

INTRODUCCIÓN:

ANÁLISIS EMPÍRICO DEL AHORRO EN CHILE

Felipe Morandé

Banco Central de Chile

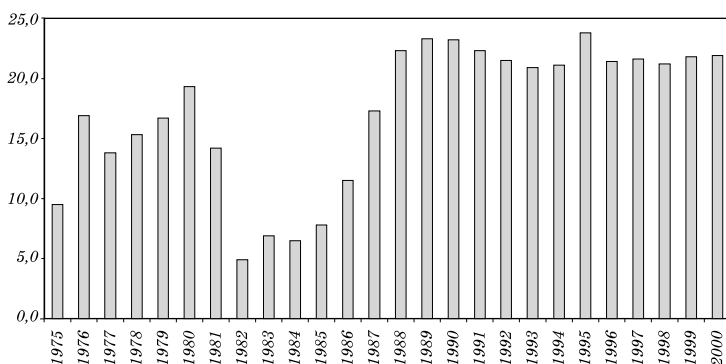
Rodrigo Vergara

Centro de Estudios Públicos

El ahorro es un viejo tema en Chile. Cada vez que se pone escaso el financiamiento externo, como ha ocurrido en forma recurrente a lo largo de nuestra historia, nos lamentamos de que no ahorramos lo suficiente como para sustentar una tasa de inversión razonable. Cada vez que hay abundante financiamiento externo, y por una u otra razón se dispara el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, se levantan voces llamando la atención sobre el riesgo de usar tan peligrosamente el ahorro externo y la necesidad de fomentar el ahorro interno para evitar una situación aflictiva de cuentas externas y/o cambiarias. En efecto, mientras en la primera mitad de los 90 y hasta 1997 se argüía que el problema de falta de ahorro se traducía en un déficit en cuenta corriente muy elevado (financiado con ahorro externo) y que aumentaba la vulnerabilidad de la economía, a partir de dicho año el argumento ha sido que si no se aumenta el ahorro en un contexto de menor flujo de capitales, se resentirá la inversión, lo que limitará las posibilidades de crecimiento.

En el gráfico 1 se muestra la evolución del ahorro en Chile en los últimos 25 años. Se observa que éste subió desde menos de 10% del PIB en 1975 hasta cerca de 20% en 1980. Luego, durante la crisis de principios de los 80, el ahorro cae dramáticamente hasta menos de un 5% del PIB y se mantiene en niveles bastante deprimidos hasta el año 1985. A partir de ahí presenta una trayectoria fuertemente ascendente, superando el 22% del PIB en 1988. Se mantiene en esos niveles hasta 1992, cuando empieza a descender

Gráfico 1. Ahorro nacional, 1975-2000 (% PIB a precios corrientes)



Fuente: Elaboración propia.

levemente, con la excepción del año 1995, en que marca su récord. En los últimos años se ha mantenido relativamente estable, llegando a 21,9% del PIB en el 2000.

1. OBJETIVO Y ORGANIZACIÓN DEL LIBRO

La popularidad e importancia del tema condujo a que existiera en el país una relativamente amplia literatura concerniente al ahorro y a sus diversas acepciones y tópicos, y que se desarrolló hasta unos dos o tres años atrás. Sin embargo, esa literatura necesitaba enriquecerse desde una triple perspectiva: 1) el nuevo escenario que se ha ido gestando en la economía chilena después de la crisis asiática; 2) la disponibilidad de información más desagregada que permite indagar sobre el ahorro de los diversos tipos de agentes y en diferentes formas, incluso más allá de los mercados de capitales; y 3) la incorporación de las más recientes técnicas de estimación estadística y de miradas novedosas también desde el punto de vista conceptual. El presente volumen justamente busca ese objetivo: presentar un conjunto variado de artículos inéditos y recientes que abordan el ahorro en Chile desde diversas perspectivas, tanto conceptuales como empíricas, aprovechando nuevos y más completos datos, así como enfoques frescos y relevantes sobre varios ángulos del tema.

En términos generales los estudios aquí presentados se pueden dividir en tres grandes secciones. En la primera, que incluye tres

artículos, se estudian los determinantes del ahorro a nivel macroeconómico. Aquí se analiza la experiencia internacional y la chilena, tanto a nivel agregado como a nivel de agentes económicos (sector privado, sector público y sector corporativo).

En la segunda sección se estudia el comportamiento del ahorro a nivel de hogares en Chile. Se analiza la relación entre el ahorro de las familias y el ciclo económico y la relevancia de la separación del consumo entre durables y no durables. También se utilizan datos microeconómicos obtenidos de encuestas familiares para analizar los determinantes del ahorro a este nivel. Asimismo, se investigan las razones de por qué ahorran los chilenos, basadas en encuestas que directamente se enfocan a ese tema. Por último, se chequean hipótesis alternativas del ahorro personal, basadas en ciencias del comportamiento.

Finalmente, la tercera sección contiene dos capítulos con elementos misceláneos relacionados con el ahorro. El primero se refiere al ahorro fiscal óptimo para Chile, considerando la importancia del cobre. El segundo investiga el ahorro en su relación con los mercados internacionales de capital.

2. CONTENIDO DEL LIBRO

A continuación se hace una breve síntesis de las principales conclusiones que se obtienen en los diferentes capítulos del libro.

2.1 Determinantes del ahorro

La popularidad del ahorro como tema relevante para el desarrollo de un país no es exclusiva de Chile. También lo es en todo el mundo, por lo que la literatura teórica y empírica sobre los diversos tópicos concernientes al ahorro es vasta y variada a nivel global. Por esta razón, y por la importancia que reviste conocer de la experiencia mundial respecto de la vinculación entre ahorro, por una parte, y crecimiento y bienestar, por otra, así como respecto de las variables y políticas que inciden sobre el ahorro, este volumen se inicia con un trabajo de Norman Loayza, Klaus Schmidt-Hebbel y Luis Servén que aborda esta discusión. Luego de esta introducción, en el capítulo 2, titulado “Una revisión del comportamiento y de los determinantes del ahorro en el mundo”, estos autores repasan la literatura sobre ahorro en el mundo y las principales variables que,

según esta literatura, influyen sobre el ahorro. En ese contexto, su atención se centra en la evidencia empírica a nivel internacional, dando especial énfasis a los resultados del proyecto de investigación *Saving Across the World*, dirigido por los mismos autores bajo el patrocinio del Banco Mundial. La exposición del diseño básico de este proyecto y de su base de datos (*World Saving Database*) conduce a la presentación de los resultados obtenidos, y su discusión en el contexto de la evidencia anterior disponible en la literatura (ver Schmidt-Hebbel y Servén, 1999). Ello permite a los autores identificar los determinantes claves del ahorro, enfatizando su relación con el crecimiento económico y políticas específicas. En este sentido, el estudio enfatiza la relación entre crecimiento y ahorro (en un sentido de correlación y causalidad), la persistencia del ahorro, los determinantes demográficos y el papel que cumple la incertidumbre. Dando cuenta de la enorme varianza que existe en el mundo en cuanto a tasas de ahorros nacionales, los autores confirman el rechazo empírico a la equivalencia ricardiana que se encuentra en la mayoría de los estudios por países, así como el menguado efecto sobre el ahorro de los estímulos tributarios. Destacan, a su vez, un efecto positivo en el largo plazo de las reformas de pensiones sobre el ahorro, aunque muy vinculado a la disciplina fiscal que esas reformas importan. Finalmente, también resaltan un efecto benéfico de la liberalización financiera sobre el ahorro total, pero sólo en el largo plazo, y la alta correlación negativa entre ahorro externo y ahorro interno.

Siguiendo una lógica de avanzar desde lo general a lo particular, y ya entrando de lleno en el caso de nuestro país, este volumen presenta en el capítulo 3 un trabajo de Herman Bennett, Norman Loayza y Klaus Schmidt-Hebbel titulado “Un estudio del ahorro agregado por agentes económicos en Chile”. Estos autores analizan la relación empírica de las tasas de ahorro agregado por agentes económicos (sector público, sector privado hogares y sector privado empresas) con diversas variables económicas y demográficas. En particular, se concentran en el comportamiento entre 1960 y 1997 de las tasas de ahorro privado (a nivel de empresas y hogares) y público, y la relación de éstas con variables sugeridas como sus determinantes teóricos, tales como el ingreso per cápita, la tasa de dependencia demográfica, la tasa de interés, y el nivel de profundidad comercial y financiera. Adicionalmente, los autores verifican la presencia o ausencia de la equivalencia ricardiana mediante la estimación de las relaciones de compensación existentes entre los distintos componentes del ahorro nacional.

El procedimiento econométrico escogido es la estimación de regresiones de forma reducida para las distintas tasas de ahorro, utilizando la metodología ARDL sugerida por Pesaran (1997) y Pesaran y Shin (1997), y que permite estimar relaciones de largo plazo entre variables estacionarias e integradas. El trabajo introduce definiciones de ahorro no utilizadas previamente para el caso chileno, y que intentan reflejar en forma más precisa la concepción económica del ahorro como variación en el nivel de riqueza neta. Ello lleva a la inclusión en la medición de ahorro de las compras de bienes durables, el gasto en educación y el efecto del impuesto inflación sobre los activos monetarios.

Las principales conclusiones apuntan a: una compensación parcial entre ahorro público y privado, con coeficientes de neutralización de 0,5 (similares a los encontrados por Vergara en este mismo volumen, capítulo 4, y antes por Morandé, 1998, y por Hachette, 1998); un efecto negativo de la profundización financiera sobre el ahorro privado (algo que es de ocurrencia común en el corto plazo en el mundo, según lo que encuentran Loayza, Schmidt-Hebbel y Servén en el capítulo 1); efectos relevantes de medidas tributarias, como una disminución de la tasa de impuesto a las utilidades retenidas (a diferencia de los resultados del estudio anterior); una compensación importante entre el ahorro forzoso y el ahorro voluntario (de entre 0,36 y 0,8); y una correlación negativa entre la tasa de ahorro público y la inclinación del gobierno hacia la izquierda.

En el capítulo 4, Rodrigo Vergara lleva a cabo la tarea prometida en el título de su estudio ("Determinantes del ahorro privado en Chile"), construyendo series trimestrales entre 1988 y 2000 de ahorro privado total y ahorro privado voluntario con una metodología diferente a la de Bennett, Loayza y Schmidt-Hebbel. La estimación de las tradicionales ecuaciones para el ahorro de las personas se realiza vía mínimos cuadrados ordinarios, luego de verificar la estacionariedad de las series correspondientes. Este ejercicio permite al autor obtener las siguientes conclusiones: i) el cumplimiento de la equivalencia ricardiana es sólo parcial (tal como ya se anticipó), ya que el coeficiente del ahorro público, aunque negativo y significativo, es en valor absoluto menor que 1; ii) el efecto de las tasas de interés real sobre el ahorro privado es positivo y significativo, con un rezago de dos trimestres; iii) la existencia de restricciones de liquidez es sugerida por el hecho de que el coeficiente del ingreso transitorio es positivo, pero pequeño; iv) la reforma tributaria de 1990, que cambió la base imponible de utilidades

retenidas a utilidades contables y que aumentó la tasa de impuesto a las empresas, a las personas y al valor agregado (IVA), tuvo un efecto negativo sobre el ahorro privado, estimado entre uno y dos puntos del PIB; y v) un mayor ingreso de capitales tiene un efecto negativo sobre el ahorro privado. Esta última conclusión refuerza la presencia de restricciones de liquidez a nivel macroeconómico. A diferencia de otros estudios, incluido el de Morandé (1998) para Chile y el de Loayza, Schmidt-Hebbel y Servén, en este volumen, para el mundo, Vergara no encuentra que el ahorro sea determinado de manera significativa por el crecimiento.

2.2 Ahorro de los hogares en Chile

El ahorro de las familias ha sido habitualmente el más oscuro de los componentes tradicionales del ahorro desde un punto de vista de medición. Además, siempre se sospechó que los hogares chilenos, en términos agregados, ahorran cantidades ínfimas y hasta negativas. No obstante, un proyecto de desagregación de las cifras de consumo y ahorro llevado a cabo en el Banco Central, ha permitido conclusiones más firmes, pero a la vez más diversas sobre esta materia. En particular, aparece como muy relevante la incorporación de las compras de bienes durables como una forma de ahorro familiar.

Lo anterior, aparte de ser de suyo meritorio, permite también estudiar la relación empírica entre el ahorro de los hogares (incluidas las compras de durables) y el ciclo económico, propósito que se plantean Francisco Gallego, Felipe Morandé y Raimundo Soto en el capítulo 5 (“El ahorro y el consumo de bienes durables frente al ciclo económico en Chile ¿Consumismo, frugalidad, racionalidad?”). En una primera aproximación, los autores muestran que la relación entre ahorro familiar y ciclo se deriva en forma significativa de la distinción entre consumo de bienes durables y no durables. Esa evidencia los lleva a estimar en forma empírica la vinculación entre ambas formas de consumo y sus posibles determinantes, testeando las hipótesis tradicionales de consumo y ahorro bajo el enfoque de ingreso permanente con restricciones de liquidez. Los principales resultados registran un rechazo en el período muestral de las implicancias fuertes y débiles de la hipótesis del ingreso permanente. Asimismo, se encuentra que las restricciones de liquidez afectan al consumo de ambos tipos de bienes, pero que el nivel de tales restricciones es moderado en Chile. Finalmente, los resultados

sugieren que la poca suavización de la trayectoria de consumo de los agentes no se debe a su posible irracionalidad, sino que justamente a la presencia de restricciones de liquidez.

Andrea Butelmann y Francisco Gallego, en el capítulo 6 (“Estimaciones de los determinantes del ahorro voluntario de los hogares en Chile (1988-1997)”)), también apuntan hacia el ahorro familiar, pero, a diferencia de los tres trabajos previos, se basan en información de tipo microeconómico proveniente de la Encuesta de Presupuestos Familiares del INE. En particular, estos autores estudian las encuestas de 1987 (en el marco de un período macro de recuperación económica) y de 1996-1997 (años finales del auge previo a la crisis asiática). Esto permite disponer de dos cortes transversales para efectos de comparación. Los resultados empíricos son coherentes con la modelación teórica tradicional del ahorro como acumulación de activos para la suavización intertemporal del consumo. Así, más de 60% de la variación de las tasas de ahorro explicadas por el modelo econométrico pueden atribuirse a la edad de los agentes (Teoría del Ciclo de Vida) y al ingreso transitorio del hogar (Hipótesis del Ingreso Permanente). Esto contrasta con los resultados encontrados en los estudios de series de tiempo, en particular el de Gallego, Morandé y Soto, del capítulo anterior, que descarta las implicancias de esta última teoría. Sin embargo, el trabajo de Butelmann y Gallego también presenta evidencia a favor de algunas extensiones más recientes de los modelos tradicionales, encontrándose un efecto significativo de otros factores demográficos y económicos, como los niveles de riqueza y de capital humano. Por último, los resultados sugieren la importancia del contexto macroeconómico para el efecto final sobre el ahorro de ciertos aspectos institucionales, en particular, el acceso al mercado del crédito y al sistema de ahorro para la jubilación. Esta conclusión puede ser coherente con el resultado de Bennett, Loayza y Schmidt-Hebbel en el capítulo 3 que, con información de series de tiempo, indica una compensación parcial y en un rango amplio, pero importante, entre el ahorro voluntario y el ahorro forzoso de los hogares.

En un giro respecto del énfasis empírico de los estudios precedentes, Andrea Repetto se aboca a la tarea de analizar lo que motiva a las personas a ahorrar, pero desde una perspectiva conceptualmente novel que combina elementos de psicología y evidencia experimental: la economía del comportamiento. De esta forma, el trabajo del capítulo 7 (“Incentivos al ahorro personal: Lecciones de la economía del comportamiento”) plantea la contradicción entre

los axiomas de maximización racional de preferencias coherentes y estables, postulados por la teoría económica tradicional, y los utilizados por otras disciplinas que analizan el comportamiento humano, tanto a nivel teórico como experimental. Explotando esta contradicción, se discute el rol de las políticas de promoción del ahorro personal desde ambas perspectivas. Mientras la primera mantiene los supuestos de perfecta racionalidad (bajo los cuales los agentes responden a todos los incentivos existentes), la segunda abandona el paradigma del *homo economicus*, asumiendo alternativamente que los agentes no logran determinar la optimalidad en distintas etapas de su vida o bien que tienen problemas de autocontrol. El uso de la modelación no tradicional sugiere que el ahorro a nivel de hogares puede promoverse con la provisión de instrumentos financieros automáticos, ilíquidos, y que entreguen premios en el corto plazo. Esto último descarta mecanismos de promoción del ahorro privado actualmente vigentes en Chile, como el artículo 57 bis de la Ley de la Renta o el mismo ahorro previsional en las AFP. En cambio, desde el punto de vista de la economía del comportamiento, se justifican instrumentos como el programa 401(k) en EE.UU. y el Pahnal en México.

Si se trata de ver qué cosas motivan a la gente a ahorrar particularmente en Chile, es ilustrativo indagar sobre los datos que puede entregar una encuesta ad hoc. Este es el objetivo que persigue el trabajo de Cristóbal Huneus en el capítulo 8 (“Principales motivaciones de los chilenos para ahorrar: Evidencia usando datos subjetivos”). El autor, a partir de la información de encuestas tomadas por la empresa MORI en junio de 1998 y septiembre de 1999, encuentra que, en períodos de crecimiento económico, 18% de los encuestados dice ahorrar para financiar la compra de un bien y 30% atribuye su ahorro a motivos de precaución. En períodos recesivos, en cambio, más de la mitad de los encuestados dicen ser incapaces de ahorrar por su restricción de ingreso. Al contrastar estos resultados con la evidencia de EE.UU., la principal diferencia se encuentra en el alto porcentaje de personas en este último país (cercano a 25%) que dicen ahorrar para la jubilación. Se vale de un ejemplo simple para mostrar cómo la correcta contabilización del ahorro puede ser importante para dimensionar la eficiencia de políticas de fomento al ahorro privado.

A partir de estos dos primeros conjuntos de estudios, es posible señalar algunos resultados que se repiten y que conviene destacar

(o reiterar) a la hora del balance. Estos son: i) la equivalencia ricardiana en Chile se cumple, pero en forma incompleta. Esto es, un mayor ahorro público sólo se compensa parcialmente con un menor ahorro privado. Lo anterior significa que una manera directa de incrementar el ahorro nacional es incrementando el ahorro del sector público (aunque imaginamos que ninguno de los autores en este volumen querría este resultado por la vía de incrementar indefinidamente los impuestos, muchos de los cuales son distorsionadores y afectan negativamente al crecimiento y, por tanto, al ahorro en una dirección contraria); ii) los estudios a nivel macro, al nivel de los hogares y con base en encuestas demuestran que las restricciones de liquidez son importantes a la hora de explicar el ahorro; y iii) a diferencia de lo que muestra la evidencia internacional, algunos de los artículos que investigan el tema tributario muestran que éste sí tendría relevancia en Chile.

2.3 Ahorro fiscal, ahorro nacional y mercado internacional de capitales

Desde la segunda mitad de la década de los ochenta, el ahorro del sector fiscal ha sido importante y persistente, contribuyendo en forma significativa al ahorro nacional (alrededor de un sexto del total). Este resultado refleja un manejo consistentemente conservador de las cuentas públicas, que es corriente que se destaque por su aporte a la estabilidad macroeconómica y al crecimiento del país. Un factor preponderante en este manejo ha sido la administración de los siempre volátiles recursos de la minería del cobre en manos del Estado, a través del Fondo de Estabilización del Precio del Cobre. Pero el diseño de este mecanismo data de hace casi quince años y posiblemente necesita un cambio. Al mismo tiempo, la economía tiene hoy más del doble de tamaño que en los ochenta y hay nuevos factores que considerar (como las consecuencias de la recesión de 1999 y la evolución del cobre), si se trata de una correcta administración del presupuesto fiscal y el ahorro público. Por esta razón, en el capítulo 9, Alejandro Drexler, Eduardo Engel y Rodrigo Valdés (“El cobre y estrategia fiscal óptima para Chile”) acometen la tarea de buscar una estrategia fiscal óptima para Chile, a partir de la importancia del cobre y la volatilidad de su precio en el presupuesto público. Estos autores determinan las trayectorias óptimas del gasto total y fiscal de la economía y de la carga tributaria, considerando tres elementos: i) la necesidad de

especificar la distribución intergeneracional de los recursos generados por el cobre; ii) la volatilidad, transitoriedad e impacto global de estos ingresos; y iii) el aumento a lo largo del tiempo del ingreso total y tributario. El análisis se realiza con el desarrollo de tres modelos: la teoría del ingreso del cobre permanente, la teoría del ingreso fiscal permanente y el modelo normativo condicional (MNC) propuesto en Engel y Valdés (2000). Cada uno de estos modelos es presentado en dos versiones alternativas, que difieren por la existencia de ahorro precautorio. Si bien el enfoque del trabajo es básicamente normativo, los autores destacan que el modelo MNC con ahorro por precaución es el que predice un comportamiento más similar al observado en la realidad. De acuerdo a este modelo, si se toma en cuenta tanto la incertidumbre del precio del cobre como los efectos indirectos de *shocks* a este precio, el gasto total de la economía debiera ser aproximadamente un 4% más grande que el ingreso total, en tanto la carga tributaria debiera ser un 20% del ingreso privado (bajo el supuesto de que los bienes que provee el Estado representan 25% del consumo total).

El capítulo 10 y final (“Una nota sobre el rol estabilizador del flujo de capitales”), de Sebastián Cerda y Felipe Zurita, es también un enfoque teórico antes que nada, que intenta adentrarse en aspectos financieros del ahorro, particularmente en su vínculo con los mercados internacionales de capitales. Los mencionados autores tratan de dilucidar por qué el acceso de Chile a los mercados financieros mundiales no ha traído todos los beneficios que en principio debieron haberse alcanzado. Ello, ya que si bien se ha obtenido financiamiento a un costo menor que el provisto por el ahorro interno, no se ha estabilizado el consumo como lo sugerirían las oportunidades de diversificación provistas por los flujos de capitales. Para los autores, la explicación a nivel teórico (el artículo no apunta a una corroboración empírica) puede radicar en el hecho de que el traspaso de recursos con el resto de mundo se ha hecho a través de contratos de deuda, los cuales no tienen la flexibilidad requerida para permitir una adecuada distribución del riesgo. Esto hace, en definitiva, que el nivel de ahorro interno que se “exige” a una economía como la chilena para sustentar una inversión coherente con un crecimiento como el observado en los últimos quince años, sea más elevado que lo que aparece como socialmente “óptimo” (o que aquel que es concordante con un acceso a financiamiento externo más flexible).

Este último trabajo debe servir también para matizar cualquier “obsesión” por el ahorro que pierda de vista su vinculación con el bienestar. Para avanzar en crecimiento y desarrollo, el aumento del ahorro interno puede ser un objetivo intermedio, pero sin olvidar que existen formas y políticas que apuntan directamente a la inversión y a la productividad total de factores que son también muy relevantes. En este sentido, la profundización y modernización de los mercados de capitales internos y su completa integración al resto del mundo juegan un rol central. También, por cierto, todas aquellas políticas macro y microeconómicas tendientes a mejorar la productividad. La reforma del Estado, la eliminación de distorsiones, un mejoramiento en la calidad de la educación y de la salud, son sólo algunos de los elementos que van en esta dirección.

3. A MODO DE CONCLUSIÓN

Los estudios presentados en este volumen son un paso más en el conocimiento del ahorro en Chile. Una virtud de ellos es que desmenuzan el tema del ahorro desde una variada gama de perspectivas: a nivel agregado, por sectores, a nivel de hogares, a partir de encuestas, etc. Esto permite una mirada más amplia del tema que, estamos seguros, será de gran utilidad para un análisis más fino de políticas públicas al respecto. Como anticipo, y aunque es difícil lograr un consenso sobre políticas a seguir en esta materia, entre otros motivos porque incluso se podría cuestionar la necesidad de un mayor ahorro en nuestro país, es posible decir que, como mínimo, las políticas en esta materia no debieran tener sesgos contrarios al ahorro.

REFERENCIAS

- Engel, E. y R. Valdés. 2000. "Optimal Fiscal Strategy for Oil Exporting Countries". Documento de Trabajo 78, Centro de Economía Aplicada, Universidad de Chile.
- Hachette, D. 1998. "Ahorro privado en Chile". *Cuadernos de Economía* 104: 3-47.
- Morandé, F. 1998. "Savings in Chile: What Went Right?". *Journal of Development Economics* 57: 201-228.
- Pesaran, M. H. 1997. "The Role of Economic Theory in Modeling the Long Run". *Economic Journal* 107 (enero): 178-191.
- Pesaran, M. H. y Y. Shin. 1997. "Long Run Structural Modeling". Mimeo. Universidad de Cambridge.
- Schmidt-Hebbel, K. y L. Servén. 1999. "Saving in the World: The Stylized Facts". En *The Economics of Saving and Growth: Theory, Evidence and Implications for Policy*, editado por K. Schmidt-Hebbel y L. Servén, 6-32. Cambridge University Press.