

EL AHORRO EN UNA ECONOMÍA MUNDIAL EN CRECIMIENTO (*)

El ahorro es el proceso mediante el cual una economía reserva parte de su producto y lo utiliza para generar ingresos en el futuro. Los particulares, las empresas y los gobiernos ahorran. Las unidades familiares guardan dinero para adquirir una casa y para la jubilación, las empresas acumulan utilidades para construir nuevas fábricas, y los gobiernos acumulan activos en sistemas de pensiones e infraestructura. El ahorro agregado constituye la principal limitación al gasto en inversión mundial y, por lo tanto, desempeña asimismo un papel macroeconómico crucial. Desde que el gasto en inversión proporciona un vínculo clave que conduce a la productividad y al crecimiento del ingreso real, para que la economía mundial avance a un ritmo aceptable se requiere una adecuada oferta de ahorro.

Ante la gran demanda potencial de inversiones que se observa en la actualidad, especialmente en las economías con mercados emergentes del mundo en desarrollo y entre los países que se hallan en transición después de abandonar regímenes de planificación centralizada, surge naturalmente el interrogante de si la oferta de ahorro será suficiente para financiar proyectos de interés en todo el mundo. Dicho interrogante se agudiza por la creciente presión sobre el ahorro. Desde principios de los años ochenta, se ha incrementado mucho la absorción de ahorro del sector privado por parte de los gobiernos, y en algunos países industriales ha comenzado a aumentar rápidamente la población en edad de jubilarse. Mientras tanto, a mediados de los años noventa los tipos mundiales de interés real son ya elevados si se los compara con los niveles históricos. ¿Cuáles son las tendencias que se observan en los patrones mundiales de ahorro y qué importancia reviste el ahorro para el crecimiento económico? ¿Cuáles son los principales determinantes del ahorro y por qué las tasas de ahorro varían en los distintos países y en el curso del tiempo? ¿En qué medida las corrientes internacionales de capital pueden permitir a los países obtener en préstamo parte del ahorro exterior? ¿Hasta qué punto existe una «escasez de ahorro» que está ejerciendo presiones al alza sobre los tipos de interés mundiales? ¿Qué políticas podrían aplicarse para estimular el ahorro? Este trabajo se concentra en tales cuestiones.

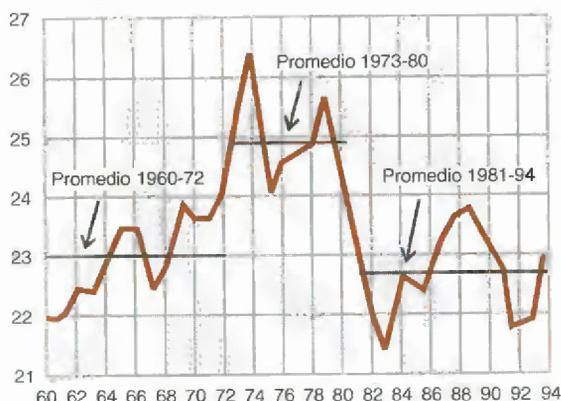
El ahorro es un tema extraordinariamente complejo, y muchos aspectos del proceso aún no se comprenden en su totalidad. Tampoco hay consenso sobre la definición básica de ahorro, y existe un sinnúmero de problemas con respecto a los datos (1). La mayoría de las definiciones, por ejemplo, consideran al ahorro como un concepto residual, esto es, ingreso menos consumo, o, en un contexto internacional, como la demanda de inversiones menos la afluencia neta de capitales. En consecuencia, las estimaciones del ahorro pueden variar notablemente debido a pequeñas diferencias en el cálculo de otros conceptos difíciles de medir. Además, muchos supuestos que son necesarios para verificar algunas hipótesis clave acerca del ahorro —como los de que los mercados financieros ofrecen oportunidades flexibles de préstamos y ahorros, o que los mercados mundiales están bien integrados— simplemente pueden no estar justificados. En resumen, no debe sorprender el hecho de que los análisis del proceso de ahorro no produzcan los resultados claros y concluyentes que desearían los responsables de la formulación de políticas (2).

TENDENCIAS EN LAS PAUTAS DE AHORRO

Los datos históricos a largo plazo sobre los patrones de ahorro sugieren que antes de los años veinte la mayoría de los países industriales, incluyendo Australia, Canadá, Francia, Japón y el Reino Unido, mostraron tasas brutas de ahorro nacional muy reducidas, del orden del 10 al 15 por 100 del PIB (3). Estados Unidos fue la excepción, ya que incluso en la década de 1870 mostraba una tasa de ahorro de casi un 20 por 100. Mientras que la tasa de ahorro estadounidense permaneció notablemente constante durante la mayor parte del siglo xx, hasta los años ochenta, las tasas de ahorro se han incrementado hasta el nivel del 20 por 100 prácticamente en todos los países industriales y en los países en desarrollo de crecimiento acelerado. Unos pocos países, como Japón, China y algunas de las economías asiáticas de reciente industrialización, han registrado tasas superiores al 30 por 100.

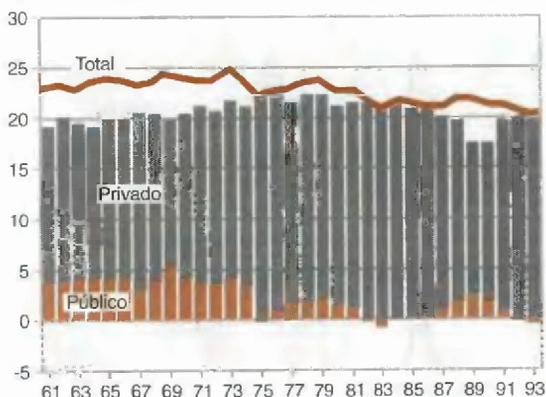
La tasa de ahorro mundial aumentó de forma constante durante los años sesenta, estimulada en parte por el rápido incremento de la tasa de ahorro de Japón. Registró dos valores máximos durante las dos alzas del precio del petróleo en los años setenta, y se ha reducido notablemente desde 1980 (gráfico 1). Los datos estadísticos muestran evidencias de cambios estructurales en el nivel y la

GRÁFICO 1
TASA DE AHORRO MUNDIAL(*)
(Porcentaje del PIB; en términos de la PPA)



(*) Los datos anteriores a 1970 representan una cobertura incompleta de países.

GRÁFICO 2
PRINCIPALES PAÍSES INDUSTRIALES:
TASAS DE AHORRO NACIONAL BRUTO(*)
(Porcentaje del PIB; en términos de la PPA)



(*) Los datos anteriores a 1963 no incluyen a Francia.

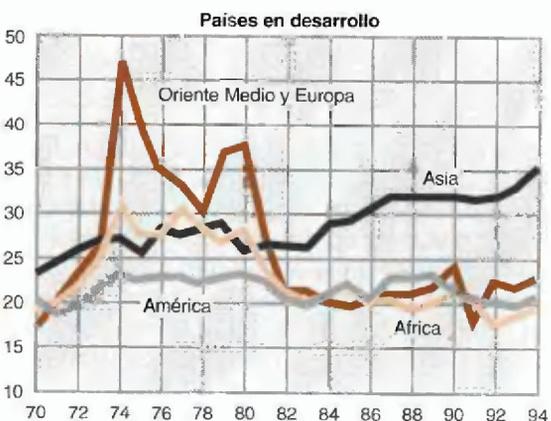
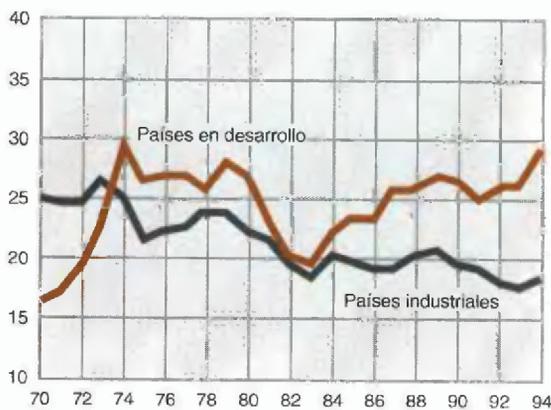
tendencia de la tasa mundial de ahorro después de 1972, y nuevamente después de 1980, de manera que resulta conveniente observar el comportamiento del ahorro a lo largo de tres períodos: los años anteriores a las crisis petroleras, 1960-72: el período de ajuste a éstas, 1973-80, y el período posterior, de 1981 hasta el presente. Haciendo esta distinción, la tasa de ahorro mundial registró un promedio del 23 por 100 en el primer período, se incrementó al 25 en el período de las crisis, y luego decreció al 22,50 en el período más reciente. En 1992 y 1993, los últimos años para los que se dispone de información, la tasa de ahorro mundial alcanzó un promedio de apenas el 21,75 por 100, o sea, dos puntos porcentuales por debajo de la registrada a fines de los años sesenta y setenta.

¿Qué sectores fueron responsables de la disminución de la tasa de ahorro en los años ochenta? Desglosando los datos sobre el ahorro nacional en los principales países industriales —que representan alrededor de la mitad del ahorro mundial— en ahorro público y privado, se puede ver que *prácticamente toda la disminución se produjo en el ahorro del sector público* (gráfico 2). En esos mismos países, la tasa de ahorro privado registró un promedio del 20 por 100 en los períodos 1960-72 y 1981-93 (4). Pero la tasa de ahorro público se redujo del 4 por 100 del PIB en el período 1960-1972 a apenas el 0,50 por 100 en el período 1981-93. En los principales países industriales, excepto en Japón, se observa una disminución de la tasa de ahorro público.

A diferencia de los países industriales, la tasa promedio de ahorro nacional de los países en desarrollo ha mostrado una marcada tendencia ascendente, pasando de alrededor del 19 por 100 del PIB en 1970 al 27 en la actualidad (gráfico 3). Gran parte de este incremento se debe a los países asiáticos. La tasa de ahorro de las economías en desarrollo de Asia creció más de 10 puntos porcentuales, pasando del 21 por 100 en 1969 a más del 31 por 100 en 1993, debido, principalmente, al incremento de las tasas de ahorro privado. En algunos países en desarrollo que han logrado mantener altas tasas de crecimiento, las tasas de ahorro se han duplicado en los últimos veinte años (Chile, Corea, Malasia y Tailandia, entre otros). En contraste, se observa una disminución de la tasa de ahorro en África, que puede atribuirse, en gran medida, a la disminución de la tasa de ahorro público. En los países en desarrollo de América, la tasa agregada de ahorro creció durante los años setenta, pero ha venido decreciendo desde 1989, debido, principalmente, a la disminución de las tasas de ahorro privado. Entre los factores que produjeron la caída de la tasa de ahorro en esos países figura la oleada de afluencia de capitales y la liberalización financiera, que dieron como resultado un mayor acceso a los préstamos internos y externos.

Las tendencias del ahorro en muchos países en transición de Europa oriental son difíciles de analizar debido a la limitación de los datos disponibles. En esos países, las tasas de ahorro eran elevadas antes de la transición, debido, principalmente, a que

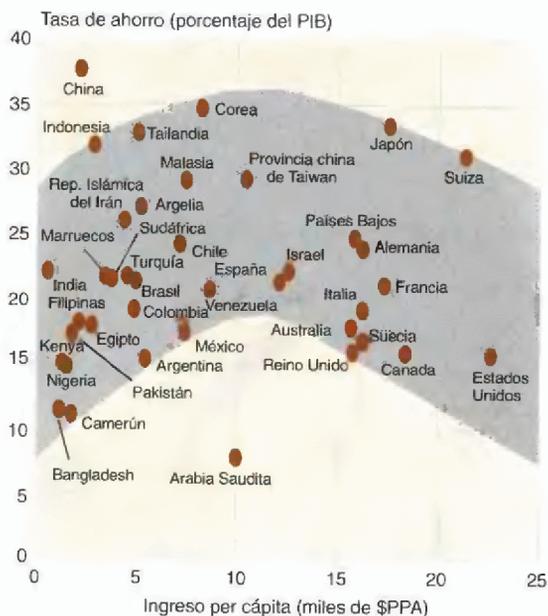
GRÁFICO 3
TASAS DE AHORRO
(Porcentaje del PIB; en términos de la PPA)



las limitadas oportunidades de consumo conducían al llamado ahorro forzoso. Durante la primera fase de la transición, las tasas de ahorro privado probablemente hayan decrecido. Las tasas de ahorro de las unidades familiares se han reducido por la fuerte contracción del ingreso, y el ahorro del sector empresarial ha disminuido casi con seguridad, aunque la limitación de datos dificulta su cuantificación (5). La mayoría de estos países también ha experimentado un significativo desahorro del Estado, del orden del 5 al 15 por 100 del PIB por año. Existen pocas dudas acerca de que las tasas agregadas de ahorro de estos países serían muy inferiores a las que existían antes de la transición.

El gráfico 4 ilustra la relación que existe entre los niveles de ingreso per cápita y la tasa de ahorro nacional bruto en el período 1989-93. Estos datos sugieren que las tasas de ahorro nacional tienden a aumentar claramente a medida que se incrementa

GRÁFICO 4
TASA DE AHORRO NACIONAL BRUTO
Y NIVELES DE INGRESO PER CÁPITA(*)
(Promedio 1989-1993)



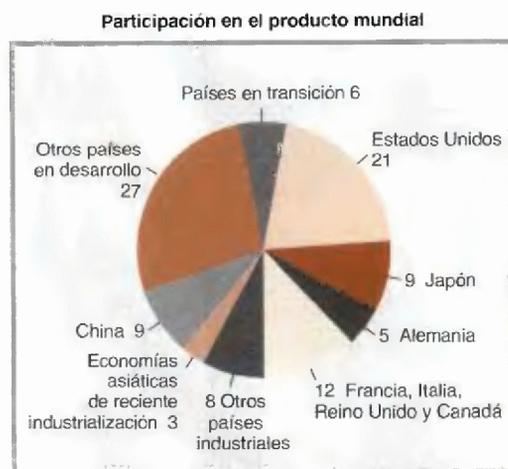
(*) La franja sombreada indica un intervalo que capta la experiencia de la mayoría de los países. El perfil implícito entre las tasas de ahorro y el nivel de ingreso per cápita es congruente con la evidencia estadística indicada más adelante.

el ingreso per cápita, y que las tasas de ahorro se nivelan, o incluso decrecen un poco, en las economías de alto ingreso. Las tasas muy bajas de ahorro se observan con mayor frecuencia en los países que tienen un ingreso bajo per cápita, debido, en parte, a que prácticamente todo el ingreso se dedica a cubrir los gastos. La tendencia al sustancial incremento de las tasas de ahorro en países de ingreso medio se observa particularmente en las economías asiáticas de reciente industrialización, mientras que la tendencia a la nivelación (o incluso la disminución) de las tasas de ahorro es más notable en países de elevado ingreso per cápita, como Canadá, Estados Unidos y Reino Unido.

Si se considera la oferta global de ahorro para satisfacer la demanda mundial de inversiones, lo que interesa es el volumen efectivo de ahorro y su capacidad para desplazarse a través de las fronteras internacionales. Como era de esperar, los mayores proveedores de ahorro bruto son también las economías más grandes (gráfico 5). Japón y las economías asiáticas de reciente industrialización

proveen proporcionalmente más ahorro que lo que podría sugerir la magnitud de su PIB, mientras que Estados Unidos lo hace en menor proporción. El hecho de que los países industriales provean alrededor de la mitad del ahorro total mundial no refleja, obviamente, en forma adecuada su papel, dado que la mayoría de los países en desarrollo y en transición aún no están completamente integrados en los mercados financieros mundiales. Son los países industriales los que siguen dominando los mercados mundiales de capital, aspecto del que nos ocuparemos más adelante.

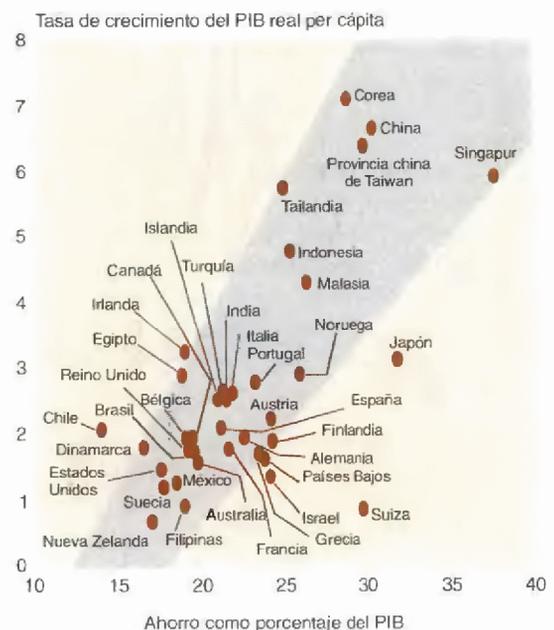
GRÁFICO 5
PARTICIPACIÓN EN EL PRODUCTO Y
EL AHORRO MUNDIALES: 1993
(Porcentaje; en términos de la PPA)



ASPECTOS IMPORTANTES DEL AHORRO

¿Es el ahorro el que ocasiona el crecimiento o el crecimiento el que genera el ahorro? Una de las más notables constantes de los datos comparativos entre países es la relación que existe entre la tasa de ahorro y el crecimiento del producto. Por lo general, los países que generan altos niveles de ahorro crecen más rápidamente que aquellos en los que el nivel de ahorro es menor (gráfico 6). Durante los últimos diez años, catorce de las veinte economías de crecimiento más rápido mostraron tasas de ahorro superiores al 25 por 100, y ninguna de ellas registró una tasa de ahorro inferior al 18 por 100. Por su parte, ocho de las veinte economías de crecimiento más lento del mundo registraron, durante el mismo periodo, tasas de ahorro de menos del 10 por 100, y catorce presentaron tasas inferiores al 15 por 100 (6). Pero la vinculación entre el ahorro y el crecimiento económico no es rigurosa. Algunos países han mostrado tasas muy elevadas de ahorro y, comparativamente, un bajo crecimiento económico —como Suiza, por ejem-

GRÁFICO 6
TASA DE AHORRO Y CRECIMIENTO DEL PIB
REAL PER CÁPITA(*)
(Promedio 1973-1993)



(*) La franja sombreada sólo indica una correlación positiva entre la tasa de ahorro y el crecimiento del PIB real per cápita.

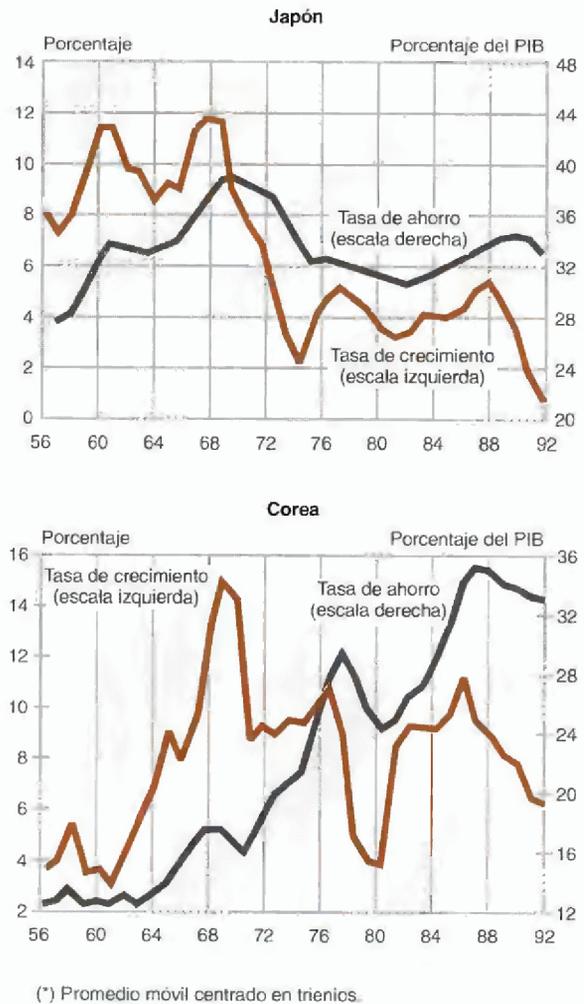
plo—, mientras que otros han experimentado un saludable crecimiento económico a pesar de tener una tasa de ahorro relativamente baja, por lo menos durante un determinado período. El PIB real de Chile, por ejemplo, ha registrado un crecimiento promedio de más del 6 por 100 anual en los últimos diez años, y su tasa de ahorro se ha mantenido en un promedio de apenas el 18 por 100.

La dirección de la causalidad que subyace en la relación que existe entre el ahorro y el crecimiento es difícil de comprender: en efecto, existen razones para creer que se producen efectos positivos en ambas direcciones. El efecto positivo del ahorro sobre el crecimiento es el más directo: un mayor nivel de ahorro incrementa la tasa de crecimiento del producto, al producir una acumulación más rápida de capital (7). La tradicional recomendación de política que se desprende de este punto de vista es que para aumentar el ritmo del crecimiento económico, los países deben pensar primero en estimular el ahorro para incentivar la formación de capital.

La evidencia empírica sugiere que el crecimiento del ingreso también ejerce un efecto positivo sobre el ahorro. El examen de los datos provenientes de los países de elevado ahorro y alto crecimiento de Asia oriental, por ejemplo, sugiere que esos países experimentaron un elevado crecimiento *antes* de que se incrementaran sus tasas de ahorro. En los años cincuenta, sesenta y principios de los años setenta, por ejemplo, el aumento de las tasas de ahorro de Japón y Corea se produjo algunos años después del incremento de las tasas de crecimiento del PIB (gráfico 7), y el menor ritmo de crecimiento de Japón a fines de los años sesenta fue seguido por una disminución de la tasa de ahorro. Las investigaciones recientes, incluso las pruebas de causalidad estadística, se orientan cada vez más a sugerir que la vinculación se produce desde el crecimiento hacia el ahorro (8). La experiencia de los países industriales, en los que las tasas de ahorro se redujeron ante el lento crecimiento del producto y la productividad después de 1973, también es congruente con este punto de vista.

Si bien las últimas investigaciones sobre la causalidad entre el crecimiento y el ahorro pueden no ser totalmente concluyentes, los datos sugieren que puede existir un círculo virtuoso entre el crecimiento y el ahorro. Los aumentos en el crecimiento elevan la tasa de ahorro, lo que, a su vez, se traduce en un mayor crecimiento. Este hecho puede tener amplias ramificaciones. Podría sugerir que una aceleración del crecimiento en los países en desarrollo es posible incluso en ausencia de un aumento inicial del ahorro si, por ejemplo, el estímulo

GRÁFICO 7
JAPÓN Y COREA: TASAS DE CRECIMIENTO Y DE AHORRO(*)



proviene de la transferencia de tecnología (9). También sugeriría que gran parte del ahorro que los países en desarrollo de rápido crecimiento necesitarán en el futuro para financiar sus inversiones probablemente será generado por ellos mismos.

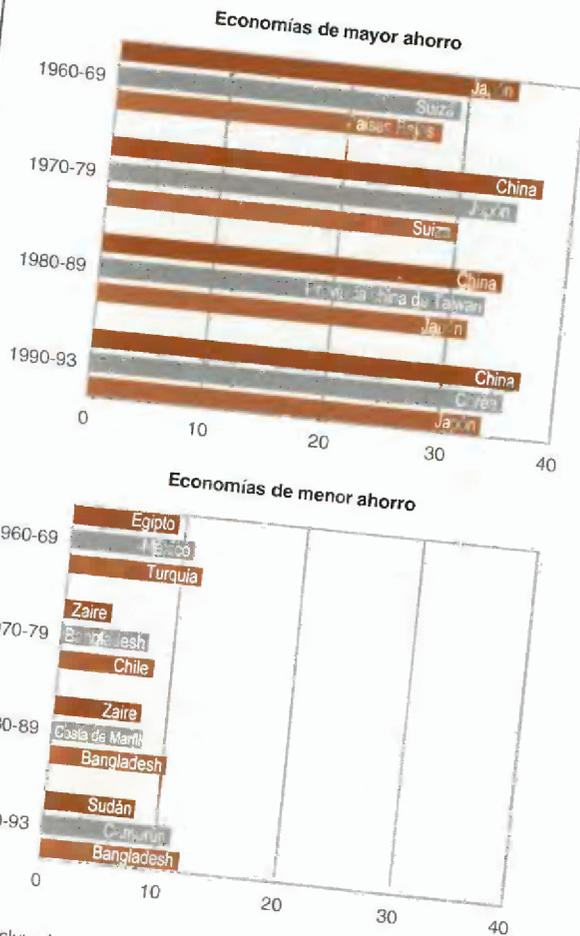
¿Cuál es el volumen adecuado de ahorro mundial? ¿Es posible ahorrar demasiado? Para algunos, la economía mundial ahorra e invierte demasiado poco, y siempre sería preferible ahorrar más. En la actualidad, la economía mundial se beneficiaría de una mayor tasa de ahorro y de inversión, pero teóricamente es posible que el mundo ahorre demasiado. El tema del ahorro óptimo se relaciona con la economía del bienestar y la teoría

del crecimiento, y la respuesta depende, en gran medida, de juicios subjetivos, como el peso que se asigne a los intereses de diferentes unidades familiares, generaciones o países. Los modelos teóricos del crecimiento han permitido establecer «reglas de oro»; es decir, tasas de ahorro y de inversión que conducirían a un crecimiento económico óptimo en condiciones hipotéticas. Mientras una teoría mantiene que los incrementos adicionales en la tasa de ahorro aumentan el bienestar siempre que la tasa de rentabilidad (determinada por la oferta de ahorro) supere la tasa de crecimiento demográfico, otra variante sostiene que una mayor tasa de ahorro eleva el bienestar siempre que el flujo de dividendos de los proyectos de inversión sea positivo. Ambas se aplican fácilmente a la economía mundial en la actualidad, lo que sugiere que el ahorro excesivo prácticamente no constituye un problema.

Si bien el ahorro excesivo es teóricamente posible en una economía cerrada, y podría reducir el bienestar interno, en un mundo de mercados abiertos de capital, el exceso de ahorro en un país se podría invertir en otros países. Éstos se beneficiarían de los menores tipos de interés y de una mayor formación de capital, y en consecuencia disfrutarían de un mayor crecimiento económico. Sin embargo, una situación de este tipo también podría caracterizarse por desequilibrios comerciales que podrían alimentar la percepción de prácticas comerciales injustas y provocar fricciones políticas, y presiones sobre los mercados financieros. Por lo tanto, en la práctica pueden existir limitaciones a la acumulación de activos de un país en el exterior (10).

¿Por qué algunos países ahorran tanto? ¿Continuarán haciéndolo? El gráfico 8 muestra las economías de mayor y menor ahorro del mundo en cada década desde 1960 (11). Al principio de la lista figuran Japón, Corea, la provincia china de Taiwan y China. Es notable la tasa sumamente elevada de ahorro de un conjunto de economías de Asia oriental: la tasa de ahorro de Japón alcanzó un promedio del 34 por 100 en 1990-93, la de Corea 35 por 100, la de China 37 por 100 y la de la provincia china de Taiwan 29 por 100. Si no fuera por estos «superahorradores», la tasa mundial de ahorro sería significativamente menor. Por ejemplo, si en 1993 la tasa de ahorro de Japón hubiera caído al promedio del 16 por 100 registrado por los otros principales países industriales, la tasa mundial de ahorro se habría reducido en 1,50 puntos porcentuales. Zaire, Costa de Marfil y Camerún figuran entre los países con menores tasas de ahorro. Quizás el caso más interesante sea el de Corea, que a principios de los años sesenta era uno de los países con

GRÁFICO 8
ECONOMÍAS DE MAYOR Y MENOR AHORRO(*)
(Porcentaje del PIB; promedios en intervalos de 10 años)



(*) Excluye las economías en transición y los principales países exportadores de petróleo.

menos ahorro, y en los años ochenta y noventa pasó a ser uno de los que más ahorran.

La importancia de estos países de elevado ahorro nos hace pensar por qué se da este fenómeno, y si puede esperarse que continúe. Se han sugerido numerosas causas para justificar el elevado ahorro. En varios países de Asia oriental, la política gubernamental ha favorecido el ahorro, ya sea a través del ahorro público o del ahorro privado obligatorio, las restricciones al acceso al crédito por parte de los consumidores, o la provisión de mecanismos ampliamente accesibles para fomentar el ahorro. Muchos observadores han sugerido que en

este proceso actúan factores culturales, y si bien ello puede ser parte de la explicación, estos factores no son los únicos que intervienen. Por ejemplo, existen pocas evidencias de altas tasas de ahorro en Asia oriental antes de la segunda guerra mundial, mientras que a fines del siglo XIX Estados Unidos tenía una tasa relativamente elevada de ahorro (12).

No existe una sola explicación plenamente convincente para justificar el elevado ahorro, aunque se puede sospechar que la razón podría ser el elevado crecimiento, como se señaló antes. Si el rápido crecimiento, en efecto, promueve el ahorro, puede esperarse que en el futuro éste disminuya, por lo menos en Japón, uno de los grandes países generadores de ahorro. En el periodo 1970-93, Japón creció a una tasa promedio del 4,25 por 100 anual. Si bien no se puede descartar que ese país vuelva a registrar altas tasas de crecimiento, ello no parece probable, ya que parece haber alcanzado el nivel de los demás. Además, la población de Japón está comenzando a envejecer más rápidamente, y ello también contribuirá a disminuir la tasa de ahorro. En general, parece muy probable que la tasa de ahorro de Japón muestre una sostenida erosión durante los próximos años. Por otra parte, no parece existir razón alguna para que la tasa de ahorro de China no siga siendo elevada por algún tiempo, especialmente si el país mantiene un alto nivel de crecimiento.

PRINCIPALES FACTORES QUE AFECTAN AL AHORRO

Para comprender mejor la posible oferta futura de ahorro mundial, es preciso examinar los principales factores que afectan al comportamiento del ahorro. Se han expresado dos puntos de vista teóricos fundamentalmente distintos acerca de la motivación básica del ahorro. De acuerdo con uno de ellos, el ahorro es considerado como una opción entre el consumo presente y el futuro (13). Las personas comparan su tasa de preferencia cronológica con el tipo de interés, y distribuyen uniformemente su consumo en el curso del tiempo para maximizar su utilidad. El tipo de interés es el principal mecanismo mediante el cual se equilibran el ahorro y la inversión. El otro punto de vista sostiene que existe una estrecha vinculación entre el ingreso corriente y el consumo corriente (y la diferencia es el ahorro). Según este punto de vista, el ahorro y la inversión se equilibran principalmente mediante movimientos en el ingreso, y el tipo de interés tiene un efecto menor. Un punto de vista

híbrido procura reconciliar la uniformidad del consumo con el consumo determinado por el ingreso, considerando que el proceso de consumo está impulsado por un concepto de ingreso permanente.

La amplia bibliografía existente sobre los determinantes del ahorro todavía está sujeta a importantes interrogantes, incluso si existe un sustancial ajuste intertemporal del consumo, como sostiene el primer punto de vista, o si el consumo (y por ende el ahorro) está determinado principalmente por los perfiles corrientes de ingreso, como sostiene la segunda teoría. El espinoso tema de la causalidad entre el crecimiento del ingreso y la tasa de ahorro, como se analiza anteriormente, tampoco se ha resuelto. Por su parte, el impacto de la variación del tipo de interés real sobre el ahorro es teórica y empíricamente ambiguo: se produce a la vez un efecto positivo de sustitución y un efecto del ingreso posiblemente negativo (si, por ejemplo, el alza del tipo de interés origina una caída de las aportaciones que deben hacerse a un plan de pensiones con beneficios determinados), y los estudios empíricos encuentran en general que estos efectos son escasos. Los fondos de pensiones públicos también podrían afectar al ahorro privado, ya que podrían sustituir a las aportaciones privadas a los fondos de pensiones, aunque nuevamente la evidencia empírica en este sentido es variada.

Los investigadores han llegado a conclusiones tentativas sobre otros aspectos relacionados con el ahorro. Las investigaciones empíricas han tendido a rechazar la noción de que ante los cambios en la posición fiscal del Estado se produce una reacción equivalente en el ahorro privado (la llamada equivalencia ricardiana) tanto en los países industriales como en los países en desarrollo (14). Como resultado típico, la reacción que se produce contrarresta la mitad de los cambios, aunque algunos investigadores encuentran una proporción mayor en los países que registran tasas particularmente elevadas de desahorro público. En la bibliografía se observa, en general, un impacto negativo de la liberalización financiera sobre el comportamiento del ahorro en los países industriales, aunque puede tratarse de un efecto transitorio. Es posible que éstos alienten el ahorro en general, pero la eliminación gradual de limitaciones a la obtención de préstamos suele considerarse el factor más importante, por lo menos a corto plazo (15). Se ha encontrado además un efecto ambiguo de la tributación sobre el comportamiento del ahorro, debido a que los impuestos y subsidios al ahorro operan a través de sus repercusiones sobre el tipo de interés real después de impuestos y, como se mencionó anterior-

mente, la tasa de ahorro demuestra ser poco sensible a las fluctuaciones del tipo de interés real.

Los efectos del ahorro sobre determinados grupos de edad son, en general, significativos. El modelo del ciclo de vida, que considera que el ahorro es una previsión para la jubilación, predice que la tasa de ahorro descenderá a medida que aumente el número de jubilados. Este efecto a menudo se extiende también a la población que por su edad aún no es económicamente activa y, como resultado general, al aumentar el número de dependientes se reduce la tasa de ahorro. Por último, se considera que la mejora temporal de la relación de intercambio eleva la tasa de ahorro porque es indicio de un incremento del ingreso transitorio. Este efecto puede ser muy acusado si son amplias las fluctuaciones de la relación de intercambio. Por ejemplo, las crisis petroleras de los años setenta representaron un cambio masivo en la relación de intercambio en favor de los países exportadores de petróleo y provocaron un marcado incremento, aunque temporal, de la tasa de ahorro mundial. Sencillamente, los recursos masivos que colmaron las arcas de los países de la OPEP (Organización de Países Exportadores de Petróleo) no llegaban a gastarse a la misma velocidad con la que ingresa-

En el caso de los países en desarrollo, hay otros factores determinantes del ahorro. Las posibilidades de colocar el ahorro financiero son más limitadas porque las imperfecciones de los mercados de capitales están más extendidas, los mercados financieros son menos desarrollados, parece existir falta de confianza en el sistema bancario y los tipos de interés tienden a estar muy reglamentados. Por consiguiente, y debido a las limitaciones de liquidez y a la necesidad de cubrir los gastos de subsistencia, el efecto del tipo de interés sobre el ahorro tiende a ser menor. Este efecto también puede variar con el nivel de ingreso y de riqueza y, en el caso de los países cuyo ingreso per cápita es muy próximo al nivel de subsistencia, pueden estar en peores condiciones para la sustitución intertemporal (recuadro 1).

En muchos países en desarrollo, el ahorro externo puede ser un factor determinante del ahorro total porque se racionala la obtención de préstamos externos. Si bien el ahorro externo puede fomentar el crecimiento, al elevar el ahorro total disponible para invertir, puede reemplazar parcialmente al ahorro nacional al elevar el consumo interno. Se han encontrado pruebas empíricas de que existe una relación negativa entre el ahorro interno y el ahorro externo en ciertas regiones en desarrollo (17). Al-

gunos estudios sugieren que la afluencia de capitales a los principales países latinoamericanos, en promedio, ha *reducido* los coeficientes nacionales de ahorro, mientras que es posible que la afluencia de capitales a los países asiáticos de alto crecimiento haya incrementado el ahorro nacional y la inversión global (18). Otra importante fuente de ahorro externo, en el caso de los países en desarrollo más pobres, es la asistencia externa. La evidencia empírica sobre el impacto de la asistencia externa sobre el ahorro es variada, aunque parece que éste es negativo. Los estudios realizados recientemente sugieren que un promedio de alrededor del 40 por 100 de la asistencia externa se dirige al consumo, lo que se refleja en el hecho de que en la mayoría de los casos se orienta hacia países en los que el ingreso per cápita es bajo, y la necesidad de cubrir los gastos de subsistencia domina las decisiones acerca del ahorro (19).

Un estudio de antecedentes, llevado a cabo por un equipo para la realización de este trabajo, ha verificado la forma en que estos tipos de factores podrían influir en la tasa de ahorro privado (20). En el estudio se utilizaron series cronológicas y regresiones de corte transversal, empleando datos de expertos para 21 países industriales y 64 países en desarrollo en el período 1971-93. El análisis demostró que la mayoría de las variables económicas usuales tiene signo correcto y, en general, son significativas. Un mayor crecimiento del producto, los tipos de interés reales más altos y un mejoramiento de la relación de intercambio tendieron a incrementar la tasa de ahorro privado, mientras que el aumento del superávit del gobierno, una mayor riqueza, un mayor ingreso per cápita en relación con Estados Unidos (que representa el efecto de una equiparación en el crecimiento), y una mayor fracción de jóvenes y viejos, sugieren una tasa de ahorro privado más baja. En términos generales, el estudio halló menos elementos que respaldaran las teorías más comunes sobre el ahorro entre los países en desarrollo de menores ingresos, quizá debido a la existencia de datos menos fiables.

Una de las principales conclusiones del estudio del equipo se refiere a que los cambios en la posición fiscal del gobierno parecen provocar una reacción sólo parcial en el ahorro privado. El promedio simple de los resultados de los países industriales y en desarrollo sugiere un valor de alrededor de tres quintos, considerablemente por debajo de la unidad, como se postula en la plena equivalencia ricardiana, y acorde con otras estimaciones contenidas en la bibliografía. Otra conclusión es que los efectos demográficos son significativos y, en general, han contribuido a incrementar las tasas de

Recuadro 1

AHORRO Y TIPOS DE INTERÉS REALES EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO

Existe escaso consenso en cuanto al volumen y el significado de la reacción del ahorro de los países en desarrollo frente a las variaciones de los tipos de interés reales. Ello puede ser resultado de problemas de información, de la falta de modernización y del grado de desarrollo de los mercados financieros nacionales, o de normas que en muchos países en desarrollo de bajo ingreso no permiten que los tipos de interés estén claramente determinados por el mercado. Quizá más importante es que los tipos de interés pueden no tener incidencia alguna en los hechos porque en países con niveles de ingreso prácticamente de subsistencia el ahorro de la unidad familiar puede ser nulo.

En estudios recientes, se ha tratado de calcular la incidencia de los tipos de interés en el ahorro doméstico de los países en desarrollo utilizando datos macroeconómicos. Esa incidencia depende de la facilidad con que las unidades familiares pueden ir sustituyendo el consumo, es decir, lo que técnicamente se denomina *elasticidad intertemporal de la sustitución* en el consumo. A diferencia de otros estudios, el criterio adoptado no exige igual sensibilidad del ahorro a los intereses entre países con diferentes ingresos per cápita, lo cual es congruente con los aspectos vinculados a la subsistencia, sino que admite incorporar a las decisiones de ahorro doméstico factores tales como los precios relativos de las importaciones y los artículos del hogar (1). Una baja transitoria de los precios de las importaciones puede reducir el ahorro, dado que el precio de los bienes importados es un componente del índice de precios al consumidor, cuyas variaciones en el tiempo (al igual que las variaciones de los tipos de interés) inciden en los incentivos para consumir hoy o ahorrar para consumir más en el futuro.

Los resultados sugieren que la tasa de ahorro doméstico de los países en desarrollo de ingreso medio superior tiende a aumentar significativamente con los incrementos de los tipos de interés, siendo la reacción muy poco diferente de lo que se observaría habitualmente en los países industriales. Sin embargo, la elasticidad del ahorro a los intereses varía mucho con el

nivel de riqueza, tal como lo prevé el modelo de subsistencia: en los países de bajo ingreso, la elasticidad del ahorro privado a los intereses es cercana a cero, pero aumenta notoriamente en los países de ingreso medio, y más aún en los de ingreso medio superior y los de ingreso alto. La liberalización financiera —y los aumentos resultantes de los tipos de interés— pueden tener una serie de efectos positivos, e incluso dar más eficacia a la inversión y fortalecer el crecimiento económico, pero el efecto directo de esa política en el comportamiento del ahorro de las unidades familiares tiende a ser relativamente pequeño en los países de bajo ingreso. Quizás en esos países se deba recurrir a otra estrategia para incrementar el ahorro nacional. La experiencia de una serie de economías florecientes de Asia oriental subraya la importancia de una política fiscal prudente, una inflación baja y la estabilidad macroeconómica como instrumentos de fomento del ahorro nacional (2). Además, la liberalización del comercio y otras reformas estructurales afianzan las señales en materia de precios, facilitan los flujos de recursos financieros, estimulan el aumento de la productividad y la producción y, por ende, fomentan el ahorro.

NOTAS

(1) Véase Jonathan D. OSTRY y Carmen M. REINHART, «Private saving and terms of trade shocks», en *Staff Papers* (FMI), vol. 39 (septiembre de 1992), págs. 495-517, y Masao OGAKI, Jonathan D. OSTRY y Carmen M. REINHART, «Saving behavior in low —and middle— income developing countries», documento de trabajo del FMI, WP/95/3 (enero de 1995).

(2) Véase BANCO MUNDIAL, *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy*, Policy Research Report (Nueva York: Oxford University Press para el Banco Mundial, 1993). Los programas de ahorro obligatorio también pueden haber contribuido al fomento del ahorro en algunos países asiáticos. Otros factores que pueden haber elevado las tasas de ahorro de los países asiáticos son una supervisión bancaria prudente y efectiva, que inspiró confianza en el sistema financiero, y la reglamentación de los diferenciales de los tipos de interés, que puede haber reducido los costos de la intermediación financiera.

ahorro durante los últimos 25 años. Una tercera observación es que parece existir una asociación positiva entre el crecimiento del PIB y la tasa de ahorro, y que además existen ciertos indicios de que la tasa de ahorro puede haberse estabilizado, o incluso disminuido, en los países con altos niveles de ingreso per cápita. En el estudio, también se encontró que los cambios en la relación de intercambio tienen un fuerte efecto positivo sobre el ahorro. En los países en desarrollo, el ahorro externo reduce el ahorro privado, pero aumenta el volumen total de ahorro disponible para inversión. Por último, el estudio concluye que un incremento de 100 centésimos de punto porcentual en el tipo de interés real hace que la tasa de ahorro aumente apenas un 0,2 por 100 del PIB en los países industriales.

Con respecto a los cambios en el ahorro público, pueden distinguirse tres factores: los efectos a corto plazo del ciclo económico, la voluntad política para contener la acumulación de deuda pública a medio plazo y las obligaciones estructurales del gobierno en el largo plazo. Los efectos del ciclo económico no pueden considerarse porque este estudio se concentra en el medio y largo plazo. A medio plazo, sin embargo —en un período de cinco a diez años—, parece posible que se produzcan cambios razonablemente importantes en el ahorro público si existe una voluntad política fuerte. A más largo plazo, las obligaciones más importantes del gobierno son, decididamente, los pasivos de los sistemas de pensiones y jubilaciones públicos (21). En 1990 se estimaba que el valor presente de los

pasivos netos de las cajas de pensiones de los principales países industriales superaba, en promedio, el 130 por 100 de su PIB (22). Frente al envejecimiento de la población, parece inevitable la contracción de la financiación, y sólo se cuenta con unas pocas opciones. Los países podrían aumentar las tasas de aportación, lo que tendería a incrementar directamente la tasa de ahorro público. Podrían reducir con el tiempo los beneficios de jubilación, lo que probablemente haría que se incrementara la tasa de ahorro privado en la medida en que los trabajadores procurasen obtener en el sector privado alguna compensación de la reducción

de beneficios. Podrían tratar de transferir nuevamente responsabilidades al sector privado (recuadro 2), o podrían elevar la edad de jubilación —que es otra forma de reducir los beneficios—, lo que reduciría el coeficiente de dependencia, conduciría a un menor número agregado de años de jubilación, y probablemente impulsaría la tasa de ahorro privado (23). El resultado global es difícil de predecir en este momento, pero, en la medida en que los países comiencen a abordar las dificultades de financiar la jubilación, parece probable que las tasas de ahorro público y privado tengan que incrementarse.

Recuadro 2

REFORMA DE LA JUBILACIÓN EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO

Los sistemas de jubilación se diferencian de acuerdo a cómo financian y conceden las jubilaciones y fijan los beneficios o los aportes, y según estén administrados por el Estado o por el sector privado. En la mayoría de los países, los sistemas de jubilación son administrados por el Estado y ofrecen beneficios fijados por ley y no por los aportes efectuados a lo largo de una vida de trabajo. Estos sistemas de beneficios definidos, sin constitución de fondos propios, funcionan de acuerdo a un régimen de pagos con cargo a los ingresos corrientes que transfieren recursos de los contribuyentes a los beneficiarios.

Aunque los sistemas de jubilaciones públicos de este tipo pueden tener más ventajas que los administrados privadamente y con plena constitución de fondos en términos de cobertura, protección de los jubilados y equidad, también adolecen de problemas muy conocidos. La falta de una relación directa entre los beneficios y los aportes puede afectar gravemente a los presupuestos del Estado: los impuestos a los sueldos pueden distorsionar los mercados de trabajo y fomentar la evasión fiscal, y el envejecimiento demográfico, especialmente en los países industriales, hace que estos sistemas sean cada vez más insostenibles a largo plazo.

Varios países en desarrollo, en particular de América Latina, han empezado a utilizar planes de jubilación con fondos propios, en tanto que en algunos países de Asia oriental estos planes ya llevan años (1). Chile, cuyo sistema tradicional de pagos con cargo a los ingresos corrientes a fines de los años setenta había acumulado una serie de problemas, adoptó una reforma de mucho mayor alcance. La reforma comenzó en 1981, aprovechando que el excedente fiscal era suficientemente importante como para financiar la transición a un sistema con fondos propios, y una vez elevada la edad de jubilación a 65 años. Se introdujo un plan de ahorro privado conforme al cual los trabajadores tenían que aportar el 10 por 100 de sus ingresos a uno de los diversos intermediarios rigurosamente reglamentados; al jubilarse, podrían optar entre una secuencia de retiros escalonados o una pensión. Existen indicios de que el aumento de la edad de jubilación y la consolidación fiscal que acompañó a las reformas contribuyeron significativamente al incremento posterior del ahorro privado y al afianzamiento del crecimiento potencial y real (2).

Además, se han venido desarrollando los mercados de capitales de Chile con la creación de un mercado de pensiones indexadas, el flujo sostenido de aportes a los fondos de inversión y las importantes mejoras en el funcionamiento de dichos mercados de capitales. Además, las reformas aislaron al sistema de jubilaciones, protegiéndolo contra los posibles riesgos presupuestarios de un sistema de beneficios definidos administrado por el Estado. Los costes administrativos —aproximadamente, el 30 por 100 del ahorro obligatorio— son altos en relación con un sistema obligatorio único, pero ello se debe en parte a los costes publicitarios para atraer a la clientela. Aparte de ello, contrastando con el sistema de beneficios definidos, la incertidumbre en relación con la duración de la vida laboral, la duración de la jubilación y el rendimiento de la inversión de los aportes hacen imprevisibles los beneficios de la jubilación.

La reforma de la jubilación también es materia de debate en otras partes de América Latina. En Colombia, la reforma de 1993 superó algunos de los problemas del sistema anterior reduciendo los beneficios netos que se otorgarían a los futuros jubilados e incorporando gradualmente un sistema mixto, con fondos propios y pagos con cargo a los ingresos corrientes (3). En Brasil, conforme a una propuesta basada en la experiencia chilena, se elevaría la edad de jubilación a 65 años y se sustituiría el actual sistema basado en el régimen de pagos contra los ingresos corrientes por un sistema con plena constitución de fondos propios basado en cuentas individuales: otra propuesta es combinar los planes de beneficios definidos y de aportes definidos para proteger a los jubilados y reducir el costo fiscal de mantener un sistema parcial de pagos con cargo a ingresos corrientes. En la Argentina se elevó la edad de jubilación mínima a 65 años, modificación que irá incorporándose gradualmente a lo largo de varios años, y en julio de 1994 se introdujo un sistema capitalizado privado. Los fondos de jubilaciones administrados privadamente, que actualmente abarcan a unos 6,3 millones de afiliados, coexisten con el sistema parcial de pagos con cargo a ingresos corrientes al que pertenecen predominantemente los afiliados de edad más avanzada, que optaron por quedar vinculados al sistema anterior.

Varios países de Asia oriental han empleado variaciones del sistema de aportes definidos, en parte como componente de la

política de desarrollo (4). Los sistemas de jubilación de Malasia y Singapur se basan principalmente en fondos de previsión con plena constitución de recursos propios y aportes definidos obligatorios que se mantienen en un fondo central con cuentas separadas por contribuyente. Los beneficios de jubilación consisten en los aportes acumulados más el interés y se entregan en un pago único. La cobertura obligatoria se restringe en general a los asalariados del sector formal, y los que reciben salarios bajos o tienen pocos antecedentes de trabajo reciben una cobertura limitada. Una de las virtudes de los sistemas de fondos de previsión es que pueden generar un mayor ahorro. Si bien es posible que el ahorro privado voluntario se reduzca al aumentar el ahorro compulsivo, la experiencia de Malasia y Singapur, donde las tasas de ahorro nacional tradicionalmente superan el 30 por 100, sugiere que los fondos de previsión pueden haber contribuido, en general, a las elevadas tasas de ahorro nacional.

La experiencia de los países en desarrollo que han reformado los sistemas de jubilación indica que una combinación de planes obligatorios con fondos propios y disposiciones complementarias de definición de los beneficios alivia la presión en los presupuestos y brinda protección a quienes culminan el ciclo laboral. El componente de obligatoriedad y de plena constitución de fondos podría determinar un mayor ahorro, al hacer que la gente tome más conciencia de la necesidad de ahorrar para el futuro y al imponer un ahorro forzoso. También es probable que se contribuya al desarrollo de los mercados de capitales con la inversión del sector privado en fondos de jubilacio-

nes. En la medida en que las reformas determinen un mayor ahorro, seguramente tendrán un efecto positivo en el crecimiento. El mayor desarrollo de los mercados de capitales resultante de las reformas, seguramente habrá de contribuir también a un mayor crecimiento del producto, que, a su vez, generaría más ahorro (5).

NOTAS

(1) Véase Patricio ARRAU y Klaus SCHMIDT-HEBBEL, «Pension systems and reforms: Country experience and research issues», en *Revista de Análisis Económico*, vol. 9 (junio de 1994), págs. 3-20.

(2) Véase Peter DIAMOND, «Privatization of social security: Lessons from Chile», en *Revista de Análisis Económico*, vol. 9 (junio de 1994), páginas 21-33; referencias en *The Chilean Economy: Policy Lessons and Challenges*, Barry BOSWORTH, Rudiger DORNBUSCH y Raúl LABAN, encargados de la edición (Washington: Brookings Institution, 1994).

(3) Véase Klaus SCHMIDT-HEBBEL, «Colombia's pension reform: Fiscal and macroeconomic implications», Departamento de Investigaciones sobre Políticas de Desarrollo (Washington: Banco Mundial, octubre de 1994).

(4) Véase Frederick RIBE, «Funded social security systems: A review of issues in Four East Asian Countries», en *Revista de Análisis Económico*, vol. 9 (junio de 1994), págs. 169-82.

(5) La experiencia de las reformas en países en desarrollo de ingreso relativamente alto puede no ser aplicable a los países de bajo ingreso en razón de que el sector financiero e institucional está relativamente menos desarrollado.

OFERTA FUTURA DE AHORRO

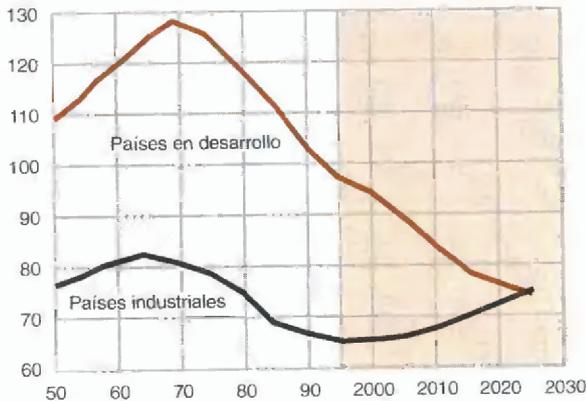
Puede especularse acerca de la posible trayectoria futura del ahorro mundial en los próximos quince o veinte años; en general, las perspectivas no son necesariamente sombrías, especialmente si el crecimiento puede mantenerse en los países de ahorro elevado. La clave será lo que ocurra con el ahorro público. Las tasas de ahorro privado, como ya se mencionó, han permanecido aproximadamente estables durante las últimas tres décadas, y probablemente no experimenten desplazamiento ascendente o descendente alguno en las próximas dos décadas. La tasa de ahorro público mundial cayó marcadamente después de 1980, sin embargo, y constituyó la principal causa de la disminución general de la tasa de ahorro mundial durante el período 1981-93. Incluso un modesto cambio en la posición del ahorro público mundial en las próximas dos décadas probablemente domine otros movimientos.

Sorprendentemente quizá, cabe esperar que las tendencias demográficas mundiales no tengan fuertes repercusiones generales en la tasa mundial de ahorro privado durante los próximos veinte

años. En los países industriales, se producirá una mayor disminución gradual de la tasa agregada de ahorro privado como consecuencia del constante aumento de su coeficiente de dependencia (24). En promedio, el coeficiente de dependencia se incrementará en los países industriales de alrededor del 66 por 100 en 1995 —aproximadamente su nivel mínimo— a un nivel cercano al 70 por 100 para el año 2015, lo que tendería a reducir la tasa de ahorro de los países industriales en menos de un punto porcentual (gráfico 9) (25). En Japón, el efecto será mucho más notable: su coeficiente de dependencia se incrementará aproximadamente 20 puntos porcentuales, lo que haría que la tasa de ahorro de Japón se reduzca alrededor de 3 puntos porcentuales, esto es, del 33 al 30 por 100 si otras condiciones se mantienen iguales (26).

Esta caída en la tasa de ahorro privado de los países industriales probablemente se vea compensada por el constante decremento de los coeficientes de dependencia en los países en desarrollo (27). Después de alcanzar un máximo de más del 120 por 100 en 1970, el coeficiente promedio de dependencia de los países en desarrollo ha experimentado una constante disminución, y debería

GRÁFICO 9
TASAS DE DEPENDENCIA(*)
(Jóvenes y ancianos como porcentaje de la población activa)



(*) La franja color crema indica las proyecciones de población de las Naciones Unidas.

continuar decreciendo por lo menos durante los próximos veinte años, según las proyecciones demográficas de las Naciones Unidas. Entre 1995 y 2015, por ejemplo, el coeficiente de dependencia se reducirá de alrededor del 90 por 100 a aproximadamente 70 por 100, lo que podría incrementar en cerca de 3 puntos porcentuales la tasa de ahorro privado de los países en desarrollo. Como los países en desarrollo representan alrededor de un tercio del PIB mundial en términos de PPA, dicho incremento debería compensar aproximadamente cualquier disminución del ahorro privado de los países industriales. Además, la participación de los países en desarrollo en el PIB mundial probablemente aumente sustancialmente durante los próximos veinte años, y este hecho también impulsaría la tasa mundial de ahorro.

Es probable que el impacto del aumento o la disminución de los tipos de interés reales sobre la tasa de ahorro sea bastante reducido. El efecto del crecimiento económico —captado a través del efecto de las etapas del desarrollo económico— es difícil de cuantificar. Si bien las tasas de ahorro privado en las economías en proceso de maduración pueden decrecer ligeramente, nuevos grupos de países podrían realizar un despegue económico y experimentar marcados aumentos en sus tasas de ahorro. Es difícil predecir qué países crecerán con mayor rapidez, pero, ciertamente, no es inconcebible que el rápido crecimiento y el incremento del

ahorro en países como Brasil, China, India o Indonesia compensen, o incluso superen, la contracción del ahorro en países como Japón o Francia.

El factor clave que influirá en la oferta futura de ahorro mundial es el saldo fiscal de los gobiernos, que sigue siendo una gran incógnita. Supongamos, por un lado, que los gobiernos reducen sus déficit e incrementan sus tasas de ahorro público a la mitad de la tasa de los principales países industriales en el período 1960-72, o sea, al 2 por 100. Ello representaría un aumento de alrededor de 1,50 puntos porcentuales del PIB en la tasa de ahorro público (en comparación con la tasa promedio de ahorro de 0,50 por 100 del PIB registrada en el período 1981-93) y, con una compensación de aproximadamente la mitad por parte del ahorro privado, sugeriría un incremento de alrededor de tres cuartos de punto porcentual en la tasa de ahorro mundial. Por otro lado, supongamos que los gobiernos incrementan sus tasas de ahorro público hasta llegar a la tasa promedio del 4 por 100 del PIB registrada en el período 1960-72. Ello representaría un incremento de 3,50 puntos porcentuales en el ahorro del Estado, que después de la compensación del ahorro privado incrementaría la tasa mundial de ahorro, aproximadamente, en 1,75 puntos porcentuales.

En última instancia, la oferta futura de ahorro mundial depende de dos variables cruciales: el ritmo de crecimiento económico de los países en desarrollo y el volumen de desahorro público de los países industriales. Si algunos de los grandes países en desarrollo crecen rápidamente y experimentan elevadas tasas de ahorro, y si los países industriales vuelven a registrar las tasas de ahorro público del período 1960-72, la tasa mundial de ahorro podría fácilmente aumentar de 2 a 4 puntos porcentuales, a pesar de la constante caída de las tasas de ahorro privado en Japón y en otros países industriales. Éste podría calificarse como el escenario optimista del ahorro. Por otra parte, podría presentarse un escenario pesimista: frente a un estancamiento del crecimiento económico de los principales países en desarrollo y a la existencia de déficit presupuestarios aún mayores en los países industriales, la tasa de ahorro podría reducirse otros 2 ó 3 puntos porcentuales en los próximos quince a veinte años.

LÍMITES A LA OBTENCIÓN EN PRÉSTAMO DEL AHORRO DE OTROS PAÍSES

Se ha sostenido que el volumen de la oferta y la demanda de ahorro de los países en desarrollo y

los países en transición podría constituir una influencia clave sobre los tipos mundiales de interés reales. Si los países con elevada demanda de ahorro entran en el mercado mundial de capitales, los tipos de interés reales aumentarán, pero bajarán si ingresan en el mercado países con ahorros excedentarios potenciales. Recientemente, se ha centrado la atención en la posibilidad de que Europa oriental, la antigua Unión Soviética y los países en desarrollo con mercados de capital recientemente liberalizados absorban un gran volumen de ahorro mundial durante las próximas décadas.

Al evaluar la importancia de estas nuevas demandas de capital, un aspecto fundamental es el volumen potencial de tales corrientes de ahorro. En términos generales, la afluencia neta de ahorro a un determinado país será una función de la brecha que exista entre el ahorro interno y la demanda de inversión interna al tipo de interés mundial, el tamaño del país y la medida en que su mercado de ca-

pitales esté abierto a los flujos internacionales (recuadro 3). Esta apertura, a su vez, dependerá de las características institucionales, como las restricciones legales a la repatriación de utilidades o a la propiedad extranjera, y de la prima sobre los tipos de interés mundiales que exijan los inversionistas extranjeros.

La afluencia masiva de ahorros de un país a otro continúa siendo la excepción más bien que la regla, aun después de una sustancial liberalización financiera. Feldstein y Horioka, por ejemplo, hallaron en 1980 que las tasas nacionales de ahorro e inversión mostraban una alta correlación, lo que se ha interpretado como evidencia de que los cambios en el ahorro interno se traducen principalmente en cambios en la inversión interna, y no en flujos de capitales (28). Otras investigaciones más recientes han hallado que la correlación entre el ahorro nacional y la inversión ha disminuido lentamente con el correr del tiempo (29). Los trabajos realizados

Recuadro 3

CORRIENTES DE CAPITAL TRANSFRONTERIZAS E INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS DE CAPITAL

La *integración* de los mercados de capital se definiría más exactamente como la integración transfronteriza de los mercados de valores financieros comerciables internacionalmente y, en menor medida, como la integración de los mercados de capital físico (inversión directa) y de préstamos y depósitos bancarios. La integración de los mercados de capital significa tener *acceso* a los mercados financieros extranjeros, donde dicho acceso se mide por los costes directos e indirectos vinculados a transacciones en un mercado financiero extranjero en relación con los costes de una transacción similar en el mercado interno. La *eficiencia* de los mercados de capital puede interpretarse de diversas maneras; en muchos casos, como sinónimo de la integración de los mercados de capital, pero esa eficiencia es sólo parte del proceso de integración. Las corrientes de capital dan idea cuantitativa del deseo de invertir en el exterior, pero son sólo indicadores indirectos de las posibilidades de acceso y de la eficiencia y, por ende, de la integración de los mercados de capital.

La escala y el crecimiento de las transacciones de valores entre residentes y no residentes brinda una idea bastante precisa de las posibilidades de acceso a los mercados de capital extranjeros. Como indicador aproximado, cerca del 50 por 100 de las transacciones de participaciones de capital de firmas ubicadas en la Unión Europea se realizan fuera del país de origen, y en una de cada siete transacciones comerciales mundiales participa una contraparte extranjera (1). Además, las transacciones financieras transfronterizas de la mayoría de los países industriales pasaron de menos del 10 por 100 del PIB en 1980 a muy por encima del 100 por 100 del PIB en 1992 (véase el cuadro A). Los emisores de valores se vuelcan cada

vez más a los mercados internacionales. El monto circulante de emisiones de bonos internacionales pasó de 574.000 millones de dólares en 1985 a 2 billones en junio de 1994. En el mismo período, los préstamos de los bancos internacionales se triplicaron, llegando a 4 billones de dólares (2).

El volumen de transacciones de valores de renta fija del mercado secundario en los centros internacionales de compensación, Euroclear y Cedel, también se ha incrementado aceleradamente en los últimos años. De un volumen de actividades de 4 billones de dólares en 1987 pasaron a 21 billones en 1993; es decir, registraron un crecimiento anual medio del 31 por 100 (3). El volumen de transacciones de participaciones de capital en los mercados internos efectuadas por inversionistas no residentes, o efectuadas en su nombre, pasó de 73.000 millones de dólares en 1979 a 1,50 billones en 1990 (4). Por su parte, el volumen de transacciones de participaciones de capital y bonos de la Bolsa de Nueva York bajó de 1,87 billones de dólares en 1987 a 1,76 billones en 1992, lo que representa una disminución anual promedio del 1,4 por 100.

Las transacciones en el mercado mundial de divisas se han acelerado paralelamente a las transacciones internacionales de valores. De acuerdo con la mayoría de las estimaciones, el volumen de actividades del mercado mundial al contado de divisas ronda el billón diario, es decir que desde 1980 se multiplicó por 25 (5). El actual volumen de actividades de los mercados de divisas es demasiado grande como para relacionarlo con el crecimiento del comercio mundial de bienes y servicios, y refleja, más bien, el extraordinario aumento del comercio mundial de activos financieros. El uso de instrumentos finan-

Cuadro A

**TRANSACCIONES TRANSFRONTERIZAS DE VALORES
(Porcentaje del PIB)**

	1980	1992
Estados Unidos	9,3	109,4
Japón	7,0	69,9
Alemania	7,5	91,2
Francia	8,0	122,0
Italia.....	1,1	118,4
Reino Unido	266,0	1.015,8
Canadá	9,6	113,1

Fuentes: Bisignano, «Internationalization of Financial Markets», y estimaciones del personal del FMI.

cieros derivados negociados en divisas y fuera de la Bolsa apunta también a la integración de los mercados de capital. El monto en circulación por canje de monedas se multiplicó cinco veces y media entre 1988 y 1994, superando más de 1 billón de dólares. El monto ficticio en circulación correspondiente a transacciones a plazo, opciones y futuros financieros acusa un crecimiento similar, habiendo alcanzado más de 10 billones de dólares en 1994 (6).

Un factor determinante del crecimiento de la actividad de los mercados financieros transfronterizos ha sido la institucionalización del ahorro. Los participantes no bancarios más importantes del mercado de divisas son los inversionistas institucionales. El total de activos de los 300 principales inversionistas institucionales de Estados Unidos pasó del 30 por 100 del PIB en 1975 (535.000 millones de dólares) a más del 110 por 100 del PIB en 1993 (7,25 billones de dólares) (7). En otros países industriales, se registró un crecimiento similar del total de activos administrados. La importancia de la institucionalización del ahorro para la integración de los mercados de capitales es que denota un cambio hacia la diversificación internacional de las carteras. Este factor quizá sea tan importante para el proceso de integración de los mercados de capitales como la desreglamentación financiera, los avances tecnológicos y otros factores «del lado de la oferta». Las tenencias transfronterizas de participaciones de capital en Estados Unidos, Europa y Japón pasó de 800.000 millones de dólares en 1986 a 1,25 billones en 1991, en tanto que el total de la propiedad transfronteriza de títulos de deuda y participaciones se calcula que ascendía en 1991 a 2,50 billones de dólares. La propiedad extranjera de títulos de deuda pública también pone de relieve la integración de los mercados de capitales (ver el cuadro B).

El porcentaje de los activos de cartera en colocaciones transfronterizas varía mucho de un país a otro. Por ejemplo, los fondos de inversión de Alemania y el Reino Unido tenían en 1991 activos externos por bastante más del 30 por 100 de los activos administrados, mientras que las tenencias de valores externos de los fondos de inversión de Estados Unidos se ubicaban en menos del 7 por 100 de los activos administrados. Esas diferencias de un país a otro podrían reflejar el hecho de que el proceso de integración de los mercados de capitales está en sus primeras etapas, pero, pese a que las carteras de los

Cuadro B

**DEUDA PÚBLICA EN MANOS DE INVERSIONISTAS
EXTRANJEROS
(Porcentaje del monto pendiente de reembolso)**

	1979	1992
Estados Unidos	18,5	20,4
Japón	2,3	20,4
Alemania	5,0	25,9
Francia	0,0	31,8
Italia.....	1,2	6,1
Reino Unido (*)	11,4	12,5
Canadá	15,0	27,7

(*) 1985 y 1991, respectivamente.

Fuentes: Bisignano, «Internationalization of Financial Markets», y estimaciones del personal del FMI.

inversionistas institucionales de algunos países incluyen una fracción relativamente pequeña de activos externos, la magnitud de los activos básicos se traduce en tenencias de cartera internacionales potencialmente importantes —en 1991, los 100 inversionistas institucionales principales de Europa y Estados Unidos tenían alrededor de 1 billón de dólares en valores comerciables internacionales. Con base en las tendencias recientes, en 1996 las tenencias de estas instituciones en valores externos como porcentaje del activo bruto bien podría duplicar las cifras de 1991. Además, en los años noventa, los inversionistas institucionales se han diversificado considerablemente en los nuevos mercados bursátiles.

Existe una serie de criterios formales para cuantificar la tendencia y el nivel del proceso de integración de los mercados de capitales. Uno de ellos consiste sencillamente en identificar las barreras a las corrientes de capital, incluyendo las reglamentarias, como es el caso de los controles de capital y las limitaciones a la propiedad extranjera, y otras menos tangibles, como el idioma, la información y ciertas diferencias culturales. Pero, dado que siempre se pueden obviar las barreras en cierta medida, un problema clave que plantea este enfoque es que no proporciona un parámetro de la integración de los mercados de capital que sea fácilmente cuantificable.

Un segundo criterio es examinar la medida en que el rendimiento de activos similares comerciados en diferentes mercados ha sido equiparado, supuestamente, por las corrientes de capital. La mayoría de estas pruebas basadas en la «ley de un solo precio» estudian la equiparación de los tipos de interés nominales y reales de los bonos del Estado a corto plazo de los distintos países. Las pruebas de la equiparación de los tipos de interés nominales, cuando se ha protegido el riesgo cambiario en el mercado a plazo —paridad de intereses con cobertura— sugieren que en los años ochenta ha existido una convergencia de tipos de interés (con cobertura), en especial en el caso de aquellos países que han eliminado los controles de capital. Los países industriales han avanzado más que los países en desarrollo en ese proceso de integración, a raíz de haberse apartado de la paridad de intereses con cobertura, aunque muchos países en desarrollo registran también un alto grado de movilidad del capital.

Un tercer criterio consiste en comparar las carteras de inversión efectiva con las carteras internacionalmente muy diversificadas que la teoría financiera estándar predica para un mercado mundial de capital integrado. El aumento de las transacciones transfronterizas y las tenencias de valores externos sugiere, sin duda, una tendencia hacia la integración de los mercados de capitales. No obstante, es interesante preguntarse en qué medida las carteras se han acercado a una «diversificación óptima». La respuesta es que no se han acercado mucho a ese ideal.

Los estudios empíricos indican que los inversionistas de los principales países industriales siguen teniendo una clara preferencia por sus activos nacionales, lo que implica una limitada diversificación internacional. Los inversionistas estadounidenses, por ejemplo, tienen cerca del 94 por 100 de sus participaciones de capital en valores de su país; en Japón, el Reino Unido y Alemania, ese porcentaje supera el 85 por 100, y los 300 principales fondos de jubilaciones del mundo tenían en 1991 sólo cerca del 7 por 100 de sus activos en valores externos. Además, la propiedad de valores nacionales en los cinco centros bursátiles más importantes es muy elevada: 92 por 100 en Estados Unidos, 96 en Japón, 79 en Alemania, 89 en Francia y 92 en el Reino Unido (8). Se han esgrimido numerosas razones para explicar esta preferencia por los activos nacionales —costes de las transacciones, límites de liquidez y solvencia expuesta desde el exterior a los activos externos, incertidumbre acerca del rendimiento previsible y desconocimiento de la legislación impositiva y bursátil extranjera—, pero lo cierto es que el proceso de integración de los mercados de capitales no se ha concretado.

Otro enfoque para inferir la movilidad del capital y la integración de los mercados financieros es estudiar los movimientos correlativos de ciertas variables, sea dentro de un país (por ejemplo, el ahorro y la inversión) o entre los países (por ejemplo, el consumo y los índices bursátiles). Aunque, en general, se rechaza la hipótesis de una alta movilidad del capital, todas estas pruebas se basan en una serie de supuestos sólidos que pueden ir conformando conclusiones en torno a la integración de los mercados de capital.

Pese a las tendencias claramente interesadas en el proceso de integración de estos mercados, aún falta mucho para que

pueda hablarse de un mercado mundial de capitales. Y una de las razones es, como señalan Morris Goldstein y Michael Mussa, que «a casi 50 años de Bretton Woods, menos de un quinto de los 178 países y territorios miembros del FMI se abstienen voluntariamente de restringir los pagos o de utilizar tipos de cambio diferentes para algunas o para todas las transacciones en la cuenta de capital». Aun en el caso de los países industriales con pocas barreras a la inversión transfronteriza, la escala de diversificación internacional es limitada. Con excepción de los mercados mayoristas de activos financieros muy negociados, de gran liquidez y a prueba de incumplimiento, la integración internacional de los mercados de activos en las categorías más generales del ahorro y la riqueza mundiales parece ser limitada.

NOTAS

(1) Véase Morris GOLDSTEIN y Michael MUSSA, «The integration of world capital markets», documento de trabajo del FMI, WP/93/95 (diciembre de 1993).

(2) Véase Joseph BISIGNANO, «The internationalization of financial markets: Measurements, benefits and unexpected interdependence», en *Cahiers Economiques et Monétaires*, Banque de France, vol. 43 (1994), págs. 9-71, e *International Banking and Financial Market Developments* (Basilea: Banco de Pagos Internacionales, varios números).

(3) Véase EUROSTAT, «Ecu Statistics», en *Monetary and Financial Statistics* (Luxemburgo: Oficina de Estadística de la Comunidad Europea, abril de 1994).

(4) Véase Philip TURNER, «Capital flows in the 1980s: A survey of major trends», BPI, *Economic Papers*, n.º 30 (Basilea: abril de 1991).

(5) Véase Morris GOLDSTEIN y otros, en *International Capital Markets: Part I. Exchange Rate Management and International Capital Flows*, FMI, *World Economic and Financial Surveys* (abril de 1993).

(6) Banco de Pagos Internacionales (Basilea).

(7) Las cifras sobre el comportamiento de los inversionistas institucionales han sido extraídas de *Institutional Investor* (julio de 1994) y de fuentes citadas en las notas anteriores.

(8) Véase Kenneth R. FRENCH y James M. POTERBA, «Investor diversification and international equity markets», en *NBER Working Paper*, número 3609 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, enero de 1991).

por el FMI sugieren que la razón de la elevada correlación que existe entre los coeficientes de ahorro interno y de inversión reside, en parte, en el hecho de que algunos gobiernos procuran concentrar su atención en la cuenta corriente y ajustan en consecuencia la política fiscal (30). Una razón adicional es que los mercados financieros pueden no estar dispuestos a financiar grandes déficit en cuenta corriente de forma sostenida. (Como corolario, la demanda de inversión en los países en desarrollo más exitosos casi siempre se financiará mayormente con ahorro interno; dada la aparente vinculación que existe entre el crecimiento económico y el ahorro que se describe previamente, ello podría

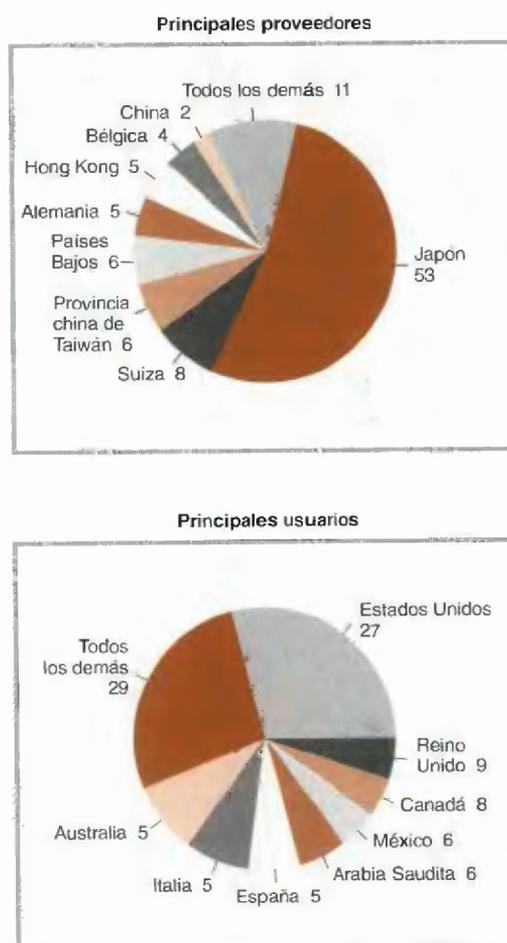
ser una consecuencia natural y no necesariamente preocupante).

La experiencia histórica puede sugerir un tope a la posible magnitud y sostenibilidad de la afluencia neta de capitales y su posible efecto sobre los tipos de interés mundiales (31). En relación con el PIB, Corea quizá represente el caso más extremo de un país importador neto de capital en el período de la posguerra. En los veintisiete años transcurridos entre 1953 y 1980, la afluencia neta de capitales a Corea alcanzó un promedio del 9 por 100 del PIB por año. Aunque, con el tiempo, el resultado ha sido bastante favorable para Corea, una sostenida

afluencia de capitales de esta magnitud condujo a fines de los años setenta a graves problemas de balanza de pagos, que exigieron un programa de ajuste respaldado por el FMI. La afluencia neta de capitales a México fue, en promedio, de casi el 7 por 100 del PIB anual durante el período comprendido entre 1991 y 1994 y, como lo demuestran los recientes acontecimientos, también parece haberse situado en la zona de peligro. Por otra parte, la afluencia neta de capitales a Canadá alcanzó un promedio del 7 por 100 anual durante el período de cuarenta y tres años comprendido entre 1870 y 1913, y Australia ha registrado una entrada neta de capital del 1,50 al 4 por 100 del PIB durante la mayor parte del siglo pasado. Estos datos sugieren que, en términos de grandes órdenes de magnitudes, una afluencia neta de capital del orden del 4 al 6 por 100 del PIB puede ser sostenible si se dan las circunstancias apropiadas (32). Aun así, tales circunstancias se presentan muy raramente. Un factor clave que influye sobre la continuidad de una gran afluencia de capitales es el grado en que los recursos externos contribuyen a la inversión global y se invierten lucrativamente. La experiencia demuestra también que la forma específica de la afluencia de capital —inversión directa extranjera, inversiones de cartera o préstamos bancarios— podría significar una diferencia.

Por supuesto, el otro factor que determina el volumen de la afluencia neta de capitales es la oferta de ahorro de los exportadores de capital. Antes de la primera guerra mundial, el Reino Unido era el gran exportador neto de capitales. En el período 1870-1913, sus inversiones netas en el extranjero ascendieron a un promedio anual del 4,50 por 100 del PIB. En las últimas décadas, Japón y Alemania han sido grandes exportadores de ahorro, pero puede decirse que la mayor salida neta y sostenida de capitales de la historia, como porcentaje del PIB, provino de la provincia china de Taiwán en los años ochenta, y alcanzó un promedio del 9,50 por 100 del PIB. En la actualidad, la oferta neta de capitales de los países industriales que está a disposición de los países en desarrollo se ve limitada porque la mayor parte de dichos capitales se canaliza hacia otros países industriales. El gráfico 10 muestra los países que proveyeron de capitales netos al mundo (definidos como superávit corriente promedio) en el quinquenio 1989-93, y cuáles fueron los principales usuarios de esos recursos. Estos datos sugieren que, durante dicho período, Japón fue, por amplio margen, el principal proveedor de capitales netos al mundo, y que Estados Unidos fue el principal usuario. En efecto, la magnitud del flujo de capitales bilaterales de Japón a Estados Unidos —de

GRÁFICO 10
PRINCIPALES PROVEEDORES Y USUARIOS
DE FLUJOS NETOS DE CAPITAL; 1989-1993
(Tipos de cambio corrientes; porcentaje del flujo neto total de capital)



alrededor de 80.000 millones de dólares anuales— representó alrededor de una tercera parte de las corrientes netas de capital durante este período (33). Otros importantes usuarios del capital mundial han sido el Reino Unido, Canadá, México, España, Italia y Australia. La principal razón de la afluencia tan voluminosa de capitales a éstos y otros países industriales han sido los grandes déficit presupuestarios de sus gobiernos. Durante el período 1989-93, la afluencia neta de capitales a los países en desarrollo alcanzó un promedio de cerca de 100.000 millones de dólares al año, cifra que sólo equivale a alrededor del 1 por 100 del PIB

de los países en desarrollo, y a apenas el 18 por 100 del déficit presupuestario agregado de los países industriales en esos mismos años (34).

Si se tiene en cuenta la disciplina de los mercados financieros, que limita la demanda efectiva de capitales por parte de los países en desarrollo, y la gran absorción de ahorro de los países industriales por parte de otros países industriales, que limita la oferta, es probable que la afluencia neta de capitales a los países en desarrollo se mantenga en niveles relativamente modestos. En consecuencia, las entradas de capital a los países en desarrollo deberían tener sólo un reducido efecto sobre los tipos de interés mundiales. Mucho más importante será la trayectoria presupuestaria futura de los principales países industriales. Si bien la afluencia de capitales a los países en desarrollo aumentó sustancialmente en el período 1991-93 y alcanzó un máximo de 161.000 millones de dólares en 1993, se redujo a 134.000 millones en 1994 y se reducirá aún más en 1995. El incremento, probablemente, estuvo relacionado con las marcadas y prolongadas recesiones que afectaron a los países industriales durante ese período (35). Frente a una demanda notablemente reducida de inversiones por parte de los países industriales y al nivel históricamente bajo de los tipos de interés, el rendimiento que podía obtenerse en los países en desarrollo parecía excelente, y atrajo el ahorro de los países industriales. Pero ante el renovado impulso que muestran los países industriales y el repunte de los tipos de interés en Estados Unidos y algunos otros países industriales, han vuelto a incrementarse los flujos hacia los mercados tradicionales de esos países y ha comenzado a reducirse la afluencia a los países en desarrollo (36). Este fenómeno está reduciendo el volumen de capital que captan los mercados de acciones y bonos de las economías emergentes.

En cualquier caso, no es nada obvio que, para progresar, los países en desarrollo requieran volúmenes muy grandes de capital extranjero. Si bien una gran entrada de inversiones directas extranjeras puede producir beneficios sustanciales, es importante observar que con frecuencia los proyectos de inversión que atraen dichas inversiones tienden a financiarse, en gran medida, mediante recursos complementarios captados en el país donde se ejecuta el proyecto (37). En contraste, la historia sugiere que incluso si se contara con importantes flujos de capital de cartera o generadores de deuda, como ocurrió después de los aumentos del precio del petróleo en 1974 y 1979, probablemente no serían sostenibles. Además, una gran afluencia de capitales puede sustituir cada vez más al ahorro

nacional, y podría elevar la deuda externa en relación con el PIB.

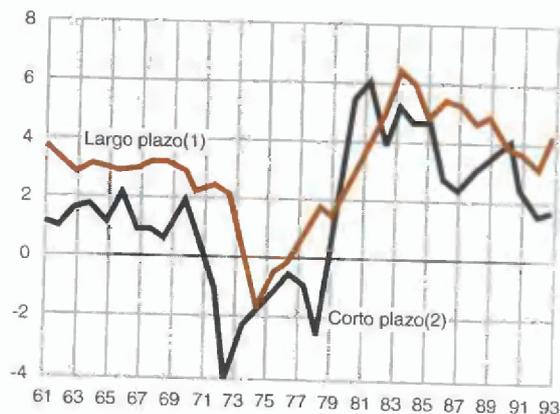
Es verdad que las necesidades especiales de capital de los países en transición pueden justificar un uso relativamente amplio de ahorro externo. Sin embargo, si no existen las condiciones y los incentivos para estimular el ahorro y la inversión nacionales, los resultados económicos seguirán siendo insatisfactorios, y ello pondría en duda la capacidad de esos países para atender el servicio de su deuda externa. Como ya se señaló, cuando la afluencia de capitales excede un nivel del 4 al 6 por 100 del PIB, incluso los países en desarrollo altamente exitosos, como Corea, encuentran a veces dificultades para efectuar los pagos de principal e intereses sobre su deuda externa. Por otra parte, una vez que se han establecido las instituciones, los instrumentos del mercado financiero y los incentivos adecuados para estimular el ahorro, es probable que el ahorro interno se incremente por sí mismo, como consecuencia de la dinámica del proceso de desarrollo, y debería contribuir notablemente a la satisfacción de las necesidades de inversión interna. En resumen, si los países en desarrollo y en transición mantienen una adecuada combinación de políticas, el ahorro externo puede impulsar la formación de capital y contribuir a promover el crecimiento económico, pero la mayor parte del gasto en inversión probablemente sea autofinanciado.

EL TIPO DE INTERÉS REAL MUNDIAL COMO INDICADOR DE LA SUFICIENCIA DEL AHORRO

La teoría económica y las convenciones sobre cuentas nacionales requieren que el ahorro sea igual a la inversión, y uno de los mecanismos de equilibrio que producen esta igualdad es el tipo de interés. Un elevado tipo de interés sugiere que la demanda de inversión ejerce presión sobre el ahorro. Un tipo de interés bajo sugiere una oferta adecuada de ahorro en relación con la demanda de inversión. Frente a los actuales tipos de interés real, elevados en comparación con los estándares del tercio de siglo transcurrido, muchos consideran que, por lo menos a simple vista, existen evidencias de un problema de suficiencia de ahorros (gráfico 11).

En vez de utilizar un espectro de tipos de interés nacionales para analizar las tendencias, la creciente integración de los mercados mundiales de capital sugiere la utilización de un solo tipo de interés

GRÁFICO 11
TIPOS MUNDIALES DE INTERÉS REALES
A CORTO Y LARGO PLAZO
(Porcentaje)



(1) Promedio ponderado en función del PIB de los tipos de los bonos del Estado a 10 años (o su vencimiento más cercano) de Estados Unidos, Japón, Alemania, el Reino Unido, Canadá, Bélgica, Holanda, menos la estimación de la inflación utilizando un horizonte cronológico más largo.
 (2) Promedio ponderado en función del PIB de las letras del Tesoro a tres meses para los mismos países, menos la inflación efectiva.

mundial. Dicho tipo es, por supuesto, hipotético: no puede observarse un tipo de interés mundial porque cada país emite sus propios bonos en su propia moneda, pero se puede pensar en un tipo de interés mundial como el factor subyacente dominante que vincula los diversos tipos nacionales de interés observados y equilibra implícitamente la oferta y la demanda en todos los mercados en forma simultánea (38). Existen varias formas de calcular este tipo de interés mundial. La variable sustitutiva que se utiliza más adelante es un promedio ponderado simple de los tipos de interés de ocho países que tenían mercados de capital efectivamente abiertos durante el período comprendido entre 1960 y 1993. Se determinó un tipo de interés real a corto plazo (tres meses), utilizando la inflación *ex post*, y un tipo real a largo plazo (generalmente diez años) de los bonos del Estado, utilizando una medida de las expectativas inflacionarias en un horizonte cronológico amplio.

Los tipos mundiales de interés real a corto y largo plazo fueron marcadamente superiores en los años ochenta y noventa que en los años sesenta y setenta. De acuerdo con los cambios en las tendencias del ahorro señaladas anteriormente, durante este período de treinta y cinco años se obser-

van tres regímenes diferentes: 1) un régimen de tipos de interés real bajos y relativamente estables entre 1960 y 1972; 2) un régimen de ajuste tras las crisis del petróleo entre 1973 y 1980, y 3) un régimen de altos tipos de interés real desde 1981 hasta el presente. El tipo mundial de interés real a largo plazo alcanzó un promedio de alrededor del 3 por 100 durante el primer régimen, aproximadamente 0,50 por 100 durante el segundo, y cerca del 4,75 por 100 en el tercero. El tipo mundial de interés real a largo plazo decreció ligeramente durante los primeros años de la década de 1990, probablemente como consecuencia de la recesión que afectó a los países industriales. A partir de 1994, el tipo parece haber regresado a un nivel del 4 al 5 por 100, y no existen evidencias estadísticas de un cambio de régimen desde 1981. El tipo mundial de interés real a corto plazo alcanzó un promedio de alrededor del 1,25 por 100 durante el período 1960-72, cayó a valores negativos de alrededor del -1,25 por 100 durante el período turbulento de las crisis petroleras, pero se incrementó notablemente hasta situarse en un promedio del 4 por 100 en el período 1981-93. Los tipos mundiales de interés reales a corto plazo han variado considerablemente entre los distintos países desde los primeros años de la década actual, y algunos países han adoptado políticas monetarias más expansionistas que otros. No obstante, se han mantenido en un nivel del 2 al 3 por 100 desde 1991.

Dado que el período de las crisis petroleras presenta dificultades analíticas por la posibilidad de que los mercados hayan subestimado en forma persistente la inflación, resulta más pertinente la comparación de los períodos 1960-72 y 1981-93. La evidencia sugiere que, en el segundo período, el tipo mundial de interés real a corto plazo ha sido unos 250 centésimos de punto porcentual más alto, y el tipo a largo plazo unos 175 centésimos de punto porcentual más alto. ¿Cómo puede explicarse este incremento de los tipos mundiales de interés reales a corto y a largo plazo? No puede descartarse totalmente la respuesta obvia de que la demanda de inversión experimentó un alza exógena, aunque ello parece improbable. La *ratio* entre la inversión mundial *ex post* y el PIB mundial fue menor en el período 1981-93 que entre 1960 y 1972 (véase gráfico 1). En cambio, el alto grado de desahorro público registrado en los años ochenta y noventa parece haber sido un factor clave. Para cuantificar éstos y otros efectos, un equipo del FMI construyó un modelo simple del tipo mundial de interés real a corto plazo que contempla tres categorías de factores determinantes: los factores relacionados con el entorno económico, la política

presupuestaria del gobierno y la política monetaria (39).

Entre los factores relacionados con el entorno económico, figuran el cambio de la tasa mundial de rentabilidad de la capacidad productiva (quizá debido a un cambio tecnológico o alguna otra innovación), la liberalización de los mercados financieros y la eliminación o el relajamiento de los controles de capital (tanto internos como externos). Los aumentos de la tasa mundial de rentabilidad, cuantificados mediante una medición del rendimiento agregado del mercado de valores, tenderían a incrementar el tipo mundial de interés real. En términos más simples, si los mercados de valores comienzan a ofrecer rendimientos más altos a los inversionistas, los emisores de bonos deberán aumentar el tipo de interés para atraer recursos (40). La liberalización financiera, como se señala anteriormente, también tendería a incrementar el tipo mundial de interés real, aunque esta relación es compleja y habría fuerzas económicas que influirían en ambas direcciones. Una nueva disponibilidad de recursos en préstamo, ya sea en los propios países o entre países, tendería a reducir el incentivo a ahorrar, y al reducirse el ahorro se incrementaría el tipo de interés. La liberalización financiera también podría transformar a algunos agentes con una demanda hipotética de ahorro en usuarios efectivos del ahorro, lo que conduciría a un alza en los tipos de interés (41). Estos dos factores, la tasa de rentabilidad y la liberalización financiera, probablemente estén interrelacionados. La tendencia hacia la liberalización de los mercados mundiales de capital puede haber contribuido al movimiento ascendente de la tasa de rentabilidad mundial, porque al hacer que el capital se vea más libre para canalizarse hacia aquellos proyectos que ofrecen los mayores rendimientos —en cualquier lugar que sea— en vez de mantenerse cautivo en usos ineficientes, incrementa los rendimientos.

El aumento del déficit presupuestario del gobierno y los mayores niveles de deuda pública se asocian generalmente con mayores tipos de interés real. Existen muchos estudios sobre la compleja relación entre el déficit presupuestario del gobierno y la respuesta de los ahorradores privados. Sin embargo, como se describe anteriormente, la evidencia empírica sugiere que el ahorro privado no aumenta en la misma proporción que el desahorro del gobierno, de manera que, en general, el ahorro nacional y el ahorro mundial decrecen cuando los gobiernos registran déficit presupuestarios más altos. En períodos más cortos, podría esperarse que los déficit contribuyeran a explicar las fluctuaciones de los tipos de interés reales, mientras que podría con-

siderarse que la *ratio* deuda/PIB es un factor a largo plazo.

No existe una relación directa entre la oferta monetaria y los tipos de interés reales. En la medida en que las autoridades monetarias expanden la oferta monetaria más rápidamente de lo esperado, podrían estimular el aumento de los tipos de interés reales a largo plazo incrementando la prima percibida por riesgo por encima de la prima normal por «inflación esperada», que sería un componente del tipo de interés nominal, pero no del tipo de interés real. Por otra parte, en períodos más cortos, es posible visualizar una relación negativa entre la oferta monetaria y el tipo de interés real a corto plazo si, por ejemplo, se permite que la política monetaria desempeñe una función anticíclica.

Las estimaciones empíricas de los efectos de estos factores sobre los tipos mundiales de interés real no son totalmente concluyentes, y los resultados no siempre se ajustan a lo previsto. Algunos investigadores encuentran que los déficit presupuestarios o la deuda pública ejercen un importante efecto sobre los tipos de interés, mientras que otros consideran que en la práctica no ejercen efecto alguno (42). Los estudios que encuentran movimientos relativamente pequeños de los tipos de interés se concentran con frecuencia en datos de Estados Unidos (o de un país determinado), y probablemente subestiman el efecto del déficit porque el capital se moviliza tan libremente hacia Estados Unidos. La magnitud actual de los movimientos internacionales de capital requiere claramente que el análisis de la relación que existe entre los déficit presupuestarios y la deuda pública y los tipos de interés se realice en un contexto internacional.

Los resultados econométricos basados en un modelo que considera el tema en un contexto mundial sugieren que los cambios en la deuda pública pueden explicar la mayor parte del aumento de los tipos de interés reales entre los períodos 1960-72 y 1981-93. La deuda pública bruta alcanzó un promedio del 45 por 100 del PIB mundial en el período 1960-72, de más del 55 por 100 en 1981-93, terminando con un promedio de más del 70 por 100 en 1994. Este cambio parece explicar, aproximadamente, 200 de los 250 centésimos de punto porcentual que aumentó el tipo de interés real a corto plazo entre ambos períodos, o alrededor de 145 de los 175 centésimos de punto porcentual que aumentó el tipo de interés real a largo plazo. En promedio, cada incremento de un punto porcentual en la *ratio* deuda pública mundial/PIB agrega alrededor de 14 centésimos de punto porcentual al tipo mundial de interés real a largo plazo. Otras especi-

ficaciones que utilizan la *ratio* superávit fiscal público mundial/PIB indican que cada punto porcentual de aumento en el desahorro del gobierno hacía que las tasas de interés real a corto plazo se incrementaran entre 50 y 75 centésimos de punto porcentual. El aumento de la tasa de rentabilidad de la capacidad productiva también resulta estadísticamente significativo para explicar una parte del movimiento de los tipos mundiales de interés reales. La tasa de rentabilidad pasó del 3,50 por 100 anual en 1960-72 al 7,25 por 100 anual en el período 1981-93, y este cambio explica alrededor de 20 centésimos de punto porcentual de aumento en los tipos de interés reales a corto y largo plazo.

Con fines puramente ilustrativos, resulta interesante explorar lo que los escenarios optimista y pesimista de ahorro esquematizados anteriormente sugerirían con respecto a los tipos mundiales de interés reales durante los próximos quince a veinte años. Utilizando la relación implícita entre las tasas de ahorro y los tipos de interés reales considerada en esta sección, los tipos mundiales de interés reales podrían muy bien disminuir de 100 a 200 centésimos de punto porcentual si la oferta de ahorro mundial se incrementara en la forma descrita en el escenario optimista. Por otra parte, si se presentara el escenario pesimista, el tipo mundial de interés real podría fácilmente incrementarse otros 100 a 150 centésimos de punto porcentual. Por supuesto, estas medidas deberían tratarse con cautela, dada la incertidumbre acerca de la magnitud precisa del efecto del ahorro público sobre los tipos de interés. Sin embargo, el aspecto crucial es que el saldo fiscal del gobierno, incuestionablemente, reviste importancia para el nivel de los tipos de interés reales, y que los efectos de un cambio significativo en la política fiscal probablemente sean importantes.

EL COMPORTAMIENTO ECONÓMICO MUNDIAL EN DIFERENTES ESCENARIOS DE AHORRO

Vale la pena considerar las implicaciones a largo plazo de la creciente deuda pública o de una variación fundamental en el comportamiento del ahorro. Como se acaba de describir, la acumulación de la deuda pública durante los últimos veinticinco años tiene importantes consecuencias sobre los tipos de interés reales. Pero también las tiene sobre la masa de capital y el bienestar en el largo plazo, desde que una menor masa de capital producirá una disminución en el nivel sostenible del consumo. Con

el fin de ilustrar los efectos de la deuda pública, el equipo del FMI ha examinado los aspectos relacionados con el ahorro mediante una versión ampliada del modelo de Blanchard. Este modelo ha sido utilizado ampliamente para estudiar los aspectos relacionados con la política fiscal, porque capta aspectos intertemporales y define muy bien sus propiedades a largo plazo. En consecuencia, el modelo proporciona un marco útil para examinar el efecto a largo plazo de la deuda pública.

Un escenario para la economía mundial sugiere que un aumento continuado de la deuda pública en los países industriales, igual al incremento registrado en los últimos veinticinco años, se traduciría en un aumento permanente en los tipos mundiales de interés reales de por lo menos 100 centésimos de punto porcentual (recuadro 4). Este incremento conduciría a una reducción permanente del 12 por 100 en la masa de capital, lo que, a su vez, reduciría un 2 por 100 el nivel sostenible del consumo, reducción que el modelo considera que habrá de persistir para siempre. Ello representaría una sustancial reducción del bienestar mundial, equivalente, digamos, a la pérdida total del producto de un año en cada generación.

Otro escenario considera el efecto de una reducción hipotética del ahorro privado mundial. Dado que generalmente se considera que Japón, que representa alrededor del 15 por 100 del ahorro mundial, es el gran ahorrador del mundo, este escenario supone que la tasa de ahorro privado de Japón se reduce gradualmente 10 puntos porcentuales (43). Para poner esta situación en perspectiva, ello equivaldría al supuesto de que la tasa de ahorro mundial se redujera un punto porcentual, lo que, a corto y medio plazo, conduciría a un incremento de la demanda agregada en Japón (gráfico 12). El mayor consumo en Japón elevaría el PIB real por encima del nivel de referencia durante unos quince años. Este mayor nivel de producto no sería sostenible, sin embargo, porque una menor tasa de ahorro ocasionaría un aumento de los tipos mundiales de interés reales y una reducción de la masa de capital. Los resultados registrados corresponden a un sólo país, Estados Unidos, pero el impacto sobre las demás economías industriales sería muy similar. Esta situación incrementaría el tipo mundial de interés real alrededor de 75 centésimos de punto porcentual en el largo plazo. Un aumento de esta magnitud induciría una reducción permanente de alrededor del 6 por 100 en la masa de capital y una reducción de un 1 por 100 en el PIB real de Estados Unidos y de la mayoría de los demás países.

Recuadro 4

EFFECTOS DE UNA MAYOR DEUDA PÚBLICA: CÁLCULOS ILUSTRATIVOS

La deuda pública neta de los países industriales pasó del 20 por 100 del PIB en 1979 al 42 por 100 en 1994 (véase el gráfico). La deuda bruta pasó del 40 al 71 por 100 del PIB en el mismo período. En muchos análisis, se han examinado las repercusiones de una deuda pública más elevada, centrándolos en un país determinado y suponiendo implícitamente que serán insignificantes los efectos en el tipo mundial de interés real de equilibrio. Si bien esa hipótesis puede corresponder a los casos de países pequeños, el hecho de que tantos países juntos hayan registrado un persistente déficit público sugiere que los efectos combinados de la acumulación de deuda en los tipos de interés real mundial pueden haber sido importantes.

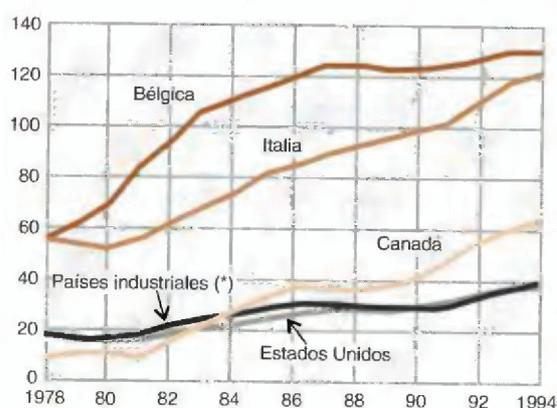
Los efectos a largo plazo en los tipos de interés reales dependerán de la medida en que los consumidores consideren que la deuda pública es patrimonio (1). Si los consumidores se conectan con todas las generaciones futuras y pueden endeudarse contra sus ingresos futuros, las variaciones de la deuda pública no sustituirán a la inversión y el consumo privados, porque los consumidores modificarán su perfil de ahorro actual a fin de prepararse para sus futuras obligaciones tributarias. Esta proposición de invarianza se conoce como la equivalencia ricardiana, aunque el propio David Ricardo no creía que las consecuencias económicas de los déficit carecieran de importancia. En realidad, a Ricardo le preocupaba que si el gasto público se financiaba con emisión de deuda, el sector privado subestimara sus futuras obligaciones tributarias y, en tales circunstancias, se estuviera incentivando el sobreconsumo de los recursos disponibles (2). En una economía de recursos escasos, incentivar el sobreconsumo provocaría aumentos de los tipos de interés reales y una disminución de la masa de capital. Dado que una menor masa de capital reduce el nivel del producto y, por ende, el ingreso real que puede generar la economía mundial, un incremento de la deuda pública reducirá también el nivel sostenible de consumo futuro.

Los efectos de la deuda pública pueden ilustrarse utilizando una versión ampliada del modelo de Blanchard (3). El modelo ha sido muy utilizado para estudiar problemas de la política fiscal, puesto que capta los aspectos intertemporales esenciales y posee propiedades a largo plazo bien definidas. A efectos de elaborar algunas estimaciones cuantitativas ilustrativas de los efectos de la deuda pública, se ha ampliado el modelo básico de dos maneras. Primero, se parte de la hipótesis de que una

proporción importante de la población —el 40 por 100— consume parte de su ingreso corriente disponible. Ello es congruente con la prueba de la serie cronológica que intenta cuantificar el «exceso de sensibilidad» del consumo a las innovaciones en el ingreso disponible. La segunda ampliación consiste en incorporar al modelo básico perfiles de ingresos más realistas, es decir, que al principio aumenten con la edad y luego disminuyan al acercarse el trabajador a la edad de jubilación. De acuerdo con las pruebas recogidas, también se supone que el consumo es bastante insensible a las variaciones del tipo de interés real.

Para establecer una referencia, se calculó una solución de equilibrio a largo plazo para el tipo de interés real, suponiendo que el coeficiente de deuda pública neta corriente, que en los países industriales representa un 40 por 100 del PIB, se estabilice a ese nivel. Se consideraron diversos marcos hipotéticos, con mayores y menores niveles de deuda pública, para

PAÍSES INDUSTRIALES: DEUDA PÚBLICA NETA
(Porcentaje del PIB; en términos de la PPA)



Fuente: Base de datos de *OECD Economic Outlook*.
(*) Excluidos Australia, Austria, Grecia, Irlanda, Nueva Zelanda, Portugal y Suiza.

ESTIMACIÓN DE LOS EFECTOS A LARGO PLAZO DE UNA VARIACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA A PARTIR DE UNA SITUACIÓN INICIAL CONSTANTE CON UNA *RATIO* DEUDA/PIB DEL 40 POR 100

	RATIO DEUDA/PIB						
	0	10	20	30	40	50	60
Producto (porcentaje)	8,39	6,21	4,08	2,01	—	-1,94	-3,81
Consumo (porcentaje)	4,30	3,27	2,21	1,11	—	-1,12	-2,24
Masa de capital (porcentaje)	25,87	18,78	12,10	5,85	—	-5,44	-10,50
Tipo de interés real (centésimos de punto porcentual)	-203	-154	-104	-53	—	54	109

ilustrar sus posibles efectos a largo plazo. Se examinaron, en un extremo, las consecuencias de eliminar toda la deuda pública de los países de la OCDE, y en el otro, las consecuencias de permitir que el coeficiente de deuda pública siga aumentando otros 20 puntos porcentuales. Esto último equivaldría a repetir la experiencia de los últimos veinte años. El cuadro presenta estimaciones ilustrativas de tasas de interés real, producto, consumo y masa de capital correspondientes a estos dos casos extremos y a algunos casos intermedios.

Estos ejemplos sugieren que, a largo plazo, la eliminación del total de deuda pública de los países industriales reduciría los tipos de interés reales en 200 centésimos de punto porcentual. Los cálculos implican que la acumulación de deuda pública desde fines de los años setenta ha determinado un aumento de los tipos de interés reales de unos 100 centésimos de punto porcentual. Los efectos de la deuda pública en el coste del capital reducen en forma permanente la masa de capital y el nivel sostenible de consumo. En situación de equilibrio, el mayor tipo de interés real de los activos financieros es respaldado por un producto de capital marginal superior debido a la menor masa de capital. En estas simulaciones, se dejan de lado otros canales importantes que pueden determinar efectos aún mayores en la masa de capital y los tipos de interés reales. Por ejemplo, en las simulaciones del modelo, se parte de la hipótesis de que el pago de intereses por el mayor nivel de

deuda pública se puede financiar gravando el trabajo sin crear distorsiones. Si la mayor carga de intereses se financia con impuestos al capital distorsionantes, o con una reducción del gasto en infraestructura, podrían generarse otros efectos adversos para la masa de capital y los tipos de interés reales. Algunas pruebas econométricas recientes indican que los efectos permanentes de la acumulación de deuda pueden ser aún más importantes que los que sugieren estas simulaciones, aunque la evidencia empírica dista mucho de ser concluyente.

NOTAS

(1) Véase Robert BARRO, «Are government bonds net wealth?» en *Journal of Political Economy*, vol. 82 (noviembre-diciembre de 1974), páginas 1095-117.

(2) Véase Piero SRAFFA, *The works and correspondence of David Ricardo*, vol. 4, Piero SRAFFA y M. H. DOBB, a cargo de la edición (Cambridge: Cambridge University Press, 1951). Véase el estudio de la inviabilidad de la equivalencia ricardiana, Willem BUTER, «Death, birth, productivity growth and debt neutrality», en *Economic Journal*, vol. 98 (junio de 1988), págs. 279-93.

(3) Véase Olivier BLANCHARD, «Debt, deficits and finite horizons», en *Journal of Political Economy*, vol. 93 (abril de 1985), págs. 223-47. Las ampliaciones se examinan en Hamid FARUQUEE, Douglas LAXTON y Steven SYMANSKY, «Government debt, life-cycle income and liquidity constraints: Beyond approximate ricardian evidence» (mimeografiado, FMI, 1995).

Estos posibles acontecimientos —una *ratio* deuda pública/PIB marcadamente superior y un significativo movimiento descendente del ahorro privado en uno o más países industriales— demuestran la importancia que reviste el ahorro en la economía mundial. Ambos reducirían sustancialmente el perfil del consumo de todas las generaciones futuras y representarían una marcada pérdida de bienestar en el largo plazo.

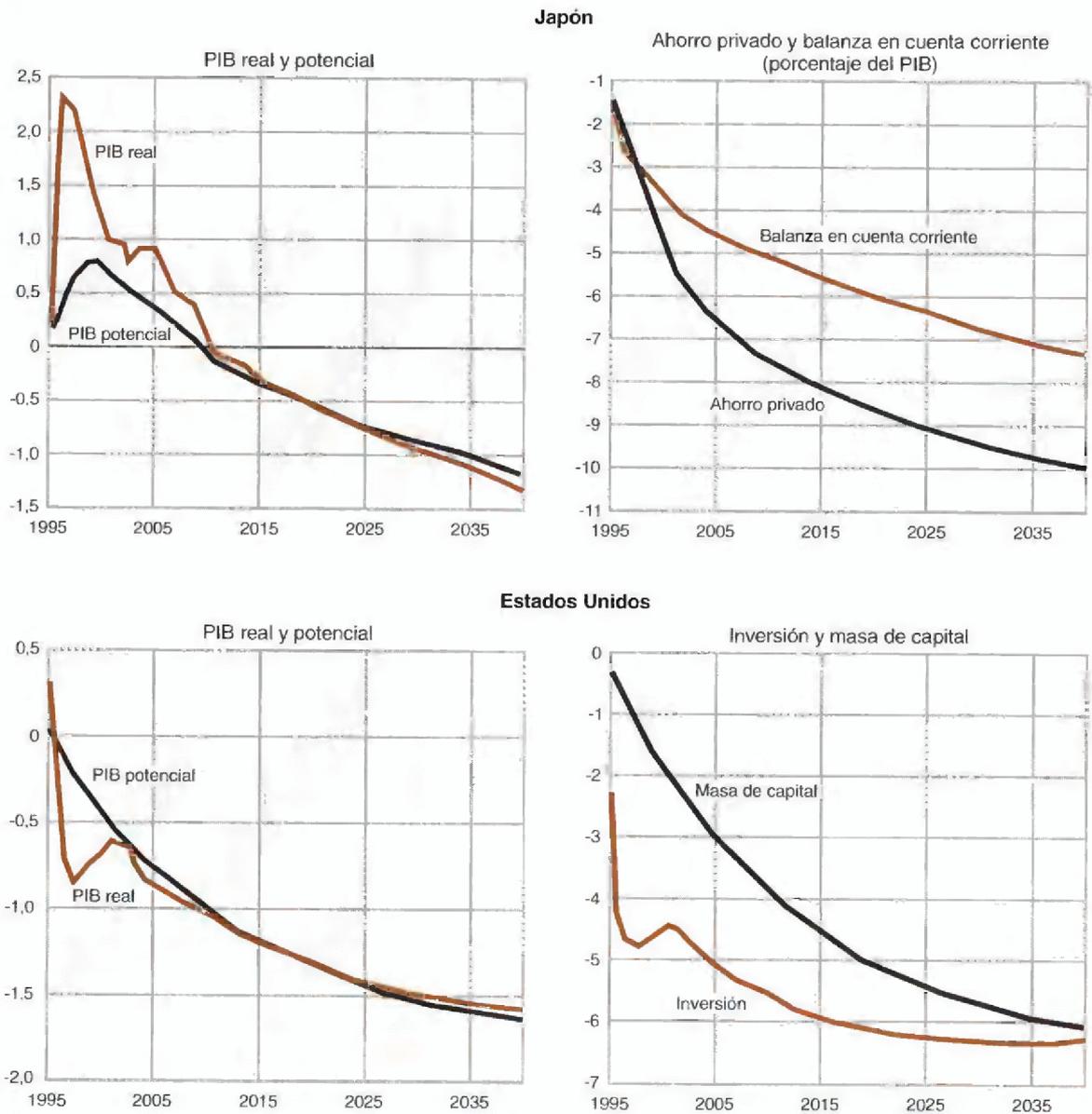
CONCLUSIONES Y CONSIDERACIONES DE POLÍTICA

Hay algunas evidencias de que existe un problema de suficiencia del ahorro mundial. Ningún indicador individual demuestra esta conclusión, pero existe una diversidad de pruebas que apuntan en esa dirección, incluso la existencia de tipos mundiales de interés reales relativamente elevados, tasas mundiales de ahorro y de inversión relativamente bajas, tasas relativamente elevadas de rendimiento de la capacidad productiva, y un crecimiento relativamente bajo del ingreso real mundial, en comparación con lo acontecido antes de 1973. Puede decirse que el período comprendido entre 1960 y 1972 constituye un período de referencia pertinente: durante el mismo, se registró un vigoroso

crecimiento del PIB, la *ratio* inversión/PIB era elevada, el comportamiento de la productividad fue excelente y se registró un saludable aumento del ingreso real. En comparación con ese período, hoy son notablemente más altos los tipos mundiales de interés reales, y la *ratio* inversión mundial/PIB es menor. El rendimiento real de la capacidad productiva, medido en función de los mercados bursátiles mundiales, fue casi dos veces más alto en el período 1981-93 que en 1960-72, lo que sugiere una mayor escasez relativa de capital. La productividad y el crecimiento del ingreso real han sido notablemente menores en el período 1981-93 que en 1960-72, por lo menos, en parte, como consecuencia de la menor tasa de inversión. Se atribuye gran parte de la culpa a la tendencia decreciente de la tasa de ahorro mundial.

La causa básica de la desaceleración del ahorro parece ser la drástica disminución de la tasa de ahorro público registrada desde alrededor de 1980. El ahorro privado se ha mantenido relativamente constante —en el orden del 20 por 100— durante la mayor parte de las últimas tres décadas. En cambio, en los países industriales el ahorro público ha caído acusadamente a partir de los años sesenta, situándose en un promedio del 4 por 100 en el período 1960-72, y de apenas el 0,50 por 100 en

GRÁFICO 12
EFFECTOS DE UNA MENOR TASA DE AHORRO EN JAPÓN: SIMULACIÓN
(Desviaciones con respecto a la referencia)



promedio durante los años comprendidos entre 1981 y 1993. Mientras tanto, la deuda pública bruta aumentó del 45 por 100 en el período 1960-72 al 55 por 100 entre 1981 y 1993, y a más del 70 por 100 para 1993. El análisis econométrico sugiere que este incremento de la deuda pública ha sido un factor clave que contribuyó al aumento de los tipos

mundiales de interés reales desde los años sesenta. El costo económico de este hecho es sustancial. Un escenario ilustrativo sugiere que el coste de este perfil de menor ahorro, mayor tipo de interés y menor inversión representa una pérdida permanente de aproximadamente un 2 por 100 en el consumo mundial.

¿Hacia dónde se dirigen el ahorro y los tipos de interés si siguen las actuales tendencias? Los cambios demográficos —hacia mayores coeficientes de dependencia en los países industriales y menores coeficientes de dependencia en los países en desarrollo— probablemente se compensen entre sí en términos de su impacto sobre la tasa mundial de ahorro privado durante los próximos quince a veinte años. Pero dos aspectos revestirán fundamental importancia. El primero es la tasa de crecimiento económico de los países en desarrollo, especialmente en países grandes como China, India y Brasil, y la medida en que generen grandes volúmenes de ahorros. El segundo es el grado en que pueda revertirse el desahorro público en los países industriales. Los tipos mundiales de interés reales podrían disminuir notablemente si el ahorro en los países en desarrollo aumentase en forma vigorosa y si las tasas de ahorro público en los países industriales retornasen a los niveles registrados en los años sesenta y principios de los años setenta. Por otra parte, los tipos mundiales de interés reales podrían fácilmente incrementarse aún más en un entorno opuesto.

Para eliminar las actuales presiones sobre el ahorro, es preciso adoptar medidas firmes y concertadas de política. Los años sesenta comenzaron con una elevada *ratio* entre la deuda pública mundial y el PIB. Pero a medida que avanzó la década y los gobiernos gozaron de un vigoroso crecimiento económico, aprovecharon la oportunidad para mantener superávits fiscales y reducir marcadamente la *ratio* deuda pública/PIB, y la tasa mundial de ahorro se incrementó en forma constante. Ello ocurre porque los déficit presupuestarios del gobierno sí revisten importancia para el ahorro nacional y mundial. Si bien existe cierta tendencia a que los ahorradores privados incrementen su ahorro frente a un creciente desahorro del gobierno, la compensación es sólo parcial. Aunque la causalidad se produce en ambos sentidos, quizá no fuera coincidencia que los amplios saldos fiscales de los años sesenta estuvieran relacionados con la existencia de fondos de inversión relativamente accesibles, una elevada *ratio* inversión/PIB y un buen resultado macroeconómico. Ante la renovada posibilidad de un sólido crecimiento en el mundo industrial, parecen existir oportunidades de que la situación anterior se repita si los gobiernos deciden aprovecharlas. La inacción representa un creciente peligro. Frente a la existencia de mercados mundiales de capital cada vez más integrados, el tipo mundial de interés real crece para todos cuando los gobiernos registran déficit presupuestarios, es decir, la carga se reparte. Ello sugiere la necesidad

de un esfuerzo común para aliviar el problema: algunos países deberían dar el ejemplo para que otros lo sigan.

¿Quién debe actuar? Los flujos mundiales de capital y la situación financiera están determinados en gran medida por los países industriales, y la tendencia al desahorro público constituye también un problema, sobre todo, de los países industriales. Éstos son los países en los que el reordenamiento de las finanzas públicas puede contribuir más a impulsar el ahorro mundial. Vale la pena señalar el caso de Estados Unidos: después de cuatro años consecutivos de un firme crecimiento del PIB, el déficit presupuestario federal sigue en un nivel de cerca del 3 por 100 del PIB. La mayoría de los otros países industriales se hallan aproximadamente en la misma situación que Estados Unidos en términos de su deterioro fiscal en comparación con los años sesenta o setenta (44).

Los países en desarrollo no deben quedarse de brazos cruzados. Muchos de ellos han disfrutado de una gran afluencia de capitales durante los últimos años, mientras que los países industriales registraron un débil crecimiento económico. Ello ha amortiguado en estos países los efectos de la creciente contracción del ahorro mundial. Pero al hallarse los países industriales en camino de un crecimiento económico más saludable, su demanda de inversiones está aumentando nuevamente, reduciendo la disponibilidad de recursos para los países en desarrollo. La creciente presión sobre el ahorro pondrá de manifiesto los desequilibrios de política y las debilidades económicas estructurales en todos los países, y todos deberán reordenar sus economías. Desde ciertas perspectivas, por ejemplo, la situación actual de México no es sólo una simple crisis de confianza. México ha tenido una tasa de ahorro muy baja, y puede decirse que una dependencia insostenible del ahorro externo.

Las posibilidades de que las políticas microeconómicas estimulen el ahorro privado, especialmente en los países industriales, parecen ser más limitadas. Los datos de diversos países sugieren una evolución natural de la tasa de ahorro privado, que aumenta marcadamente en la fase de alto crecimiento, se nivela a medida que la economía madura y puede decrecer ligeramente a medida que la población envejece. Ello significa que mientras que algunos países maduran y reducen su ahorro, surgen otros nuevos países industriales, lo que contribuye a aumentar la oferta mundial de ahorro. Algunos de los países de desarrollo incipiente pueden convertirse en proveedores netos de ahorro para el mundo. Dada la vigorosa dinámica interna del aho-

rra privado, la política gubernamental quizá pueda contribuir en forma indirecta mediante reformas estructurales que promuevan el crecimiento económico. Por ejemplo, como el comportamiento del ahorro privado es poco sensible a las fluctuaciones de los tipos de interés reales, las posibilidades de que la política tributaria tenga un importante impacto sobre las tasas de ahorro parecerían ser limitadas. Por supuesto, siempre deberán considerarse cambios en la política tributaria que mejoren la eficiencia en la asignación de recursos. Se ha demostrado, particularmente en los países en desarrollo, que las reformas tributarias y estructurales pueden hacer más eficiente la asignación de recursos. En general, sin embargo, parece probable que será la responsabilidad fiscal la que ofrezca a la mayoría de los gobiernos las mejores posibilidades de beneficiarse del ahorro total.

NOTAS

(*) Capítulo V de *Perspectivas de la economía mundial*, del Fondo Monetario Internacional, mayo, 1995.

(1) Véase la definición del ahorro por el FMI en Comisión de las Comunidades Europeas, FMI, OCDE, ONU y Banco Mundial, *System of National Accounts 1993* (Bruselas, Luxemburgo, Nueva York, París y Washington, 1993), pág. 206.

(2) La selección de ponderaciones de agregación reviste importancia para el análisis de las tendencias del ahorro mundial. Japón, por ejemplo, tiene una elevada tasa de ahorro y un peso mucho mayor en el PIB mundial si se utilizan los tipos de cambio corrientes que si se utilizan los tipos de cambio en términos de la paridad del poder adquisitivo (PPA). Por otra parte, algunos países en desarrollo con una alta tasa de ahorro —especialmente China— tienen un peso mucho mayor en el PIB mundial utilizando la ponderación de la PPA. En este capítulo, se ha optado por utilizar la ponderación de la PPA, que refleja con más exactitud los recursos reales que sustentan el concepto del ahorro. Sin embargo, los tipos de cambio corrientes son pertinentes para los flujos financieros efectivos entre países.

(3) Véase Angus MADDISON, «A long-run perspective on saving», en *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 94, n.º 2 (1992), páginas 181-96.

(4) Las tasas de ahorro del sector privado, en la práctica, han venido decreciendo en varios de esos países, en especial en Estados Unidos y Canadá, pero el creciente peso en el PIB de la elevada tasa de ahorro de Japón tiende a ocultar este hecho en el volumen agregado de los principales países industriales.

(5) Existen también algunas fuerzas que favorecen el incremento de las tasas de ahorro, como la creación de planes de pensiones privados, que estimulan a las personas a ahorrar más para su propia jubilación.

(6) Estos cálculos no incluyen a los países devastados por las guerras ni los países de la antigua Unión Soviética y Europa oriental, para los cuales la información acerca de la tasa de ahorro puede no ser fiable.

(7) Ésta es la interpretación de los datos presentados en N. Gregory MANKIW, David ROMER y David N. WEIL, «A contribution to the empirics of economic growth», en *Quarterly Journal of Economics*, vol. 107 (mayo de 1992), págs. 407-37.

(8) Véanse, por ejemplo, las pruebas de causalidad de Granger realizadas por Chris CARROLL y David N. WEIL, «Saving and growth: A reinterpretation», en *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 40 (junio de 1994), págs. 133-92.

(9) Existe una extensa bibliografía sobre el crecimiento económico que evalúa el impacto de factores como la estabilidad macroeconómica, la transferencia de tecnología, la política comercial y la educación.

(10) Los países pequeños pueden tener, relativamente, pocas limitaciones a su capacidad de acumular activos en el exterior.

(11) Antes de la transformación económica, las economías de Europa oriental, los países bálticos, Rusia y otros países de la antigua Unión Soviética eran los de países de elevados ahorros debido al ahorro forzoso. Sin embargo, no se incluyen en estas comparaciones porque no se cuenta con datos comparables.

(12) Maddison encuentra evidencias de una alta tasa de ahorro en la provincia china de Taiwan a principios del siglo XX. Véase Angus MADDISON, «A long-run perspective on saving», citado en nota 3.

(13) Véase Irving FISHER, *The theory of interest* (Nueva York: Macmillan, 1930).

(14) Véase Douglas BERNHEIM, «Ricardian equivalence: An evaluation of theory and evidence», en *NBER Macroeconomics Annual 1987*, Stanley FISCHER, a cargo de la edición (Cambridge, Massachusetts: MIT Press, 1987), y Vittorio CORBO y Klaus SCHMIDT-HEBBEL, «Public policies and saving in developing countries», en *Journal of Development Economics*, vol. 36 (julio de 1991), págs. 89-115.

(15) Véase Tamim BAYOUMI, «Financial deregulation and household saving», en *Economic Journal*, vol. 103 (noviembre de 1993), páginas 1432-43.

(16) Un fuerte descenso del precio del petróleo también puede tender a elevar temporalmente la tasa de ahorro mundial, porque los países ganadores pueden requerir más tiempo para ajustar sus perfiles de gasto que los perdedores, sobre todo si estos últimos padecen limitaciones financieras.

(17) Véase Alberto GIOVANNINI, «Saving and the real interest rate in LDCs», en *Journal of Development Economics*, vol. 18 (agosto de 1985), págs. 197-217.

(18) Véanse el capítulo IV de la edición de octubre de 1994 y el capítulo III de la edición de mayo de 1995 de *Perspectivas de la economía mundial*, FMI.

(19) Véanse Victor LEVY, «Aid and growth in Sub Saharan Africa: The recent experience», en *European Economic Review*, vol. 32 (noviembre de 1988), págs. 1777-95, y *Adjustment in Africa: reform, results, and the road ahead*. World Bank Policy Research Report (Nueva York: Oxford University Press para el Banco Mundial, 1994).

(20) Paul MASSON, Tamim BAYOUMI y Hossein SAMIEL, «Saving behavior in industrial and developing countries», en *Staff Studies for the World Economic Outlook* (FMI, 1995).

(21) Este tema fue analizado en la edición de octubre de 1993 de *Perspectivas de la economía mundial*, págs. 62-69.

(22) Esta estimación fue realizada por Paul VAN DEN NOORD y Richard HERD, «Pension liabilities in the seven major economies», OCDE, *Working Paper*, 142 (París, diciembre de 1993).

(23) El hecho de tener que financiar menos años de jubilación tendería, en sí mismo, a reducir la tasa de ahorro privado, aunque probablemente la fuerza más dominante sea el mayor ingreso, lo que tendería a provocar un aumento de esa variable.

(24) Se ha sostenido que con la entrada en el grupo de edad de 45 a 60 años de la cohorte de la explosión demográfica posterior a la segunda guerra mundial —grupo con una tasa alta de ahorro—, pronto se elevarán las tasas de ahorro de los países industriales. Si bien esto es posible, parecería arriesgado formular ese supuesto. Al combinar las cifras de muchos países industriales, se reduce en gran medida el efecto de esa explosión demográfica: en el caso de Japón, el crecimiento de la población en la posguerra comenzó mucho después que en Estados Unidos. Por otra parte, en la mayoría de los estudios realizados se han encontrado otras fuerzas que suelen prevalecer sobre los efectos demográficos.

(25) Otros estudios, incluso investigaciones previas del FMI, han hallado efectos más importantes sobre la tasa de ahorro.

(26) En esta estimación sobre Japón, se utilizan los resultados combinados de los trabajos de los expertos para todos los países.

(27) El aumento del coeficiente de dependencia de los países industriales refleja mayormente el envejecimiento de la población, mientras que su disminución en los países en desarrollo refleja una reducción en la participación de los niños en la población. Estos acontecimientos tienen implicaciones muy diferentes en lo que respecta a las necesidades futuras de inversión en educación y cuidado de la salud. Además, no existe certeza de que el mayor ahorro proveniente de menores tasas de dependencia de los jóvenes en la práctica compense con creces la caída del ahorro proveniente de mayores tasas de dependencia de personas de edad avanzada.

(28) Véase Martin FELDSSTEIN y Charles HORIOKA, «Domestic saving and international capital flows», en *Economic Journal*, vol. 90 (junio de 1980), págs. 314-29.

(29) Véase, por ejemplo, Michael MUSSA y Morris GOLDSTEIN, «The integration of world capital markets», en *Changing Capital Markets: Implications for Monetary Policy*, simposio auspiciado por el Banco de la Reserva Federal de Kansas, 1993. Véanse también Martin FELDSSTEIN y Philippe BACCHETTA, «National saving and international investment», y Jeffrey FRANKEL, «Quantifying international capital mobility in the 1980s», ambos en *National Saving and Economic Performance*, Douglas BERNHEIM y John B. SHOVEN a cargo de la edición (Chicago: University of Chicago Press, 1991).

(30) Véanse BAYOUMI, «Financial deregulation and household saving», y Michael ARTIS y Tamim BAYOUMI, «Saving, investment, financial integration, and the balance of payments», en *Staff Studies for the World Economic Outlook* (FMI, septiembre de 1990), págs. 19-35.

(31) Los datos históricos de esta sección provienen de Angus MADDISON, «A long-run perspective on saving».

(32) Hay razones para pensar que la abundancia de recursos naturales, cuyo valor es bien conocido para los inversionistas extranjeros, puede hacer que una gran afluencia de capitales resulte más sostenible. Por ejemplo, las vastas reservas de energía y de minerales pueden haber sido factores importantes para la continua afluencia de capitales a Australia y Canadá. Este factor también puede revestir importancia en el caso de Rusia y otros países de la antigua Unión Soviética que cuentan con abundantes recursos.

(33) Este hecho es interesante, dado que durante la mayor parte del siglo pasado Japón fue sólo un pequeño proveedor de capitales al mundo —pasando a tener importancia recientemente, alrededor de 1980— y que, desde principios de siglo hasta fines de los años setenta, Estados Unidos fue un país proveedor de ahorro neto.

(34) Por supuesto, algunas economías en desarrollo fueron exportadoras netas de capital durante este período, especialmente la provincia china de Taiwan, Hong Kong y China.

(35) También actuó en este proceso la diversificación de las carteras, aunque quizá revistió una importancia secundaria.

(36) Véase en el capítulo III de *Perspectivas de la economía mundial* (FMI, 1995) un análisis más detallado de las perspectivas de los flujos de capital a los países en desarrollo, y los riesgos y las consecuencias de una significativa desaceleración de esos flujos.

(37) Véase Edward M. GRAHAM, «Foreign direct investment in the world economy».

(38) Este tipo de interés mundial no equivale al rendimiento de un activo libre de riesgos al cual podrían agregarse diversas primas de riesgo. Se trata más bien de un tipo de interés promedio ponderado, con respecto al cual las tasas de interés de algunos países podrían hallarse por encima y otras por debajo. Los tipos de interés nacionales siempre diferirán en la medida en que existan diferencias en factores como el riesgo político, el riesgo cambiario y las políticas tributarias.

(39) Véase Thomas HELBLING y Robert WESCOTT, «Determinants of the global real interest rate», documento de trabajo del FMI (1995).

(40) Si bien el marco del modelo utilizado aquí considera este incremento como exógeno, podría haber habido cierta interacción con el tipo de interés real, a través, digamos, de los efectos de reequilibramiento de las carteras.

(41) Por supuesto, en la medida en que la liberalización financiera ofreciera nuevos vehículos para el ahorro financiero, podría aumentar la oferta de ahorro y tender a reducir las tasas de interés.

(42) Robert FORD y Douglas LAXTON, «World public debt and real interest rates», documento de trabajo del FMI, WP/95/30 (marzo de 1995) hallan que la magnitud de la deuda pública mundial ha sido parte importante de la causa por la cual los tipos de interés reales han aumentado en países con mercados de capital liberalizados. Por otra parte, Paul EVANS, «Do budget deficits raise nominal interest rate? Evidence from six industrial countries», en *Journal of Monetary Economics*, vol. 20 (septiembre de 1978), págs. 281-300, encuentra que, esencialmente, no existe efecto alguno.

(43) Para este escenario, se utilizó MULTIMOD, el modelo económico multinacional del FMI: véase Paul R. MASSON, Steven A. SYMANSKI y Guy MEREDITH, *MULTIMOD: Mark II: A Revised and Extended Model*, FMI, Occasional Paper 71 (julio de 1990).

(44) Japón, Noruega y Finlandia figuran entre los pocos países industriales que han logrado mantener elevadas tasas de ahorro público con el fin de acumular activos para pensiones. En la actualidad, Noruega es el único país industrial cuyos activos muestran un saldo positivo neto. En cambio, Japón y Finlandia se han visto particularmente afectados por recientes recesiones, y deberán reiniciar el reordenamiento de sus finanzas públicas.