

Factores determinantes del ahorro interno en América Latina

Añez, Carlos*
Urbina, Angel**
Ojeda, Lionar***

Resumen

El siguiente artículo aborda el problema del financiamiento de la inversión para un país en desarrollo, específicamente de la América Latina, tratando de revisar la literatura disponible para llegar a conclusiones sobre cómo los determinantes del ahorro en todas sus versiones -ahorro externo, ahorro privado y ahorro público- ejercen influencia sobre el proceso de crecimiento. Aun cuando la dirección causal exacta entre ahorro y crecimiento no ha sido establecida, el desarrollo de políticas económicas que estimulen el ahorro interno por encima del precedente del exterior, fortalecerían la capacidad de inversión interna y, al existir una correlación positiva entre estas variables, se potencia el proceso de crecimiento aunque otras variables igualmente pueden difuminar tal efecto. Se concluye que el incremento de la relación Ahorro Interno / P. I. B. sólo puede alcanzarse a través de esfuerzos comunes entre empresas, gobierno y el sistema financiero de estas economías.

Palabras clave: Ahorro, inversión, crecimiento, financiamiento de la inversión, América Latina.

Determinant Factors in Internal Savings in Latin America

Abstract

The following article approaches the problem of investment financing for a developing country, specifically in Latin America. It attempts to review available literature and reach conclusions as to how determining factors in savings in all its versions - external savings, private

Recibido: 02-03-01 . Aceptado: 02-06-27

* Economista. Profesor de La Universidad del Zulia. Maestrante en Macroeconomía y Política Económica.
E-mail: caag33@hotmail.com

** Economista. Profesor de La Universidad del Zulia. Maestrante en Macroeconomía y Política Económica.
E-mail: aurbina@luz.ve

*** Economista. Profesor de La Universidad del Zulia. Maestrante en Macroeconomía y Política Económica.

savings, public savings - exercises influence on the process of growth. Even when the exact causal relation between savings and growth has not been established, the development of economic policies to stimulate internal savings over and above that which comes from the exterior would strengthen the capacity of internal investment and, when there is a positive correlation among these variables, it will power the process of growth even when other variables may block such an effect. The article concludes by stating that the increase of the relationship Internal Saving / P. I. B. can only be reached through common effort by private companies, by the government and by the financial systems of these economies.

Key words: Savings, investment, growth, investment financing, Latin America.

Introducción

El propósito de este artículo radica en establecer relaciones teóricas entre el concepto económico de Ahorro y otros factores que, al afectarlo, determinan el potencial de crecimiento y desarrollo de una economía nacional, ya que el consenso en la literatura es general acerca de que contar con recursos internos para financiar la acumulación origina una ventaja comparativa frente a sociedades que dependen del ahorro externo para tal fin.

Para alcanzar el propósito anunciado previamente se ha dividido el papel de trabajo en cuatro apartados. En la sección 1 se presenta las discrepancias observadas por varios autores entre Ahorro y Crecimiento, tratando de fundar en el caso venezolano algún nexo entre ambos. En la sección 2 se incluye el sector externo con sus diversos elementos, mientras que la sección 3 trata de los "Mecanismos Institucionales que estimulan el Ahorro Privado", donde se exponen algunos esfuerzos instrumentados recientemente en América Latina para lograr estimular la generación de ahorro interno.

La sección 4 analiza el efecto que sobre el ahorro ejerce la tasa de interés, sea esta manipulada por la autoridad monetaria o establecida por efecto del desempeño económico

propio de los mercados. También se incluyen ciertas conclusiones acerca del papel que las políticas monetaria y fiscal tendrían sobre el nivel de Ahorro. En la última parte, se intenta precisar ciertas relaciones entre la distribución del ingreso y el monto del ahorro.

1. Relación funcional entre ahorro y crecimiento económico

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, de allí que es importante para una economía determinar cuál de estos agentes es el responsable de las variaciones observadas en su tasa de ahorro. Esto porque el ahorro financia el proceso de inversión interna el cual es un requisito indispensable para alcanzar tasas de crecimiento económico sostenido, que al fin y al cabo permiten mejorar el bienestar de la comunidad. De lo anterior podría inferirse que el ahorro determina el crecimiento económico, sin embargo el ahorro es un tema extraordinariamente complejo, y muchos aspectos del proceso aún no se comprenden en su totalidad: ¿Es el ahorro lo que ocasiona el crecimiento, o el crecimiento lo que genera el ahorro? La dirección de la causalidad que sub-

yace en la relación que existe entre el ahorro y el crecimiento es difícil de establecer:

“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. 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 ahorros” (Fondo Monetario Internacional, 1995:26).

Lo anteriormente expuesto se refiere a las dos perspectivas con las cuales puede enfocarse la relación entre crecimiento y ahorro. Una de ellas es la congruente con la “escuela del ahorro activo” o la opinión de Marshall-Solow, que considera que un incremento del ahorro es una condición previa para acelerar el crecimiento del producto. Desde este punto de vista la causalidad va del ahorro al crecimiento o, en otras palabras, el ahorro “conduce” al crecimiento. La otra perspectiva es la “escuela del ahorro pasivo” o el enfoque de Keynes-Schumpeter, en el cual se considera que el ahorro “sigue” al crecimiento. Aquí la causalidad va de la inversión (Keynes) y/o la innovación (Schumpeter) al crecimiento y el ahorro se ajusta endógenamente para igualar la inversión y lograr el equilibrio macroeconómico (Solimano, 1998).

Cualquiera sea la relación de causalidad, el contar con abundantes recursos finan-

cieros no siempre conduce al crecimiento económico, toda vez que el ahorro puede ser destinado a inversiones improductivas, a crear un nivel de capacidad instalada superior a la necesaria, de acuerdo a la demanda agregada, o a financiar el proceso de inversión en el exterior a través de la adquisición de activos externos (Anzola, 1990). Además, muchos supuestos que son necesarios para verificar algunas hipótesis claves acerca del ahorro -como los supuestos de que los mercados financieros ofrecen oportunidades flexibles de préstamos y depósitos, 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 prefieren los responsables de la formulación de políticas (Fondo Monetario Internacional, 1995).

De esta forma, de acuerdo a datos suministrados por Anzola (1990), durante el lapso 1968-1985 en Venezuela la formación bruta de capital y la inversión interna neta, tanto nominal como real, siempre fueron positivas, lo cual permite señalar que durante ese lapso se registró un incremento en el acervo de capital. También se observa que en dicho periodo el ahorro bruto fue inferior todos los años, con la excepción de 1969 y 1970, a la formación bruta de capital, medidos ambos a precios constantes de 1968, lo que dio lugar a que se produjera un ahorro financiero (definido como la diferencia entre el ahorro bruto y la formación bruta de capital) negativo en términos reales. Tal hecho sugiere que las tasas de crecimiento del PIB experimentadas de 1968 a 1980 se financiaron con un caudal de ahorro externo cada vez mayor ya que, como puede verse en la Tabla I, el ahorro financiero en términos promedio fue haciéndose cada vez más negativo para cada uno de los subperiodos que

Tabla I
Venezuela - Indicadores Macroeconómicos
(Millones de Bolívares a precios constantes de 1968)

Año	PIB	Ahorro Bruto	FBC	Ahorro Financiero
1968	45.155,00	13.233,00	14.074,00	-851,00
1969	47.038,00	13.526,38	13.133,77	392,61
1970	50.634,00	16.201,20	14.940,68	1.260,52
1971	52.189,00	15.468,71	15.772,65	-303,94
1972	53.889,00	16.283,42	17.116,57	-833,15
1973	57.260,00	17.014,52	17.803,14	-788,61
1974	60.732,00	14.994,47	19.317,92	-4.323,44
1975	64.417,00	16.128,76	22.545,47	-6.416,70
1976	70.067,00	16.483,73	26.442,65	-9.958,91
1977	74.777,00	16.758,84	33.529,99	-16.771,10
1978	76.376,00	15.494,48	32.871,47	-17.376,90
1979	77.396,00	13.626,10	26.112,64	-12.486,50
1980	75.857,00	10.546,82	21.819,36	-11.272,50
1981	75.628,00	9.128,22	21.519,65	-12.391,40
1982	76.144,00	3.748,62	23.729,92	-19.981,30
1983	71.867,00	8.037,75	9.569,67	-1.531,91
1984	70.894,00	8.272,78	13.675,34	-5.402,55
1985	71.089,00	9.283,69	13.453,36	-4.169,67
Promedios				
1968-1973	51.027,50	15.286,21	15.473,47	-187,26
1974-1978	69.273,80	15.972,06	26.941,50	-10.969,40
1979-1980	76.626,50	12.086,46	23.966,00	-11.879,50
1981-1982	75.886,00	6.438,42	22.624,79	-16.186,30
1983-1985	71.283,33	8.531,41	12.232,79	-3.701,38
Variación				
Interan. Prom.				
1968-1973	4,86	5,17	4,81	
1974-1978	5,93	-1,85	13,05	
1979-1980	-0,34	-17,50	-18,53	
1981-1982	0,19	-4.038,00	4,29	
1983-1985	-2,26	35,30	-17,24	

Fuente: Anzola (1990).

componen la muestra y cuando tal ahorro financiero negativo se redujo (1983-1985), el PIB en términos promedio fue menor a los dos subperiodos anteriores (1979-1980 y 1981-1982). Como a partir de 1983 tanto para Venezuela como para el resto de América Latina las fuentes de financiamiento externo se cerraron, a la vez que se revertieron los flujos voluntarios de capitales internacionales al cesar México sus pagos en agosto de 1982, se incrementaron las tasas de interés internacionales y se deterioró la relación de precios del intercambio de la región, se dio inicio a una etapa en la que se enfrentó un severo proceso de ajuste, destinado a generar superávits en la balanza comercial con el fin de enfrentar el déficit del sector externo. De manera que, frente al cierre de los flujos financieros procedentes del resto del mundo, el proceso de acumulación en Venezuela se paralizó (como puede verse en la Tabla No. 1, la FBC decreció a una tasa interanual de 17,24% durante el lapso 1983-1985), reforzando la caída del PIB comentada anteriormente.

2. Influencia del Sector Externo sobre la generación de Ahorro Interno

Lo anterior contribuye a demostrar que el depender de fondos externos para cubrir la inversión puede generar problemas como el crecimiento de la deuda externa. Una de las razones para fomentar el ahorro interno es el carácter inconstante de los fondos externos. Solimano (1998) expone que una combinación de ahorro con un fuerte componente nacional hace a la economía menos volátil que una combinación basada predominantemente en el ahorro externo, dado que los mercados internacionales de capital tienden a ser volátiles.

Generalmente, la inversión se canaliza a partir del ahorro interno. En general, el buen desempeño de las economías asiáticas se basó fundamentalmente en un saludable ahorro interno. Según datos provenientes del Fondo Monetario Internacional para el periodo 1995-1999, el coeficiente promedio (AIB/PIB) de una muestra de países del Asia Oriental era 30% (el más bajo se registró en Pakistán, un 16% y el más alto en Malasia, 44%; China registraba un 42,5%, aún mayor que en el periodo 1980-89). La cifra correspondiente a América Latina resultó apreciablemente menor: alrededor de 21%, con la excepción de Chile y México (*c.* 25 por ciento). En Venezuela la tasa de ahorro interno bruto como porcentaje del PIB disminuyó de un valor de 34,5% durante el periodo 1970-1980 a 23,6% para la década 1980-1989 y a 19,8% para el lustro 1990-1994, aunque para 1995-1999 se elevó hasta un 23,3% del P.I.B. (ver Tabla II); es decir, una reducción de tal relación estuvo asociada a una caída de la tasa de crecimiento del P.I.B. de 5,0% durante 1970-1980 a 1,0% durante 1980-1990, aunque para los dos últimos subperiodos el P.I.B. creció a tasas de 3,2% y 0,5% interanual respectivamente (ver Tabla III), lo que podría considerarse como una incongruencia en lo expuesto anteriormente acerca de la relación entre ahorro interno y crecimiento y que tal crecimiento estuvo asociado a otras variables diferentes al ahorro y la inversión, ya que similarmente, la inversión interna bruta como porcentaje del P.I.B. continuó su tendencia descendente: en 1990-1994 llegó a la mitad de lo observado en términos promedios durante 1973-1980 (32,6%) y para 1995-1999 sólo alcanzó un 18,7% (ver Tabla IV).

El deterioro de la relación de precios del intercambio, que afectó en general a todos los países de la región durante la década de los

Tabla II
Ahorro interno países de Asia y América Latina. 1955-1999
 Ahorro interno como % del PIB

América Latina	1955-60	1960-70	1970-80	1980-89	1990-94	^a 1995- 99
Argentina	18,9	19,7	21,2	11,2	17,1	17,6
Bolivia	8,1	29,2	18,2	2,0	6,3	14,9
Brasil	16,0	24,3	21,7	19,7	20,4	19,9
Chile	10,8	12,9	12,2	9,7	24,4	25,4
Colombia	18,8	17,2	19,2	17,4	21,3	17,7
Ecuador	15,4	16,3	21,2	16,6	19,4	^b 22,6
México	14,6	19,9	21,3	21,3	17,2	24,8
Perú	20,9	27,2	24,9	22,0	18,9	21,0
Venezuela	32,0	30,0	34,5	23,6	19,8	23,3
Mediana	16,0	19,9	21,2	17,4	19,4	21,0
Media	17,3	21,9	21,6	15,9	18,3	20,8
Asia	1955 - 60	1960 - 70	1970 - 80	1980 - 89	1990 - 94	^a 1995- 99
China	-	-	-	^a 34,9	^a 39,7	42,5
Corea	3,3	21,5	26,4	32,8	35,1	34,6
Filipinas	10,9	20,6	24,3	17,6	18,1	17,9
India	-	17,9	22,3	21,5	20,8	24,5
Indonesia	-	13,7	24,6	27,6	^a 35,4	28,4
Malasia	23,3	21,6	29,4	29,3	29,5	43,9
Pakistán	11,8	-	10,9	14,8	17,6	15,9
Sri Lanka	13,5	14,6	13,5	15,6	12,7	26,6
Tailandia	16,7	22,6	21,5	22,6	34,1	34,8
Mediana	12,7	20,6	23,3	22,6	29,5	28,4
Media	13,3	18,9	21,6	22,7	27,0	29,9

Fuentes: 1955 – 94: **Singh** (1998), Excepto (^a): F.M.I (1999)

1995 – 99: **FMI** (1999, 2.001)

(^a) Cálculos Propios

(^b) 1995 – 98

ochenta, incluyendo a Venezuela, tuvo también efectos negativos en el proceso de acumulación de capital. Por una parte, la baja de los precios de los productos de exportación incide directamente en las utilidades del sector exportador y reduce el incentivo para invertir en éste. Si a lo anterior se suma la articulación

que puede existir (y en Venezuela de hecho existe) entre el sector exportador y otras ramas de actividad económica, el proceso de acumulación se ve menguado. Más aún, en aquellos casos en que el sector público es propietario de los recursos naturales de exportación (Ecuador, Chile, México, Venezuela), la vola-

Tabla III
Tasa de crecimiento del P.I.B. en países de Asia y América Latina. 1955-1999
 Porcentaje Anual

América Latina	1955-60	1965-73	1973-80	1980-89	1990-94	^a 1995-99
Argentina	3,1	4,2	2,2	-0,4	7,6	2,2
Bolivia	-	5,2	4,8	-0,1	3,8	4,0
Brasil	5,5	5,4	8,4	2,7	2,2	2,2
Chile	4,0	4,5	2,8	4,1	7,5	5,5
Colombia	3,8	5,1	5,9	3,7	4,3	1,3
Ecuador	4,5	-	8,8	2,0	3,5	^b 2,1
México	5,9	7,2	5,2	1,0	2,5	2,7
Perú	4,1	4,9	3,0	-0,3	4,2	4,1
Venezuela	6,3	6,0	5,0	1,0	3,2	0,5
Mediana	4,3	5,1	5,0	1,0	3,8	2,2
Media	4,7	5,3	5,1	1,5	4,3	2,7
Asia	1955 - 60	1965 - 73	1973 - 80	1980 - 89	1990 - 94	^a 1995 - 99
China	-	5,2	5,8	9,5	12,9	8,8
Corea	4,5	8,6	9,5	9,7	6,6	4,8
Filipinas	4,4	5,1	6,3	0,9	1,6	3,7
India	-	3,4	3,6	5,3	4,8	6,6
Indonesia	-	3,9	7,6	5,5	7,6	1,2
Malasia	4,0	6,5	7,8	5,2	8,4	4,9
Pakistán	3,4	6,7	4,7	6,3	4,6	3,7
Sri Lanka	-	4,6	4,1	4,0	5,4	4,9
Tailandia	6,8	8,4	7,2	7,6	8,2	1,2
Mediana	4,4	5,2	6,3	5,5	6,6	4,8
Media	4,6	5,8	6,3	6,0	6,7	4,4

Fuentes: 1955 – 94: **Singh** (1998)
 1995 – 99: **FMI** (1999, 2.001)
 (^a) Cálculos Propios
 (^b) 1995 – 98

tilidad de sus precios genera desequilibrios presupuestarios no planificados, los que en general tienden a manifestarse en recortes de la inversión, dada la mayor rigidez del gasto corriente. Por otra parte, en muchos países de la región el uso de un tipo de cambio reptante para enfrentar el *shock* externo creó expectati-

vas de devaluación que contribuyeron a elevar la tasa de interés interna, desalentando así la inversión privada (Moguillansky, 1996).

Las posibilidades de que el tipo de cambio real pueda caer sin poner en peligro el logro de una inflación relativamente baja y estable aumentarían mucho si se produjera en un

Tabla IV
Evaluación de la inversión en las economías de Asia y América Latina. 1955-1999
 Inversión Interna Bruta como % del PIB

América Latina	1955 - 60	1965 - 73	1973 - 80	1980 - 89	1990 - 94	^a 1995 - 99
Argentina	19,7	19,8	21,8	15,5	16,7	18,9
Bolivia	16,7	25,4	24,9	12,0	15,4	18,6
Brasil	16,4	26,1	26,2	21,5	20,5	21,3
Chile	11,3	14,4	17,4	18,1	25,3	25,5
Colombia	18,9	18,9	18,8	20,4	18,3	20,1
Ecuador	14,8	19,0	26,7	23,2	20,6	^b 20,2
México	15,1	21,4	25,2	23,1	22,4	23,3
Perú	22,4	27,7	28,9	26,2	21,5	23,6
Venezuela	22,0	29,3	32,6	22,0	16,3	18,7
Mediana	16,7	21,4	25,2	21,5	20,5	20,2
Media	17,5	22,4	24,7	20,2	19,7	21,1
Asia	1955 - 60	1965 - 73	1973 - 80	1980 - 89	1990 - 94	^a 1995 - 99
China	-	-	-	^a 35,4	^a 38,3	38,9
Corea	14,3	25,1	31,8	31,2	36,7	31,5
Filipinas	11,4	20,6	29,1	21,7	23,1	22,1
India	-	18,4	22,6	23,9	23,9	23,3
Indonesia	-	15,8	24,5	30,4	^a 33,6	24,9
Malasia	14,2	22,3	28,7	32,2	34,6	35,5
Pakistán	-	16,0	16,5	18,8	19,7	17,4
Sri Lanka	14,0	15,8	20,6	25,8	23,0	25,4
Tailandia	17,6	23,8	26,6	26,7	40,7	31,6
Mediana	14,2	19,5	25,5	26,7	33,6	25,4
Media	14,3	19,7	25,1	27,3	30,4	27,8

Fuentes: 1955-94: Singh (1998), Excepto (^a): FMI (1999)

1995-99: FMI (1999, 2.001)

(^a) Cálculos Propios

(^b) 1995 - 98

contexto de menor absorción interna y mayor ahorro. Algún grado de estabilidad del tipo de cambio sigue siendo importante para que sea creíble la política de los gobiernos, ya que la reorientación de las políticas es todavía demasiado reciente para poseer credibilidad de por sí (Turner, 1995).

La literatura moderna integra este efecto de los términos del intercambio sobre el nivel de ahorro nacional dentro de un modelo intertemporal, haciendo énfasis en la distinción entre cambios permanentes y cambios transitorios en la relación de intercambio externo. Una mejoría transitoria en tal relación conlle-

va sólo a cambios transitorios en el ingreso, lo que conduciría a incrementar el nivel de ahorro mas que a aumentar el consumo. Impactos permanentes en los términos del intercambio tendrían efectos ambiguos sobre el ahorro, por lo que la dirección del cambio neto sería indeterminada respecto a su valor inicial (Masson, Bayoumi y Samiei, 1998).

La estrategia para el crecimiento debe comenzar por incrementar la competitividad de las exportaciones mas que a incrementar simplemente el nivel de las exportaciones de cada país. Un crecimiento rápido de las exportaciones no constituye un mecanismo sencillo ni a toda prueba para una expansión económica rápida en América Latina. Los países de la región han logrado apenas en la última década alcanzar una tasa de expansión superior al 5 % anual. Los problemas de la balanza de pagos han mostrado tendencia a reincidir con regularidad; una manera de reducir el peso de estos problemas es establecer un crecimiento de las exportaciones congruente y regular como meta prioritaria de política económica.

Sin embargo, resulta difícil para la región lograr la inversión o el compromiso necesarios para penetrar los mercados de los países desarrollados. Sería imposible prever que las exportaciones de América Latina crezcan continuamente a un ritmo del 15 por ciento al año; proponer esa estrategia y luego no cumplirla sería mucho más costoso que fijar una meta de incremento continuo de las ventas al exterior del orden del 1 % al 2% por encima del crecimiento del PIB (Fishlow, 1998). Esto parece razonable, con la salvedad de que para mantener la congruencia a nivel global algunos países tendrán que incrementar la participación de sus importaciones en un monto

equivalente para satisfacer la demanda de exportaciones adicionales (Solimano, 1998).

El tema de que posibles convenios oficiales o de otra fuente, contribuyan a aislar las economías en desarrollo de la volatilidad de los flujos de capital privado se torna en realidad complejo. Con grandes entradas de capital, pueden financiarse cuantiosos déficits en cuenta corriente por muchos años sin tener que recurrir a la asistencia oficial (o incluso de la banca extranjera), que traería consigo "condicionalidad". El otro lado es el modo abrupto con el cual una severa restricción externa puede imponerse de pronto. Si los flujos de capital privado revierten, la necesidad última de asistencia externa puede ser mayor que al principio. Varias sugerencias se han formulado recientemente para contribuir a remediar esto. Una es disponer un servicio especial del FMI para ayudar a los países a contener la salida de capital de corto plazo. Otra propuesta es que bancos internacionales estén dispuestos a suministrar liquidez emergente a bancos locales con los cuales tengan estrechas relaciones. Una consideración es relevante ante tales sugerencias; esta consiste en que el notable volumen de fondos que puede moverse en los liberalizados mercados financieros es capaz de absorber la factible escala de la asistencia oficial. Por ende, tal asistencia sólo es efectiva cuando se respalda con medidas que garanticen a los mercados financieros que se están haciendo las deseadas correcciones, por lo que sugiere que el consejo de política de las instituciones oficiales de préstamo continúa siendo útil hasta en el nuevo mundo de muy acrecentados flujos de capital privado (Turner, 1995).

3. Mecanismos Institucionales que estimulan el Ahorro Privado

Dada la importancia que reviste el ahorro interno del sector privado para el financiamiento de niveles de inversión que coadyuven al sostenimiento de la tasa de crecimiento económico de los países de la región, es necesario tratar de encontrar mecanismos que conduzcan a su recuperación frente al problema que enfrentan las economías latinoamericanas e incluso la española (Argimón, 1991) de decrecimiento de las tasas de ahorro privado y especialmente en el nivel de ahorro de los hogares. En ese esfuerzo orientado a la generación de ahorro interno, el desarrollo del mercado financiero y la disponibilidad de nuevos instrumentos para la captación de recursos, en un entorno de estabilidad de precios, pueden ser de crucial interés. Una de las formas en que se puede promover la generación de ahorro privado en la región latinoamericana es mediante una política orientada a mejorar la eficiencia del sistema financiero en un entorno de estabilidad. Entre otras medidas, la generación de ahorro privado debe sustentarse en: *a)* la consolidación y permanencia de los cambios estructurales adoptados en los últimos años; *b)* el desarrollo de nuevos instrumentos en el sistema financiero, acompañados de una adecuada regulación y supervisión de los riesgos; y *c)* la apertura del sistema financiero a la competencia de nuevos intermediarios, tanto internos como externos (Alfaro y Salas, 1994).

Las mayores y primeras liberalizaciones financieras en la región se realizaron a mediados de los años setenta en Uruguay, Argentina y Chile. Posteriormente se ha ido liberalizando este mercado en el resto de la región, especialmente en lo que toca a las tasas de interés y a la salida e ingreso de capitales. Sin embargo, hasta la fecha los esperados efectos po-

sitivos sobre el ahorro no se han visto en la gran mayoría de los países. En efecto, el ahorro nacional ha sido más sensible a aumentos en los superávits fiscales y a políticas de ahorros forzosos (por medio del sistema de pensiones) que a alzas adicionales de la tasa de interés (Ramos, 1997).

En este orden de ideas puede ubicarse la experiencia mexicana entre 1988 y 1994 donde el ahorro externo pasó a sustituir una parte importante del ahorro privado, argumentado Székely (1998) que la reducción del ahorro privado a nivel agregado en México está relacionada con la liberación financiera. Tal liberación tiende a eliminar las restricciones de liquidez, que consisten en que algunos hogares y empresas pueden carecer de acceso al crédito, ya sea debido a la segmentación de los mercados o a que hay mercados financieros incompletos, lo cual los obliga a mantener recursos en forma de ahorro para poder tener un consumo o inversión mayor a su ingreso. De esta manera, la expansión del crédito a disposición del sector privado que la liberación trae consigo hará menos necesario mantener saldos para financiar consumo futuro o inversión, lo cual tendrá como consecuencia una disminución del ahorro.

Se ha comentado ampliamente acerca de las fortalezas de los Fondos de Pensiones para estimular el ahorro interno. El sistema de pensiones implementado en Chile se basa en la capitalización individual. Es un ahorro forzoso porque obliga al trabajador a guardar cierto porcentaje de su salario cada año en una cuenta especial. Su pensión es función directa de sus cotizaciones y de la rentabilidad de las inversiones realizadas por la Administradora de Fondos de Pensiones (AFP) a la que pertenece durante su vida laboral. En los hechos, dado que muchos trabajadores ganan bajos ingresos, la jubilación a la cual

tendrían derecho al fin de su vida laboral puede ser tan baja que el Estado decida suplir sus ahorros forzosos con aportes fiscales para que la pensión alcance un mínimo socialmente aceptable. De ahí que el incentivo para subdeklarar sea menor, con lo que el ahorro subirá (o el déficit actuarial del sistema de pensiones disminuirá en comparación con el anterior sistema de reparto donde las cotizaciones de la fuerza de trabajo activa financiaban las pensiones de los jubilados).

El error o confusión radica en creer que el sistema de capitalización eleva el ahorro neto en forma significativa. Es cierto que el nuevo sistema genera ahorros privados netos en sus inicios, cuando se recauda mucho (típicamente de todos los trabajadores nuevos o más jóvenes) y se paga poco en jubilaciones. Sin embargo, este ahorro privado tiene como contrapartida un déficit fiscal equivalente, ya que el viejo sistema mantiene su gasto en pensiones pero deja de recibir las cotizaciones de los nuevos trabajadores, que ahora aportan al sistema nuevo. De allí que, como primera aproximación, el sistema de capitalización no genere un aumento en el ahorro. De hecho, se genera ahorro sólo si el fisco decide eliminar ese déficit mediante reducciones adicionales de sus gastos o incrementos de sus ingresos. De hacer esto, el ahorro aumenta con la introducción del nuevo sistema de pensiones, pero no por un mayor ahorro privado, sino por un mayor esfuerzo de ahorro del sector público como sucedió en Chile. El ahorro neto subió porque el fisco tomó medidas para reducir el déficit señalado: entre otras, la extensión de la edad de jubilación a los 65 años; la reducción en 10 % de todas las pensiones, y el recorte de otros gastos ajenos al sistema de pensiones (Ramos, 1997).

Una conclusión más radical se expone en Argimón (1991) citando el trabajo de Gó-

mez Sala, *“Los efectos de las pensiones del sistema de seguridad social sobre el ahorro. 1967 – 1983”*, donde para contrastar la doble hipótesis de que las pensiones han podido ejercer un efecto positivo sobre el ahorro, vía inducción a la jubilación, y un efecto negativo directo de sustitución o desplazamiento de riqueza privada, se presentan estimaciones de un modelo biecuacional con una ecuación de ahorro y una ecuación de jubilación. Los resultados constituyen un apoyo débil a la tesis de equivalencia parcial entre impuestos y deuda pública, concluyendo que la ilusión de riqueza creada por el sistema de pensiones incide negativa y significativamente sobre el ahorro de las familias y que existe un efecto indirecto de inducción a la jubilación (la tasa de actividad de los ancianos presenta un coeficiente negativo y significativo). Asimismo cuantifica el impacto de la existencia del sistema de reparto en la Seguridad Social, en relación a una hipotética situación en la cual no se hubiera implantado, concluyendo que la existencia de este programa deprime el ahorro personal entre un 60 y un 65%.

Otro estudio citado por la misma autora llega a resultados muy similares: estimando una función de ahorro concluye que las expectativas de pensiones tienen un efecto negativo y significativo sobre el ahorro y que, por tanto, las pensiones públicas han podido desplazar el ahorro privado nacional. Cuando se introducen mecanismos de corrección de error en la especificación econométrica para distinguir los efectos dinámicos, se concluye que las expectativas de pensiones no son significativas a corto plazo, pero en cambio afectan a largo plazo al ahorro.

Así, la conclusión de algunos autores acerca de que mecanismos institucionales como el sistema de ahorro postal en Japón y la

privatización del seguro social en Chile pueden proporcionar recursos a largo plazo para el desarrollo queda en entredicho:

“Mucho se ha hablado del éxito del caso chileno como prueba de que la conversión de fondos de pensiones a la administración privada puede inducir ahorros muchos mayores, sin embargo, (...) pese al efecto de demostración y a que el sistema chileno haya sido copiado en otros países, aún no hay pruebas de que se hayan obtenido resultados similares en otras partes en términos de ahorro. Segundo, el incremento observado del ahorro interno en Chile se produjo después de que entró en vigencia el sistema de pensiones; si bien puede suponerse cierto desfase en los efectos, probablemente gran parte del drástico aumento del ahorro chileno se debe al éxito de la transición al gobierno civil después de la partida de Pinochet. Tercero, la mayor parte del aumento del ahorro chileno parece haber emanado del ahorro empresarial y no del ahorro privado” (Fishlow, 1998: 453).

Sin duda que es una decisión de cada país el adoptar un sistema de pensiones que responda a las necesidades de sus agentes económicos. El sistema de pensiones chileno ha contribuido al desarrollo del sistema financiero y este a su vez, sobre los niveles de productividad total de los factores (residuo de Solow) y la acumulación de capital, acelerando de tal forma la tasa de crecimiento.

4. Tasas de Interés internas y nivel de Ahorro

Otra de las vías sugeridas para incrementar el nivel de ahorro interno, la sostenibili-

dad de tasas de interés reales positivas, es motivo de análisis de todo tipo en todas las escuelas. En primer lugar, según Lanteri (1997), los cambios en las tasas reales de interés tendrían un efecto indeterminado *a priori* sobre el ahorro agregado, dado que el resultado final dependerá de la fortaleza de los efectos ingreso y sustitución. Debido al proceso de decisión intertemporal del consumo, un aumento en las tasas reales de interés incrementaría el ahorro (disminuye el costo presente del consumo futuro), ya que incentiva a posponer el consumo, pero el efecto ingreso (no sería necesario ahorrar tanto) actuaría en sentido contrario, lo que podría afectar negativamente las decisiones de ahorro. Varios estudios no han encontrado mayor relación entre el nivel de ahorro y la tasa de interés en el caso de países en vías de desarrollo: A. Giovannini concluye que en la mayoría de los casos la elasticidad del ahorro a la tasa real de interés es igual a cero y Schmidt-Hebbel, Webb y Corsetti no encontraron claros efectos sobre el ahorro (Ambos citados por Masson, Bayoumi y Samiei, 1998).

Una manera menos convencional de enfocar este punto consiste en establecer qué tan sensible es la tasa de crecimiento del Consumo a la tasa de interés, esto es, el grado de sustitución de consumo futuro por consumo actual cuando se incrementa la tasa de interés. Giovannini en el mismo trabajo: “*Saving and the Real Interest Rate in LDCs*”, encuentra efectos de sustitución positivos para cinco países en desarrollo y ningún efecto en trece. Si el ahorro privado es generalmente insensible a la tasa real de interés (después de impuestos), tres implicaciones de política económica podrían derivarse: *i*) estabilizaciones fiscales que disminuyan los tipos reales de interés no deprimirían automáticamente el ahorro privado. *ii*) Reformas financieras que eleven

tales tasas no incrementarían de inmediato el ahorro privado; y *iii*) incentivos impositivos al ahorro serían inefectivos para incrementar el ahorro del sector privado (Schmidt-Hebbel, Servén y Solimano, 1996).

Finalmente, Ogaki, Ostry y Reinhart (1996), encontraron que para los países más pobres, un incremento igual a un punto porcentual en la tasa real de interés provocaría un aumento en la tasa de ahorro de sólo una décima de punto porcentual, mientras que para las economías más ricas, el incremento en la tasa de ahorro, en respuesta a un cambio similar en la tasa real de interés, es cerca de dos tercios de un punto porcentual, lo que viene a confirmar la inelasticidad del ahorro a la tasa de interés real, mientras más altas tasas de ahorro no estarían disponibles aún con relativamente mayores incrementos de la tasa de interés real, si el país se encuentra en el nivel más bajo de ingresos.

Por otro lado, el caer en la tentación de elevar las tasas de interés internas crea un obstáculo al crecimiento de la inversión, afectando tanto al costo del capital como al proceso de profundización financiera y en última instancia a las posibilidades del crecimiento mismo. Este efecto, sumado a severas fallas en la regulación prudencial –tales como debilidades en la supervisión de la solvencia, exceso de créditos relacionados y capitalización de intereses sobre créditos riesgosos, desencadenaron en casi todos los países de la región profundas crisis del sistema financiero: en el Cono Sur durante los años ochenta y en Bolivia, México, Paraguay y Venezuela durante los noventa.

A menudo, las alzas adicionales en las tasas de interés, más que elevar el ahorro han reflejado fuertes desequilibrios asociados a la inminencia de colapsos financieros, como sucedió en Chile y Argentina en los años setenta.

En efecto, tasas de interés de 20 a 25 % real por varios años eran signos altamente anómalos cuando esas economías sólo crecían en torno al cinco por ciento anual. Tales tasas reflejaron, entre otros factores, demandas de crédito infladas a causa de cambios patrimoniales provocados por fuertes movimientos en los precios relativos. Estos movimientos estaban asociados a la apertura comercial y los persistentes desequilibrios macroeconómicos: las actividades beneficiadas necesitaban crédito para expandirse, mientras que las perjudicadas lo necesitaban para postergar su colapso (Ramos, 1997).

La conclusión derivada de la experiencia latinoamericana, es que las tasas de interés reales moderadas y positivas estarían estrechamente asociadas con un buen desempeño económico y con el grado de profundización financiera, la disponibilidad de créditos de largo plazo que hagan viables los proyectos de inversión y la forma en que se asigna el crédito (a través del mercado o en forma administrada) (Moguillansky, 1996). En Japón, el gobierno llevó a cabo una política general de tasas de interés bajas y, a través del llamado financiamiento basado en políticas, otorgó tasas preferenciales a las empresas e industrias favorecidas por el MITI, organismo de control de política industrial. Estas tasas redujeron el costo del capital, ayudaron a incrementar los recursos para inversión de las empresas e indujeron a éstas a invertir de acuerdo con las prioridades del gobierno (Singh, 1998).

Las bajas tasas de interés controladas institucionalmente son de uso generalizado en los países en desarrollo. Incluso en aquellos en los que se han iniciado programas de desarrollo financiero, rara vez se ha permitido que las tasas de interés encuentren libremente sus niveles de equilibrio del mercado. No obstante, en los países latinoamericanos

que han abolido los topes a las tasas de interés, los tipos de interés reales subieron a niveles insostenibles. Hoy en día parece dudosa la eficacia de la liberalización inmediata de las tasas de interés, como parte de un programa de estabilización. Cierta grado de estabilidad de precios parece ser un prerrequisito esencial para que la liberalización financiera tenga éxito.

Los topes máximos de las tasas de interés distorsionan la economía de la forma siguiente: *a)* crean un sesgo favorable al consumo corriente, en detrimento del ahorro y *b)* los potenciales prestamistas pueden emprender inversiones directas de escaso rendimiento relativo, en vez de contribuir a financiar inversiones de mayor rendimiento, depositando su dinero en un banco (Fry, 1991).

Ciertamente, el reto de las economías latinoamericanas es el diseñar instrumentos para fomentar el ahorro del sector privado. En vista de que existe una relación entre el ahorro interno del sector privado, medido por las cuentas nacionales, y la tenencia de activos financieros por dicho sector, la política monetaria desempeñaría un papel importante en la promoción del ahorro mediante el manejo de la tasa de interés (Alfaro y Salas, 1994).

En lo que se refiere a la política fiscal, la generación de una acumulación positiva del sector público es claramente una estrategia de ahorro que funciona. La exitosa experiencia asiática confirma la importancia de este factor, no solo en Singapur, país que tiene una tasa de ahorro de más del 40%. Esta observación destaca aún más la necesidad de que otras economías diseñen los gastos corrientes del gobierno de manera tal que puedan surgir excedentes. En caso contrario, América Latina parece destinada a repetir las experiencias de los años setenta y principios de los noventa y a depender excesivamente de la afluencia de ca-

pital extranjero (Fishlow, 1998). Sin embargo, es de hacer notar que si se cumpliera la equivalencia ricardiana los cambios en el ahorro público deberían compensarse con un movimiento en sentido contrario en el ahorro privado, dejando inalterado el ahorro nacional. En cambio, de no cumplirse la equivalencia ricardiana, el déficit gubernamental podría generar un aumento menos que proporcional en el ahorro privado y una declinación en el ahorro nacional, que caería al producirse un desahorro público motivado por el déficit fiscal (Lanteri, 1997).

El esfuerzo de ahorro del sector público en los años noventa en la región no fue acompañado por uno similar del sector privado, lo que limitó la disponibilidad de financiamiento interno de la inversión. La reforma financiera no siempre ha favorecido el proceso de inversión, sea porque no se desarrollaron instrumentos de largo plazo adecuados o porque no se abordaron de la mejor manera las tareas de completar mercados, atendiendo a sectores marginados del crédito. En la actualidad, algunos países están aplicando políticas destinadas a vincular el ahorro financiero con la inversión, a mejorar la regulación prudencial y la supervisión bancaria, a ampliar y difundir instrumentos de largo plazo y a regular el flujo internacional de capitales, pero ellas no se han generalizado en la región (Moguillansky, 1996).

5. Ahorro y Distribución del Ingreso

Un último punto que debe ser estudiado en conexión con las disponibilidades de ahorro como financista del crecimiento se refiere a la relación de estas variables con la distribución del ingreso nacional. Al indagar más allá de las generalidades se observa que tanto

la distribución del ingreso como el crecimiento económico constituyen variables “finales” complejas. Son el resultado de los demás factores de la economía y, por ende, debe existir toda una red de nexos causales en ambos sentidos. Las posibles vías que conducen del crecimiento a la igualdad ofrecen el mismo resultado en cuanto a signo. En cambio, en las sendas propuestas para ir de la igualdad al crecimiento, que son muchas, no existe acuerdo sobre el signo de la relación entre ambos.

Según Paldam (1998), estas dos direcciones causales son: a) Causalidad de crecimiento a igualdad: es por demás claro que el crecimiento más alto lleva a la desigualdad, por lo menos a corto y mediano plazo. Si no existe causalidad a la inversa, cabe esperar una correlación negativa entre crecimiento e igualdad; b) Causalidad de igualdad a crecimiento: a corto y mediano plazo, una distribución más equitativa debe llevar a un crecimiento más alto. Debe dominar la correlación positiva. Sin embargo, Chile experimentó inicialmente un vuelco radical hacia una distribución del ingreso sesgada y después el crecimiento cobró impulso, lo que debe servir como advertencia contra la tentación de simplificar en este tema.

La porción más amplia y controversial de la literatura trata sobre el complejo tema del ahorro y el espíritu empresarial, la cual se refiere al sector privado y en su versión más antigua supone que el ahorro se invierte y que la generación de ahorro constituye la principal limitación. La distribución del ingreso que genera más ahorro es la mejor para el crecimiento y es posible que sea una distribución sesgada. La versión moderna estima que la principal limitación reside en el espíritu empresarial. Las rígidas distribuciones tradicionales reprimen el espíritu empresarial de la mayoría de la población. La distribución debe conce-

der una posibilidad a todos los talentos. Durante mucho tiempo se consideró que el antiguo argumento se sostenía por sí mismo, pero ya no es así por dos razones. La primera es que, al parecer, en los países en desarrollo las pautas de ahorro son bastantes complejas. Aunque algunos ricos aborren mucho, muchos países han tenido (y algunos aún tienen) oligarquías tradicionales prósperas con estilos de vida tradicionales que dejan poco margen para el ahorro. En segundo lugar, acaso la principal limitación para el desarrollo no sea el ahorro, sino un factor mucho menos tangible, que es el espíritu empresarial. Sin embargo, es posible que exista siempre suficiente talento empresarial *latente*. La cuestión clave, entonces, es si el talento latente encuentra las condiciones apropiadas para su despliegue. Quizás esas condiciones sean susceptibles a las políticas, pero es difícil identificarlas (Paldam, 1998).

¿Qué se debe hacer, entonces, respecto a la distribución del ingreso? Prácticamente todos los economistas sostienen actualmente que las medidas de política encaminadas a mejorar la distribución del ingreso deben ser compatibles con el sistema de mercado. Se cree mucho menos en los salarios mínimos más altos o en controles de precios, o incluso en tasas tributarias mucho más diferenciadas. Dos importantes categorías de posibles intervenciones consisten en las acciones que procuran asegurar la propiedad más equitativa de los activos fijos (entre ellos la tierra) y las que procuran alcanzar la rápida acumulación de capital humano (Fishlow, 1998).

Masson, Bayoumi y Samiei (1998) indican que parece ser un hecho estilizado que el proceso de desarrollo involucra inicialmente bajas tasas de ahorro seguidas por un período de alto crecimiento acompañado por altas tasas de ahorro y tasas más bajas en economías

más maduras. Lanteri (1997), citando a ciertos autores sugiere que los países más desarrollados suelen ahorrar una proporción mayor de sus ingresos. De esta forma, un aumento del PIB per cápita podría asociarse con una mayor tasa de ahorro. Otros, en cambio, sostienen que este argumento no presenta una base teórica sólida y que tampoco ha podido ser corroborado por la experiencia de los países asiáticos. En la década de los años setenta, Corea del Sur y Singapur presentaban un ingreso per cápita más alto que la India y Sri Lanka, pero ahorraron un porcentaje menor de sus ingresos que estos dos últimos países.

Conclusiones

Las necesidades de fondos para la acumulación bruta en la región latinoamericana se encuentran comprometidas ante su tradicional escasez. Como queda demostrado por diversos estudios, el depender de recursos externos para financiar la inversión introduce un factor de volatilidad en las economías nacionales que debe contrapesarse con un incremento de las formas internas de ahorro; sin embargo, los esfuerzos de ahorro del sector público que fueron remarcados a partir de la crisis de la deuda externa de 1982, no se acompañaron por un aumento similar del ahorro del sector privado de la economía, en parte por la escasa amplitud de instrumentos de más largo plazo, combinada con la incertidumbre existente acerca de la efectividad de los fondos de pensiones, más la actual inclinación hacia el consumo que muestran los agentes latinoamericanos en comparación con otras sociedades como la oriental, en la cual se estimulan las virtudes del ahorro. Lo anterior lleva a inferir que, frente a un orden mundial de mercados financieros globalizados, el incremento de la

relación Ahorro Interno / P.I.B. sólo puede alcanzarse a través de esfuerzos comunes de empresas, gobierno y el sistema financiero de estas economías.

Sin duda alguna que resulta particularmente importante la actuación del Sector Público: además de su esfuerzo por lograr un ahorro positivo, es necesaria cierta intervención para alcanzar el objetivo de tasas de interés relativamente bajas incluso mediante el otorgamiento de tasas preferenciales para ciertas actividades productivas. Ello debe producirse en un marco de estabilidad financiera y de precios, aunque hay que resaltar que una intervención dirigida por el Estado a imponer controles de precios sería contraproducente para lograr distribuir de forma más equitativa el ingreso nacional, aun cuando la relación existente entre ingreso nacional y nivel de ahorro que potencie el crecimiento no es sólida.

Bibliografía Citada

- Alfaro D., Samuel y Salas M., Javier (1994). "Evolución del ahorro del sector privado en México", en: **Monetaria**. Volumen XVII. Número 2. Abr.-Jun. México, D.F. Pág. 189-207.
- Anzola J., Hernán (1990). "Ahorro, Tasas de interés y Crecimiento Económico en Venezuela", en: **Revista del Banco Central de Venezuela**. Volumen 5. Número 3. Jul.-Sep. Caracas. Pág. 249-279.
- Argimón, Isabel (1991). "La tasa de Ahorro en España: 1964-1989" en: **Moneda y Crédito**. Número 192. Madrid. Pág. 11-40.
- Fishlow, Albert (1998). "América Latina en el siglo XXI", en: **El desarrollo económico y social en los umbrales del siglo XXI**. Louis Emmerij y José Núñez del Arco (compiladores). Banco Interamericano de Desarrollo. Washington, D.C. Pp. 616.

- Fondo Monetario Internacional (FMI) (1995). "El Ahorro en una economía mundial de Crecimiento", en: **El Mercado de Valores**. Año LV. Número 8. Agosto. México, D.F. Pág. 23-28.
- Fondo Monetario Internacional (FMI) (1999, 2001). "Estadísticas Financieras Internacionales". **Anuario, Boletines Mensuales**. Washington, D.C.
- Fry, Maxwell J. (1991). "Manejo del financiamiento del déficit", en: **Monetaria**. Volumen XIV, Número 1. Ene.-Mar. México, D.F. Pág. 65-95.
- Lanteri, Luis L. (1997). "Ahorro y crecimiento: la experiencia argentina", en: **Monetaria**. Volumen XX, Número 4. Oct.-Dic. México, D.F. Pág. 419-445.
- Masson, Paul R., Bayoumi, Tamin y Samiei, Hossein (1998). "International evidence on the determinants of Private Savings", en: **The World Bank Economic Review**. Volumen 12. Número 3. Septiembre. Washington, D.C. Pág. 483-501.
- Moguillansky, Graciela (1996). "El contexto macroeconómico y la inversión: América Latina a partir de 1980", en: **Revista de la CEPAL**. Número 58. Abril. Santiago de Chile. Pág. 79-94.
- Ogaki, Masao, Ostry, Jonathan D., y Reinhart, Carmen M. (1996). "Saving Behavior in Low and Middle Income developing countries. A comparison", en: **I.M.F. Staff Papers**. Volumen 43. Número 1. Junio. Nueva York, N.Y. Pág. 149-178.
- Paldam, Martín (1998). "Un ensayo sobre los aspectos macroeconómicos del desarrollo social en América Latina", en: **El desarrollo económico y social en los umbrales del siglo XXI**. Louis Emmerij y José Núñez del Arco (compiladores). Banco Interamericano de Desarrollo. Washington, D.C. Pp. 616.
- Ramos, Joseph (1997). "Un balance de las reformas estructurales en América Latina", en: **Revista de la CEPAL**. Número 62. Agosto. Santiago de Chile. Pág. 15-38.
- Singh, Ajit (1998). "Oriente se equipara con Occidente: perspectiva del desarrollo económico de Asia y enseñanzas para América Latina", en: **El desarrollo económico y social en los umbrales del siglo XXI**. Louis Emmerij y José Núñez del Arco (compiladores). Banco Interamericano de Desarrollo. Washington, D.C. Pp. 616.
- Solimano, Andrés (1998). "América Latina en el siglo XXI" (sobre el trabajo de A. Fishlow), en: **El desarrollo económico y social en los umbrales del siglo XXI**. Louis Emmerij y José Núñez del Arco (compiladores). Banco Interamericano de Desarrollo. Washington, D.C. Pp. 616.
- Székely, Miguel (1998). "Monto y Distribución del Ahorro de los hogares en México", en: **El Trimestre Económico**. Volumen LXV (2). Número 258. Abr-Jun. México, D.F. Pág. 263-313.
- Turner, Philip (1995). "Flujos de capital en América Latina: una nueva fase", en: **Monetaria**. Volumen XVIII. Número 4. Oct-Dic. México, D.F. Pág. 337-375.