencia. La mayor respuesta del ahorro nacional a variaciones cíclicas del ahorro externo, implica que las formas de inserción en los mercados financieros internacionales inciden de manera importante sobre los niveles de ahorro nacional.

¹² Para este ejercicio se supone: una tasa de inflación promedio de un dígito, una tasa de ahorro externo equivalente a dos puntos del producto, y un crecimiento del PIB de 4.5%.

Este resultado señala que el efecto sustitución ha prevalecido por sobre el efecto ingreso. La rápida entrada de capitales financieros no ha tenido una contrapartida similar en la creación de activos productivos, produciéndose un efecto riqueza como consecuencia de una rápida apreciación en el precio de los activos existentes (véase en el cuadro 3 y para el período 1990-95 el ejemplo de lo ocurrido con el precio de los valores). Por esta vía, las entradas de capital, unidas a importantes apreciaciones cambiarias se han manifestado en fuertes tendencias al consumo.

Estos resultados son sensibles al contexto macroeconómico. La sustitución de ahorro nacional por ahorro externo ha sido mucho mayor en aquellos países que ante el renovado acceso a los mercados de capitales internacionales de comienzos de los noventa, han implantado políticas macroeconómicas que se han traducido en importantes excesos de Gasto (en relación con el ingreso nacional), y que han descansado en apreciaciones cambiarias con fines de estabilización (anclaje en el tipo de cambio nominal). Los países de la región que entre 1990 y 1993 aumentaron su ingreso nacional disponible con déficits en cuenta corriente relativamente moderados (incluso inferiores a aquellos que enfrentaron durante el ajuste a la crisis de deuda en 1983-1986, y con apreciaciones cambiarias moderadas (ai. Costa Rica y Chile) han mantenido niveles relativamente elevados de ahorro nacional. En el otro extremo, se ubican aquellos países donde los cambios en el saldo en cuenta corriente han resultado excesivos, incurriendo en apreciaciones cambiarias con fines de estabilización y en los cuales se observan efectos negativos sobre los esfuerzos de ahorro nacional (México, Paraguay, Perú y Venezuela) (véase el cuadro 4).¹³

¹³ Lo anterior refuerza los planteamientos de CEPAL (1995), acerca de la importancia de una política coherente de liberalización y apertura financiera. Esta implica compatibilizar la entrada y composición de los capitales extranjeros con las metas del programa macroeconómico de largo plazo, esterilizar los efectos monetarios y actuar sobre el mercado cambiario.

5. Implicaciones para políticas de promoción del ahorro

Aceptando como una preocupación válida la de incorporar los niveles de ahorro como un objetivo de política económica, los resultados anteriores tienen tres implicaciones. Primero, ante la baja respuesta del ahorro al ingreso, es preciso reconocer la necesidad de desarrollos institucionales para la promoción del ahorro¹⁴; segundo, ante la moderada respuesta del ahorro al crecimiento y la escasa materialización de ahorro financiero en inversión real, es preciso avanzar desde la liberalización financiera hacia el desarrollo financiero; tercero, ante la alta sustituibilidad entre ahorro externo y nacional es preciso crear un contexto macroeconómico que promueva su complementariedad.¹⁵

a) *Desarrollos institucionales para la promoción del ahorro*

El cuadro 5 muestra los ahorros de los sectores público y privado en nueve países de la región entre 1980 y 1994.¹⁶ El sector privado ha ahorrado (e invertido) en promedio, sólo entre 13 y 14 por ciento del PIB.¹⁷ Los sectores públicos, por su parte, registraron ahorros que se situaron apenas entre 1 y 2% del PIB (debiendo recurrir en forma importante a recursos externos para financiar su inversión).

¹⁴ En general, los estudios empíricos tienden a confirmar la inoperancia de las políticas convencionales de tasas reales de interés sobre el ahorro privado. Si bien el efecto de la tasa de interés sobre el ahorro es incierto, existe un efecto importante de la misma sobre la composición del portafolio de los inversionistas.

¹⁵ El ahorro externo en el mejor de los casos solo complementa y no reemplaza la importancia del ahorro nacional en el financiamiento de la inversión. La relación entre ahorro y crecimiento no es fácil de determinar. Existe controversia sobre la dirección de causalidad (véase BID, 1996).

¹⁶ Con la información actualmente disponible no es posible distinguir entre ahorro de las familias y ahorro de las empresas.

¹⁷ En Argentina, Colombia y Perú el ahorro privado ha sido históricamente fuente importante de financiamiento de las inversiones públicas, aunque a tasas decrecientes.

Tres alternativas de política han mostrado ser importantes para aprovechar la capacidad potencial de ahorro del sector privado, en diversas experiencias tanto dentro como fuera de la región. Primero, las que ligan el acceso potencial a bienes de capital, altamente valorados por las familias, a la realización de un ahorro previo. Entre estas destaca el ahorro para la vivienda propia. Segundo, las que reforman los sistemas de previsión hacia formas de ahorro institucional de los trabajadores. Entre estas destacan las reformas a los sistemas de pensiones orientadas hacia la capitalización de fondos. Tercero, las que dejan mayores ingresos a disposición de los agentes del sector privado con mayores propensiones al ahorro. Entre estas resaltan los incentivos a la reinversión de utilidades por parte de las empresas.

i) Requisito de ahorro previo para la vivienda propia

Esta estrategia busca extender el mercado de capitales hacia sectores de ingresos medios y bajos facilitando su acceso a fuentes privadas¹⁸ y públicas¹⁹ de financiamiento de la vivienda, y al subsidio público, condicionado a la realización de ahorros previos por parte de los propios beneficiarios.

Una modalidad de esta estrategia consiste en hacer del ahorro previo un factor de puntaje para acceder a un subsidio público a la demanda por vivienda de las familias de ingresos medios y bajos. A partir del ahorro previo, el subsidio público y el acceso a fuentes de financiamiento, las personas y familias pueden ejercer su demanda individual en el mercado. En países donde el nivel de ingreso personal o familiar es demasiado bajo, se ha contemplado el aporte de su propia mano de obra en la construcción como parte del ahorro previo. También es posible recurrir a cooperativas de ahorro

¹⁸ Nos referimos a la colocación de títulos hipotecarios.

¹⁹ Nos referimos a los subsidios y créditos hipotecarios directos ofrecidos por el Estado.

y crédito para la vivienda, descansando en el ahorro previo de grupos organizados de personas, a fin de facilitar su acceso al financiamiento y al subsidio público con miras a la construcción de viviendas.

Recuadro 1

El ahorro previo ligado al subsidio público ha jugado un importante papel en el financiamiento de la vivienda de los grupos de ingresos medios y bajos en Chile. El cuadro abajo muestra que las cuentas de ahorro para la vivienda de esos grupos ha aumentado a razón de más de cien mil por año entre 1990 y 1993, lo que es un resultado importante toda vez que se estima que el número de familias aumenta a razón de 47 mil por año. En su aplicación en Chile esta modalidad se ha limitado al financiamiento de viviendas por un valor máximo, de modo de focalizar sus resultados en familias de ingresos medios y bajos con capacidad de ahorro. Estas personas aspiran por lo general a viviendas modestas, lo cual hace que si bien el impacto en términos de cobertura es importante, su magnitud como proporción del PIB es aún moderado. El subsidio se concede a la demanda con capacidad de elección entre alternativas (para favorecer el desarrollo competitivo de la industria de la vivienda social); se ha complementado con acceso a crédito en condiciones competitivas de mercado (para evitar un subsidio adicional al público directo); y se ha penalizado la morosidad (para contribuir al saneamiento de las finanzas públicas). En la actualidad se explora la ampliación de esta modalidad para el mejoramiento de la vivienda y la adquisición de viviendas usadas.

Cuadro
EVOLUCION DEL AHORRO ACUMULADO PARA VIVIENDA
PERIODO 1990-1993 EN DOLARES AMERICANOS AL 31 DE MARZO 1993

AÑO	NUMERO DE CUENTAS	FONDO ACUMULADO	% PIB	FONDO MEDIO ACUMULADO	FONDO PACTADO	% PIB	FONDO MEDIO PACTADO
1990	478.853	221.112.334	0.6	461,78	481.070.010	1.3	1.004,71
1991	579.025	236.489.110	0.6	408,39	550.502.795	1.4	950,84
1992	692.744	280.222.747	0.6	404,59	640.319.299	1.5	924.27
1993	816.026	340.092.506	0.7	416.69	796.693.033	1.7	943.25

Fuente: CIEDESS, 1993. "Primer Seminario Internacional sobre la experiencia chilena en financiamiento habitacional", pág. 9. (Estimaciones en dólares de Marzo 1993 y como porcentajes del PIB hechas por CEPAL.)

La adquisición de vivienda propia también ha sido considerado como un objetivo de política para favorecer el ahorro entre los países de la OECD. Sin embargo, en este caso los mecanismos utilizados son exclusivamente tributarios a través de deducir de impuestos el pago de dividendos, y reducir los impuestos a las transacciones y al capital.

ii) Transformación de la naturaleza de las cotizaciones previsionales a los sistemas de pensiones

Esta alternativa busca mediante la transformación de los sistemas de reparto tradicionales en sistemas de capitalización apoyar los esfuerzos de generación de ahorro.

A fin de que las cotizaciones previsionales se traduzcan en un aporte neto al ahorro nacional, es necesario que se cumplan al menos las siguientes condiciones. Primero, el ahorro obligatorio de los trabajadores no debería conducir a una disminución de sus ahorros voluntarios. La hipótesis de la miopía argumenta que las personas no anticipan adecuadamente durante sus vidas activas las necesidades propias y de sus descendientes llegada su vejez, invalidez o muerte; en consecuencia, no ahorran lo suficiente para estos fines en forma voluntaria. Por lo tanto, cabe esperar que el ahorro previsional obligatorio se traduzca en un aporte neto al ahorro personal (Valdés, 1994).

Segundo, el déficit previsional que origina la reforma no debe reducir el ahorro público o reducirlo en una proporción menor al incremento del ahorro previsional de los trabajadores. El reemplazo de un sistema de reparto por uno de capitalización origina habitualmente un déficit previsional al sector público. Este déficit surge del hecho de que mientras ahora los cotizantes aportan a sus propios fondos previsionales, el sector público debe pagar las pensiones de los que ya se han retirado de la fuerza de trabajo, como asimismo, reconocer las contribuciones al sistema antiguo de los que ya eran activos al momento de realizarse la reforma. En consecuencia, el sector público debe ajustar la situación financiera de su presupuesto al menos en un monto igual al déficit previsional menos el ahorro previsional de los trabajadores. Esto señala que durante la transición de un sistema de reparto a uno de capitalización, el sector público ha de efectuar un importante esfuerzo de ajuste presupuestario.

Recuadro 2

La reforma al sistema de pensiones que se puso en marcha en Chile a comienzos de 1981 pasó desde un sistema en gran medida administrado por el Estado, y organizado bajo la forma de reparto a partir de beneficios definidos, hacia un sistema de administración privada, regulado por el Estado, donde cada individuo financia principalmente su propio beneficio previsional de acuerdo a contribuciones definidas.

El efecto que la reforma previsional ha tenido sobre los niveles de ahorro en el caso chileno es ambiguo. Las estimaciones que figuran en el Cuadro 6 asumen, para simplificar, que el ahorro de las personas es igual al ahorro previsional de los trabajadores (columna 6); este último ha aumentado persistentemente desde 1981 a la fecha y ha alcanzado a un equivalente del 3.9 % del PIB en 1994. Al mismo tiempo, el superávit corriente del gobierno (columna 3) se ha incrementado desde un promedio de menos del 2 % del PIB a comienzos de los ochenta, a un porcentaje superior a 4 puntos del PIB a comienzos de los noventa, no obstante un déficit previsional (columna 1) que todavía representaba 4.5 punto del PIB. Estos antecedentes sugieren que el ahorro nacional ha respondido más al ajuste fiscal que a la reforma del sistema de pensiones y que, en gran medida, su evolución representa cambios en el ahorro privado no previsional (APNP).

iii) Aumento de la capacidad de ahorro y de inversión de las empresas

La política fiscal dispone de un certero incentivo al ahorro a través de la estructura de impuestos. Exenciones de impuestos al ahorro y reducciones en las tasas marginales de impuestos al ingreso, manteniendo una estructura progresiva en las tasas medias, han resultado medidas efectivas para incentivar el ahorro en ciertos países en desarrollo (Boskin, 1984 y Friend, 1984). De la misma forma, la imposibilidad de deducir impuestos por el pago de intereses sobre créditos de consumo han contribuido a aumentar el ahorro de las familias en Japón (Makin, 1984). Importante respaldo empírico tienen medidas tendientes a desplazar la carga tributaria desde las empresas hacia las personas. La mayor propensión a ahorrar (invertir) de las primeras queda confirmada en estimaciones hechas para Estados Unidos que señalan que el ahorro privado aumenta en 12 centavos de dólar por cada dolar de la carga tributaria que se traspasa desde las empresas hacia las personas.

Recuadro 3

La reforma tributaria chilena de 1984 se orientó explícitamente a generar incentivos tributarios en favor del ahorro de las empresas. Redujo significativamente la tasa marginal de impuestos sobre las utilidades retenidas de las empresas, en comparación con la que grava las utilidades distribuidas. Esta reforma igualó el tratamiento tributario de las sociedades anónimas y limitadas eliminando el impuesto adicional a las primeras, grabó las utilidades retenidas solamente con el impuesto de 10% de primera categoría, eliminó las utilidades retenidas de la base imponible de los empresarios de sociedades limitadas y homogeneizó el crédito tributario del impuesto de primera categoría a todos los empresarios (Véase Cuadro 8). Esta reforma entró en aplicación en 1987 debido a la gradual reducción de las tasas e hizo extraordinariamente conveniente para los empresarios ahorrar "al interior de las empresas". Por primera vez en la historia tributaria de ese país, la tasa marginal de impuestos personales es muy distinta a la tasa de las utilidades retenidas.

Desde la entrada en vigencia de la reforma el ahorro de las empresas se ha aumentado desde un 8.0% en 1986 a un 16.4 % del PIB en 1994. En el logro de este resultado también han jugado un papel importante un crecimiento anual promedio del PIB de más del 6% y un rápido desarrollo financiero.

Tasas de impuestos de los sistemas pre y post reforma
(Porcentajes)

Impuestos a las:	Sociedades anónimas		Sociedades limitadas	
	Pre reforma 1984	Post reforma 1984	Pre reforma 1984	Post reforma 1984
Utilidades retenidas	46	10.0	31.5	10.0
Utilidades distribuidas	43.3	31.5	31.5	31.5

Fuente: Marfán (1984), en base al cuadro 3, asumiendo una tasa marginal de 35% para los impuestos personales del empresario. Tomado de Arrau, 1995.

b) *Liberalización financiera como un componente del desarrollo financiero*

La experiencia de los países latinoamericanos con los procesos de liberalización financiera sugiere que esta ha conducido a una profundización financiera, pero que a nivel de la inversión y del ahorro nacional (medido por cuentas nacionales) el impacto ha sido más bien pequeño. Esto es, la desregulación del sector financiero ha llevado a un fuerte crecimiento de este sector, a un aumento del ahorro financiero pero no necesariamente a aumentos equivalentes de la inversión real. Esto refleja en parte, la dinámica antes explicada de sustitución entre ahorro nacional y externo. Además, cuando la liberalización financiera ha desencadenado crisis

financieras y de solvencia de la banca los niveles de ahorro se han visto fuertemente deprimidos.

Es por esto que en el contexto de una política que busca estimular tanto la generación de ahorro como su canalización hacia la inversión productiva; así como de generar condiciones que estimulen la complementariedad entre los ahorro nacional y externo; se plantea la necesidad de complementar la liberalización financiera con mecanismos de desarrollo del sector financiero.

El desarrollo financiero pasa por una parte, por la creación y profundización de los mercados financieros domésticos "institution building" y por otra, por la capacidad de implementar políticas de regulación financiera y prudencial (Held, 1994).

i) Desarrollos institucionales

En lo que se refiere al desarrollo institucional, lo que se busca es hacer frente a las características de mercados incompletos, segmentados, y corto plazistas que presentan los mercados financieros de la región. En esta area se identifican dos ámbitos importantes: (i) ampliar el acceso a los instrumentos financieros de la pequeña y mediana empresa; y (ii) la creación de un mercado de largo plazo a partir de los fondos de ahorro institucional y mecanismos de ahorro previo.

ii) Regulación prudencial de los mercados financieros

En las áreas de regulación financiera y prudencial²⁰, el objetivo es crear instituciones y mecanismos regulatorios para promover una eficiente asignación de recursos en un contexto de

²⁰ Con el objeto de evitar crisis financieras como las que se presentaron durante los ochenta en varios países de la región, (y que ya algunos países evidencian en los noventa) se ha fortalecido estos dos tipos de regulaciones a los mercados financieros.

mercados imperfectos, y la estabilidad macroeconómica (en el caso de la regulación financiera) y a la solvencia de las instituciones financieras (en el caso de la regulación prudencial) (Held, 1994). En particular, se debe procurar que los movimientos de capitales sean consistentes con la estabilidad macroeconómica de los países, y que no generen incentivos para una inadecuada asignación de recursos.²¹

c) *Un contexto macroeconómico para potenciar el ahorro externo como complemento*

La crisis de balanza de pagos que afloró en México a fines de 1994, ilustra la importancia de la gestión macroeconómica de los flujos de capital externo con el objeto de complementar los esfuerzos de ahorro nacional. La composición de las entradas de capital en este país muestra que la inversión extranjera aumentó desde 2.9 billones de dólares anuales en el periodo 1988-90, a 5.8 billones de dólares en el período 1992-94. Sin embargo, su participación relativa cayó ante las fuertes entradas de capital bajo la forma de inversiones internacionales de cartera. Entre esos períodos este tipo de flujo se incrementó desde 1.6 billones a 18.2 billones de dólares. Estas entradas contribuyeron a triplicar el índice de precios de la bolsa de valores ocasionando un importante efecto riqueza.

El déficit en cuenta corriente (o ahorro externo) subió desde 2.4 % del PIB en 1988-90 a 6.6% en 1992-94 en tanto que el ahorro nacional se redujo de 19.6% a 16.9% del PIB. Esto evidencia una alta sustitución entre ambas fuentes de ahorro. Especialmente importante fue la caída del ahorro privado desde 15.9 % del PIB a 11.3 % entre ambos períodos. A raíz de lo anterior, la inversión

²¹ Un ejemplo de una experiencia relativamente exitosa en materia de un desarrollo financiero controlado y regulado, es la reforma al sistema de pensiones en Chile, la que contempla estrictas regulaciones que articulan la organización de la "industria de pensiones", y una supervisión y regulación de la composición de los portafolios.

interna bruta como proporción del PIB aumentó menos de lo que aumentó el ahorro externo.²² Al mismo tiempo, el tipo de cambio real se redujo en 16 %, entre 1990 y 1994. En definitiva, la evolución macroeconómica mexicana en ese período otorgó una baja prioridad al ahorro nacional y al tipo de cambio real (véase el cuadro 7). Esto tornó su economía crecientemente vulnerable a la dependencia de capitales externos de corto plazo.

Dentro de las lecciones a considerar destacan por una parte, la continua necesidad de examinar el monto, costo y naturaleza de los capitales externos, dentro de un marco que incorpore los riesgos y confianza que los inversionistas extranjeros depositan en las condiciones de las economías de la región y sus posibles cambios (CEPAL, 1995; Zahler, 1995). Por otra parte, la necesidad de enfatizar las ventajas de captar recursos de mediano y largo plazo de naturaleza permanente que incrementan la capacidad productiva del país (y que tienen un elevado efecto ingreso), y desestimular las entradas de capital de corto plazo, de naturaleza volátil o transitoria (y que conllevan un elevado efecto sustitución).

La implantación de esta política abre importantes interrogantes de gestión macroeconómica (CEPAL, 1995). Estas giran en torno a: (i) mantener, como porcentaje del PIB, un nivel de déficit en cuenta corriente "razonable"²³, con miras a velar por un tipo de cambio real compatible con la competitividad del sector exportador y de bienes transables y dar sostenibilidad a la propia entrada de capital en el tiempo; (ii) adecuar la dinámica del gasto

²² De hecho, en cifras a precios constantes la inversión bruta como porcentaje del PIB pasó de 18.1% en el período 1988-90 a 21.2% en el período 1991-94. La misma comparación a precios corrientes muestra un aumento desde 22.0% a 23.6% entre ambos períodos respectivamente. Por su parte, el ritmo de crecimiento del PIB fue modesto. Entre 1990 y 1994 las tasas anuales de crecimiento fueron respectivamente: 4.4, 3.6, 2.8, 0.6 y 3.5.

²³ Por ejemplo, en el caso de Chile, se habla de una cifra entre un 3 y 4 por ciento del PIB.

interno a ese déficit en cuenta corriente y al crecimiento del producto de la economía, a través de la política monetaria y fiscal; (iii) visualizar la integración financiera a los mercados internacionales de capital como un proceso destinado a conformar la composición de las entradas de capital hacia la inversión extranjera directa y otros flujos de mediano y largo plazo, aplicando encajes y restricciones a las entradas de corto plazo de naturaleza volátil o especulativa.

i) Mantener un tipo de cambio real creíble en el largo plazo

Los gobiernos deben dejarse un margen de maniobra para intervenir en el mercado cambiario con el propósito de moderar las variaciones en el tipo de cambio real que no respondan a tendencias de largo plazo en ese mercado. En particular se desea evitar afectar negativamente al sector transable de la economía manteniendo un precio que de garantías de un dinamismo de ese sector. También se desea evitar que el valor de la divisa se aleje de su nivel de equilibrio de largo plazo, ya que de lo contrario las presiones para restablecer el equilibrio en ese mercado tarde o temprano pondrán en riesgo la meta de inflación.

Las opciones de intervenir en el mercado cambiario a través de cambios en la acumulación de reservas tienen importante implicaciones monetarias. En los casos de intervención deberá tomarse conciencia de la necesidad de una política monetaria complementaria, que busque esterilizar el efecto monetario de las variaciones de reserva, en conformidad a las metas de los respectivos programas macroeconómicos.

En ausencia de una política directa de esterilización en el mercado cambiario, las autoridades deberán optar por alguna de las medidas alternativas: (i) aumentar la demanda de moneda extranjera mediante incentivos a la salida de capitales durante los períodos de excesos de fondos; ello se puede lograr a través de la

Para superar en parte estos problemas es usual optar por una flotación sucia en torno a un nivel del tipo de cambio ligado a una canasta de monedas que refleje la composición del intercambio comercial del país, y estos problemas se facilitarían con mayores niveles de ahorro nacional.

iii) Influir sobre la composición, oportunidad y costo de los flujos de capitales

El gobierno debe también mantener cierta holgura para regular el flujo de entrada de capitales. Debe diseñar instrumentos que intenten cambiar el volumen y la composición de los flujos, privilegiando aquellos de largo plazo a través de incentivos (mediante encajes o impuestos, y medidas cambiarias que generen mayor incertidumbre para los flujos de capitales de corto plazo).

Cuadro 2

	VARIABLES INDEPENDIENTES							R ² AJUSTADO	
	CONSTANTE	INGRESO PER CAPITA	INFLACION	CRECIMIENTO	RELACION DE DEPENDENCIA	AHORRO EXTERNO	Desvío de 1 ^a tendencia		
1) Efecto fijo	-	0.063 (2.5)	0.142 (9.0)	0.0010 (2.4)	0.20 (4.8)	0.001 (0.4)	-0.31 (2.3)	-0.48 (7.2)	0.67
2) Efecto aleatorio	0.26 (3.2)	0.051 (5.8)	0.148 (3.8)	0.0015 (3.5)	0.17 (3.0)	0.10 (3.1)	-0.46 (4.6)	-0.49 (6.0)	0.40
3) Efecto fijo con variables instrumentales	-	0.064 (2.4)	0.145 (8.4)	0.0014 (3.5)	0.25 (5.6)	0.02 (0.51)	-0.35 (2.5)	-0.49 (10.1)	0.69
4) Efecto aleatorio con variables instrumentales	0.23 (2.7)	0.048 (5.4)	0.156 (3.8)	0.0019 (5.3)	0.22 (4.1)	0.08 (2.7)	-0.43 (4.4)	-0.49 (6.4)	0.43

Cuadro 3

AMERICA LATINA Y EL CARIBE: INDICES DE PRECIOS EN DOLARES DE LAS BOLSAS DE VALORES
(Variación porcentual anual respecto al 30 de diciembre del año anterior)

	1990 ^a	1991 ^a	1992 ^a	1993 ^a	1994	1995					
					30-jun.	30-sep.	24-dic.	30-mar.	30-jun.	30-sep.	30-nov.
América Latina	-37	394	-28	67	-6	25	-2	-28	-15	-13	-20
Argentina	-67	149	-2	91	-15	-2	-25	-18	-7	-7	0
Brasil	31	90	12	30	6	92	68	-26	-22	-12	-20
Chile	26	174	36	32	17	37	41	-6	16	-2	-8
Colombia	25	102	20	47	51	39	27	-5	-5	-21	-30
México	...	...	...	35	-19	-4	-41 ^b	-48	-28	-22	-29
Perú	...	...	...	...	16	51	52	-17	6	9	3
Venezuela	584	44	-43	-11	-34	-19	-27	-18	-18	-17	-39

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras proporcionadas por la corporación financiera internacional y Latin America Report, varios números.

^a A fines de año.

^b México devaluó el 20 de diciembre de 1994.

Cuadro 4
GASTO DOMÉSTICO EN RELACIÓN AL INGRESO Y SALDO EN CUENTA CORRIENTE EN RELACIÓN A EXPORTACIONES

Pafs/variable	1983- 86	1987-89	1990	1991	1992	1993
Colombia						
(C+IGB)/YNB	101.3	98.6	96.9	93.1	98.5	103.9
SCC/PIB	-1.7	0.8	2.8	6.7	1.5	-3.9
ANB/PIB	17.3	25.2	21.4	22.7	18.7	16.5
TCR (1990=100)	50.9	86.8	100.0	101.0	89.5	83.3
YNB (1990=100)			100.0	101.1	101.5	103.8
Costa Rica						
(C+IGB)/YNB	107.8	108.3	109.1	102.2	105.7	106.5
SCC/PIB	-7.3	-7.9	-8.9	-2.1	-5.7	-6.5
ANB/PIB	17.2	18.1	18.2	22.9	23.2	24.2
TCR (1990=100)	95.5	100.5	100.0	108.3	103.1	100.6
YNB (1990=100)			100.0	101.5	106.4	111.1
Chile						
(C+IGB)/YNB	109.2	102.6	102.5	99.8	102.1	105.0
SCC/PIB	-8.3	-2.5	-2.3	0.2	-2.0	-4.9
ANB/PIB	8.0	21.1	22.4	22.3	22.1	21.3
TCR (1990=100)	57.5	98.2	100.0	98.9	94.8	96.1
YNB (1990=100)			100.0	102.8	108.3	111.2
Ecuador						
(C+IGB)/YNB	103.9	109.9	101.4	103.6	100.0	102.6
SCC/PIB	-3.6	-9.3	-1.3	-3.4	0.0	-2.5
ANB/PIB	14.6	12.3	16.2	18.8	21.2	21.1
TCR (1990=100)	54.8	88.6	100.0	95.2	94.7	83.9
YNB (1990=100)			100.0	100.0	102.5	97.9
México						
(C+IGB)/YNB	98.0	100.3	102.7	104.6	107.3	106.3
SCC/PIB	1.9	-0.3	-2.7	-4.6	-7.2	-6.2
ANB/PIB	21.9	20.0	19.2	17.8	16.1	15.8
TCR (1990=100)	100.5	116.1	100.0	91.1	83.8	78.8
YNB (1990=100)			100.0	100.7	102.0	100.9
Paraguay						
(C+IGB)/YNB	106.3	101.0	104.2	108.2	107.9	105.3
SCC/PIB	-6.3	-0.9	-4.3	-8.3	-7.9	-5.3
ANB/PIB	16.6	23.5	18.6	16.5	15.0	17.6
TCR (1990=100)	68.0	97.2	100.0	86.9	91.1	93.6
YNB (1990=100)						
Perú						
(C+IGB)/YNB	102.7	102.4	101.3	103.6	104.4	104.7
SCC/PIB	-2.6	-2.4	-1.3	-3.6	-4.4	-4.6
ANB/PIB	19.8	20.8	19.9	16.6	16.3	18.7
TCR (1990=100)	68.0	97.2	100.0	82.1	81.4	88.7
YNB (1990=100)			100.0	100.7	96.9	100.0
Venezuela						
(C+IGB)/YNB	95.9	101.3	83.7	97.3	106.4	104.2
SCC/PIB	4.0	-1.3	15.7	2.6	-6.1	-4.0
ANB/PIB	19.8	20.5	25.9	21.3	17.6	18.7
TCR (1990=100)	47.2	87.1	100.0	93.9	89.1	87.8
YNB (1990=100)			100.0	101.2	102.3	96.8

Fuente: CEPAL, con datos oficiales de países.

SCC: Saldo en cuenta corriente
 IGB: Gastos en Inversión Geográfica Bruta
 C: Gastos en consumo
 YNB: Ingreso Nacional Bruto
 PIB: Producto Interno Bruto

Cuadro 5
 AHORRO PÚBLICO Y PRIVADO
 (Cifras a precios corrientes para nueve países de la región)

PAISES	SECTOR PUBLICO			SECTOR PRIVADO			AHORRO EXTERNO
	AHORRO	INVERSION	EXCEDENTE	AHORRO	INVERSION	EXCEDENTE	
ARGENTINA							
1980-82	- 6.3	5.6	- 11.9	28.5	17.6	10.9	1.0
1983-89	- 4.9	5.2	- 10.1	23.8	13.5	10.3	-0.2
1990-94	- 0.6	2.3	- 2.9	16.7	14.6	2.1	0.8
BRASIL							
1980-82	0.5	2.5	- 2.0	17.8	21.2	- 3.3	5.3
1983-89	- 1.8	2.8	- 4.6	22.7	18.8	3.9	0.7
1990-94	1.0	3.5	- 2.6	19.7	17.1	2.6	-0.1
CHILE							
1980-82	10.5	6.3	4.2	-2.0	12.9	- 14.9	10.7
1983-89	3.6	7.3	- 3.7	11.1	12.4	- 1.3	5.9
1990-94	4.4	6.5	- 1.0	18.7	20.1	- 1.4	2.3
COLOMBIA							
1980-82	2.8	8.9	- 6.0	14.4	11.2	3.2	2.9
1983-89	4.4	9.2	- 4.8	14.6	10.5	4.2	0.6
1990-94	7.5	N.D.	N.D.	17.1	N.D.	17.1	-3.7
COSTA RICA							
1980-82	- 0.1	10.4	- 10.6	12.8	16.3	- 3.5	14.1
1983-89	3.7	8.4	- 4.8	13.9	16.7	- 2.8	7.6
1990-94	3.5	8.0	- 4.5	18.1	19.9	- 1.8	6.3
ECUADOR							
1980-82	5.4	10.9	- 5.5	13.4	13.9	- 0.6	6.1
1983-89	6.1	5.7	0.4	7.6	14.1	- 6.5	6.0
1990-94	6.6	7.2	- 0.6	12.1	12.8	- 0.7	2.1
EL SALVADOR							
1980-82	- 1.5	7.0	- 8.5	12.4	6.6	5.9	2.6
1983-89	- 0.7	3.5	- 4.2	12.6	9.2	3.4	0.8
1990-94	0.4	3.1	- 2.8	13.2	11.9	1.3	1.5
GUATEMALA							
1980-82	0.3	6.5	- 6.1	10.9	9.2	1.6	4.5
1983-89	- 0.2	3.2	- 3.4	8.6	9.1	- 0.5	3.9
1990-94	1.1	3.5	- 2.4	10.2	12.7	- 2.5	4.9
PERU							
1980-82	1.1	8.6	- 7.6	22.9	21.4	1.4	6.1
1983-89	- 1.3	5.8	- 7.1	21.6	17.0	4.5	2.5
1990-94	1.6	4.4	- 2.7	16.7	16.9	- 0.2	3.5
PROMEDIO (sin Colombia)							
1980-82	1.1	6.4	- 5.3	13.0	13.2	- 0.3	5.6
1983-89	0.5	4.7	- 4.2	13.5	12.3	1.2	3.0
1990-94	2.1	4.3	- 2.2	13.9	14.0	- 0.1	2.4

Fuente: CEPAL, con datos oficiales de países.

Cuadro 6

CHILE: EVOLUCION DEL AHORRO NACIONAL

AÑO	DEFICIT PREVISIONAL TOTAL (1)	AHORRO NACIONAL BRUTO (2)	AHORRO PUBLICO			AHORRO PRIVADO		
			SUPERAVIT CORRIENTE (3)	FEC (4)	TOTAL (5)	APP (6)	APNP (7)	ATP (8)
1980	1.7	13.9	8.5	0.0	8.5	0.0	5.4	5.4
1981	4.1	8.2	5.8	0.0	5.8	0.9	1.5	2.4
1982	8.3	2.1	-2.9	0.0	-2.9	1.8	3.2	5.0
1983	7.5	4.4	-2.3	0.0	-2.3	1.7	5.0	6.7
1984	7.7	2.9	-1.2	0.0	-1.2	1.9	2.2	4.1
1985	6.7	7.8	0.4	0.0	0.4	2.0	5.4	7.4
1986	6.3	11.5	1.3	0.0	1.3	2.2	8.0	10.2
1987	5.4	17.3	3.0	0.5	3.5	2.3	11.5	13.8
1988	5.2	22.3	3.0	3.0	6.0	2.7	13.6	16.3
1989	4.5	23.7	3.0	3.7	6.7	2.9	14.1	17.0
1990	4.6	24.2	2.5	2.3	4.8	3.0	16.4	19.4
1991	4.5	24.1	3.7	0.7	4.4	2.8	16.9	19.7
1992	4.3	24.8	4.9	0.3	5.2	3.3	16.3	19.6
1993	4.5	23.9	4.8	-0.2	4.6	3.6	15.7	19.3
1994	4.5	25.4	4.9	0.2	5.1	3.9	16.4	20.3
1980-84	5.9	6.3	1.6	0.0	1.6	1.6	3.5	4.7
1985-89	5.6	16.5	2.1	2.4	3.6	2.4	10.5	12.9
1990-94	4.5	24.5	4.2	0.7	4.8	3.3	16.3	19.7

Fuente: Arrau (1995).

Cuadro 7

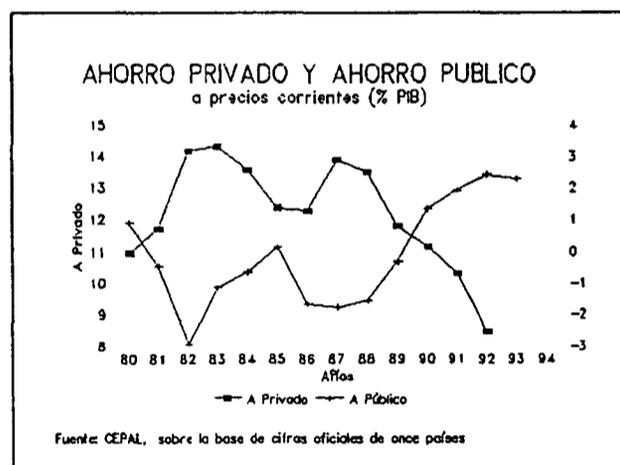
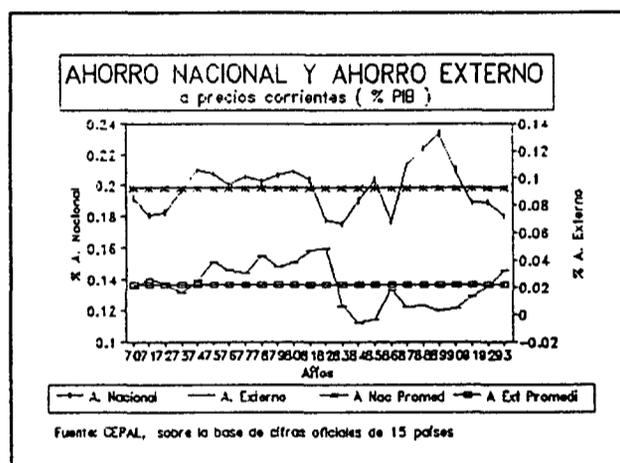
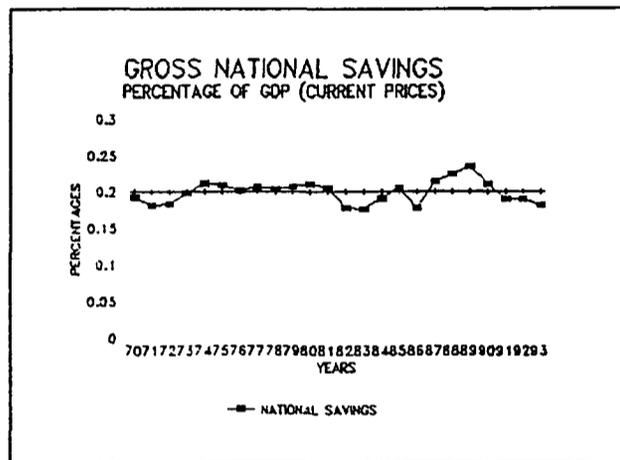
MÉXICO: INDICADORES MACROECONÓMICOS ASOCIADOS AL AHORRO NACIONAL

	FUENTES DE AHORRO			PASIVOS EXTERNOS			PRECIOS RELATIVOS			CONSUMO		SECTOR PRIVADO (13)	PIB (15)	
	PUB (1)	PRIV (2)	MAC (3)	EXT (4)	IED (5)	ACC (6)	CRED (7)	TCR 1 (8)	TCR 2 (9)	BOLSA (10)	IMP (11)			TOTAL (12)
1987	7.0	15.3	22.3	-3.1	487.2	169.1	-556.3	137.8	158.5	22.3	2.1	65.9	7.0	8.6
1988	1.4	18.3	19.7	1.4	73.1	8.1	18.8	107.9	124.1	43.2	3.2	68.8	7.2	8.3
1989	3.1	16.3	19.4	2.8	15.6	20.0	64.4	99.5	104.6	73.2	4.2	69.6	11.0	12.8
1990	6.6	13.2	19.8	3.0	18.4	49.1	32.5	100.0	100.0	100.0	4.9	70.0	14.8	17.8
1991	7.4	10.9	18.3	5.1	20.9	85.8	-6.7	90.2	91.0	218.2	6.1	70.8	19.5	23.8
1992	6.6	10.4	17.0	7.4	14.0	81.3	4.7	84.6	82.5	264.2	6.0	71.1	25.6	31.6
1993	5.0	11.8	16.8	6.3	46.9	48.1	5.0	79.1	83.0	392.1	6.8	70.3	31.5	38.3
1994	3.7	12.1	15.8	7.7				83.9	89.6	208.6		70.0	36.0	43.8

Fuente: Moreno Brid, 1995.

- (1) Ahorro Público como porcentaje del PIB a precios corrientes (Banco de México, INEGI, Secretaría de Hacienda). Enfoque operativo.
(2) Ahorro Privado como porcentaje del PIB a precios corrientes (Banco de México, INEGI, Secretaría de Hacienda). Enfoque operativo.
(3) Ahorro Nacional como porcentaje del PIB a precios corrientes (1) + (2).
(4) Ahorro externo como porcentaje del PIB a precios corrientes (Banco de México, INEGI, Secretaría de Hacienda). Enfoque operativo. Equivale a Saldo en Cuenta Corriente con Signo Menos.
(5) Inversión Extranjera Directa como porcentaje del Total de Pasivos (Banco de México)
(6) Inversión de Cartera como porcentaje del Total de Pasivos (Banco de México)
(7) Préstamos y depósitos como porcentaje del Total de Pasivos (Banco de México)
(8) Tipo de cambio real con base en la evolución ponderada de los precios al consumidor de 133 países (Banco de México).
(9) Tipo de cambio real con base en el costo unitario de mano de obra manufacturera de los ocho principales socios comerciales de México (Banco de México).
(10) Índice del valor de las cotizaciones de la Bolsa Mexicana de valores. (Elaboraciones a partir de datos del Banco de México).
(11) Consumo de origen importado (duradero y no duradero) (INEGI).
(12) Consumo privado como proporción del PIB a precios corrientes. (Elaboraciones a partir de datos de Banco de México, INEGI y Secretaría de Hacienda y Crédito Público).
(13) Saldos anuales promedios de financiamiento interno neto total de la Banca Comercial a Empresas privadas y particulares. *Saldos como proporción del PIB a precios corrientes.
(14) Saldos anuales promedios de financiamiento interno neto total de la Banca Comercial a Empresas privadas y particulares. *Saldos como proporción del ingreso nacional disponible a precios corrientes.
(15) Tasa de crecimiento del PIB (Banco de México, INEGI y Secretaría de Hacienda y Crédito Público).

Graph 1
 Latin America and the Caribbean: Three stylized facts on national savings and its components



Source: ECLAC on the basis of national account figures and weighted by each country's share in regional GDP.