

## LA MOVILIZACIÓN DEL AHORRO PARA EL CRECIMIENTO Y EL DESARROLLO EN LOS PAÍSES EN VÍAS DE DESARROLLO

A. P. THIRLWALL\*

### INTRODUCCIÓN

El crecimiento de la producción de cualquier economía depende de la acumulación de capital, la que requiere de inversión y de un monto equivalente de ahorro para igualarla. Entre los problemas más importantes, tanto de la economía del desarrollo como de los países en proceso de desarrollo, se puede mencionar dos: cómo estimular la inversión, y cómo provocar un aumento en el nivel de ahorro para fundear el aumento en la inversión.<sup>1</sup>

En este artículo discuto varios temas de manera general, los que, sin embargo, pueden ser considerados en el contexto de cualquier país. Pri-

---

Manuscrito recibido en junio de 2000.

Se agradece la traducción del artículo a Indira Luciano y Carlos Rodríguez, y la revisión de la traducción al Dr. Gerardo Fujii e Ignacio Perrotini.

Agradezco la revisión del artículo a los dos dictaminadores anónimos.

\* Universidad de Kent, Canterbury, Reino Unido.

<sup>1</sup> Nótese que el *fondeo* de la inversión no es lo mismo que el *financiamiento* de la inversión, el cual requiere sólo de instituciones financieras dispuestas a prestar para propósitos de inversión que anteceden al ahorro previo. La inversión no está restringida por el ahorro previo, pero, a la larga, el ahorro debe igualar a la inversión planeada para que la acumulación de capital *real* se lleve a cabo.

mero introduzco la famosa (y simple) fórmula de crecimiento de Harrod que estima los requisitos de ahorro para el crecimiento, y defino la noción de brecha de ahorro-inversión para una economía cerrada, y la de exportación-importación (o brecha de comercio exterior) para una economía abierta. En segundo lugar, distingo entre los diferentes tipos de ahorro —voluntario, involuntario y forzado— y discuto los determinantes del ahorro voluntario. En tercer término, se aborda la investigación reciente que explica las diferencias en el coeficiente de ahorro interno entre países. En cuarto lugar, retomo el controvertido tema del rol de la liberalización financiera para estimular el ahorro, la inversión y el crecimiento, y explico las razones de los resultados decepcionantes de los programas de liberalización financiera y por qué los países deben ser muy cuidadosos en el proceso de liberalización. En quinto término, me refiero brevemente al ahorro involuntario y a la cuantificación del esfuerzo impositivo. Por último, abordo el tema del ahorro externo y de las condiciones necesarias para que el endeudamiento externo estimule el crecimiento del ingreso nacional, por un lado, y el del producto nacional, por el otro.<sup>2</sup>

#### REQUISITOS DE AHORRO PARA EL CRECIMIENTO

Matemáticamente, el crecimiento del producto ( $\Delta Y/Y$ ) puede expresarse como el resultado de multiplicar el coeficiente de inversión con respecto al producto nacional ( $I/Y$ ) por la productividad de la inversión ( $\Delta Y/I$ ), es decir:

$$\Delta Y/Y = (I/Y) (\Delta Y/I) \quad [1]$$

Esto es correcto por definición, e igual a la famosa fórmula de crecimiento de Harrod para la tasa efectiva de crecimiento (Harrod, 1939):

$$g = s/c \quad [2]$$

---

<sup>2</sup> El ingreso nacional difiere del producto nacional en la magnitud del ingreso neto del exterior (positivo o negativo).

en donde  $g$  es la tasa de crecimiento ( $\Delta Y/Y$ );  $s$ , el coeficiente de ahorro ( $S/Y$ ) y  $c$  la relación marginal capital-producto ( $I/\Delta Y$ ), es decir, la inversión o el incremento en el acervo de capital requerido para aumentar el flujo del producto en una unidad (la que es el recíproco de la productividad de inversión,  $\Delta Y/I$ ). La fórmula de Harrod para la tasa efectiva de crecimiento es cierta por definición, dado que en las cuentas nacionales el ahorro (*ex-post*) ( $S$ ) y la inversión ( $I$ ) son siempre iguales.

La fórmula simple de crecimiento de Harrod ha demostrado ser notablemente útil para propósitos de planificación y proyección, y los planes de desarrollo de los países subdesarrollados hacen invariablemente referencia a ella. Por ejemplo, está claro que, dada la razón capital-producto para un país, el coeficiente de ahorro e inversión con respecto al ingreso nacional puede calcularse para cualquier tasa de crecimiento estipulada como objetivo. Supongamos que un país desea crecer a 5% anual y que la razón capital-producto es de 3%. Se observa que, según la ecuación [2], debería ahorrar e invertir 15% de su ingreso nacional. Si ahorra menos, el crecimiento será más lento, excepto que el país pueda, reducir el incremento en la razón capital-producto o aumentar la productividad de la inversión.

Si hay una diferencia entre el coeficiente de ahorro efectivo y el requerido para alcanzar la tasa de crecimiento objetivo, se dice que existe una brecha de ahorro-inversión ( $S-I$ ). En el ejemplo, si el coeficiente de ahorro requerido es de 15% y el coeficiente efectivo, de 10%, la brecha  $S-I$  será de 5%. Ésta necesita ser cubierta si se quiere alcanzar la tasa de crecimiento objetivo, lo que puede llevarse a cabo de dos maneras: aumentando el coeficiente de ahorro interno o endeudándose con el exterior, es decir, mediante el ahorro externo. Éste es un marco muy simple para analizar la relación entre ahorro y crecimiento en una economía cerrada.

En el caso de una economía abierta con comercio exterior, ni siquiera 5% de préstamos externos sería suficiente si la diferencia entre los requerimientos de importaciones para el crecimiento y los ingresos de las exportaciones es mayor a 5% del producto. En este caso, se dice que existe una brecha dominante de exportaciones-importaciones ( $X-M$ ), la que necesitaría ser financiada por entradas de flujos de capital externo de varios tipos. Esto lleva al concepto de las *dos brechas*, originalmente propuesto por Chenery y colaboradores (por ejemplo, Chenery y Strout, 1966), que sostienen que los préstamos externos serán necesarios para cubrir la brecha más grande, cualquiera que sea ésta, si se quiere alcanzar la tasa de crecimiento objetivo. En otras palabras, si la brecha de  $X-M$  es la mayor (o la restricción dominante), el endeudamiento externo tiene un rol dual: no sólo complementar el ahorro interno, sino además, la disponibilidad de divisas.

En el cuadro 1 se muestra el historial de ahorro e inversión de México de 1970 a 1997. El coeficiente medio de inversión está en torno a 20%. Un coeficiente de inversión de este orden, combinado con un crecimiento promedio del PIB de 4% anual, implica un coeficiente capital-producto incremental de, aproximadamente, 5%, el que está por encima de la norma para países recientemente industrializados. El coeficiente promedio de ahorro es alrededor de 2% mayor que el coeficiente de inversión, lo cual implica que México ha sido un exportador neto de capital.

Volvamos a considerar los determinantes del coeficiente de ahorro interno para, posteriormente, considerar el ahorro externo y los problemas a los que puede dar lugar.

CUADRO 1.  
*Ahorro e inversión en México*  
 1970-1997

Año	Inversión como porcentaje del PIB	Ahorro como porcentaje del PIB
1970	19.8	18.6
1971	17.8	17.1
1972	18.8	17.4
1973	19.1	18.1
1974	19.8	18.8
1975	21.4	19.0
1976	21.0	18.7
1977	19.7	20.6
1978	21.1	20.7
1979	23.6	22.2
1980	24.7	24.8
1981	26.3	24.9
1982	23.0	27.7
1983	17.5	30.3
1984	17.9	27.5
1985	19.1	25.9
1986	19.5	22.0
1987	18.4	25.3
1988	18.5	23.9
1989	17.2	22.8
1990	17.8	22.0
1991	18.6	20.4
1992	19.5	18.2
1993	18.5	17.0
1994	19.3	16.8
1995	16.1	22.4
1996	17.9	25.3
1997	19.5	26.3
<b>Media</b>	<b>19.7</b>	<b>21.9</b>

#### TIPOS Y DETERMINANTES DEL AHORRO INTERNO

Hay básicamente tres tipos de ahorro interno privado, cada uno con sus propios determinantes, a saber, ahorro voluntario, involuntario y forzoso. El ahorro voluntario se refiere a la abstinencia voluntaria de consumir parte del ingreso personal disponible por individuos privados y parte de los beneficios por las empresas. El ahorro involuntario es el captado a través de reducciones involuntarias en el consumo. Todas las formas de impuestos y los esquemas de préstamos forzosos al gobierno (que inclu-

yen las contribuciones a la seguridad social) son formas de ahorro involuntario. El ahorro forzado es el que surge como resultado del aumento de precios y de la reducción en el consumo real que involucra la inflación si los consumidores no pueden (o no quieren) defenderse. El aumento en los precios puede reducir el consumo real por varias razones. Primeramente, las personas pueden sufrir de ilusión monetaria. Segundo, pueden querer mantener constante el valor real del saldo monetario de sus tenencias, para lo cual acumulan más dinero y gastan menos a medida que aumentan los precios (el efecto saldos reales). En tercer lugar, la inflación puede redistribuir el ingreso en favor de aquellos con una propensión al ahorro más alta, como los perceptores de beneficios. La inflación iniciada por una expansión monetaria, ciertamente redistribuirá el ingreso a favor del gobierno de la misma manera que la emisión de dinero. Ésta es la noción del impuesto inflacionario. Como Keynes dijera una vez "...[la inflación es]... una forma de imposición que el público encuentra difícil de evadir y que incluso el gobierno más débil puede aplicar cuando no puede imponer nada más" (Keynes, 1923). Me concentraré aquí en los determinantes del ahorro voluntario e involuntario y dejaré a un lado el tema del impuesto inflacionario. Creo, sin embargo, que en ciertas circunstancias existen argumentos en favor de una inflación de demanda moderada iniciada por el gobierno como un estímulo a la inversión. La evidencia empírica entre países (Thirlwall, 1974a, 1974b; Sarel, 1996; Bruno y Easterly, 1998) sugiere una relación positiva entre inflación y crecimiento hasta una inflación de 6-8%, y sólo cuando la inflación excede 10% las consecuencias para el crecimiento se hacen tremendamente perjudiciales.

El ahorro voluntario depende de la capacidad para ahorrar y del deseo de hacerlo. La capacidad para ahorrar está determinada principalmente por tres factores: el nivel de ingreso per cápita, el crecimiento del ingreso y su distribución. A su vez, el deseo de ahorrar depende de la tasa de interés, de la existencia de instituciones financieras, del rango y de la disponibilidad de activos financieros y de la tasa de inflación.

Una de las innovaciones más importantes que Keynes hizo en su *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero* (1936) fue vincular, por primera vez, el consumo (y por consiguiente el ahorro) con el nivel

de ingreso a través del concepto de función consumo (o ahorro). Más explícitamente, existe la suposición de que la función consumo o ahorro es no-proporcional, es decir, que los ricos (personas o países) consumen proporcionalmente menos, y ahorran proporcionalmente más, de su ingreso que los pobres. Una manera de expresar esta idea es empezar con la función ahorro:

$$S/P = -a_1 + b_1 (Y/P) \quad [3]$$

En que  $S/P$  es el nivel de ahorro per cápita ( $P$ ) y  $Y/P$  es el ingreso per cápita. El término constante negativo significa que la propensión marginal al ahorro está sobre la media, por lo que ésta aumenta a medida que  $Y/P$  se incrementa.

Para convertir esta función y que el coeficiente de ahorro sea la variable dependiente, se multiplican ambos miembros de la ecuación por  $P$  y se divide entre  $Y$ . Esto da:

$$S/Y = b_1 - a_1 (Y/P)^{-1} \quad [4]$$

Donde el coeficiente de ahorro es una función no-lineal del ingreso per cápita; es decir, a medida que  $Y/P$  aumenta  $S/Y$  crece pero a una tasa decreciente a la asíntota  $b_1$ . En general, éste es el patrón observado entre los países (Hussein y Thirlwall, 1999). El coeficiente de ahorro es más bajo en los países pobres que en los ricos, pero no aumenta linealmente a medida que crece el ingreso, sino que lo hace a una tasa decreciente y luego se nivela (aproximadamente 25% del ingreso nacional). El coeficiente medio de ahorro interno de México en el periodo 1967-1995 fue de 21.3% con un ingreso promedio per cápita de \$US 1 720. Con base en datos de corte transversal internacionales, este coeficiente es casi idéntico al coeficiente de ahorro que se esperaría con base sólo en el nivel de ingreso. El coeficiente de ahorro estimado a \$US 1 720 es 21.8 por ciento.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> Tomado de la ecuación  $S/Y=23.97-3665.4 (Y/P)^{-1}$ , estimada a través de 62 países (Veáse Hussein y Thirlwall, 1999).

Además del nivel de ingreso per cápita, otro determinante importante del coeficiente de ahorro interno es el *crecimiento* del ingreso, como se sugiere en la hipótesis del ciclo de vida del ahorro. La base de esta hipótesis es que los individuos y las familias intentan distribuir uniformemente el consumo a través de su vida. Un patrón típico de comportamiento puede ser desahorrar en la juventud, ahorro positivo en la etapa productiva y desahorro en el periodo de jubilación, arribándose a un punto de equilibrio entre ahorro y desahorro en el momento de la muerte (en el supuesto de que no hay herencias). Considérese ahora el efecto del crecimiento del ingreso dentro de este marco. Si el ingreso aumenta a través del tiempo, esto significa que las percepciones de por vida y el consumo de cada grupo de edad sucesivo serán más altos que los del anterior. Si cada cohorte de edad está aspirando a un nivel más alto de consumo en su retiro, el volumen de ahorro de las familias activas excederá el desahorro de las familias actualmente retiradas con un nivel más bajo de consumo perpetuo. Entonces, el coeficiente de ahorro tenderá a aumentar con la tasa de crecimiento del ingreso ya que, mientras mayor sea la tasa de crecimiento, mayor será la brecha de los niveles de consumo planteados como objetivo de la generación actual de familias trabajadoras y el desahorro de las personas retiradas de una generación menos próspera. Por consiguiente, se puede esperar que los países con mayores tasas de crecimiento tengan, al menos, coeficientes de ahorro personal más elevados que los países con tasas de crecimiento más bajas. Las excepciones son los países en los que la población no está en crecimiento equilibrado; por ejemplo, donde el crecimiento de la población se ha acelerado o se ha reducido dramáticamente, cambiando el equilibrio entre las familias activas y pasivas (es decir, se modifica el coeficiente de dependencia). Por esta razón, al probar la hipótesis del ciclo de vida, el crecimiento del ingreso es típicamente separado en sus dos componentes: el crecimiento del ingreso per cápita y el crecimiento de la población, con la expectativa de que, normalmente, la magnitud y significancia de los coeficientes no sean los mismos.

Otro factor potencialmente importante que determina la capacidad de ahorrar es la distribución del ingreso. Si la propensión al ahorro de una persona rica es mayor que la de una pobre, el coeficiente de ahorro agre-

gado se relacionará positivamente con el grado de desigualdad tanto de la distribución personal del ingreso como de la distribución funcional entre salarios y beneficios bajo el supuesto de que la propensión al ahorro de las ganancias es mayor que la de los salarios. De hecho, los cambios en la distribución personal y funcional del ingreso pueden ser una explicación independiente de por qué primero el coeficiente de ahorro aumenta con el nivel de ingreso per cápita y luego se equilibra. La transformación de los países de economías agrícolas tradicionales en economías maduras a través de la fase del despegue de Rostow está relacionada, en las fases tempranas, con la ampliación en la disparidad entre los individuos y con el aumento en la participación de ganancias en el ingreso nacional. Algunos individuos son más emprendedores y mejor adaptados para la acumulación de riqueza que otros.

En lo que se refiere al *deseo* de ahorrar, podría esperarse que el precio del consumo presente, a saber, la tasa real de interés, afectara positivamente al ahorro. Esta idea clásica se halla detrás de los programas de liberalización financiera en países en vías de desarrollo que buscan aumentar la tasa de interés real a niveles que despejan el mercado para maximizar el ahorro, la inversión y el crecimiento. En los últimos 20 años o más, se han efectuado muchos intentos de comprobar la hipótesis de la liberalización financiera y, particularmente, el impacto de las tasas de interés sobre el ahorro, con resultados variados y, básicamente, no concluyentes. Quizá esto no es sorprendente por dos razones fundamentales. Primeramente, el argumento de la liberalización financiera se refiere, en gran parte, al ahorro financiero, pero éste es sólo un componente del ahorro total. Cuando aumentan las tasas de interés los agentes pueden, simplemente, sustituir entre activos, dejando el ahorro total inalterado. Segundo, es una teoría convencional que cualquier cambio de precio (en este caso, la tasa de interés) tiene tanto un efecto ingreso como un efecto sustitución. Este último promueve el ahorro, pero el primero lo reduce, y los dos efectos se pueden anular mutuamente. Más adelante añadiré más acerca de los programas de liberalización financiera en países en vías de desarrollo.

Un determinante más importante del deseo de ahorrar es, probablemente, la existencia de instituciones financieras y el rango y disponibilidad de activos financieros que se acomoden a ahorradores con diferentes necesidades. No hay un indicador único que puede captar estos determinantes institucionales del deseo de ahorrar. El número, diversidad y distribución (o cercanía) de las instituciones financieras que satisfacen los diferentes intereses de los ahorradores podrían ser importantes. Athukorala (1998), por ejemplo, ha encontrado que el índice de densidad bancaria (población por filial bancaria) es una variable muy significativa para explicar el comportamiento intertemporal del ahorro en la India. De igual manera, el volumen y rango de los activos financieros con términos y vencimientos diferentes podrían ser importantes como indicadores de profundización financiera. Estos indicadores incluyen la proporción del dinero y del *cuasidiner*o con respecto al PIB; el crecimiento del dinero y del *cuasidiner*o y las obligaciones *cuasilíquidas* como un porcentaje del PIB. Hussein y Thirlwall (1999) utilizaron este último indicador<sup>4</sup> y han encontrado que es estadísticamente significativo para explicar las diferencias en el coeficiente de ahorro entre países.

Finalmente, puede esperarse que la tasa de inflación afecte al deseo de ahorrar, pero el efecto es ambiguo. Por un lado, la inflación actúa como un impuesto a la tenencia de saldos monetarios reales, como se describió antes. Por otro, es natural esperar que los individuos evadan el impuesto si es oneroso con respecto a la conveniencia de disponer de dinero. Puede mostrarse (Friedman, 1971) que el rendimiento del impuesto inflacionario se maximizará cuando la elasticidad de la base del impuesto (el nivel del saldo real de las tenencias monetarias) con respecto a la tasa de inflación es menor a uno. Aun cuando el ahorro privado aumente, el ahorro total puede no aumentar si el gobierno consume to-

---

<sup>4</sup> Las obligaciones *cuasilíquidas* se definen como la suma de efectivo y depósitos en el Banco Central ( $M_0$ ) más los depósitos a plazo y en cuentas de ahorro, depósitos transferibles en moneda extranjera, certificados de depósito y acuerdos de recompra de bonos más los cheques de viajero, los depósitos a plazo en moneda extranjera, el papel comercial y los activos en fondos mutuos o de inversión en posesión de los residentes. Esto iguala a la oferta monetaria  $M_3$  menos los depósitos transferibles y moneda electrónica ( $M_1$ ).

talmente el rendimiento del impuesto inflacionario. La inflación también puede desalentar otras formas de ahorro voluntario, ya que su valor real disminuye. La relación más probable entre la inflación y el coeficiente de ahorro es cuadrática, e indica que el ahorro crece cuando la inflación es moderada y decrece cuando es excesiva. Esto es lo que muestra la evidencia empírica.

#### INVESTIGACIÓN ACERCA DE LOS DETERMINANTES DEL AHORRO ENTRE PAÍSES

La investigación reciente acerca de los determinantes de los diferenciales en el coeficiente de ahorro interno entre los países confirma la importancia decisiva del nivel de ingreso per cápita (*PCY*, de ahora en adelante), del crecimiento del ingreso y de la profundización financiera. Se pueden mencionar tres estudios: Edwards (1996); Masson, Bayoumi y Samiei (1998), y Hussein y Thirlwall (1999). Edwards utiliza datos de panel (es decir, datos combinados de series de tiempo y de corte transversal) para 36 países en el periodo de 1970 a 1992, distinguiendo entre ahorro privado y gubernamental. Como variables explicativas toma el nivel de *PCY*; el crecimiento del ingreso (reflejando la hipótesis del ciclo de vida del ahorro); diversas variables monetarias y fiscales (incluidas medidas de estabilidad macroeconómica); el ahorro externo y variables políticas. Las principales conclusiones que destaca Edwards son que el crecimiento del ingreso per cápita es un determinante importante del ahorro privado y público; que el desarrollo financiero es importante como determinante del ahorro privado; que altos niveles de ahorro gubernamental desplazan al ahorro privado; y que un mayor ahorro externo está asociado con un ahorro interno menor.<sup>5</sup> Sorprendentemente, el *PCY* no resalta como un determinante importante del comportamiento del ahorro, ya que su significancia estadística es relativamente baja comparada con otras variables, pero esto se debe a que la variable *PCY* está introducida en

---

<sup>5</sup> Se debe tener cuidado de no atribuir causalidad a esta asociación. Si el ahorro interno es definido como la diferencia entre la inversión interna y las entradas de capital extranjero y no todos los ingresos de capital son invertidos, el ahorro interno y el externo deberán relacionarse, por definición, de manera inversa.

forma lineal, mientras que, en la práctica (como se mencionó antes), la relación entre *PCY* y el coeficiente de ahorro no es lineal, sobre todo cuando la muestra incluye países de alto ingreso.

El estudio de Masson *et al.*, reconoce esta no linealidad usando una especificación cuadrática, al tomar datos de corte seccional para 21 países desarrollados (1971-1993) y 40 países menos desarrollados (1982-1993) para explicar las diferencias en el coeficiente de ahorro privado con respecto al PIB. Muchas de las otras variables explicativas son similares a las de Edwards, y se llega a conclusiones similares, excepto que le asigna una mucha mayor importancia al nivel de *PCY*.

Hussein y Thirlwall usaron datos de corte seccional para 62 países a través del periodo 1967-1995, y distinguieron entre los determinantes de la capacidad y del deseo de ahorrar. Los antecedentes del coeficiente de ahorro interno promedio de los países (incluido Egipto) y el nivel de *PCY* se muestran en el apéndice 1. El modelo es probado por etapas para cada variable por separado y para su robustez (si conserva su significancia) cuando se agregan otras variables. Las variables que demostraron ser significativas y robustas son el nivel de *PCY* incluido de manera no lineal ( $PCY^1$ ); el crecimiento del *PCY* (*GPCY*); el crecimiento de la población (*POPG*); el coeficiente de activos *cuasilíquidos* con respecto al PIB (*QLL*) y la tasa de inflación, introducida de manera cuadrática ( $\pi$  y  $\pi^2$ ). Una medida de la distribución personal del ingreso dentro de los países y la tasa de interés real no fueron significativas como determinantes del diferencial de las tasas de ahorro entre los países. La ecuación final estimada utilizando datos de corte seccional (1 540 observaciones) con efectos fijos (o sea, permitiendo diferencias entre los países en el término constante) es:

$$\begin{aligned}
 S/Y = & 23.68 - 6397.3 (PCY^1) + 0.22 (GPCY) \\
 & (20.3) (12.7) (6.6) \\
 & + 1.34 (POPG) + 0.43 (QLL) + 0.15 (\pi) - 0.54 (\pi^2) \\
 & (5.8) (2.4) (4.1) (3.7)
 \end{aligned}
 \tag{5}$$

$$r^2 = 0.75$$

Los términos entre paréntesis son los estadísticos  $t$ . Todas las variables son significativas a un nivel de confianza de 95% o más, y la proporción de la varianza en el coeficiente de ahorro explicada por las variables independientes es de 75%. El impacto de las variables debe interpretarse como sigue: en lo que concierne al  $PCY$ , dado que su impacto sobre la tasa de ahorro es no-lineal, dependerá del nivel de  $PCY$  observado. Al diferenciar la ecuación [5] respecto de  $PCY^1$  se obtiene un cambio en  $S/Y$  de 6 397  $[1/PCY^2]$ . Por ejemplo, al nivel \$1 000 de  $PCY$ , el cambio en  $S/Y$  ante un cambio de \$1 000 en  $PCY$  sería aproximadamente de 6 397  $(1/1000^2) 100 = 0.64$  puntos porcentuales. A un nivel de \$5 000 del  $PCY$ , el cambio en  $S/Y$  para el mismo cambio en  $PCY$  sería de 6 397  $(1/5000^2) 100 = 0.025$  puntos porcentuales. México queda dentro de este rango con un  $PCY$  de \$US 4 000 en 1998. Para las tres variables introducidas linealmente — $GPCY$ ,  $POPG$  y  $QLL$ — los coeficientes muestran el efecto de un cambio de un punto porcentual en cada una de las variables en la tasa de ahorro de un país. Por ejemplo, una diferencia de un punto porcentual en el crecimiento del  $PCY$  está asociado con una diferencia en el coeficiente de ahorro de 0.22 puntos porcentuales. Una diferencia de uno por ciento en la proporción de activos *cuasiliquidos* está asociada con una diferencia de 0.43 puntos porcentuales en la tasa de ahorro (si se mantiene, por supuesto, todo lo demás igual). En lo que concierne a la inflación, el coeficiente de ahorro aumenta con ésta, pero rápidamente se torna negativo. De hecho, al resolver para la tasa de inflación que maximiza el coeficiente de ahorro, se obtiene una tasa muy baja de 0.15%. Ésta es muy inferior a la de otros estudios.

Las conclusiones e implicaciones de política de la investigación antes expuesta están bastante bien delineadas, pero no tanto como para actuar directamente. Un aumento en  $PCY$ , el cual debería provocar un crecimiento automático en la tasa de ahorro, es una función de muchos factores que no están bajo la influencia directa de los hacedores de política. El principal determinante del nivel de  $PCY$  es la productividad laboral, que depende de la inversión por trabajador y del progreso tecnológico. Cómo aumentar el nivel de inversión (que no es lo mismo que el ahorro) y reforzar el dinamismo tecnológico son los mayores desafíos que enfrentan todos los países en desarrollo. El crecimiento del ingreso y del  $PCY$  tam-

bién son determinantes importantes del ahorro y, de nuevo, serán una función de la inversión y del dinamismo tecnológico. La inversión será promovida por un ambiente macroeconómico estable y a través de la creación y crecimiento de instituciones financieras dispuestas a prestar. La investigación muestra que el grado de profundización financiera es claramente importante para el ahorro, y los gobiernos tienen el rol de proveer el marco regulador y legal apropiados para que el sistema bancario pueda operar segura y eficazmente. Esto nos lleva al tema de la liberalización financiera, al de sus fortalezas y debilidades.

#### LIBERALIZACIÓN FINANCIERA

La importancia de la profundización financiera para el desarrollo económico ha sido enfatizada durante mucho tiempo en la literatura del desarrollo, por ejemplo, Schumpeter (1911), Lewis (1955), Gurley y Shaw (1960), Tun Wai (1972), pero fueron Mckinnon (1973) y Shaw (1973) quienes resaltaron, independientemente y por primera vez de manera rigurosa, los peligros de la represión financiera, pronunciándose por la máxima liberalización financiera. La represión financiera puede definirse como una situación en la cual las regulaciones del gobierno y del banco central distorsionan el funcionamiento de los mercados financieros. Estas regulaciones incluyen topes de tasas de interés, la imposición de requisitos de reserva para los bancos comerciales y límites máximos compulsivos al crédito con o sin tasas de interés subsidiadas. La consecuencia, sostiene el argumento, es reducir los flujos de fondos para el sector financiero formal y distorsionar la asignación más productiva de los recursos, provocando niveles de ahorro, inversión y crecimiento más bajos que los que se lograrían en ausencia de estas regulaciones. Los puntos de vista de Mckinnon y Shaw han influido decisivamente sobre el pensamiento del FMI y el Banco Mundial en el diseño de programas para la reestructuración financiera de los países como parte integrante de los programas de ajuste estructural.

Sin embargo, los argumentos de Mckinnon y Shaw difieren. El argumento de Mckinnon es que las tenencias del dinero y la acumulación de capital son complementarias en el proceso de desarrollo. Debido a la

envergadura de la inversión y a la dependencia del autofinanciamiento, los agentes necesitan acumular saldos monetarios antes de que la inversión tenga lugar. Son necesarias tasas de interés reales positivas (y altas) para estimular a los agentes a acumular saldos monetarios, y la inversión tendrá lugar si la tasa real de rendimiento de ésta excede la tasa de interés real. Shaw, por otro lado, subraya la importancia de la liberalización financiera para la profundización financiera y el efecto beneficioso de las altas tasas de interés reales para estimular el ahorro y para desalentar la inversión en proyectos de bajo rendimiento. El aumento en las obligaciones del sistema bancario, resultante de más altas tasas de interés, facilita al sistema bancario el prestar más recursos para la inversión productiva de una manera más eficaz. Citando a Shaw, "... las medidas para aumentar las tasas reales de retorno de los activos financieros, para reducir la varianza de los rendimientos y para mejorar la tecnología financiera, junto con medidas en áreas no financieras, amplían el horizonte de los ahorradores a través del tiempo y del espacio".

A primera vista, muchos de los argumentos a favor de la liberalización financiera parecen convincentes, pero es necesario considerar varios aspectos. La experiencia de la liberalización financiera a través del mundo ha sido muy variada y, más adelante, a medida que examinemos algunas de las principales críticas a la propuesta de liberalización financiera, consideraremos algunas evidencias empíricas relacionadas con el efecto de la liberalización sobre el ahorro, la inversión y el crecimiento.

En primer lugar, el argumento se refiere al ahorro financiero, pero éste es sólo un tipo de ahorro. El ahorro financiero puede aumentar a medida que se liberan las tasas de interés, pero, como se mencionó anteriormente, puede darse simplemente una sustitución entre activos financieros y otros activos, y permanece inalterado el ahorro total. La mayoría de las investigaciones sobre el ahorro en relación con la tasa de interés no distinguen entre el ahorro financiero y el ahorro total, pero indican que el ahorro financiero es muy sensible, mientras que el ahorro total no lo es. Warman y Thirlwall (1994), en su estudio de México, muestran la sensibilidad del ahorro financiero a la tasa de interés real (y también al diferencial de la tasa de interés entre México y Estados Unidos).

Sin embargo, en relación con el ahorro total, la mayor parte de los estudios empíricos y de las investigaciones acerca de los resultados de la liberalización financiera son sumamente cautelosos en sus conclusiones. Una investigación de Gupta (1987) para 22 países asiáticos y latinoamericanos a través del periodo 1967-1976 sugiere que hay poco sustento para la hipótesis de represión financiera, y que el determinante más importante del ahorro es el ingreso real. Giovannini (1983) concluye de su investigación sobre ocho países asiáticos que los resultados “arrojan serias dudas acerca de que la elasticidad del interés de los ahorros sea significativamente positiva y fácil de detectar en países en vías de desarrollo”. De la misma manera, un estudio de dos economistas del Banco Mundial (Cho y Khatkhate, 1990) acerca de la experiencia de la liberalización financiera en cinco países asiáticos, concluyó que

La reforma financiera, sea comprehensiva e integral o moderada y gradual, no parece tener un efecto significativo sobre el ahorro y las actividades de inversión en los países liberalizados. Se creía, hasta muy recientemente, que la eliminación de las políticas represivas deberían estimular el ahorro. La revisión expuesta en esta investigación sobre las consecuencias de la reforma no revela ninguna tendencia o patrón sistemático respecto al ahorro... apoya la conclusión de que las decisiones de ahorrar son determinadas por varios factores y que la relación entre el ahorro y la tasa de interés real es, en el mejor de los casos, ambigua.

Fry (1995), una autoridad destacada en finanzas y desarrollo y un ardiente defensor de la liberalización financiera, ahora concede que “en lo que se está de acuerdo... es que si un efecto [sobre el ahorro] existe en absoluto, éste es relativamente pequeño” y que “los efectos positivos del interés son más fáciles de encontrar en Asia que en otras partes del mundo, pero incluso en Asia los efectos parecen haber disminuido durante las últimas dos décadas”.

Si la liberalización financiera no aumenta el ahorro agregado, su impacto positivo sobre el desarrollo podría venir de una distribución más eficiente de los recursos, lo cual aumenta la productividad de la inversión. No hay mucha evidencia en este punto, pero el Banco Mundial, que consagró su informe sobre el desarrollo mundial de 1989 al tema de los sistemas financieros y el desarrollo económico, sostiene que en países con tasas de interés reales positivas la productividad media de la inver-

sión (medida por la razón incremental producto-capital) era cuatro veces mayor que en países con tasas de interés reales fuertemente negativas. Ésta es un área donde se necesita hacer mucho más investigación.

La segunda crítica importante al argumento de la liberalización financiera es que el modelo trata a los bancos simplemente como depositarios de ahorro, con la presunción de que la oferta de préstamos del sistema bancario depende de los depósitos que poseen los bancos, y que si éstos aumentan, los préstamos aumentarán automáticamente. En resumen, la oferta de crédito está exógenamente determinada. Sin embargo, si los bancos tienen el poder de crear crédito (lo cual hacen), respaldados por un banco central que actúa como prestamista de última instancia, la oferta de créditos dependerá de la demanda, y no de la oferta de depósitos. Entonces, la oferta de crédito se torna endógena. Dentro de este marco, lo que es importante no son tanto los incentivos al ahorro, sino los estímulos a la inversión, los cuales podrán requerir de tasas de interés *más bajas*. Esto es parte de la crítica keynesiana y poskeynesiana a la escuela de la liberalización financiera.

Cómo responde la oferta de crédito a la tasa de interés y cómo la inversión es afectada por la oferta de crédito y la tasa de interés se torna, en lo fundamental, un problema empírico. En una investigación del autor y de Fanny Warman, del Banco de México (Warman y Thirlwall, 1994), se encontró que para México en el periodo 1960-1990, el ahorro financiero respondió positivamente a la tasa de interés, y que esto condujo al aumento de la oferta de crédito del sistema bancario al sector privado. Sin embargo, mientras que el aumento de la oferta de crédito afecta positivamente la inversión, hay un fuerte efecto negativo de la tasa de interés sobre el nivel de inversión, manteniendo la oferta de crédito constante, siendo adverso el efecto *neto* de las tasas de interés reales más altas sobre la inversión. Este comportamiento es apoyado por Demetriades y Devereaux (1992) en una investigación para 63 países en vías de desarrollo en el periodo 1961-1990, quienes encontraron que el efecto negativo de un alto costo del capital sobre la inversión excede el efecto de la mayor oferta de fondos de inversión. Greene y Villanueva (1991), en una muestra de 23 países en vías de desarrollo para el periodo

1975-1987, también muestran el efecto negativo de las tasas de interés reales sobre la inversión.

Esto lleva a una tercera preocupación acerca del modelo de liberalización financiera, que ignora el efecto adverso que las altas tasas de interés reales pueden tener sobre los costos y el nivel de demanda en una economía, lo que puede llevar a la *estanflación* (una combinación de inflación de costos y desempleo creciente). Este es otro aspecto de la crítica poskeynesiana al modelo de liberalización financiera. Las altas tasas de interés no sólo desalientan la inversión, sino que también pueden provocar la sobrevaluación de la moneda por la atracción de capital extranjero, lo cual lleva a una caída en las exportaciones, al aumentar también el costo del servicio de la deuda gubernamental, lo que provoca recortes en el gasto del gobierno. Esto ha ocurrido en África (véase el *African Development Report*, 1994). La sobrevaluación de la moneda y los recortes en gasto gubernamental son deflacionarios.

La cuarta crítica a la escuela de la liberalización financiera tiene que ver con la relación entre los sectores financieros formal e informal. Tasas de interés reales más altas probablemente atraen fondos desde el mercado monetario informal, o mercado restringido, donde no hay ninguna regulación sobre el uso de fondos. Si los bancos están sujetos a requisitos de la reserva y son forzados a prestar obligatoriamente a los gobiernos, la desviación de fondos desde el sector informal puede llevar a que se reduzca la oferta total de préstamos al sector privado. Esto es parte del argumento de la escuela neoestructuralista (véase Buffie, 1984).

Un punto final es que si las tasas de interés no son controladas y se les permite llegar a su nivel de equilibrio de mercado, esto no necesariamente significa que el racionamiento del crédito será eliminado y que los recursos serán distribuidos más *eficientemente*. Como Stiglitz y Weiss (1981) lo mostraron en un artículo clásico, los bancos padecen el problema de la selección adversa por información asimétrica sobre los prestatarios y prestamistas. Los prestatarios saben más que los prestamistas sobre los riesgos involucrados en una transacción de crédito. Se espera, por tanto, que un banco racional maximizador de ganancias que actúa racionalmente practique el racionamiento del crédito para reducir el ries-

go, y no simplemente preste a aquellos proyectos que parecen ofrecer mayor rendimiento pero que implican un riesgo mayor.

¿Dónde dejan estas críticas el argumento de la liberalización financiera? Claramente, la existencia de represión financiera tiene que ser tomada en serio, pero esto no quiere decir que mientras más liberalización mejor, dado que sabemos que los mercados financieros tienen muchas imperfecciones y que la competencia entre los bancos y otras instituciones financieras pueden provocar problemas financieros si no existen estructuras institucionales con normas adecuadas de contabilidad y auditoría para prevenir los malos préstamos. Siempre será necesario que los gobiernos intervengan por razones de prudencia y también por factores estratégicos, ya sea como un prestatario importante o dirigiendo el crédito. Se necesita ser particularmente cuidadoso en la liberalización de las tasas de interés debido a su impacto sobre los costos, la inversión demandada, el tipo de cambio y el costo de financiar los déficit gubernamentales. Esto plantea la pregunta de cuál es la tasa de interés *óptima* para un país. Esto es virtualmente imposible de responder, y aun en términos clásicos no está claro que la tasa de interés real óptima sea necesariamente positiva. Las curvas de ahorro e inversión pueden intersectarse a una tasa de interés real negativa si la preferencia por la liquidez es muy alta y la demanda de inversión es muy débil.

Finalmente, la liberalización financiera debe ser juzgada por su impacto sobre el crecimiento y el desarrollo económicos, y aquí la evidencia es muy variada. En un gran estudio de corte transversal de 80 países en el periodo 1960-1989, King y Levine (1993) concluyen que “altos niveles de desarrollo financiero están significativa y robustamente correlacionados con tasas de crecimiento presentes y futuras más aceleradas, con la acumulación de capital físico y con mejoras en la eficiencia económica”.

Sin embargo, es difícil probar la causalidad a través de análisis de corte transversal. Podría ser que el desarrollo financiero sea un resultado del crecimiento y del desarrollo económicos. De hecho, Demetriades y Hussein (1996), utilizando datos de series de tiempo para 16 países, encontraron evidencia considerable de causalidad bidireccional entre los niveles de profundización financiera y de desarrollo económico, y con-

cluyeron que diferentes países exhiben patrones distintos de causalidad, al reflejar diferencias en las políticas del sector financiero y en las estructuras institucionales. Arestis y Demetriades (1997) encontraron que en Corea del Sur la tasa de interés real y el desempeño del crecimiento han estado relacionados negativamente. Corea del Sur, a pesar de la liberalización financiera, ha seguido deliberadamente una política de bajas tasas de interés reales para estimular la inversión. Éste también es el mensaje del análisis del Banco Mundial sobre el milagro del Este de Asia (1993), en el que se afirma que

Una política de represión financiera moderada a tasas de interés reales positivas podría haber estimulado la inversión agregada y el crecimiento en las economías asiáticas de alto desempeño (HPAE por sus siglas en inglés) al transferir ingresos de los depositantes, fundamentalmente familias, a los prestatarios, principalmente empresas.

De Gregorio y Guidotti (1995) sugieren que probablemente la relación entre las tasas de interés reales y el crecimiento tiene forma de *U* invertida, ya que las tasas de interés reales negativas no conducen a la profundización financiera y al crecimiento, y que tasas de interés reales muy altas reducen el crecimiento, afecta adversamente a la inversión y lleva a una concentración en proyectos riesgosos. Lo más probable es que el crecimiento se maximice en algún punto intermedio. Fry (1997) probó esta hipótesis para 85 países en el periodo 1971-1995 y encontró un amplio apoyo para la idea de la maximización de la tasa de crecimiento ¡con una tasa de interés real igual a cero!

Lo que está claro en países y continentes es que para que las reformas financieras tengan éxito deben ser puestas en práctica en un marco macroeconómico, financiero e institucional apropiado y con una secuencia adecuada entre liberalización interna y externa. La secuencia es importante, ya que si los países liberalizan su sector externo antes o al mismo tiempo que el interno, esto puede tener repercusiones severas sobre el tipo de cambio. Si no hay confianza en el país, la relajación de los controles podría provocar fugas de capital y presionar al tipo de cambio a la baja. Por otro lado, tasas de interés reales más altas pueden atraer flujos masivos de capital, y generar una apreciación excesiva de la moneda. De

cualquier modo, la inestabilidad del tipo de cambio no conduce a la estabilidad macroeconómica.

La estabilidad macroeconómica significa déficit fiscales y de balanza de pagos manejables y baja inflación para estimular la posesión de activos financieros. La confianza en el sistema bancario es también importante y requiere, para evitar quiebras, de la restructuración de los balances de los bancos, la eliminación de deudas incobrables y el fortalecimiento de las capacidades de administración y de evaluación de riesgos por parte de los gerentes de los bancos. Los gobiernos deben fortalecer la regulación y supervisión bancarias al mismo tiempo que tiene lugar la liberalización.

#### AHORRO INVOLUNTARIO

La principal forma de ahorro involuntario es la provocada por los impuestos. El ingreso por impuestos de un país como proporción del ingreso nacional depende principalmente de dos factores: primero, de la capacidad impositiva del país y, segundo, del esfuerzo en relación con su capacidad impositiva. La capacidad impositiva depende, pues, de factores como el nivel global de ingreso per cápita, la distribución del ingreso, el nivel de alfabetización y urbanización, el tamaño del sector industrial (capitalista), la importancia del comercio, de que un país tenga recursos minerales y del monto de inversión extranjera. El esfuerzo impositivo, a su vez, depende de hasta qué punto un país explota las diversas bases impositivas y de las tasas de impuesto aplicadas a las bases.

Una manera de medir el esfuerzo impositivo, propuesta por el FMI (véase Chelliah *et al.*, 1975, y Tait *et al.*, 1979), es hacer un corte transversal de países y relacionar sus coeficientes de ingresos tributarios con respecto al ingreso nacional con las distintas medidas de capacidad impositivas antes mencionadas, *i. e.*:

$$T/Y = a + b_1 (PCY) + b_2 [(X + M)/Y] + b_3 (I/Y) \text{ etcétera.} \quad [6]$$

En donde  $T/Y$  es el coeficiente impositivo;  $PCY$  es el ingreso per cápita  $(X + M)/Y$  es la proporción de exportaciones más importaciones con res-

pecto al ingreso nacional (el coeficiente de apertura comercial);  $I/Y$  es la proporción entre el producto industrial y el PIB, y los coeficientes  $b_1$ ,  $b_2$ ,  $b_3$ , etcétera, miden el efecto promedio de cada una de las variables independientes sobre el coeficiente impositivo de los países. Por ejemplo, si se estimara  $b_2$  como 0.5, esto significaría que un país con un coeficiente de apertura comercial de un punto porcentual sobre el promedio tendría un coeficiente impositivo de 0.5 puntos porcentuales por sobre el promedio para todos los países (con los demás rubros constantes). El esfuerzo impositivo de un país puede ser medido con este método introduciendo valores para  $PCY$   $(X + M)/Y$ ,  $I/Y$ , etcétera, en la ecuación [6], con lo que se predecirá lo que debería ser el coeficiente impositivo si el país se catalogara como “promedio”, y se pudiera comparar el coeficiente impositivo real con el valor estimado. Si el valor real es mayor que el estimado, puede decirse que el país está haciendo un buen esfuerzo impositivo; si es menor, el esfuerzo impositivo puede considerarse como débil.

En el estudio de Chelliah *et al.* (1975) se mostró que México hizo un esfuerzo impositivo muy pobre en los años 1966-1968 y 1969-1971, con un coeficiente impositivo real de 6.8 y 7.1%, respectivamente, debajo del estimado con base en su ingreso per cápita y en su estructura económica. Tait *et al.* (1979) encontraron el mismo pobre desempeño en el periodo 1972-1976, con México en la posición 39 entre 47 países estudiados. Para el periodo más reciente 1985-1995, Piancastelli (2000) encontró que el esfuerzo impositivo de México era todavía débil. Mediante datos de panel con efectos fijos para cada país, estima la siguiente ecuación para 75 países desarrollados y en vías de desarrollo:

$$\log T/Y = 0.793 + 0.173 \log PCY + 0.183 \log (X + M)/Y \quad [7]$$

(3.4) (7.5) (4.8)

El efecto fijo para México (para ser añadido al término constante) es -0.320. Si se introducen los valores de México para  $PCY$  y para el coeficiente de comercio se obtiene un coeficiente impositivo estimado de 19.28%, comparado con el coeficiente impositivo real de 14.13% (promedio). En otras palabras, el coeficiente real es 27% menor al estimado.

## AHORRO EXTERNO

Se mencionó al principio que la insuficiencia de ahorro interno, o la brecha ahorro-inversión, puede compensarse mediante ahorro o préstamos externos. Las entradas de recursos externos permiten que la inversión exceda al ahorro interno, lo cual posibilita que las importaciones excedan a las exportaciones. Esto puede verse en las cuentas nacionales:  $Y = C + I + X - M$ , en que  $Y$  es el ingreso;  $C$  es el consumo;  $I$  es la inversión;  $X$ , las exportaciones; y  $M$ , las importaciones. Dado que el ahorro ( $S$ ) es el ingreso ( $Y$ ) menos el consumo ( $C$ ), se tiene que  $I - S = M - X = F$ , donde  $F$  son las entradas de capital externo. Ignorando, por el momento, cualquier pago de intereses o de repatriación de ganancias, de tal manera que el ingreso nacional y el producto son iguales, y suponiendo que nada más cambia, puede mostrarse que los préstamos externos aumentan inequívocamente el crecimiento del ingreso y del producto. Si se usa la ecuación [1] (se hace que  $g = \Delta Y/Y$  y  $\sigma = \Delta Y/I$ ), se tiene:

$$g = (I/Y)\sigma \quad [8]$$

Y dado que  $I = S + F$ , tenemos:

$$g = [(S + F)/Y]\sigma \quad [9]$$

o

$$g = (s + F/Y)\sigma \quad [10]$$

En donde  $s$  es el coeficiente de ahorro y  $F/Y$  es la proporción de préstamos externos con respecto al ingreso nacional. En una economía cerrada,  $g = s\sigma$  (o  $g = s/c$ , si se utiliza la notación de Harrod; véase ecuación [2]). En una economía abierta,  $F/Y$  aumenta  $g$ , suponiendo que  $s$  y  $\sigma$  no son afectados negativamente por el proceso de endeudamiento externo.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> Algunos economistas argumentan que los préstamos externos debilitan el esfuerzo de ahorro interno y reducen la productividad del capital, pero aquí no entraremos en esos argumentos.

Sin embargo, los préstamos externos deben pagarse (a menos que se trate de transferencias puras o que el flujo de recursos sea de inversión extranjera directa y que las ganancias futuras no se repatrien). Si el endeudamiento está en forma de préstamos, el pago de intereses reduce el ingreso nacional por debajo del producto nacional y, luego, la disminución del ingreso reduce el ahorro, lo que afecta el crecimiento del producto. En estas circunstancias, la ecuación [10] es insuficiente para analizar el efecto del ahorro externo sobre el crecimiento económico. Necesitamos derivar y establecer de manera más formal las condiciones para que el ahorro externo (i) aumente el crecimiento del ingreso y (ii) aumente el crecimiento del producto. Aquí simplemente estableceré las condiciones, sin entrar en su derivación matemática.<sup>7</sup>

La tasa de crecimiento del *ingreso* será mayor a medida que la productividad de los préstamos externos (o de los ingresos de capital) exceda el costo de los empréstitos (*i. e.* la tasa de interés):

$$\Delta Y/Y = s\sigma + (\Delta D/Y) (\sigma - r) \quad [11]$$

Donde  $\Delta D/Y$  es el coeficiente de deuda nueva con respecto al ingreso y  $r$  es la tasa de interés. No debe ser difícil llegar a este resultado de manera intuitiva; de hecho, ésta es la misma condición bajo la cual será lucrativo para una empresa pedir dinero prestado: que la tasa de rendimiento de la inversión exceda la tasa de interés.

La tasa de crecimiento del *producto* será mayor si la creación de nueva deuda excede la pérdida de ahorro por el pago de la deuda anterior, *i. e.*

$$\Delta O/O = \sigma [s + (\Delta D - srD) / O] \quad [12]$$

Donde  $\Delta O/O$  es el crecimiento del producto y  $D$  es la deuda existente (por lo que  $srD$  es la reducción en el ahorro como resultado de los pagos de la deuda anterior).

---

<sup>7</sup> Los resultados son derivados en Thirlwall (1999), pp. 375-376.

Ambas condiciones plantean el problema de la carga de la deuda, del servicio de la deuda y de si un país puede endeudarse demasiado. Este problema es muy complejo para ser considerado aquí, pero dos problemas necesitan tomarse en cuenta: primero, en lo que se refiere al aumento en el crecimiento del ingreso, puede que la productividad del capital exceda la tasa de interés ( $\sigma > r$ ) en la ecuación [11], pero debe recordarse que los reembolsos de los créditos externos tienen que ser hechos en divisas. Por consiguiente, el hecho de que el crédito sea lucrativo no significa que se evite el problema del endeudamiento si los rendimientos no pueden convertirse en *divisas*. La estimación de las tasas de rendimiento a precios mundiales tampoco es de mucha ayuda, porque para los países es imposible saber cuál va a ser el estado de la economía mundial en el futuro. La crisis de la deuda que estalló a principios de la década de los ochenta, y que ha perdurado hasta hoy en día fue, en gran parte, el resultado de la contracción de la economía y del comercio mundiales, y de una caída dramática en los precios de las materias primas, lo que hace imposible que los países deudores percibieran las divisas suficientes para pagar el servicio de la deuda. Tanto la disminución de la producción mundial como de los precios estuvieron fuera del control de los deudores.

En lo referente al aumento en el crecimiento del producto, en la ecuación [12] puede verse que, en cualquier año, la condición puede ser restrictiva ya que los nuevos flujos de ingresos ( $\Delta D$ ) podrían agotarse, mientras que los flujos persistirían, lo que reduciría el ahorro. De hecho, como consecuencia de la crisis de deuda, algunos países latinoamericanos estuvieron en esta situación a mediados de los años ochenta. Sin embargo, esto no significa que el endeudamiento no pueda ser beneficioso, dado que los flujos de egresos del presente son un reflejo de los préstamos pasados cuando se satisface la condición en la ecuación [12]. Un análisis completo y apropiado del efecto del ahorro externo sobre el crecimiento de la producción necesitaría tomar en cuenta un periodo histórico largo.

## CONCLUSIONES

De la fórmula de crecimiento de Harrod, es fácil calcular el coeficiente de ahorro requerido para una tasa objetivo de crecimiento del PIB. Durante los últimos 30 años, el comportamiento de la inversión en México ha sido bastante bueno, lo que ha determinado una tasa de crecimiento promedio del PIB de 4% anual. El comportamiento del ahorro también ha sido respetable. Sin embargo, para México difícilmente es provechoso ser un exportador neto de capital.

El ahorro interno puede clasificarse en tres tipos: voluntario, involuntario y forzoso. El ahorro voluntario depende de la capacidad y del deseo de ahorrar. La capacidad para ahorrar depende principalmente del nivel de ingreso per cápita, del crecimiento del ingreso y de su distribución. El deseo de ahorrar depende (potencialmente) de la tasa de interés, del nivel de profundización financiera y de la tasa de inflación.

El coeficiente de ahorro de México es exactamente igual al que podría predecirse con base en su nivel de vida actual. La tasa de ahorro continuará aumentando con el ingreso per cápita, pero muy lentamente. Es probable que las altas tasas de interés tengan un efecto limitado, pero en cualquier caso desalientan la inversión.

El ahorro involuntario depende principalmente del esfuerzo impositivo. El esfuerzo impositivo en México es muy bajo de acuerdo con las normas internacionales.

El ahorro forzoso es el resultado de la inflación inducida por una expansión monetaria. Los países deberán tratar con gran cuidado la imposición de un gravamen inflacionario ya que afecta la competitividad internacional.

Si se ignora el servicio de la deuda, el ahorro externo aumenta inequívocamente la tasa de crecimiento de un país, al suponer que no tiene un efecto negativo sobre el ahorro interno y la productividad del capital. Con el servicio de la deuda, el endeudamiento externo aumenta el crecimiento del ingreso nacional si la tasa de retorno excede la tasa de interés, y aumenta el crecimiento del producto nacional si las nuevas entradas de

flujos exceden la caída en el ahorro derivada del servicio de la deuda de préstamos anteriores. En términos globales, México ha sido un exportador de capital durante el periodo 1970-1997, lo que ha reducido el crecimiento por debajo de su potencial.

APÉNDICE 1.  
*Tasa promedio de ahorro interno para 62 países durante el periodo  
 1967-1995*

País	Tasa de ahorro (%)	Ingreso per cápita (PCY) en dólares
1 Argelia	33.5	2 472
2 Argentina	23.0	3 599
3 Benin	2.9	344
4 Brasil	21.7	1 737
5 Burkina Faso	2.0	235
6 Camerún	19.5	841
7 Canadá	23.0	13 324
8 Rep. Central Africana	2.4	458
9 Chile	20.2	1 623
10 Colombia	19.6	1 020
11 Rep. Dem. del Congo	10.8	239
12 Rep. del Congo	20.3	907
13 Costa Rica	19.5	1 608
14 Costa de Marfil	22.0	1 023
15 Dinamarca	20.8	17 519
16 Rep. Dominicana	15.9	760
17 Ecuador	20.6	1 064
18 Egipto	13.1	671
19 El Salvador	9.8	950
20 Fiji	17.5	1 689
21 Finlandia	25.7	14 947
22 Gambia	3.6	266
23 Ghana	7.0	427
24 Guatemala	11.5	889
25 Guyana	19.1	517
26 Honduras	16.6	881
27 Israel	22.7	17 252
28 India	19.5	296
29 Jamaica	19.6	1 431
30 Japón	33.5	17 161
31 Kenya	20.0	344
32 Corea	27.1	2 521
33 Madagascar	3.8	285
34 Malawi	9.8	152

35 Malasia	31.5	1 746
36 Mauritania	11.9	516
37 Mauricio	20.2	1 516
38 <b>México</b>	<b>21.3</b>	<b>1 720</b>
39 Marruecos	14.9	749
40 Nepal	9.2	167
41 Nicaragua	7.6	1 432
42 Níger	6.3	403
43 Nigeria	20.0	309
44 Pakistán	10.2	279
45 Paraguay	17.8	872
46 Perú	21.0	319
47 Filipinas	21.1	588
48 Ruanda	1.6	294
49 Arabia Saudita	41.4	7 181
50 Senegal	6.0	685
51 Sierra Leona	4.8	232
52 Singapur	35.8	6 842
53 Sudáfrica	27.0	2 572
54 Tailandia	26.3	862
55 Togo	18.1	398
56 Trinidad y Tobago	28.5	4 016
57 Túnez	23.6	1 104
58 Turquía	15.3	1 443
59 Estados Unidos	17.9	17 106
60 Uruguay	16.7	2 284
61 Venezuela	30.0	2 940
62 Zambia	22.5	371

---

Fuente: Hussein y Thirlwall (1999).

## BIBLIOGRAFÍA

- African Development Report 1994: Financial Structures, Reforms and Economic Development in Africa* (Abidjan: Africa Development Bank).
- Arestis, P. y P. Demetriades, "Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence", *Economic Journal*, mayo, 1997.
- Athukorala, P., "Interest Rates, Savings and Investment: Evidence from India", *Oxford Development Studies*, junio, 1998.
- Bruno, M. y W., "Easterly, Inflation Crises and Long Run Growth", *Journal of Monetary Economics*, vol. 41, 1998.
- Buffie, E. F., "Financial Repression, the New Structuralists and Stabilisation Policy in Semi-Industrial Countries", *Journal of Development Economics*, abril, 1984.
- Chelliah, R., H. Baas y M. Kelly, "Tax Ratios and Tax Effort in Developing Countries", *IMF Staff Papers*, marzo, 1975.
- Chenery, H. y A. Strout, "Foreign Assistance and Economic Development", *American Economic Review*, septiembre, 1966.
- Cho, Y. C. y D. Khatkhate, "Financial Liberalisation: Issues and Evidence", *Economic and Political Weekly*, mayo, 1990.
- De Gregorio y P. Guidotti, "Financial Development and Economic Growth", *World Development*, marzo, 1995.
- Demetriades, P. O. y P. Devereux, "Investment and Financial Repression", Theory and Evidence from 63 LDCs, *Working Paper in Economics*, 92/16, Keele University, 1992.
- Demetriades, P. O. y K. A. Hussein, "Does Financial Development Cause Economic Growth?", Time Series Evidence from 16 Countries, *Journal of Development Economics*, vol. 51, 1996.
- Dornbusch, R. y A. Reynoso, "Financial Factors in Economic Development", *American Economic Review Papers and Proceedings*, mayo, 1989.

- Edwards, S., "Why are Latin America's Savings Rates so Low? An International Comparative Analysis", *Journal of Development Economics*, vol. 51, 1996.
- Friedman M., "Government Revenue from Inflation", *Journal of Political Economy*, julio/agosto, 1971.
- Fry, M., *Money, Interest and Banking in Economic Development* (Baltimore: John Hopkins University Press), 1995.
- , "In Favour of Financial Liberalisation", *Economic Journal*, mayo, 1997.
- Giovannini, A., "The Interest Rate Elasticity of Savings in Developing Countries", *World Development*, julio, 1983.
- Greene, J. y D. Villanueva, "Private Investment in Developing Countries: An Empirical Analysis", *IMF Staff Papers*, núm.1, 1991.
- Gupta, K. L., "Aggregate Savings, Financial Intermediation and Interest Rates", *Review of Economics and Statistics*, mayo, 1987.
- Gurley, G. y E. Shaw, *Money in a Theory of Finance* (Washington D. C.: Brookings Institution), 1960.
- Harrod, R., "An Essay in Dynamic Theory", *Economic Journal*, marzo, 1939.
- Hussein, K. A. and A. P. Thirlwall, "Explaining Differences in the Savings Ratio Across Countries: A Panel Data Study", *The Journal of Development Studies*, octubre, 1999.
- Keynes, J. M., *A Tract on Monetary Reform*, (Londres: Macmillan), 1923.
- King, R. G. y R. Levine, "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right", *Quarterly Journal of Economics*, agosto, 1993.
- Lewis, A., *Theory of Economic Growth* (Londres: George Allen y Unwin), 1955.
- Mckinnon, R., *Money and Capital in Economic Development* (Washington D. C.: Brookings Institution), 1973.
- Masson, P., J. Bayoumi y H. Samiei, "International Evidence on the Determinants of Private Saving", *The World Bank Economic Review*, septiembre, 1998.

- Piancastelli, M., "Measuring the Tax Effort of Developed and Developing Countries: A Panel Data Study 1985-1995", University of Kent, Mimeo, 2000.
- Sarel, M., "Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth", *IMF Staff Papers*, marzo, 1996.
- Schumpeter, J., *The Theory of Economic Development* (Cambridge, Mass: Harvard University Press), 1911.
- Shaw, E., *Financial Deepening in Economic Development* (Oxford: Oxford University Press), 1973.
- Stiglitz, J., y A. Weiss, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, junio, 1981.
- Tait, A., W. Gratz y B. Eichengreen, "International Comparisons of Taxation for Selected Developing Countries", *IMF Staff Papers*, marzo, 1979.
- Thirlwall, A. P., *Inflation, Saving and Growth in Developing Economies* (Londres: Macmillan), 1974.
- , "Inflation and the Savings Ratio Across Countries", *The Journal of Development Studies*, enero, 1974.
- , *Growth and Development: with Special Reference to Developing Economies* (Macmillan 6<sup>ta</sup> edición), 1999.
- Wai, U. Tun, *Financial Intermediaries and National Savings in Developing Countries* (Nueva York, Praeger), 1972.
- Warman, F. y A. P. Thirlwall, "Interest Rates, Saving, Investment and Growth in Mexico 1960-1990: Tests of the Financial Liberalisation Hypothesis", *The Journal of Development Studies*, julio, 1994.
- World Bank, *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policies* (Oxford University Press), 1993.