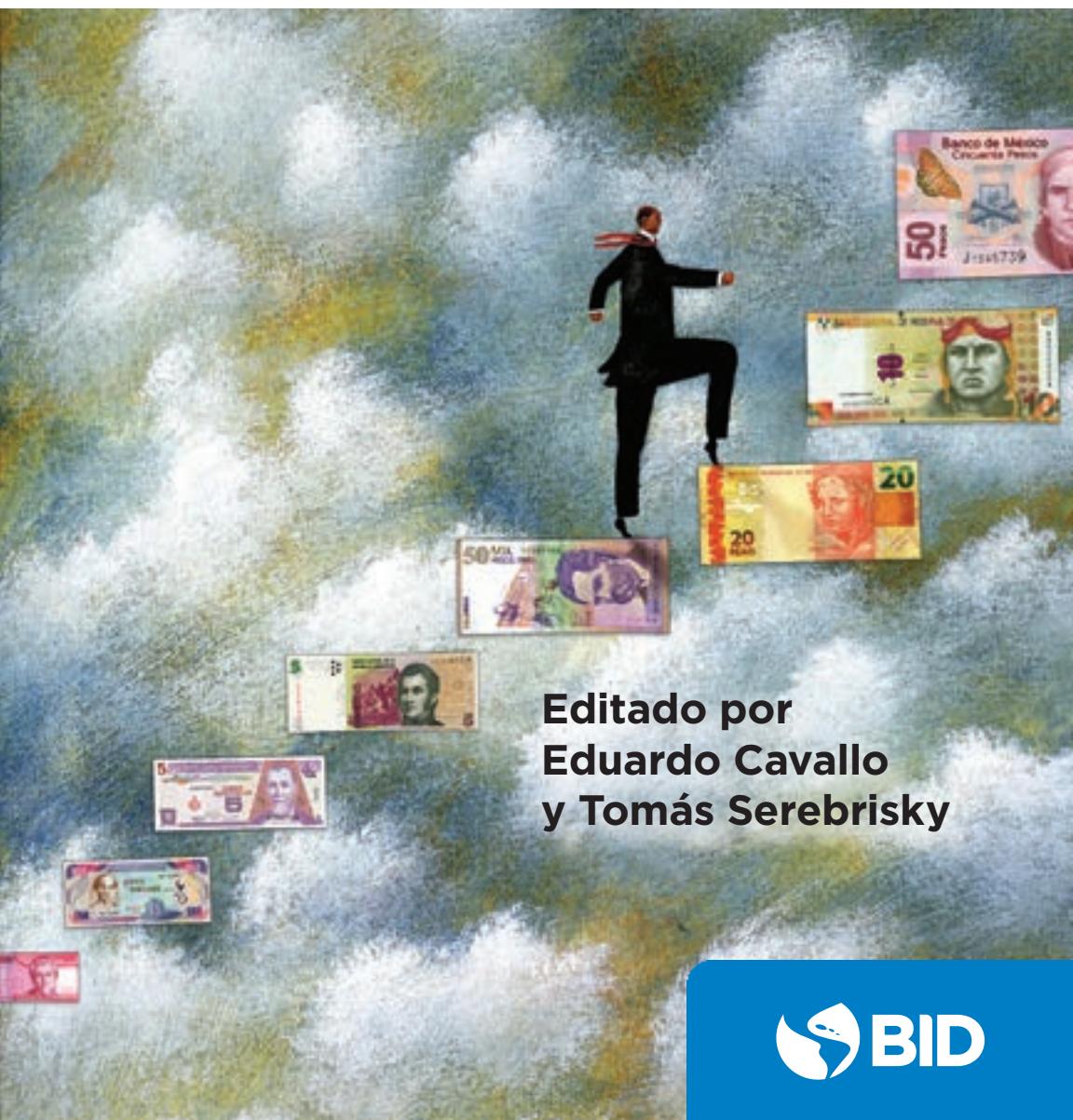


# AHORRAR PARA DESARROLLARSE

Cómo América Latina y el Caribe puede ahorrar más y mejor



Editado por  
**Eduardo Cavallo**  
y **Tomás Serebrisky**



# AHORRAR PARA DESARROLLARSE



# AHORRAR PARA DESARROLLARSE

Cómo América Latina y el Caribe  
puede ahorrar más y mejor

Editado por

Eduardo Cavallo y Tomás Serebrisky

Banco Interamericano de Desarrollo

**Catalogación en la fuente proporcionada por la  
Biblioteca Felipe Herrera del  
Banco Interamericano de Desarrollo**

Ahorrar para desarrollarse: cómo América Latina y el Caribe puede ahorrar más y mejor / editado por Eduardo Cavallo y Tomás Serebrisky.

p. cm.

Incluye referencias bibliográficas.

978-1-59782-257-2 (Rústica)

978-1-59782-256-5 (PDF)

1. Saving and investment-Latin America. 2. Saving and investment-Caribbean Area. 3. Finance-Latin America. 4. Finance-Caribbean Area. 5. Economic development-Latin America. 6. Economic development-Caribbean Area.  
I. Cavallo, Eduardo A. II. Serebrisky, Tomás. III. Banco Interamericano de Desarrollo. Departamento de Investigación y Economista Jefe.

HC 130.S3 A36 2016 spa.ed.

IDB-BK-159

Copyright © 2016 Banco Interamericano de Desarrollo. Esta obra se encuentra sujeta a una licencia Creative Commons IGO 3.0 Reconocimiento-NoComercial-SinObrasDerivadas (CC-IGO 3.0 BY-NC-ND) (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/igo/legalcode>) y puede ser reproducida para cualquier uso no-comercial otorgando el reconocimiento respectivo al BID. No se permiten obras derivadas.

Cualquier disputa relacionada con el uso de las obras del BID que no pueda resolverse amistosamente se someterá a arbitraje de conformidad con las reglas de la CNUDMI (UNCITRAL). El uso del nombre del BID para cualquier fin distinto al reconocimiento respectivo y el uso del logotipo del BID, no están autorizados por esta licencia CC-IGO y requieren de un acuerdo de licencia adicional.

Note que el enlace URL incluye términos y condiciones adicionales de esta licencia.

Las opiniones expresadas en esta publicación son de los autores y no necesariamente reflejan el punto de vista del Banco Interamericano de Desarrollo, de su Directorio Ejecutivo ni de los países que representa.



Banco Interamericano de Desarrollo  
1300 New York Avenue, N.W.  
Washington, D.C. 20577  
[www.iadb.org](http://www.iadb.org)

# Contenido

Lista de cuadros .....	vii
Lista de gráficos .....	ix
Lista de recuadros .....	xv
Prefacio .....	xvii
Agradecimientos .....	xxiii
Colaboradores .....	xxvii
1. Ahorrar para los buenos tiempos.....	1
2. La situación del ahorro en América Latina y el Caribe .....	25
3. Sistemas financieros para darle valor al ahorro .....	51
4. Más y mejores ahorros para la inversión productiva .....	81
5. Ahorrar para la estabilidad.....	119
6. El tiempo se acaba: la demografía del ahorro.....	143
7. Ahorrar para el futuro: los sistemas jubilatorios .....	171
8. Una forma mejor de impulsar el ahorro público .....	205
9. El ahorro empieza por casa.....	239
10. La productividad de las empresas como motor del ahorro.....	269

11. Romper el círculo vicioso: políticas financieras para un ahorro de alta calidad .....	293
Referencias bibliográficas.....	321
Índice .....	353

## Lista de cuadros

Cuadro 2.1	Tasas de ahorro por sector, 1980–2014 (porcentaje del PIB)	30
Cuadro 4.1	Proveedores de financiamiento privado en proyectos de infraestructura, 2005–14	105
Cuadro 4.2	Potenciales inversiones adicionales en infraestructura utilizando los flujos de los activos de los fondos de pensiones gestionados (porcentaje del PIB)	110
Cuadro 6.1	Personas de edad avanzada con limitaciones que reciben ayudas en las actividades diarias (porcentaje)	147
Cuadro 8.1	Subsidios a la energía y filtraciones, 2013 (porcentaje del PIB)	220
Cuadro 8.2	Gasto en programas sociales (porcentaje del PIB)	222
Cuadro 8.3	Indicadores de filtraciones en los programas sociales (porcentaje del PIB)	223
Cuadro 8.4	Gasto tributario en IVA en alimentos, medicamentos, vivienda y filtraciones asociadas (porcentaje del PIB)	224
Cuadro 9.1	Diferencias de edad entre maridos y mujeres (porcentaje de hogares)	245
Cuadro B.9.1	Mediana de factores de descuento a largo plazo y con sesgo hacia el presente	257
Cuadro 11.1	Indicadores del mercado de crédito institucional (promedio 2014–16)	296
Cuadro 11.2	Cobertura de los corresponsales no bancarios, países seleccionados de América Latina y diversas regiones	311



# **Lista de gráficos**

Gráfico B1.1	Relaciones fundamentales de contabilidad del ahorro	9
Gráfico 2.1	Tasas de ahorro nacional bruto por región, 1980–2014 (porcentaje del PIB)	28
Gráfico 2.2	Distribución de las tasas de ahorro nacional bruto por región, promedio 1980–2014	29
Gráfico 2.3	Tasas de ahorro nacional bruto en América Latina y el Caribe, promedio 1980–2014	29
Gráfico 2.4	Composición del ahorro total en la región, 1980–2014	31
Gráfico 2.5	Distribución de las tasas de ahorro externo por región, promedio 1980–2014	32
Gráfico 2.6	Composición del ahorro nacional bruto (ANB) en el mundo y en América Latina y el Caribe	33
Gráfico B2.1	Definiciones alternativas de las tasas de ahorro frente a la definición tradicional	35
Gráfico 2.7	Tasas de dependencia (jóvenes y adultos mayores) por región	38
Gráfico 2.8	Tasas de ahorro de los hogares por grupo etario	39
Gráfico 2.9	Tasas de ahorro de los hogares por deciles de ingreso	41
Gráfico 2.10	Uso del ahorro en los hogares de la base de la pirámide	44
Gráfico 3.1	Depósitos del sistema financiero y activos gestionados de diferentes inversionistas institucionales	54
Gráfico 3.2	Sistema bancario medio, OCDE y países de América Latina y el Caribe	57

Gráfico 3.3	Inclusión financiera por región	58
Gráfico 3.4	Tipos de instituciones financieras: número y proporción de los ahorros como porcentaje del PIB	60
Gráfico B3.1	Asignación de nuevos ahorros: sector inmobiliario vs. bancos	61
Gráfico B3.2	Ahorros canalizados hacia sector inmobiliario como fracción de los ahorros de la ciudad y nacionales	62
Gráfico 3.5	Cartera de ahorros en los hogares de ingresos bajos y medios	64
Gráfico 3.6	Fuente y uso de los fondos de los hogares, América Latina vs. comparadores	65
Gráfico 3.7	Porcentaje de hogares con una cuenta bancaria, instituciones y desigualdad	70
Gráfico 3.8	Impacto marginal de la desigualdad en diferentes grupos de ingreso	72
Gráfico 3.9	El proceso de profundización financiera en México	74
Gráfico 3.10	Instituciones financieras por habitante en los municipios mexicanos, 2012	74
Gráfico 3.11	Porcentaje de hogares con acceso a instituciones financieras por decil de ingresos, México	75
Gráfico 4.1	Formación bruta de capital fijo en América Latina y el Caribe, países de ingreso alto, bajo y medio (porcentaje del PIB)	83
Gráfico 4.2	Tasas de inversión, ahorro nacional y ahorro externo, promedio 1980–2014	84
Gráfico 4.3	Formación bruta de capital fijo, 1980–2014 (porcentaje del PIB)	85
Gráfico 4.4	Formación bruta de capital fijo, promedio por región, 2000–14 (porcentaje del PIB)	86
Gráfico 4.5	Ahorro e inversión nacional en América Latina y el Caribe y en Asia emergente, 1980–2014	87
Gráfico 4.6	Tasas de autofinanciamiento por región, 1980–2011	89
Gráfico 4.7	Evolución de la inversión en infraestructura, 1980–2013	93

Gráfico 4.8	Inversión en infraestructura por país, 2008-13 (promedio anual)	95
Gráfico 4.9	Percepción de la calidad de la infraestructura: una comparación regional, 2006-15	95
Gráfico 4.10	Inversión pública en infraestructura, 1990-2012	97
Gráfico 4.11	Inversión privada en infraestructura, 1990-2012	99
Gráfico 4.12	Mercado de financiamiento de la infraestructura	101
Gráfico 4.13	Evolución de la proporción de capital y deuda en el financiamiento privado de infraestructura, 2004-14	103
Gráfico 4.14	Financiamiento privado de infraestructura por tipo de instrumento, 2004-14	104
Gráfico 4.15	Financiamiento privado de infraestructura en todo el mundo por tipo de instrumento, 2004-14	104
Gráfico 4.16	Impacto en la inversión en infraestructura de un aumento por única vez en los activos de los fondos de pensiones gestionados	109
Gráfico 4.17	Impacto en la inversión en infraestructura del aumento del flujo de los activos de los fondos de pensiones gestionados (AG)	110
Gráfico 5.1	Porcentaje de países que entran en crisis externa	124
Gráfico 5.2	Posiciones de pasivos externos netos: promedio simple por grupos de países	125
Gráfico 5.3	Posiciones de pasivos externos netos en América Latina y el Caribe: promedio simple por grupos de países	125
Gráfico 5.4	Activos y pasivos externos brutos en el mundo: promedio simple por grupos de países	128
Gráfico 5.5	Activos y pasivos externos brutos, 2013	129
Gráfico 5.6	Composición de los pasivos externos brutos: promedio simple por grupos de países	133
Gráfico 5.7	Componentes de los activos externos brutos: promedio simple por grupos de países	134
Gráfico 5.8	Índice de Vulnerabilidad de la Cartera Externa (EPVI): promedio simple por grupos de países	135

Gráfico 5.9	Tasa de autofinanciamiento: promedio simple	137
Gráfico 6.1	Extensión del bono demográfico	145
Gráfico 6.2	Perfiles de edad en América Latina y el Caribe	146
Gráfico 6.3	Consumo público y privado en atención de la salud a lo largo de la vida	148
Gráfico 6.4	Gasto actual y futuro en jubilaciones	150
Gráfico B6.1	Tasas de reemplazo prometidas y asequibles en los sistemas de reparto/beneficios definidos y en los sistemas de capitalización para los jubilados en 2010-15 y 2095-2100	154
Gráfico B6.2	Tasas de ahorro en una economía abierta	161
Gráfico 6.5	Porcentaje de trabajadores con aportes jubilatorios, 1993-2013	162
Gráfico 6.6	Porcentaje de trabajadores con aportes jubilatorios, por ingresos diarios, circa 2013	163
Gráfico 6.7	Porcentaje de trabajadores que declaran ahorros en el año previo	165
Gráfico 6.8	¿Por qué los trabajadores no realizan aportes jubilatorios?	166
Gráfico 6.9	Fuentes de ingreso en la vejez	167
Gráfico B7.1	Gasto en jubilaciones como porcentaje del PIB	175
Gráfico 7.1	Gasto en jubilaciones y envejecimiento en países seleccionados de América Latina y el Caribe y OCDE, 2011-13	177
Gráfico 7.2	Diferencia entre aportes y beneficios en sistemas seleccionados de reparto/beneficios definidos	180
Gráfico 7.3	Cartera de inversión de los fondos privados	186
Gráfico 7.4	Tasa de rentabilidad real de los fondos de pensiones, 2004-14	187
Gráfico B7.2	Fuentes de financiamiento para una renta vitalicia en Chile para los jubilados de entre 65 y 105 años	192
Gráfico 7.5	Cobertura contributiva y no contributiva en 19 países de América Latina y el Caribe, circa 2013	199

Gráfico 7.6	Costos fiscales actuales y futuros de las pensiones no contributivas, 2015-50	200
Gráfico B8.1	Recaudación tributaria como porcentaje del PIB por impuestos indirectos, directos y otros impuestos directos, 2012	208
Gráfico B8.2	Recaudación del impuesto sobre la renta proveniente del impuesto sobre la renta corporativa y del impuesto sobre la renta personal, 2012	209
Gráfico 8.1	Ahorro público en América Latina y el Caribe	211
Gráfico 8.2	Composición del aumento promedio del gasto público primario, 2007-14 (porcentaje del PIB)	211
Gráfico 8.3	Conducta de la inversión pública en América Latina y el Caribe vs. Asia emergente	212
Gráfico 8.4	Evolución del gasto corriente y del gasto de capital, promedio de América Latina y el Caribe (índice 1995 = 100)	212
Gráfico 8.5	Sensibilidad del gasto en relación con las brechas del producto	215
Gráfico 8.6	Ejemplo de filtración (error de inclusión) en los subsidios a la electricidad en Nicaragua	218
Gráfico 8.7	Resultados promedio en PISA en matemáticas, comprensión lectora y ciencia vs. proporción de alumnos por maestro, países de la OCDE, 2012	227
Gráfico 8.8	Salario relativo de los maestros de primaria vs. PIB per cápita, 2011	228
Gráfico 8.9	Profesionales de la salud por cada 10.000 habitantes vs. esperanza de vida al nacer	229
Gráfico 8.10	Salario relativo de los profesionales de la salud vs. PIB per cápita	230
Gráfico 8.11	Ahorro potencial en el gasto focalizado (programas sociales, energía y gasto tributario)	231
Gráfico 8.12	Ahorro potencial en educación y salud (porcentaje del PIB)	232
Gráfico 9.1	La falta de confianza como barrera para abrir una cuenta bancaria formal	241

Gráfico 10.1	Episodios de aumento de la PTF	271
Gráfico 10.2	Episodios de aumentos de la tasa de ahorro	273
Gráfico 10.3	Predicciones de las tasas de ahorro del modelo neoclásico	276
Gráfico 10.4	Ahorro de las empresas (como proporción del ahorro privado)	282
Gráfico 10.5	Financiamiento de las empresas con ahorros propios, Alemania y países seleccionados de América Latina y el Caribe	283
Gráfico 10.6	Proporción de los activos fijos financiados con ahorros, por tamaño de empresa	283
Gráfico 10.7	Activos fijos financiados con ahorros y acceso al crédito	284
Gráfico 11.1	El círculo vicioso de bajo ahorro e intermediación financiera ineficiente	294
Gráfico 11.2	Diferencial de tasas de interés entre préstamos y depósitos, diversas regiones, 2006-13 (porcentaje promedio)	295
Gráfico 11.3	Motivos por los que las personas no tienen una cuenta bancaria formal, diversas regiones, 2014	299
Gráfico 11.4	Penetración de las cuentas de ahorro formales, 2011 vs. 2014	300
Gráfico 11.5	Transferencias del gobierno pagadas a través del sistema financiero (porcentaje)	301
Gráfico 11.6	El ahorro a través de las cuentas formales, 2011 vs. 2014	305
Gráfico 11.7	Penetración y uso de las cuentas de teléfonos móviles	314
Gráfico 11.8	El círculo virtuoso de altos ahorros e intermediación financiera eficiente	318

# **Lista de recuadros**

Recuadro 1.1	El ahorro y sus componentes	9
Recuadro 1.2	Las interrelaciones entre los componentes del ahorro	19
Recuadro 2.1	¿Qué es el ahorro?	26
Recuadro 2.2	Las tasas de ahorro de los hogares: problemas de medición	34
Recuadro 2.3	La medición directa del ahorro de los hogares	42
Recuadro 3.1	El sector inmobiliario residencial en Argentina: un imán para los ahorros	61
Recuadro 4.1	La formación bruta de capital fijo	82
Recuadro 6.1	Los sistemas jubilatorios: definición de conceptos	151
Recuadro 6.2	Financiamiento para enfrentar los cambios demográficos	153
Recuadro 6.3	La productividad en un mundo que envejece	160
Recuadro 7.1	¿Cuánto se gasta actualmente en las jubilaciones?	175
Recuadro 7.2	Estudios actuariales independientes obligatorios	179
Recuadro 7.3	El financiamiento de las jubilaciones: los créditos por mortalidad	191
Recuadro 7.4	El ahorro de los hogares y las pensiones no contributivas	201
Recuadro 8.1	El efecto de los impuestos en el ahorro	207
Recuadro 9.1	La importancia de los genes y la cultura para el ahorro	256
Recuadro 9.2	En Perú nunca se es demasiado joven para ahorrar	263
Recuadro 10.1	Ahorro, informalidad, distorsiones y mala asignación de las empresas	289



# Prefacio

En las discusiones sobre desarrollo se suele escuchar que América Latina y el Caribe ahorra poco. Y los datos están ahí para demostrarlo: la región ahorra entre 10 y 15 puntos porcentuales del producto interno bruto (PIB) menos que los países más dinámicos de Asia emergente. En el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) sabemos que entender por qué ocurre esto, y —sobre todo— cómo y en qué ahorra América Latina es crucial para su crecimiento económico y el bienestar de su población. Por eso hemos decidido dedicar la edición 2016 de nuestra publicación institucional Desarrollo en las Américas (DIA) a estudiar el tema y a proponer soluciones para este problema crucial.

Creemos que el libro llega en un momento muy adecuado. Los motores que han venido empujando el crecimiento económico de América Latina y el Caribe en el período posterior a la crisis financiera internacional se han ido debilitando gradualmente. La región ya no cuenta con la ayuda de una coyuntura externa favorable, y por ende es tiempo de buscar nuevas fuentes domésticas que den impulso a nuestras economías.

La respuesta habitual a la insuficiencia relativa de ahorro en la región es que su impacto sobre el crecimiento también es bajo, ya que, a la postre, los países siempre pueden recurrir al ahorro externo como fuente de financiamiento de sus necesidades de inversión. Creemos que esta visión ignora algo fundamental: que es muy difícil atraer capitales en condiciones favorables del exterior si los propios latinoamericanos no ahorraron e invertimos en nuestros países. Y, en la actual coyuntura, cuando los tipos de interés en el mundo avanzado están al alza y los capitales ya no abundan, la prescripción de recurrir al ahorro externo como paliativo de nuestro bajo ahorro probablemente sea más incierta y arriesgada que en el pasado inmediato.

El ahorro en América Latina y el Caribe es bajo no solamente en comparación con otras regiones, sino sobre todo en relación con sus propias necesidades de desarrollo y mejora de la equidad. El bajo nivel

de ahorro además refuerza el muy bajo nivel de crecimiento de su productividad, ya que los escasos recursos que se generan a través del ahorro en su mayoría no se invierten en los proyectos que permitirían elevar las tasas de crecimiento de largo plazo. La consecuencia es que esta asignación improductiva del ahorro dificulta la convergencia de la región a los niveles de renta y bienestar de los países más prósperos.

Por todo ello, en el BID tenemos muy presente que uno de los grandes desafíos de América Latina y el Caribe es aumentar las tasas de ahorro de manera sostenible y mejorar la forma en que ese ahorro se asigna a las actividades más productivas, contribuyendo así a elevar nuestro nivel agregado de productividad. Todos estos desafíos están íntimamente ligados. No será posible invertir más si no generamos los recursos para financiar dicha inversión, pero tampoco se podrán sostener tasas de ahorro más elevadas si no generamos las oportunidades productivas para invertir.

Uno de los principales aportes de este libro es el de enfocar la discusión en un marco que permite identificar la fuente de los problemas en distintos sectores: hogares, firmas y gobiernos, y proponer soluciones concretas para cada uno de ellos.

Ahorrar más y mejor no debe estar necesariamente asociado a la recomendación tradicional de realizar un ajuste fiscal, o al también tradicional recurso de conceder incentivos tributarios para el fomento de cierto tipo de ahorros. Tampoco a políticas públicas paternalistas. Lo que realmente significa ahorrar más y mejor es repensar algunas políticas públicas, para mejorar la sostenibilidad y equidad en el área de la seguridad social, aumentar la eficiencia del gasto público, y darle más protagonismo relativo a la inversión que al gasto corriente en la estructura del gasto público. También significa eliminar distorsiones que afectan el buen funcionamiento del sistema financiero, del mercado laboral, fiscal o regulatorio.

No se puede hablar de ahorro en América Latina y el Caribe sin referirse a las jubilaciones. Las contribuciones previsionales constituyen el principal mecanismo de ahorro de las personas para su retiro. Mucho ha debatido la región sobre si los sistemas jubilatorios deben ser de capitalización o de reparto. Sin embargo, ese no es necesariamente el debate más relevante. Numerosos sistemas previsionales de la región, basados tanto en la capitalización como en el reparto, se enfrentan a desafíos estructurales que requieren corrección inmediata. Es un espejismo confiar en que el ahorro se puede generar solamente a través de los sistemas

de capitalización. Por otro lado, las transiciones hacia los sistemas de capitalización pueden acarrear grandes costos fiscales que reducen el ahorro nacional, por lo que deben ser diseñadas con sumo cuidado. En el otro extremo, los sistemas de reparto pueden y deben aumentar su ahorro mientras son superavitarios, para asegurar su sostenibilidad de largo plazo y garantizar que esos ahorros obtengan rentabilidades adecuadas, lo que a su vez exige que su gestión sea estrictamente profesional y sin interferencias políticas.

El debate que necesitamos enfrentar no es sobre si los sistemas de pensiones deben ser de capitalización o de reparto, sino sobre el hecho de que en la actualidad menos de la mitad de la población de América Latina aporta a algún sistema previsional. Esto revela los serios problemas que aquejan al funcionamiento de los mercados laborales de la región, como la muy elevada informalidad. Resulta urgente re-enfocar el debate hacia las reformas que pueden ayudar a todos los sistemas previsionales a mejorar la cobertura, y a aumentar el ahorro, porque la población está envejeciendo rápidamente, y si no se actúa ahora, no se dispondrá de los recursos para atender las necesidades crecientes.

Otro gran tema que tratamos en el libro es que en América Latina y el Caribe no solo se ahorra poco, sino que además ese bajo ahorro no se canaliza eficazmente hacia la economía. En parte, porque no existen instrumentos adecuados para el ahorro a largo plazo, dada la falta de desarrollo de nuestros mercados financieros. Un ejemplo que ilustra este problema es la carencia de instrumentos de inversión que permitan canalizar el ahorro público y privado hacia la infraestructura. En América Latina y el Caribe hay una brecha significativa de inversión en infraestructura: transporte, redes de telecomunicaciones, generación y distribución de energía, agua potable, etc. Esta brecha resulta un impedimento significativo para el crecimiento de largo plazo, porque si la inversión está bien planificada y ejecutada, los retornos a la inversión en infraestructura son muy altos y permiten potenciar la inversión privada en la economía. Sin embargo, hoy resulta muy difícil canalizar ahorro nacional hacia la infraestructura porque no existen los instrumentos para hacerlo. Para fomentar su desarrollo, es necesario adecuar el marco regulatorio de la inversión en infraestructura, generando los mecanismos y los vehículos que permitan eliminar los cuellos de botella que hoy existen en la región.

A pesar de los avances de las últimas décadas, los sistemas financieros de América Latina y el Caribe son todavía pequeños, caros e inefficientes.

No sorprende por ende que muchas familias no los utilicen como el vehículo predilecto para ahorrar, ni tampoco que las empresas de la región enfrenten grandes dificultades a la hora de conseguir financiamiento a precios y plazos razonables. El bajo ahorro es la contracara del crédito escaso, y la mala asignación de ese crédito es, a su vez, producto de las ineficiencias con las que operan los sistemas financieros. Para expandir la base de usuarios de dichos sistemas, y sobre todo para fomentar el ahorro a través de los sistemas financieros formales, hace falta crear una cultura del ahorro financiero. Esta debe apoyarse en intervenciones que, por un lado, ayuden a disminuir los costos de operar con el sistema financiero, y a aumentar los retornos para los ahorristas; y que, por otro, contribuyan a mitigar los problemas que alejan a las familias y las empresas de los bancos. Uno de estos problemas es la falta de confianza. Nadie puede culpar a quienes han sido perjudicados en el pasado por recurrentes crisis financieras que han evaporado sus ahorros financieros. Sin embargo, hoy en día los sistemas financieros son mucho más sólidos, en parte porque se han aprendido las lecciones de antiguas crisis. Actualmente, la desconfianza está más relacionada con la falta de conocimiento sobre cómo operan los bancos, y cuáles son las ventajas y oportunidades de operar a través del sistema financiero formal, además de los riesgos. Impartir educación financiera, sobre todo a temprana edad, cuando todavía se están desarrollando las capacidades cognitivas, representa una buena oportunidad para impulsar una cultura del ahorro financiero.

En el frente fiscal, la buena noticia es que la región tiene enormes oportunidades para mejorar la provisión de servicios públicos con menos recursos. Se pueden generar importantes ahorros sin necesidad de recurrir a las tradicionales recetas de ajuste fiscal que se traducen en el aumento de los impuestos y la reducción de gastos. Lo que hace falta ahora es re-direccionar el gasto público, imprimiendo más énfasis a la inversión, que en el pasado ha sido relegada. A su vez, existe margen para incrementar el ahorro público eliminando filtraciones en el gasto relacionado con subsidios, gastos tributarios y programas de asistencia social. Estas iniciativas pueden complementarse mejorando la eficiencia del gasto en sectores como salud y educación. Este libro presenta nuevos datos que permitirán que los responsables de las políticas puedan identificar las fuentes de filtraciones así como también las oportunidades para aumentar la eficiencia del gasto.

Esta publicación no pretende ser un recetario de buenas prácticas o marcar un camino único sobre el que todos los países deben transitar.

Cada país es diferente, y en cada caso el énfasis debe estar puesto en aquellos aspectos que son más relevantes. El objetivo de estas páginas es crear conciencia entre los funcionarios públicos, los empresarios y los trabajadores de que promover el ahorro, y en particular, el uso eficiente de los recursos que se generan a través del ahorro, es parte esencial de la solución a los problemas del bajo crecimiento, la escasa inversión y las crecientes necesidades de una población que envejece con rapidez. Más y mejor ahorro es el camino hacia una región con mayor estabilidad y confianza, en la que la falta de capital ya no sea más una limitante del desarrollo económico y social.

**Luis Alberto Moreno**  
Presidente  
Banco Interamericano de Desarrollo



# Agradecimientos

Desarrollo en las Américas (DIA) es la publicación insignia del Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Esta edición ha sido producida bajo la dirección de Eduardo Cavallo, economista investigador líder del Departamento de Investigación, y Tomás Serebrisky, asesor económico principal del Sector de Infraestructura y Medio Ambiente.

Este libro no habría sido posible sin la excepcional labor editorial de Rita Funaro, coordinadora de publicaciones del Departamento de Investigación, quien trabajó incansable y pacientemente para traducir complicados conceptos técnicos a un lenguaje accesible para un público más amplio. Ella hizo este libro posible y lo mejoró enormemente. Para ello, contó con la ayuda de Cathleen Conkling-Shaker, Nancy Morrison, Matías Marzani y Jaime Ramírez Cuellar. John Dunn Smith editó numerosos documentos de antecedentes y notas técnicas relacionadas con esta publicación.

Orazio Attanasio, Peter Montiel y Klaus Schmidt-Hebbel colaboraron como asesores externos. Sus consejos en todas las fases de este libro han sido sumamente valiosos.

Santiago Levy, vicepresidente de Sectores y Conocimiento; José Juan Ruiz, economista jefe y gerente del Departamento de Investigación, y Andrew Powell, asesor principal del Departamento de Investigación, aportaron una constante orientación y consejos técnicos a lo largo de la vida de este proyecto. El Comité de Programación del Directorio del BID también colaboró con valiosos comentarios y sugerencias.

Los principales autores de cada capítulo individual son los siguientes:

Capítulo 1 Eduardo Cavallo y Tomás Serebrisky

Capítulo 2 Eduardo Cavallo, Verónica Frisancho  
y Jonathan Karver

Capítulo 3 Andrew Powell y Eduardo Cavallo

- Capítulo 4 Tomás Serebrisky, Diego Margot y Ancor Suárez-Alemán
- Capítulo 5 Eduardo Fernández-Arias, Eduardo Cavallo y Matías Marzani
- Capítulo 6 Solange Berstein, Mariano Bosch y María Laura Oliveri
- Capítulo 7 Solange Berstein y Mariano Bosch
- Capítulo 8 Alejandro Izquierdo
- Capítulo 9 Verónica Frisancho
- Capítulo 10 Matías Busso, Andrés Fernández y César Tamayo
- Capítulo 11 César Tamayo y Eduardo Cavallo

Carola Pessino es la autora del recuadro 8.1, que versa sobre los impuestos y el ahorro. Para ella, una palabra especial de gratitud por ayudar y aportar sus conocimientos expertos sobre este tema tan complejo como importante.

Nuestro especial reconocimiento a Aglae Parra, coordinadora administrativa de este proyecto, quien ha puesto todo su esfuerzo y ha prestado un eficiente apoyo administrativo. También ha habido otros miembros del equipo administrativo que proporcionaron un inestimable apoyo a lo largo de la vida del proyecto, en particular, Mónica Bazán, Beatriz Contreras, Myriam Escobar-Genes, David Gómez, Elton Mancilla, Sofía Meléndez, Mariela Semidey y Federico Volpino.

Javier Caicedo, Camila Fonseca Sarmiento, Melany Gualavisi, Jonathan Karver, Pamela Mendoza, Liu Mendoza Pérez, Mathieu Pedemonte, Darío Romero Fonseca, Mariano Sosa, María Laura Oliveri y Juan Miguel Villa suministraron un excelente apoyo en la investigación. Matías Marzani y Jaime Ramírez Cuellar merecen especial reconocimiento por su dedicación a este proyecto.

Asimismo, Pablo Bachelet, Carlos Gerardo Molina y Kyle Strand brindaron un sólido respaldo en la estrategia de comunicación y divulgación.

Muchas otras personas contribuyeron con sus aportes técnicos a este informe, entre ellos Joshua Aizenman, Jorge Alonso, S. Gabriela Andrade, Raúl Andrade, Gabriela Aparicio, Martín Ardanaz, Edna Armendariz, Daniel Artana, Viviane Azevedo, Nick Barr, Alberto Barreix, Ricardo Bebczuk, Oscar Becerra, Juan Luis Bour, Rodrigo Cerda, Juan José Cruces, Fernando De Olloqui, Edgardo Demaestri, Víctor Dumas, Barry Eichengreen, Emilio Espino, Antonio Estache, Vicente Fretes, Rodrigo Fuentes, Lourdes Gallardo, Néstor Gandelman, Gustavo García, Martín González-Rozada, Catalina Granda-Carabajal, Werner Hernani,

Diego Herrera Falla, Ayse İmrohoroğlu, Luis Carlos Jemio, Enrique Kawamura, Juan Ketterer, Mariano Lafuente, Carlos Madeira, Ángel Melguizo, Alejandro Micco, Alejandro Morduchovicz, Oscar Natale, Fernando Navajas, Sergio Navajas, Andrés Neumeyer, Ilan Noy, Carmen Pagés, Mónica Panadeiros, Ugo Panizza, Diana Pinto, Lucas Ronconi, Gabriel Sánchez, Alfredo Schclarek Curuchet, Miguel Socías, Marco Stampini, Nuria Susmel, Miguel Székely, José Tessada, Jorge Tovar, Verónica Trujillo, Patricio Valenzuela, Fermín Vivanco y Rodrigo Wagner.

La traducción al español y la edición en dicho idioma han estado a cargo de Alberto Magnet y Claudia M. Pasquetti, respectivamente.

Las opiniones expresadas en esta publicación pertenecen a los autores y no reflejan necesariamente la posición oficial del Banco Interamericano de Desarrollo, de su Directorio Ejecutivo ni de los asesores técnicos.



# Colaboradores

**Solange Berstein**, ciudadana chilena, posee un Doctorado en Economía de la Universidad de Boston. Es especialista principal de la Unidad de Mercados Laborales y Seguridad Social del Banco Interamericano de Desarrollo.

**Mariano Bosch**, ciudadano español, posee un Doctorado en Economía de la London School of Economics. Es economista líder en la Unidad de Mercados Laborales y Seguridad Social del Banco Interamericano de Desarrollo.

**Matias Busso**, ciudadano argentino, posee un Doctorado en Economía de la Universidad de Michigan. Es economista investigador líder en el Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo.

**Eduardo Cavallo**, ciudadano argentino y de Estados Unidos, posee un Doctorado en Políticas Públicas de la Universidad de Harvard. Es economista investigador líder en el Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo

**Eduardo Fernández-Arias**, ciudadano uruguayo, posee un Doctorado en Economía de la Universidad de California en Berkeley. Es economista principal en el Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo.

**Andrés Fernández**, ciudadano colombiano, posee un Doctorado en Economía de Rutgers University. Es economista investigador en el Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo.

**Verónica Frisancho**, ciudadana peruana, posee un Doctorado en Economía de Pennsylvania State University. Es economista investigadora senior en el Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo.

**Alejandro Izquierdo**, ciudadano argentino, posee un Doctorado en Economía de la Universidad de Maryland. Es asesor senior en el Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo.

**Jonathan Karver**, ciudadano de Estados Unidos y México, posee una Licenciatura en Economía del Instituto Tecnológico Autónomo de México (ITAM). Es investigador en el Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo.

**Diego Margot**, ciudadano argentino, posee un Doctorado en Economía de la Universidad de Illinois en Urbana-Champaign. Es economista en el Sector de Infraestructura y Medio Ambiente del Banco Interamericano de Desarrollo.

**Matías Marzani**, ciudadano argentino, posee un título de posgrado en Economía de la Universidad Torcuato di Tella (UTDT). Es investigador en el Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo.

**María Laura Oliveri**, ciudadana argentina, posee un Máster en Economía de la Universidad Nacional de la Plata, Argentina. Es consultora de la Unidad de Mercados Laborales y Seguridad Social del Banco Interamericano de Desarrollo.

**Carola Pessino**, ciudadana argentina, posee un Doctorado en Economía de la Universidad de Chicago. Es especialista principal en la División de Gestión Fiscal y Municipal del Banco Interamericano de Desarrollo.

**Andrew Powell**, ciudadano del Reino Unido, posee un Doctorado en Economía de la Universidad de Oxford. Es asesor principal en el Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo.

**Tomás Serebrisky**, ciudadano argentino, posee un Doctorado en Economía de la Universidad de Chicago. Es asesor económico principal del Sector de Infraestructura y Medio Ambiente del Banco Interamericano de Desarrollo.

**Ancor Suárez-Alemán**, ciudadano español, posee un Doctorado en Economía de la Universidad de Las Palmas de Gran Canaria. Es economista en el Sector de Infraestructura y Medio Ambiente del Banco Interamericano de Desarrollo.

**César Tamayo**, ciudadano colombiano, posee un Doctorado en Economía de Rutgers University. Es economista investigador en la División de Mercados de Capital e Instituciones Financieras del Sector de Instituciones para el Desarrollo del Banco Interamericano de Desarrollo.

# 1 Ahorrar para los buenos tiempos

¿Por qué deberían ahorrar las personas y los países? La respuesta típica suele centrarse en la necesidad de protegerse contra shocks, de equilibrar el consumo en el tiempo; en pocas palabras: se ahorra para generar reservas para épocas poco favorables. Este libro aborda la pregunta desde una perspectiva ligeramente diferente. Si bien ahorrar para pasar la tormenta es fundamental, lo que realmente importa es ahorrar para prosperar y generar los buenos tiempos. Las personas deben ahorrar para poder invertir en su propia salud y educación, así como en la de sus hijos; para vivir vidas productivas y plenas, y para acabar sus días disfrutando del confort y de la tranquilidad. Las empresas deben ahorrar para convertirse en firmas productivas que emplean a más trabajadores en mejores puestos, que sean capaces de producir bienes de calidad para los mercados interno e internacional. Los gobiernos deben ahorrar para construir puentes, carreteras y aeropuertos que sirvan de soporte a una economía productiva, para proporcionar a sus ciudadanos servicios de calidad en educación, salud, agua y saneamiento, y para asegurar a las personas mayores una jubilación digna y libre de preocupaciones. En pocas palabras, los países deben ahorrar para los buenos tiempos, cuando todos pueden disfrutar de los beneficios del crecimiento, de la prosperidad y del bienestar.

Este libro sostiene que, para posibilitar la llegada de estos buenos tiempos, América Latina y el Caribe debe ahorrar más y mejor. Postula que el ahorro en la región es escaso y que los ahorros que se generan pueden ser utilizados de manera más eficiente para potenciar el crecimiento y el desarrollo. El objetivo de esta publicación consiste en crear conciencia acerca de la urgente necesidad de promover más y mejor ahorro para resolver problemas acuciantes, entre ellos: bajo crecimiento, escasa inversión y la necesidad creciente de cuidar de una población que envejece.

¿Por qué deberían los países preocuparse de cuánto ahorran? Al fin y al cabo, si las economías siempre pueden endeudarse en el exterior, las tasas de ahorro nacional no deberían importar. Sin embargo, el crédito externo puede ser más costoso y aumentar el riesgo de crisis. Los flujos financieros internacionales son volátiles, y la historia muestra que se agotan justo cuando más se necesitan. En América Latina y el Caribe se conocen sobradamente las turbulencias monetarias y financieras generadas cuando la deuda externa se vuelve excesiva. Importar ahorros del exterior dista mucho de ser un sustituto perfecto del incremento del ahorro interno.

Dadas las limitaciones para el financiamiento externo, los países que más ahorran también invierten más. En otras palabras: existe una asociación positiva entre el ahorro nacional y la inversión interna (inversión en la economía real). Desde la perspectiva de las políticas públicas, es útil entender cuál impulsa a cuál: si un mayor ahorro genera más inversión o si mejores oportunidades de inversión impulsan aumentos del ahorro. Aquí se sostiene que la causalidad es bidireccional o, más precisamente, que América Latina y el Caribe sufre de dos problemas que se refuerzan mutuamente: poca oferta de ahorro y escasa demanda de inversiones. Para solucionar estos problemas e interrumpir el círculo vicioso que ambos forjan, se precisan medidas de política bien diseñadas y ejecutadas, destinadas a aumentar el ahorro y la inversión.

## El ahorro: la suma de sus partes

El ahorro nacional es la suma de todas las decisiones de ahorro individuales de los agentes de la economía: hogares, empresas y organismos del sector público. Si bien el análisis del ahorro agregado es útil, en última instancia las decisiones de ahorro son tomadas por individuos, y reflejan la información que estos tienen y las numerosas consideraciones relacionadas con la vida real que pueden influir en su conducta. Para entender plenamente el problema del ahorro, es necesario desglosar e indagar cómo el ahorro generado por los hogares, empresas y organismos del sector público se agrega y canaliza en la economía.

El sistema financiero desempeña el rol de intermediario: mueve los recursos desde las personas que ahorran hacia aquellos que necesitan dichos recursos para invertir. Los sistemas financieros pequeños e ineficientes, como los de América Latina y el Caribe, generan altos costos para los servicios financieros, que a su vez deprimen tanto los ahorros

(reduciendo los retornos efectivos para los ahorristas) como la inversión (incrementando el costo del crédito para los prestatarios). En esos contextos, los hogares que carecen de acceso a buenos instrumentos financieros de ahorro pueden optar por ahorrar de otras maneras —acumulando efectivo o joyas, comprando bienes durables o invirtiendo en la empresa familiar— que quizá no sean las más productivas desde el punto de vista agregado. Estos mecanismos reducen la eficiencia colectiva con que se utilizan los ahorros existentes. Un buen sistema financiero no solo facilita el ahorro sino que también lo agrega y lo asigna de manera eficiente financiando los proyectos con las rentabilidades más altas. Si este mecanismo de intermediación falla, el conjunto de la economía y los individuos y empresas que la integran sufren una pérdida. Una intermediación financiera eficiente opera como estímulo para ahorrar más y asegura que los ahorros se utilicen de la manera más productiva, apoyando el crecimiento y el desarrollo.

A pesar de la desregulación financiera y las reformas de las últimas décadas, los sistemas financieros de América Latina y el Caribe siguen siendo muy poco profundos según los estándares internacionales. Si bien el sistema bancario medio de la región ha crecido hasta proporcionar alrededor del 30% del producto interno bruto (PIB) en préstamos al sector privado, este nivel sigue siendo mucho más bajo que el de los sistemas bancarios de la economía media de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) o de Asia emergente, que proporcionan cerca del 80% y del 100% del PIB en préstamos al sector privado, respectivamente.

Los hogares de la región, sobre todo aquellos de menores ingresos, tienen acceso limitado a instrumentos financieros adecuados para ahorrar. Dichos hogares se enfrentan a costos relativamente altos para acceder y utilizar los instrumentos disponibles, y a menudo no confían en los bancos. Como resultado, ahorran menos de lo que podrían; o —cuando ahorran— lo hacen utilizando instrumentos no financieros.

La falta de desarrollo y de cobertura de los sistemas jubilatorios de la región es otra limitación para el ahorro. Menos de la mitad de la población de América Latina y el Caribe ahorra para su retiro haciendo contribuciones a un sistema jubilatorio. Los hogares sencillamente no ahorran lo suficiente para la jubilación y no compensan la falta de aportes para una jubilación a través de mayor ahorro por otros mecanismos. Esta situación constituye una crisis en cierres, que empeorará a medida que la población de la región inevitablemente envejezca. Los sistemas

jubilatorios en general no han logrado preparar a los países para la transición demográfica que actualmente viven sus sociedades. Además de la baja cobertura de las jubilaciones, la extendida informalidad laboral, el analfabetismo financiero y la falta de confianza en los sistemas financieros dificultan seriamente el ahorro de los hogares.

En el caso de las empresas, las decisiones de ahorro están íntimamente relacionadas con sus necesidades de inversión. Las firmas ahorrar (es decir, retienen ganancias) porque los fondos propios son más baratos, es decir: están exentos de los costos de intermediación del crédito bancario. Cuando el costo del crédito es demasiado alto, puede que la única manera viable para que las empresas financien las inversiones sea el autofinanciamiento. Sin embargo, cuando las firmas carecen de suficientes ganancias retenidas o crédito en la forma y cantidad que necesitan, pierden oportunidades de inversión productivas. Si se acabase con las distorsiones de los mercados financieros que impiden el acceso de las empresas al financiamiento que precisan a un costo razonable, ellas podrían emprender más proyectos de inversión con una alta rentabilidad. Esto, a su vez, estimularía el ahorro, dado que tanto los hogares como las empresas buscarían ahorrar para beneficiarse de la mayor rentabilidad de las inversiones.

Las distorsiones de los mercados laborales y de productos también generan una mala asignación de los recursos económicos y, por lo tanto, limitan el crecimiento de la productividad. Numerosas empresas pequeñas, informales y no productivas de América Latina y el Caribe se desenvuelven con costos de insumos más bajos o precios de productos más altos debido a impuestos y regulaciones cuyo cumplimiento no se supervisa. La eliminación de estas distorsiones colocaría a todos en un pie de igualdad, mejoraría el entorno para los negocios, aumentaría la inversión y, eventualmente, el ahorro.

Los organismos públicos también ahorrar. La literatura económica abunda en teorías sobre por qué los gobiernos consumen tanto y ahorrar e invierten poco. Los gobiernos, cuyos horizontes políticos son acotados, suelen rehuir las inversiones de largo plazo. Los gobiernos que reciben ingresos inesperados (generados, por ejemplo, por el auge del precio de las materias primas) podrían verse tentados de repartir las rentas entre su electorado actual en lugar de arriesgarse a que otros asignen los recursos de otra manera el día de mañana. A este problema se suma el hecho de que los gobiernos tienden a gastar de forma ineficiente. Los subsidios y/o los programas sociales de transferencias

pueden estar mal focalizados, o puede que la calidad del gasto público sea baja en algunos sectores. Estas ineficiencias generan un exceso de gasto. Reducir las ineficiencias del gasto equivaldría a aumentar el ahorro público: se liberaría más dinero para inversiones públicas, más productivas y de mayor calidad.

Los impedimentos y las distorsiones para que los hogares, las empresas y los gobiernos ahorren impactan en la eficiencia con que se utilizan los recursos. La ausencia de instrumentos de ahorro a largo plazo puede hacer que las inversiones se alejen de los proyectos que requieren plazos de maduración prolongados, necesarios para aumentar la productividad y el crecimiento económicos.

Un ejemplo concreto es la inversión en infraestructura, que abarca puertos, caminos, vías férreas, energía, redes de comunicación y agua y saneamiento. América Latina y el Caribe sufre el doble problema de tener una infraestructura física de mala calidad, e insuficiente inversión para cerrar la brecha en ese campo. La región debería aumentar la inversión en infraestructura entre 2 y 4 puntos porcentuales del PIB al año durante décadas para acabar con esta limitante al crecimiento. El bajo nivel de ahorro nacional restringe el financiamiento necesario para construir y mantener una infraestructura productiva. Así, la infraestructura inadecuada afecta negativamente la prestación de servicios como agua potable, saneamiento, salud, comunicaciones, transporte e incluso seguridad pública. Estas deficiencias impiden que los hogares vivan las vidas productivas y sanas a las que aspiran. También dificulta la posibilidad de que los emprendedores con buenas ideas amplíen sus negocios, y añadan capital y empleos de alta productividad a la economía.

El ahorro también importa en la vida cotidiana de los individuos. Los hogares que no ahorran, o lo hacen sobre todo a través de mecanismos informales, suelen tener más dificultades en situaciones arduas, como perder el empleo o contraer enfermedades; es más complicado para ellos invertir en educación u otras formas de capital humano, y carecen de las reservas necesarias para superar las crisis (equilibrar el consumo en el tiempo). Para muchas personas, es demasiado difícil ahorrar cuando deben esforzarse para llegar a fin de mes. Ello no implica que los hogares de bajos ingresos no necesiten instrumentos de ahorro adecuados; el problema es que estos no existen.

Además de estas acuciantes necesidades, la población de América Latina y el Caribe está envejeciendo rápidamente. Durante las cuatro últimas décadas, la mayoría de los países de la región se ha beneficiado

del aumento de la población en edad de trabajar. Un contingente más grande de trabajadores hace más sencilla la tarea de cuidar de un grupo relativamente pequeño de personas de edad avanzada a través de transferencias intergeneracionales (ya se trate de acuerdos informales dentro de la familia o, en menor medida, de jubilaciones). Este período ha llegado a su fin en muchos países o no tardará en acabar para el resto. La población que envejece aumentará la demanda de recursos para satisfacer las crecientes necesidades de un grupo de adultos mayores en expansión. El desafío de los gobiernos consiste en impulsar el ahorro ahora. Las alternativas son verdaderamente pobres: extraer más recursos de una población en edad de trabajar cada vez menos numerosa mediante impuestos significativamente más altos, o enfrentarse al dilema moral de condenar a una amplia parte de la población de edad avanzada a vivir en la pobreza. Dado que el envejecimiento de la región es inevitable, ahorrar ahora es un antídoto para la crisis que se avecina.

## ¿Por qué preocuparse del ahorro nacional?

El ahorro nacional es el vehículo a través del cual la región puede alcanzar la estabilidad y confiar en su propio futuro. Sin embargo, los países de América Latina y el Caribe no están cumpliendo este objetivo, puesto que ahoran menos del 20% de su ingreso nacional. Como comparación, los países de alto crecimiento del Este asiático ahoran aproximadamente el 35% del ingreso nacional. América Latina y el Caribe ahorra menos que cualquier otra región del mundo, con la excepción de África Subsahariana. Al mismo tiempo, las tasas de inversión son más bajas de lo que sería necesario para sostener altas tasas de crecimiento económico.<sup>1</sup> La región no está, actualmente, ahorrando lo suficiente para construir un futuro mejor y más radiante.

¿Pueden los países suplir las bajas tasas de ahorro nacional importando ahorro del extranjero? En principio no, porque el ahorro externo no es un sustituto perfecto del ahorro interno. Pocos países han sido capaces de importar ahorro durante períodos prolongados sin sufrir repentinos reveses o sin incurrir en graves problemas de deuda externa, los que conducen a crisis financieras recurrentes. La volatilidad relacionada con las crisis genera desincentivos para ahorrar en el ámbito local porque el valor real del ahorro suele disminuir después de las crisis. Las personas quieren naturalmente proteger el valor de los ahorros que han

ganado con tanto esfuerzo; por lo tanto, a menudo canalizan el ahorro hacia el exterior, compran bienes durables o aumentan el consumo en lugar de invertir a nivel local cuando hay demasiada volatilidad. La elevada volatilidad también puede desincentivar a los extranjeros a prestar a plazos más largos y a costos más bajos. Se instala así un ciclo negativo en el cual el escaso ahorro nacional genera la necesidad de más ahorro externo cada vez más difícil de atraer, incrementa los costos del crédito externo, se produce una creciente fragilidad financiera y aumenta la probabilidad de crisis, reproduciéndose el ciclo de inestabilidad. Impulsar el ahorro nacional contribuiría a romper el ciclo y a instaurar la dinámica inversa. El ahorro externo puede ser un complemento necesario y útil del ahorro nacional, pero dista mucho de ser un sustituto perfecto.

### ¿Quién tiene la culpa del escaso ahorro?

Los factores demográficos —como la relación entre el número de personas en edad de trabajar y el de quienes no están en edad de trabajar en un país en un determinado momento en el tiempo— tienen importancia para el ahorro. ¿Hay que culpar a estos factores de las bajas tasas de ahorro de la región? La respuesta es no. A partir de los años sesenta la región se embarcó en una transición demográfica favorable para el ahorro (con tasas de dependencia decrecientes), de manera muy parecida a la de los países de Asia con un gran caudal de ahorro. En 1965 por cada 100 individuos en edad de trabajar había 90 dependientes, ya sea jóvenes o viejos; actualmente hay menos de 50. Sin embargo, a diferencia de Asia, las tasas de ahorro nacional de América Latina no han aumentado significativamente. Si se hubiera explotado plenamente el bono demográfico otorgado por la caída en la tasa de dependencia, la tasa de ahorro promedio sería de alrededor de 8 puntos porcentuales más del PIB.<sup>2</sup>

Diversos factores no demográficos han impedido que se incremen-ten las tasas de ahorro de la región, a pesar del bono demográfico. Uno es la ausencia de instrumentos de ahorro adecuados. Los eternos problemas de desconfianza en las instituciones financieras y los altos costos de hacer negocios con los bancos desalientan a los hogares de la práctica de colocar sus ahorros en instituciones financieras formales. Solo cerca del 16% de la población adulta de América Latina y el Caribe declara que tiene ahorros en un banco, comparado con un 40% en Asia emergente y un 50% en las economías avanzadas.<sup>3</sup> En su lugar, los hogares de la

región —sobre todo aquellos relativamente más pobres— ahorran más a través de mecanismos informales o sencillamente no ahorran.

Otro factor que ha deprimido el ahorro es el estado de los sistemas jubilatorios de la región. Estos cubren a menos de la mitad de la población y muchos se enfrentan a problemas de sostenibilidad a largo plazo. La mayoría de los individuos de América Latina y el Caribe no ahorra a través de los sistemas jubilatorios, o bien no lo hace durante una cantidad de años suficiente como para tener acceso a una jubilación al final de sus días laborales. Cabe señalar que, además, tampoco compensan esta falta de aportes mediante un incremento del ahorro voluntario. La crisis de las jubilaciones en América Latina y el Caribe es efectivamente un problema de ahorro que tiene graves consecuencias sociales.

La política fiscal también ha sido un lastre para el ahorro en la región. Las finanzas públicas adolecen de dos problemas de larga data que siguen en gran parte sin tratarse y que tienen una influencia directa en el ahorro público. En primer lugar, la composición del gasto público está más orientada hacia los gastos corrientes (consumo) que hacia la inversión pública (ahorro). Los incentivos distorsionados producen un sesgo en el gasto público hacia los gastos corrientes y lo alejan de la inversión a lo largo del ciclo económico. En los buenos tiempos, los incentivos políticos estimulan a los gobiernos a aumentar el gasto en todas las partidas. En épocas de adversidad, suele ser políticamente más práctico para los gobiernos recortar (o posponer) los proyectos de gastos de capital que reducir otros gastos. Por ejemplo, el gasto total en América Latina y el Caribe entre 2007 y 2014 aumentó en un considerable 3,7% del PIB, pero más del 90% de ese aumento se destinó a gastos corrientes, y solo un 8% se asignó a inversión pública.

En segundo lugar, se evidencian considerables filtraciones en distintos ámbitos del gasto público, como la asistencia social, los gastos tributarios y los subsidios a la energía, que suman un promedio cercano al 2% del PIB. Además, las ineficiencias en el gasto en salud y educación equivalen en promedio a cerca de un 1% del PIB. Estas filtraciones e ineficiencias constituyen esencialmente ahorro público perdido. En los buenos tiempos, nadie presta demasiada atención a estas ineficiencias porque se ocultan detrás de resultados fiscales positivos que figuran en los titulares de los medios. Pero cuando los ingresos fiscales caen, el problema proyecta su larga sombra.

Los impuestos también tienen un impacto directo en el ahorro porque los ingresos tributarios constituyen uno de los componentes del ahorro

público (véase el recuadro 1.1), y tienen, asimismo, un impacto indirecto a través de los incentivos que ofrecen a los individuos y a las empresas para ahorrar. La evasión tributaria generalizada en la región es un problema en ambos frentes: reduce los ingresos tributarios y distorsiona los incentivos de las personas que cumplen en relación con las que no cumplen. La evasión tributaria equivale, en promedio, a casi el 52% de la recaudación

#### RECUADRO 1.1. EL AHORRO Y SUS COMPONENTES

El ahorro total de una economía está formado por los ingresos que no se consumen. Por lo tanto, es igual a la inversión interna (real). A su vez, el ahorro total se puede descomponer en ahorro interno y externo. El ahorro interno es la suma del ahorro de los hogares y de las empresas más el ahorro de los organismos del sector público. El ahorro externo es el flujo de capitales neto que ingresa en la economía (es decir, el endeudamiento externo neto). El gráfico B1.1 ilustra estas relaciones fundamentales de la contabilidad nacional.

El ahorro total tiene dos grandes componentes: el ahorro nacional bruto y el ahorro externo.

El ahorro nacional bruto es el ingreso nacional (ingreso interno bruto o GNI, por sus siglas en inglés) menos el consumo privado y público (C y G, respectivamente). El ahorro privado es GNI menos impuestos (T) menos consumo privado (C). El ahorro público es impuestos (T) menos consumo público (G).

El ahorro externo es igual al déficit en cuenta corriente en la balanza de pagos. Este es el valor neto de las entradas brutas de capital en la economía (definidas como los cambios en pasivos internacionales) y las salidas brutas de capital (definidas como los cambios en la tenencia de activos extranjeros de los residentes).

**Gráfico B1.1 Relaciones fundamentales de contabilidad del ahorro**



Nota: C = Consumo privado; CAD = Déficit en cuenta corriente; G = Consumo público; GNI = Ingreso nacional bruto; T= Impuestos.

tributaria potencial de América Latina, es decir: cerca de la mitad de los ingresos tributarios potenciales se pierde debido a la evasión.<sup>4</sup>

Numerosos países de la región imponen una alta carga impositiva a los contribuyentes que cumplen, pero recaudan relativamente poco en ingresos tributarios (como porcentaje del PIB). Esta es la peor combinación posible para el ahorro: un sistema fiscal con tasas impositivas muy altas (lo cual distorsiona las decisiones de ahorro privado) y que recauda muy poco (así, no añade mucho a los ingresos públicos y, potencialmente, tampoco al ahorro público). Esta anomalía se ve agravada en la región por los tipos de impuestos que se pagan y por quiénes son los que los pagan. Por ejemplo, si se consideran todos los impuestos a las ganancias de las empresas (impuestos sobre el volumen de negocios, impuestos a las transacciones financieras, e impuestos sobre la nómina), la carga tributaria para una compañía formal típica en América Latina llega a casi el 51% de las ganancias, en comparación con solo el 28% en Asia emergente y cerca de un 41% en las economías avanzadas.<sup>5</sup>

Las distorsiones de los mercados financieros, como el alto costo de supervisar el cumplimiento de los contratos o la falta de información acerca de la calidad crediticia de los prestatarios potenciales, aumentan el costo del crédito de las empresas productivas. Esto limita la capacidad de las firmas con buenos proyectos de inversión para invertir y crecer. El resultado es una mala asignación de los recursos económicos y una menor productividad agregada. Esto, a su vez, genera desincentivos para ahorrar porque una economía con un bajo crecimiento de la productividad es básicamente una economía en la que la rentabilidad del ahorro y de la inversión también es baja. Las distorsiones que exceden a los mercados financieros también revisten importancia para el crecimiento de la productividad y del ahorro. Así, el hecho de que los mercados laborales se vean distorsionados por los elevados niveles de informalidad, la existencia de regulaciones ineficientes o desiguales de las políticas sociales, los regímenes tributarios especiales, o bien una combinación de estos factores, inciden en la rentabilidad privada de los proyectos de inversión y generan inversiones socialmente ineficientes. La eliminación de estas distorsiones aumentaría la productividad, la inversión y el ahorro.

## Cómo promover el ahorro para el desarrollo

Este libro se centra en cómo aumentar el ahorro para el futuro de manera sostenible. Una agenda integral para movilizar el ahorro combina

políticas públicas que estimulan el mismo de manera directa —como las medidas relacionadas con la política fiscal y las jubilaciones— con políticas que funcionan de forma indirecta removiendo los obstáculos que impiden que los agentes ahorren y, en particular, que lo hagan eficientemente, apoyando así el crecimiento económico y el bienestar. Mejorar la eficiencia con la que se utilizan los ahorros también requiere eliminar las distorsiones que generan una mala asignación de los recursos económicos y restringen el crecimiento de la productividad, reduciendo así la demanda de inversión.

**Encarar el problema de las jubilaciones.** Una solución para el problema del ahorro en América Latina requiere reparar los problemas que enfrentan los sistemas jubilatorios. Los países de la región han prometido pagar pensiones muy generosas a sus jubilados, pero no han ahorrado lo suficiente para cumplir esas promesas para todos. La mayoría de los sistemas jubilatorios de la región se enfrentan a problemas estructurales asociados con la informalidad y con bajas tasas de aportes. Sin embargo, el debate público gira sobre todo en torno a si las jubilaciones deberían basarse en un sistema de cuentas individuales (capitalización) o en un sistema de reparto. Este libro argumenta que ese no es necesariamente el debate más relevante.

Los países con sistemas jubilatorios basados en cuentas de capitalización individual —o que desean desplazarse en esa dirección— deben saber que estos sistemas por sí solos no pueden resolver sus problemas de ahorro. En primer lugar, si son demasiado pocas las personas con cobertura, o que contribuyen al sistema, y/o si los aportes a lo largo de la vida laboral de un individuo no alcanzan a proporcionar beneficios jubilatorios adecuados en el momento del retiro (ya sea porque los aportes son escasos o porque la rentabilidad de los mismos durante el período de inversión ha sido baja), el gobierno tendrá que desembolsar recursos para compensar el déficit. Esto constituirá un lastre para el ahorro nacional. Además, al cambiar de un sistema jubilatorio con una estructura de reparto (que es como empezaron a funcionar todos los sistemas jubilatorios de la región) a un sistema basado en cuentas individuales, se acumulan costos de transición, porque los compromisos contraídos con los contribuyentes en el marco de los sistemas de reparto deben cumplirse. Esto puede suponer una sangría considerable de los recursos públicos.

Los países con sistemas de reparto deben ajustar los parámetros de los mismos (como la edad de jubilación, el nivel de beneficios y los años

necesarios de aportes) para evitar sistemas desfinanciados y/o insostenibles en el futuro. Hasta ahora, el problema se ha ocultado detrás de las tendencias demográficas favorables (hay relativamente más personas que hacen aportes que jubilados que reciben beneficios). Sin embargo, a pesar de los factores demográficos favorables, los sistemas de reparto no han acumulado reservas suficientes, ahorrando (e invirtiendo) el exceso de aportes. Estos sistemas deberían ahorrar creando fondos de reserva para asegurar su sostenibilidad a largo plazo. Cabe señalar que los inevitables ajustes de los parámetros del sistema deberían producirse antes de ampliar los beneficios a más personas; de otra manera, añadir beneficiarios sin solucionar los problemas subyacentes aumenta las demandas sobre un fondo común de recursos decrecientes.

Dado que la cobertura jubilatoria es inadecuada en los dos tipos de sistemas contributivos que coexisten en América Latina y el Caribe, están proliferando los programas de pensiones no contributivas. Estas extienden pagos a las personas que no han realizado aportes o que no reúnen las condiciones para una jubilación contributiva. Actualmente, las pensiones no contributivas representan una tercera parte de la cobertura de las jubilaciones en la región. En varios países hay más personas que reciben pensiones no contributivas que una jubilación basada en sus aportes. Las pensiones no contributivas con la cobertura más alta cuestan entre el 0,7% y el 1% del PIB. Este costo habrá aumentado en más del doble hacia 2050 si la generosidad y la cobertura son constantes, solo para responder a los cambios demográficos.

Los posibles efectos de este tipo de pensiones en los incentivos para ahorrar también son importantes. La aparición de estas pensiones ha permitido comprender mejor cómo los individuos y los hogares reaccionan a los cambios en los beneficios. Las pensiones no contributivas cooptan beneficiarios de los sistemas contributivos y, en algunos casos, hacen disminuir sus ahorros. También reducen las transferencias que los hogares beneficiarios reciben de otros miembros del hogar.<sup>6</sup> Para minimizar las consecuencias negativas no planificadas en el ahorro, ya sea a través de costos fiscales excesivos o bien de forma indirecta, desincentivando el ahorro voluntario, estos programas deben diseñarse y finanziarse cuidadosamente, y deben tener como único foco a la población en riesgo de pobreza durante la vejez.

Si se aumenta el ahorro para la jubilación también se coadyuva a solucionar otro eterno problema de la región, a saber: la falta de financiamiento de largo plazo en moneda local disponible para financiar la

inversión. La inversión en infraestructura es una forma altamente productiva de inversión que escasea en América Latina y el Caribe. Para ser viable y sostenible a lo largo del tiempo, requiere un financiamiento de largo plazo, precisamente el tipo de financiamiento asociado al ahorro nacional. A medida que el ahorro para las jubilaciones aumenta, se pueden canalizar cada vez más los recursos acumulados —que por definición están retenidos en los fondos durante un tiempo— para financiar inversiones en infraestructura.

Para esto, los responsables de las políticas públicas de la región deben establecer las reglas del juego. El primer paso consiste en promover el desarrollo de una “clase de activos para la inversión” que permita que los ahorros acumulados se canalicen hacia la inversión en infraestructura. Dado que la inversión en infraestructura bien planificada y ejecutada es altamente productiva, los retornos generados por estas inversiones pueden ser potencialmente muy altos y apoyar la sostenibilidad de los sistemas jubilatorios a largo plazo.

Sin embargo, en materia de ahorros para la jubilación, la región parte de un punto muy bajo, dado que muchos países todavía tienen pocos recursos acumulados en los fondos de pensiones, sobre todo en los países con sistemas de reparto. Por lo tanto, la expectativa de que un mayor ahorro para las jubilaciones por sí solo solucionará la brecha de infraestructura de la región es poco realista.

**El foco en infraestructura y gastos de capital.** Para aumentar la inversión en infraestructura, la región tiene que promover el ahorro y la inversión pública. El sector público es la principal fuente de financiamiento de la inversión en infraestructura en la región y en el mundo. Aumentar la inversión pública requiere diseñar reglas y metas fiscales que orienten una mayor parte de los gastos totales hacia dicho tipo de inversión, y que contrarresten los incentivos que inclinan la balanza a favor de los gastos corrientes.

A lo largo de las dos últimas décadas, la mejora en el manejo fiscal ha generado un aumento del ahorro público en numerosos países. Sin embargo, se requiere un esfuerzo mayor, justo cuando el contexto económico internacional se vuelve menos amistoso. La buena noticia es que todavía se puede generar ahorro público sin recurrir a los mecanismos tradicionales de ajuste, como subir los impuestos o recortar todos los gastos.

En primer lugar, los gobiernos deben saber que la composición del gasto público es un factor determinante directo del nivel de ahorro

público. Los gobiernos tienen espacio para impulsar el ahorro público aumentando el componente de los gastos de capital, que en la región son bajos, en relación con el gasto corriente, que es elevado. Esto requiere un enfoque más prudente de la política fiscal. Como regla general, solo una pequeña fracción de cualquier cambio en los precios de las materias primas o de otros factores externos favorables debería considerarse permanente. En ese caso, los gastos corrientes crecerían relativamente menos en los buenos tiempos (la parte positiva del típico ciclo económico) y se reducirían más en los momentos de contracción.

En segundo lugar, se podría generar un ahorro promedio cercano al 2% del PIB mejorando la focalización de los gastos corrientes en ámbitos como asistencia social, gastos tributarios y subsidios al sector de la energía. Ello se lograría asegurando que el gasto llegue solo a los beneficiarios a los que está destinado. Diseñar e implementar reformas para que el gasto público sea más eficiente debería ser una prioridad en las agendas de las políticas de los gobiernos de toda la región.

**Focalizar mejor la política tributaria.** Los gobiernos también pueden fomentar el ahorro través de la política tributaria. El impuesto sobre la renta rige tanto para los individuos (impuesto de la renta personal) como para las empresas (impuesto a la renta corporativa). Sin embargo, en términos colectivos los hogares son dueños de las empresas; por lo tanto, la política fiscal debería contemplar la integración del impuesto personal y del impuesto corporativo, y evitar una doble tributación de los ahorros: primero cuando es generado por la empresa, y luego cuando es distribuido a los hogares en forma de dividendos.<sup>7</sup> El impuesto de la renta personal en toda la región debería seguir evolucionando hacia un sistema dual,<sup>8</sup> con un menor impuesto fijo sobre la renta del capital, en el que todas las formas de renta del capital (pago de intereses, dividendos y ganancias del capital) reciben tratamiento igualitario. Las tasas impositivas del impuesto corporativo deberían alinearse con las tendencias internacionales para facilitar la formalización de empresas informales.<sup>9</sup> Esto contribuiría a ampliar la base tributaria, que actualmente es baja.<sup>10</sup>

Los países en la región también deben reconsiderar las preferencias tributarias que favorecen la inversión en la vivienda en lugar de la inversión en instrumentos financieros como acciones, bonos y depósitos bancarios a plazo. Algunas exenciones en los códigos tributarios de numerosos países discriminan entre los vehículos de ahorro. Los beneficios que favorecen a la inversión en la vivienda en particular, en general

otorgan ventaja a los hogares de altos ingresos. Nivelar los incentivos tributarios a la vivienda con otras formas de ahorro financiero suele ser una mejor opción que introducir nuevos incentivos tributarios para ciertos tipos de ahorro financiero. En el pasado, algunos países avanzados implementaron cuentas de ahorro preferenciales, a veces diseñadas con el fin de promover el ahorro para la educación, los contratos de seguros de vida y otros fines. La evidencia demuestra que estas preferencias tributarias no aumentaron el ahorro. En general, solo las personas relativamente ricas utilizaron estos vehículos, sobre todo para reducir su carga tributaria, con escaso o nulo impacto en el ahorro total.<sup>11</sup>

**Promover el ahorro de los hogares y crear una cultura del ahorro.** A nivel de los hogares, el ahorro en la región está distorsionado por diversos factores: altos costos para acceder y usar el sistema financiero, falta de confianza en dicho sistema, regulación financiera deficiente, escaso conocimiento sobre cómo funcionan los bancos, presiones sociales y sesgos de conducta. La inclusión financiera exitosa requiere algo más que tan solo abrir nuevas cuentas bancarias. Significa desarrollar productos de ahorro a la medida de las demandas de los clientes potenciales, teniendo en cuenta las diversas limitaciones de la vida real a las que se enfrentan las personas para ahorrar, así como también crear incentivos para canalizar más ahorros a través del sistema financiero formal. La evidencia preliminar de intervenciones microeconómicas para impulsar el ahorro y de innovaciones en productos financieros es alentadora. Para lograr mayores y más rápidos progresos en estos ámbitos se requiere una regulación más dinámica y una mejor supervisión del sistema financiero, así como también se precisa de la colaboración de los reguladores financieros y los bancos para implementar reformas y fomentar aún más la innovación.

Las iniciativas del gobierno de pagar transferencias sociales a través de cuentas bancarias y canalizar las remesas a través de los sistemas financieros locales son primeros pasos que resultan de utilidad. Para seguir incentivando el ahorro financiero se requiere mejorar el diseño de los programas: por ejemplo, vinculando los pagos con programas que ofrecen capacitación financiera y/o con instrumentos que ayuden a los usuarios a superar los sesgos de conducta y sociales que limitan el ahorro. La innovación y la tecnología ofrecen otra oportunidad para promover más el ahorro a través del sistema financiero formal. Si bien hay una fuerte penetración de la telefonía celular en América Latina y

el Caribe, la región todavía sigue rezagada en el uso de la tecnología móvil para utilizar servicios financieros y como instrumento para la inclusión financiera, porque las políticas públicas y las regulaciones no han seguido el ritmo de la revolución de la telefonía celular.

Una perspectiva prometedora para crear una cultura del ahorro en América Latina y el Caribe es la educación financiera, focalizada sobre todo en los niños y los jóvenes. Los hábitos de ahorro son más fáciles de inculcar durante los primeros años, cuando el cerebro todavía se está desarrollando y el aprendizaje es fácil.

**Impulsar la productividad.** Aumentar el ahorro nacional es necesario para satisfacer las aspiraciones de la región, pero no es suficiente. La evidencia internacional demuestra que, históricamente, un aumento del ahorro nacional coincide con un mayor crecimiento económico solo cuando el aumento del ahorro se acompaña de un mayor crecimiento de la productividad. Esta relación destaca dos puntos: en primer lugar, un incremento del ahorro puede sostenerse durante largos períodos cuando se asocia con incentivos permanentes para que los individuos ahorren. Y los incentivos para ahorrar son mayores cuando la productividad crece más rápido. En segundo lugar, para que un mayor ahorro tenga impacto en el crecimiento y el desarrollo, el ahorro debe utilizarse de forma conveniente. Es decir, debe canalizarse hacia las oportunidades de inversión productiva.

La productividad total de los factores (PTF) es, en última instancia, el promedio ponderado de la productividad del contingente existente de empresas en una economía. La PTF puede crecer ya sea porque las firmas en la economía se vuelven más productivas, porque se canalizan más recursos hacia las empresas productivas o porque el mercado permite que sobrevivan las firmas más productivas y que las menos productivas cesen su actividad. En América Latina y el Caribe hay un gran número de empresas pequeñas, informales e improductivas que sobreviven porque tienen acceso a insumos más baratos (por ejemplo, menor costo laboral para las firmas que evaden los aportes) y/o pueden cobrar precios más altos para sus productos por las distorsiones existentes en los mercados. Estos factores, a su vez, se deben a impuestos distorsionantes y a regulaciones cuyo cumplimiento no se supervisa de manera adecuada. Aumentar la productividad agregada exige reducir esas distorsiones. Hacerlo mejoraría la asignación de recursos en la economía, y elevaría el ahorro y la inversión agregados.

**Reparar el sistema financiero.** Los esfuerzos para crear y sostener una cultura del ahorro en la región deben complementarse con iniciativas para ayudar al sistema financiero a intermediar los ahorros de forma eficiente. Solo arreglando los problemas que desincentivan el uso de los sistemas financieros para ahorrar y que limitan el crédito disponible para las empresas productivas, un mayor ahorro puede convertirse en un mejor ahorro para el desarrollo.

Las fricciones financieras son como arena en las ruedas de la economía, es decir: desaceleran el progreso económico. En América Latina y el Caribe hay dos tipos de distorsiones financieras particularmente graves que requieren la atención de los funcionarios públicos. En primer lugar, los bancos no tienen acceso a información de calidad acerca de los prestatarios potenciales. Aunque la región ha avanzado en ampliar la cobertura de las oficinas de crédito que proporcionan esta información, en numerosos países la calidad y pertinencia de la información disponible a través de dichas oficinas todavía es deficiente. En promedio, el marco regulatorio se presta menos a compartir información que en otras regiones del mundo.

Un segundo problema lo constituye el alto costo de supervisar el cumplimiento de los contratos financieros en América Latina. La protección efectiva de los derechos de propiedad es particularmente deficiente. La buena noticia es que en la región hay ejemplos de reformas exitosas que han contribuido a aliviar esta limitación. Las reformas en materia de ley de quiebras en Brasil (2004-05), Colombia (2012) y más recientemente Chile (2014) parecen estar disminuyendo los costos de supervisión de los contratos financieros.

### Las distintas facetas del ahorro

Este libro estudia cómo los cambios en los diferentes componentes del ahorro (véase el recuadro 1.1) contribuyen al mismo y a la inversión total en la economía general. Este enfoque permite una comprensión más exhaustiva de cómo las políticas públicas pueden influir en el ahorro de los hogares, las empresas y los organismos del sector público, y a la vez reconoce las importantes interrelaciones que se establecen entre los diferentes componentes. Hay que considerar cuatro posibles interrelaciones:

- **Entre el ahorro privado y el ahorro público.** Si bien el ahorro del gobierno aumenta el ahorro público, esto suele generar una

caída en el ahorro privado, ya que hogares y empresas suponen que, con un mayor ahorro público actual, se requerirán menos impuestos en el futuro y, por lo tanto, aumentan su consumo actual.

- **Entre el ahorro de los hogares y el ahorro de las empresas.** Los hogares, que son los propietarios de las empresas, pueden tomar en cuenta las decisiones de ahorro de las mismas en sus propias decisiones de consumo. Por lo tanto, un mayor ahorro de las empresas puede ser compensado por un menor ahorro de los hogares.
- **Entre el ahorro de los aportes jubilatorios y el ahorro voluntario de los hogares.** Los hogares pueden elegir cuánto ahorrar para la jubilación, utilizando de manera indistinta tanto los aportes jubilatorios como otros instrumentos. Por lo tanto, cualquier ahorro acumulado a través de los aportes jubilatorios puede ser simplemente ahorro que no se canaliza a otros instrumentos.
- **Entre el ahorro nacional y el ahorro externo.** Si el ahorro nacional y el externo fueran sustitutos perfectos, la escasez del primero sería sencillamente compensada por un aumento del segundo.

El recuadro 1.2 aborda la evidencia teórica y empírica de cada una de estas interrelaciones. Basta decir aquí que la evidencia colectiva indica que las múltiples compensaciones posibles son solo parciales. Por lo tanto, el aumento tanto del ahorro público como del privado elevará el ahorro nacional, pero no en una proporción de uno a uno. Y por lo menos una parte del incremento en el ahorro nacional será retenido internamente, y por ende estará disponible para la inversión.

## La agenda de políticas a futuro

Este libro define seis metas estratégicas para los hogares, las empresas y los gobiernos de la región.

En primer lugar, los gobiernos deben crear un entorno favorable para el ahorro. Esto debería convertirse en una prioridad de las agendas de políticas públicas de la región. El exceso de ahorro en otras partes del mundo no compensará el déficit de ahorro de la región porque no se puede esperar que los extranjeros inviertan a largo plazo en países donde sus propios ciudadanos no tienen la suficiente confianza para ahorrar.

## RECUADRO 1.2. LAS INTERRELACIONES ENTRE LOS COMPONENTES DEL AHORRO

### **Ahorro público vs. ahorro privado: la equivalencia ricardiana**

¿El aumento del ahorro público hace crecer el ahorro nacional? El accionar de los gobiernos en materia de política fiscal suele verse compensado por caídas en el ahorro privado. De hecho, la compensación podría ser de una proporción igual a uno, bajo las condiciones especificadas por Barro (1974) sobre la “equivalencia ricardiana”. Estas son: mercados de capital completos y anticipación perfecta del futuro. Por ejemplo, cualquier aumento del déficit fiscal financiado ya sea por una disminución de los impuestos o por un aumento de la deuda —ambos de los cuales dejarían sin modificar el ingreso permanente de los hogares— arrojaría como resultado un incremento equivalente del ahorro de los hogares, de manera que el impacto neto en el ahorro nacional sería nulo.

Sin embargo, las condiciones que permitirían una compensación perfecta son demasiado estrictas. A partir del documento de Barro, la literatura se ha centrado en evaluar el grado de compensación.<sup>a</sup> Las estimaciones varían según los estudios, pero tienden a situarse en la gama de 0,4 a 0,6, lo cual sugiere que por cada dólar de reducción del ahorro público, el ahorro privado tiende a aumentar entre 40 y 60 centavos de dólar.<sup>b</sup> Si bien la compensación es significativamente inferior a una proporción de uno a uno, el hecho de que haya una compensación parcial sugiere que poner la carga de aumentar el ahorro nacional solo en la política fiscal es un error. Los gobiernos no deberían desestimar las políticas para movilizar también el ahorro privado.

### **Ahorro de las empresas vs. ahorro de los hogares: atravesar el velo corporativo**

Dentro del sector privado, parte del ahorro es generado por los hogares y otra parte por las empresas a través de la retención de ganancias. Poterba (1987) señaló que las empresas contribuyen en una alta proporción al ahorro privado en Estados Unidos y planteó la “hipótesis del velo corporativo”, según la cual los hogares tienen perfectamente en cuenta el ahorro de las firmas, es decir, los hogares “atraviesan” el velo corporativo.

El argumento se basa en el hecho de que los hogares son en definitiva los propietarios de las empresas y, por lo tanto, ajustan sus planes de ahorro a los cambios en las decisiones de ahorro de las mismas. Sin embargo, diversos problemas pueden invalidar esa ruptura total del velo corporativo en la práctica, como la información asimétrica y la racionalidad limitada (Poterba, 1987). La predicción empírica resultante es que un aumento (reducción) del ahorro de las empresas dará lugar a un aumento (reducción) del ahorro privado, aunque no en una proporción de uno a uno.

Distintos documentos han investigado el nexo empírico entre el ahorro de los hogares y el de las firmas, y han llegado a la conclusión de que la compensación es solo parcial. Grigoli, Herman y Schmidt-Hebbel (2014) llegan a

### **RECUADRO 1.2. (continuación)**

la conclusión de que un dólar adicional de ahorro en las empresas se traduce en un aumento de 42 centavos en el ahorro privado. Utilizando una muestra diferente, Bebczuk y Cavallo (2016) observan que un aumento de un dólar en el ahorro de las firmas reduce el de los hogares en 40 centavos, con lo cual el ahorro privado se incrementa en hasta 60 centavos.

Lo fundamental es que las decisiones de ahorro de los hogares y las empresas están interrelacionadas. Esta asociación entre ambos sectores debería tomarse en cuenta, aunque las dos formas de ahorro no sean sustitutos perfectos.

#### **Ahorro voluntario vs. ahorro obligatorio: la compensación de las jubilaciones**

El ahorro de los hogares incluye un componente obligatorio bajo la forma de los aportes jubilatorios. La sustitución potencial entre ahorro obligatorio y voluntario tiene importancia para las políticas públicas. Si fueran sustitutos perfectos, las políticas de jubilación no tendrían incidencia en el nivel de ahorro: es decir, cada dólar ahorrado a través de un instrumento de pensión sería compensado por una suma igual de ahorro perdido a través de otros instrumentos. ¿Cuál es el alcance de la compensación en la práctica? También en este ámbito la evidencia apunta a una sustitución solo parcial, aunque la magnitud sigue siendo objeto de debate.<sup>c</sup>

Este tema es polémico y relevante en América Latina y el Caribe. A partir de los años ochenta, la región fue pionera en la reforma de los sistemas jubilatorios de regímenes de reparto a regímenes plenamente financiados basados en cuentas individuales. Los objetivos de las reformas eran aumentar la cobertura de las jubilaciones y reducir las vulnerabilidades fiscales de largo plazo asociadas con los antiguos sistemas. También se esperaba que las reformas incrementaran el ahorro privado y nacional.

Habida cuenta de la experiencia adquirida, ahora se puede evaluar hasta qué punto el ahorro aumentó después de las reformas. La evidencia muestra que hubo solo un alza moderada del ahorro privado.<sup>d</sup> Dicho ahorro subió poco porque el número de contribuyentes a los sistemas reformados siguió siendo bajo, debido a su vez a la elevada informalidad de los mercados laborales. Además, para cumplir con las promesas hechas a quienes habían aportado a los sistemas antiguos, durante el período de transición, las reformas crearon un déficit que todavía persiste en varios países, lo cual disminuyó el impacto positivo de las mismas en el ahorro nacional.

#### **Ahorro externo vs. ahorro nacional: sustitutos imperfectos**

Hay una alta correlación positiva entre el ahorro nacional y la inversión interna en todos los países (Feldstein y Horioka, 1980). Numerosos estudios han llegado a la conclusión —con muy pocas excepciones— de que la correlación es sistemáticamente mayor que cero en los diferentes países y a lo largo del tiempo. La correlación positiva revela una integración financiera imperfecta

*(continúa en la página siguiente)*

### **RECUADRO 1.2. (*continuación*)**

entre los países: los cambios en el ahorro nacional no se ven completamente compensados por cambios en el ahorro externo. Por lo tanto, aunque la correlación no prueba que un mayor ahorro nacional genere inversión o viceversa, sí subraya que se puede esperar que un aumento del ahorro nacional sea al menos en parte retenido internamente, resultando así en una inversión adicional, en lugar de ser exportado en su totalidad a través de la fuga de capitales.

En los países que necesitan aumentar la inversión interna, la robusta correlación positiva entre ahorro nacional e inversión interna demuestra que el recurso de importar ahorro externo puede ser un paliativo, pero no una cura para la escasez de ahorro nacional. Esta conclusión se ve reforzada por más evidencia presentada en este libro. En primer lugar, en la mayoría de los países la absorción neta de ahorro externo es pequeña en relación con el volumen de la inversión interna (véase el capítulo 2). Y en segundo lugar, el financiamiento del capital en cada país ha sido predominantemente nacional.<sup>e</sup>

<sup>a</sup> Para un estudio reciente de la literatura, véase Röhn (2010).

<sup>b</sup> La investigación de antecedentes que se llevó a cabo en el contexto de este proyecto confirma esta gama. Becerra, Cavallo y Noy (2015) realizaron regresiones de forma reducida de los factores determinantes del ahorro privado utilizando regresiones de panel. Uno de los factores determinantes del ahorro privado es la tasa de ahorro público. La estimación de su coeficiente en el ahorro público es de aproximadamente -0,60, lo que coincide con anteriores estimaciones en la literatura.

<sup>c</sup> Dos vertientes de la literatura han puesto a prueba esta hipótesis. La primera vertiente analiza la relación entre la riqueza de la jubilación y el ahorro privado utilizando estudios de caso de país. Attanasio y Rohwedder (2003) y Attanasio y Brugiavini (2003) encuentran evidencia de un alto grado de sustitución entre jubilaciones y ahorro voluntario para Italia y Reino Unido. Para algunos grupos de trabajadores, la elasticidad de la sustitución es cercana a 0,9. A partir de métodos similares, Coronado (1998), Águila (2011) y Sandoval-Hernández (2012) encuentran altos coeficientes de compensación para los trabajadores en Chile y México. La segunda vertiente explota la evidencia de diferentes países sobre la variación de los sistemas jubilatorios (y de ahorro) y el ahorro agregado. Entre los ejemplos, se incluye a Bailliu y Reisen (1998); López-Murphy y Musalem (2004); Bebczuk y Musalem (2006); Clements et al. (2011), y Bebczuk (2015a). Un hilo común entre estos estudios es que revelan un impacto positivo pero muy pequeño de los regímenes de capitalización individual en el ahorro no destinado a las jubilaciones.

<sup>d</sup> Véase Bebczuk (2015a).

<sup>e</sup> Aizenman, Pinto y Radziwill (2007) muestran que en promedio el 90% del capital físico de los países en desarrollo ha sido autofinanciado a través de la acumulación del ahorro nacional. La investigación de antecedentes que se llevó a cabo para este libro confirma este resultado para América Latina y el Caribe.

En segundo lugar, los gobiernos de la región pueden generar más ahorro gastando de manera más eficiente. De hecho, durante tiempos económicos difíciles, mejorar la eficiencia del gasto puede ser la única manera políticamente viable de aumentar el ahorro público en numerosos países porque evita el tortuoso proceso del ajuste fiscal tradicional, como subir los impuestos o recortar todos los gastos.

En tercer lugar, los gobiernos deberían promover y facilitar el desarrollo de sistemas financieros que ofrezcan una amplia gama de instrumentos de ahorro e inversión para los hogares y las empresas. Los bancos pueden apoyar estas iniciativas expandiendo su cobertura a más personas con mejores instrumentos financieros.

En cuarto lugar, los reguladores de las jubilaciones, los supervisores y los administradores de fondos del sector público y privado deben colaborar para reparar los sistemas jubilatorios. El envejecimiento de la población plantea una gran amenaza para la estabilidad y la prosperidad económica. Los sistemas jubilatorios deben asegurar la sostenibilidad, y ser equitativos y más inclusivos en toda la región.

En quinto lugar, las personas en América Latina y el Caribe deben desarrollar una cultura del ahorro. Ahorrar es difícil porque implica sacrificar el consumo actual. Si las personas no internalizan los beneficios de ahorrar más, será difícil, si no imposible, superar la inercia. Actualmente, hay demasiadas personas en la región que no consiguen ver los beneficios del ahorro. Una cultura se construye de abajo hacia arriba. Comenzar tempranamente en la vida con una educación financiera sobre el rol del ahorro es un elemento fundamental para el éxito.

En sexto lugar, ahorrar más no será suficiente para apoyar el desarrollo. El ahorro adicional debe ser bien utilizado. Deben eliminarse las distorsiones para la inversión que asolan a la región y que debilitan la demanda de inversión, entre ellas: ineficiencias en los mercados financieros, alta informalidad en los mercados laborales, falta de regulaciones adecuadas y predecibles, y regímenes tributarios especiales. Por esa vía, se despilfarran los recursos económicos y se frena el crecimiento de la productividad, lo que a su vez genera una baja demanda de inversión y disminuye el ahorro.

Al final, el éxito en el cumplimiento de estos objetivos significa crear un entorno donde todos comparten la visión de que más ahorro y la mejor utilización del ahorro existente constituyen la solución para los problemas económicos de América Latina y el Caribe y allanan el camino hacia una región estable, capaz de albergar la confianza de que es posible lograr todas sus aspiraciones.

## Notas

- <sup>1</sup> Véase Comisión sobre Crecimiento y Desarrollo (2008).
- <sup>2</sup> Véase Cavallo, Sánchez y Valenzuela (2016).
- <sup>3</sup> Véase Banco Mundial (2014b).
- <sup>4</sup> Véase Corbacho, Fretes Cibils y Lora (2013).
- <sup>5</sup> Véase Banco Mundial y PwC (2015).
- <sup>6</sup> Véase Juárez (2009).
- <sup>7</sup> La integración de los impuestos a la renta personal y del impuesto a la renta corporativa demostró ser muy exitosa para promover el ahorro en Chile. Véase Cerda et al. (2015).
- <sup>8</sup> Por ejemplo, el impuesto dual sobre la renta en los países nórdicos combina un impuesto fijo sobre la renta del capital con una escala progresiva de impuesto sobre las rentas del trabajo. Varios países en América Latina y el Caribe tienen un sistema dual o semidual, pero en la mayoría de los casos no están integrados (Corbacho, Fretes Cibils y Lora, 2013).
- <sup>9</sup> Las tasas del impuesto a la renta corporativa han disminuido a lo largo de los últimos 40 años, de un promedio del 40% en 1980 a cerca del 30% en la década del 2000, y a un 24% en 2014. Entre los motivos de este declive, las investigaciones señalan cuestiones relacionadas con la transferencia de beneficios y con la competencia por atraer inversiones y dar facilidades fiscales.
- <sup>10</sup> La alta tributación de las empresas formales puede llevar a una disminución tanto del ahorro como del empleo formal. En Colombia, Granda y Hamann (2015) demuestran que los impuestos más bajos sobre los beneficios aumentan el ahorro de las empresas en el sector formal e incrementan la formalización laboral y la capacidad empresarial. Reducir los impuestos sobre la nómina tiene resultados cualitativos similares.
- <sup>11</sup> Véase OCDE (2007); McDonald et al. (2011); Broadway (2015).



## 2 La situación del ahorro en América Latina y el Caribe

En una economía el ahorro es clave para el desarrollo. A nivel macro, determina cuánto puede invertir un país, y repercute en el crecimiento y la estabilidad económica. A nivel individual, proporciona a las personas un amortiguador para superar shocks inesperados al ingreso, equilibrar el consumo en el tiempo y planificar para el futuro.

Pero a pesar de su importancia, determinar cuánto debe ahorrar un país no es tarea fácil. Del mismo modo que la altitud de vuelo “correcta” de un avión depende de factores como la velocidad del viento, la distancia del punto de destino y las condiciones atmosféricas, la tasa de ahorro total de una economía depende de diversos factores, que varían según los países y a lo largo del tiempo. Concretamente, intervienen: a) las tendencias demográficas; b) el aumento del ingreso y cómo este se distribuye entre las generaciones; c) el ingreso de las personas en diferentes edades y etapas de la vida; d) las jubilaciones y las condiciones de vida durante la vejez; e) los mercados de activos que permiten que hogares y empresas puedan intercambiar el consumo entre el presente y el futuro; f) las preferencias individuales y los diversos niveles de tolerancia a la incertidumbre; g) las expectativas de crecimiento, y h) el marco institucional, entre otros elementos.<sup>1</sup> La interacción de todos ellos determina los diferentes patrones de ahorro en distintas economías y a lo largo del tiempo.<sup>2</sup>

Este libro versa sobre el rol que el ahorro ha desempeñado en la búsqueda de un crecimiento que ha sido evasivo en la región. En este capítulo se delimita el escenario de esta historia, con la descripción de los patrones de ahorro de los hogares y el ahorro total en la región, y la definición de los principales términos y conceptos que se utilizarán a lo largo de la publicación (véase el recuadro 2.1). Este es el punto de partida del debate, la base sobre la cual deben diseñarse las políticas.

### RECUADRO 2.1. ¿QUÉ ES EL AHORRO?

A nivel agregado, el ahorro nacional ( $S_n$ ) se define como el ingreso nacional bruto disponible *menos* el consumo total, a partir de datos de las cuentas nacionales.<sup>a</sup> Este es el flujo de ahorro generado en un determinado período, normalmente un año. La tasa de ahorro suele definirse como la relación entre el ahorro nacional y el producto interno bruto (PIB).

El ahorro nacional agregado puede descomponerse en sus componentes privados y públicos, dependiendo de quién lo genere:

$$S_n = S_{pri} + S_{pub}$$

El ahorro privado ( $S_{pri}$ ) se define como la suma de los ahorros de los hogares (Hh) y de las empresas (Bs).

$$S_{pri} = Hh + Bs$$

El ahorro de los hogares es la parte del ingreso disponible de las familias que no se destina a consumo; comprende el ahorro voluntario de los hogares y los aportes jubilatorios. El ahorro de las empresas se define como los flujos de caja (ingresos netos más depreciación) menos los dividendos o las utilidades retenidas.<sup>b</sup> En la práctica, los datos de las cuentas nacionales de numerosos países no permiten identificar por separado los componentes del ahorro privado. Esto refleja, entre otros factores, la prevalencia de grandes sectores informales en los países en desarrollo, que vuelven borrosas las fronteras entre los hogares y las empresas. Cuando se puede llevar a cabo la desagregación, el ahorro generado por las empresas que funcionan en la economía informal (como las firmas familiares y los trabajadores autónomos) se mezcla con el ahorro de los hogares.

El ahorro público ( $S_{pub}$ ) se define como el ingreso total del sector público menos el gasto público. Los contadores nacionales suelen calcularlo sumando el equilibrio fiscal global del sector público (OB), incluido el pago de intereses sobre la deuda, y la inversión del sector público (PI).

$$S_{pub} = OB + PI$$

Por definición, el ahorro total es igual a la inversión interna (“inversión real”, que es la llamada “formación bruta de capital fijo”) en las economías cerradas, porque ambos conceptos se refieren al ingreso nacional que no se consume cuando se genera.<sup>c</sup> En cambio, las economías abiertas pueden contar con el ahorro externo como fuente complementaria de financiamiento de la inversión.<sup>d</sup> Por lo tanto, en las economías abiertas:

$$\text{Inversión} = \text{Ahorro total (TS)} = \text{Ahorro nacional (S}_n\text{)} + \text{Ahorro externo (FS)},$$

donde FS es la contraparte del déficit de la cuenta corriente en la balanza de pagos: es decir, cuando un país tiene un déficit de la cuenta corriente, importa

**RECUADRO 2.1. (continuación)**

ahorro ( $FS > 0$ ); en cambio, cuando tiene un superávit de la cuenta corriente, exporta ahorro ( $FS < 0$ ).

Algunos componentes del ahorro, como los aportes jubilatorios, se miden directamente, pero en la mayoría de los casos los ahorros no se detectan de este modo. Por lo tanto, se calculan de manera aproximada como la diferencia entre el ingreso y el consumo, lo que implica un doble error de medición en el cálculo de los flujos de ahorro. Sin embargo, la armonización internacional de los registros de cuentas nacionales permite realizar comparaciones de las tasas de ahorro entre países.

<sup>a</sup> El ingreso disponible interno bruto es igual al PIB más todos los pagos netos del exterior (es decir, pagos netos de factores y transferencias corrientes netas).

<sup>b</sup> El ahorro de las empresas también se denomina ahorro corporativo, utilidades retenidas y flujos de caja no distribuidos, o fondos propios.

<sup>c</sup> El PIB de un país ( $Y$ ) se divide en cuatro componentes del gasto: consumo ( $C$ ), inversión ( $I$ ), adquisiciones del gobierno ( $G$ ) y exportaciones netas ( $X - M$ ). En las economías cerradas,  $X - M = 0$  y, por lo tanto ( $Y - C - G$ ) =  $I$ , ecuación cuyo lado izquierdo es el ahorro nacional.

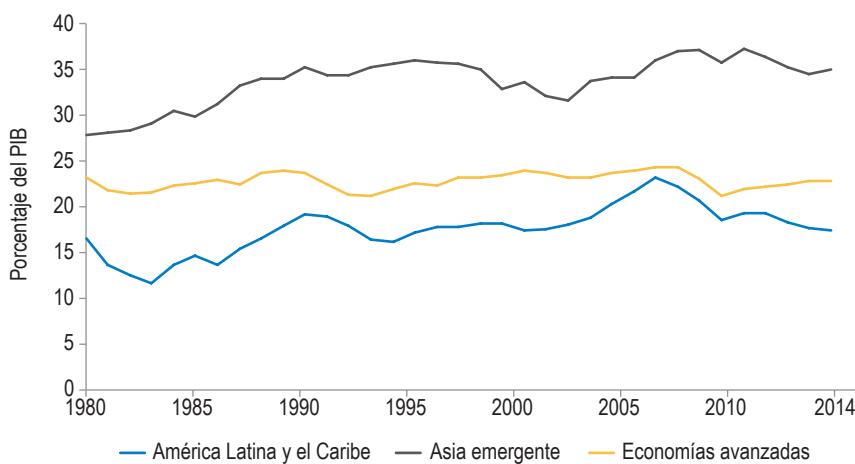
<sup>d</sup> En las economías abiertas, la brecha entre el ahorro ( $S$ ) y la inversión ( $I$ ) es el equilibrio de la cuenta corriente (CAB). CAB = ( $X - M$ ) más los pagos netos totales del exterior. Por lo tanto, el ahorro es igual a la inversión más el balance de la cuenta corriente.

## Las tasas de ahorro nacional: comparativamente bajas

A lo largo de los últimos 30 años, las tasas de ahorro nacional en América Latina y el Caribe se han situado por debajo del 20% del producto interno bruto (PIB), muy por debajo de las correspondientes a las economías avanzadas y a las de los países de rápido crecimiento de Asia (véase el gráfico 2.1).<sup>3</sup> Incluso después de controlar por factores como la demografía, el ingreso per cápita y el crecimiento, las economías avanzadas y los países de Asia emergente ahorraron, en promedio, entre 3 y 9 puntos porcentuales más del PIB, respectivamente, que los países en América Latina y el Caribe.<sup>4</sup>

Las tasas de ahorro nacional de América Latina han variado significativamente en las últimas décadas. Durante la crisis de la deuda de comienzos de los años ochenta cayeron a su mínimo histórico (11,5% del PIB en 1983), y durante el auge de los precios de las materias primas de 2003-06 aumentaron de manera temporal por encima del 20% del PIB. Si bien las tasas de ahorro promedio de Asia emergente también han fluctuado a lo largo de este período, han sido no obstante consistentemente más altas que en América Latina y el Caribe, superándolas entre 10 y 20 puntos porcentuales del PIB. En las economías avanzadas

**Gráfico 2.1 Tasas de ahorro nacional bruto por región, 1980-2014  
(en porcentaje del PIB)**



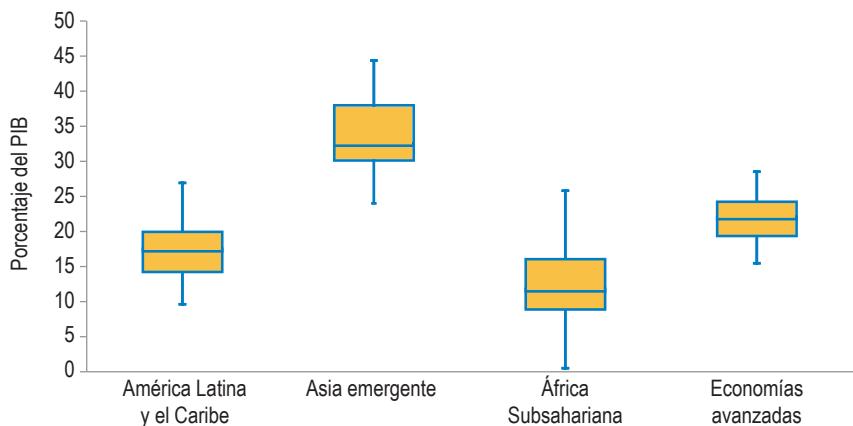
Fuente: Cálculos de los autores a partir de datos de la base de datos de *Perspectivas de la Economía Mundial* (FMI, 2015).

las tasas de ahorro promedio han permanecido relativamente estables, apenas por encima del 20% del PIB.

El gráfico 2.2 muestra la distribución de las tasas de ahorro nacional promedio desde 1980 hasta 2014 en regiones seleccionadas. La línea en el centro de cada bloque es la media de la distribución regional. Los bordes superiores e inferiores de cada bloque corresponden al percentil 75 y 25 de la distribución regional, respectivamente, y los extremos de las líneas marcan el mínimo y el máximo.<sup>5</sup> Resulta interesante señalar que la media de la tasa de ahorro de América Latina y el Caribe se acerca más a la de África Subsahariana y a la de las economías avanzadas —dos regiones que se encuentran en extremos opuestos de la distribución mundial del ingreso per cápita— que a la de Asia emergente, una región más comparable en términos del nivel de ingresos. Dicho esto, las tasas de ahorro nacional de América Latina y el Caribe se hallan por debajo de las de casi cualquier otra región del mundo, con excepción de África Subsahariana.<sup>6</sup>

En los diferentes subgrupos de países de América Latina y el Caribe, las tasas medias de ahorro oscilan entre un 14,7% del PIB (Centroamérica, excluido México) y un 20% del PIB (región del Caribe). En el caso de los siete países de mayor ingreso (ALC-7),<sup>7</sup> las tasas medias de ahorro fluctúan entre estos dos extremos, con el 18,2% del PIB (gráfico 2.3).

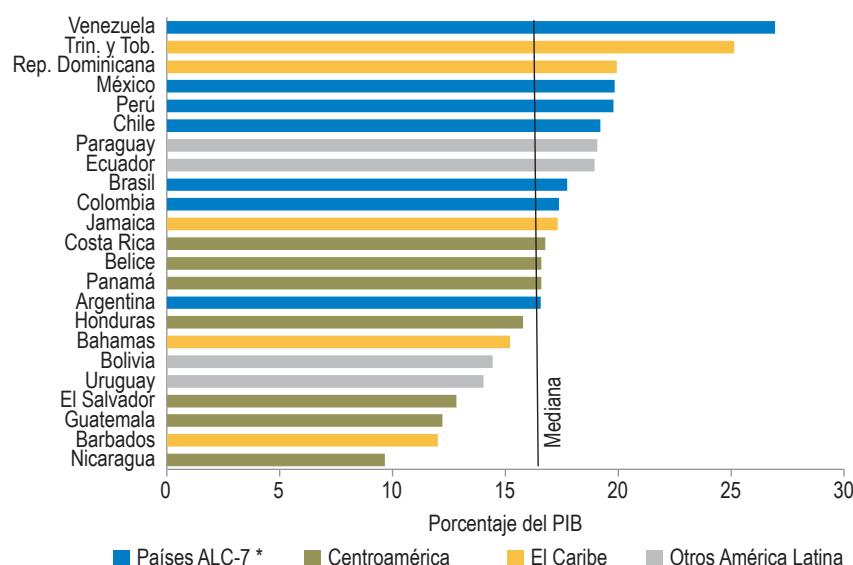
**Gráfico 2.2 Distribución de las tasas de ahorro nacional bruto por región, promedio 1980–2014**



Fuente: Cálculos de los autores a partir de datos de la base de datos de *Perspectivas de la Economía Mundial* (FMI, 2015).

Nota: Las tasas del ahorro agregado (porcentaje del PIB) se calculan como promedios de país de las tasas de ahorro anuales a lo largo del período 1980–2014. El promedio de cada país es agrupado por región.

**Gráfico 2.3 Tasas de ahorro nacional bruto en América Latina y el Caribe, promedio 1980–2014**



Fuente: Cálculos de los autores a partir de datos de la base de datos de *Perspectivas de la Economía Mundial* (FMI, 2015).

Notas: Las tasas del ahorro agregado (porcentaje del PIB) se calculan como promedios de país de las tasas de ahorro anuales a lo largo del período 1980–2014. La línea horizontal es la mediana de la muestra.

ALC-7 incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

## El sector privado: tomando la delantera

Cuando se trata del ahorro en América Latina —y, de hecho, en todo el mundo—, al sector privado le corresponde la mayor parte del trabajo. El cuadro 2.1 presenta el porcentaje de cada subcomponente del ahorro total (público, privado y externo) promediado a lo largo del período 1980–2014 para América Latina y el Caribe, Asia emergente y las economías avanzadas. En estas tres regiones, el ahorro privado se sitúa a la cabeza, y representa entre el 70% y el 90% del ahorro total. Como se puede observar con claridad, el ahorro privado desempeña un rol clave cuando se trata de determinar el nivel de las tasas de ahorro total de todas las regiones.

A pesar de que el ahorro privado representa el mayor componente del ahorro total en América Latina y el Caribe, las tasas de ahorro privado (medidas como porcentaje del PIB) son más bajas que en Asia emergente y en las economías avanzadas. Por otro lado, las tasas de ahorro público promedio de la región son superiores a las de las economías avanzadas e inferiores a las de Asia emergente. Si se lo compara con el de otras regiones, el ahorro externo de América Latina y el Caribe representa una proporción relativamente grande del ahorro total (3,5 puntos porcentuales de los 21 puntos porcentuales del PIB de ahorro total) y contribuye con un monto positivo al ahorro total, lo que significa que —en promedio— la región ha sido importadora neta de ahorro externo durante las tres últimas décadas (en abierto contraste con Asia emergente).

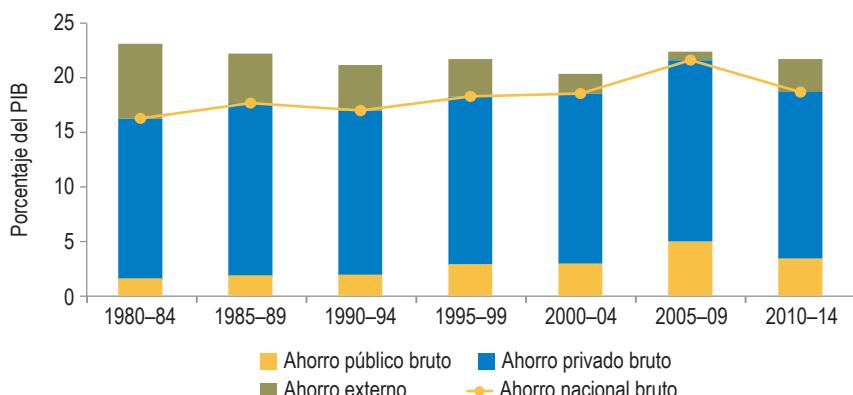
Los componentes público y externo del ahorro contribuyen cuantitativamente menos al ahorro total, pero no dejan de influir en la variación de las tasas de ahorro a lo largo del tiempo (véase el gráfico 2.4). El

**Cuadro 2.1 Tasas de ahorro por sector, 1980–2014 (porcentaje del PIB)**

Tasas de ahorro por región	América Latina y el Caribe	Asia emergente	África Subsahariana	Economías avanzadas
1. Ahorro nacional bruto	17,5	33,7	13,8	22,8
1.1 Ahorro público bruto	2,8	7,9	2,8	1,5
1.2 Ahorro privado bruto	14,7	25,8	10,9	21,2
2. Ahorro externo	3,5	-3,8	5,4	0,8
3. Ahorro total	21,0	29,9	19,2	23,6

Fuente: Cálculos de los autores a partir de datos de la base de datos de *Perspectivas de la Economía Mundial* (FMI, 2015).

Nota: Estadísticas calculadas por promedios de país. Ahorro nacional bruto (1) es igual al ahorro público bruto (1.1) más el ahorro privado bruto (1.2). El ahorro total (3) es igual al ahorro externo (2) más el ahorro nacional bruto (1).

**Gráfico 2.4 Composición del ahorro total en la región, 1980–2014**

Fuente: Cálculos de los autores a partir de datos de la base de datos de *Perspectivas de la Economía Mundial* (FMI, 2015).

Nota: Promedios quinquenales calculados en base a promedios regionales anuales.

gráfico 2.4 demuestra que la importancia del ahorro externo en la región ha disminuido desde los años ochenta. También permite observar que el aumento temporal en las tasas de ahorro, alimentado entre 2005 y 2009 por el auge de los precios de las materias primas, se debió en gran parte al incremento del ahorro público.

### El ahorro externo: un actor de reparto

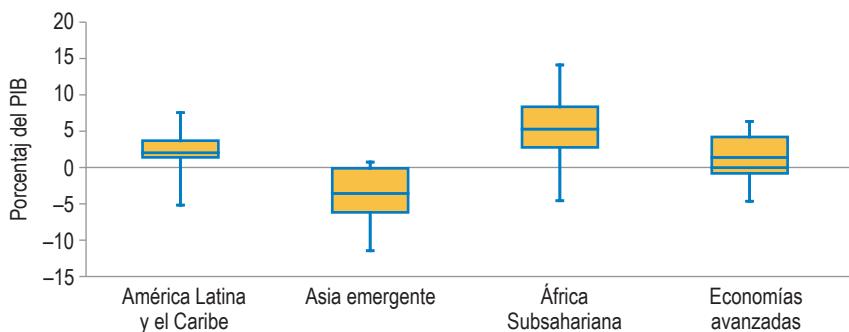
El ahorro externo puede complementar o disminuir el nacional, en función de si un país es importador o exportador neto de ahorros externos. Entre 1980 y 2014 el país medio de América Latina y el Caribe era importador neto de ahorro (como África Subsahariana y las economías avanzadas), mientras que el país medio de Asia emergente era exportador neto (véase el gráfico 2.5).

Sin embargo, el ahorro externo no es lo suficientemente elevado como para compensar las tasas de ahorro nacional comparativamente más bajas de América Latina y el Caribe (véase el cuadro 2.1). De hecho, las tasas de ahorro externo (en términos absolutos) son mucho más bajas que las tasas de ahorro nacional en todas las regiones.

### Empresas: las que más ahorran en todo el mundo

La prevalencia de grandes sectores informales en los países en desarrollo vuelve más borrosas las fronteras entre los hogares y las empresas.

**Gráfico 2.5 Distribución de las tasas de ahorro externo por región, promedio 1980–2014**



Fuente: Cálculos de los autores a partir de datos de la base de datos de *Perspectivas de la Economía Mundial* (FMI, 2015).

Nota: Las tasas de ahorro agregado (porcentaje del PIB) se calculan como promedios de país de las tasas de ahorro anuales a lo largo del período 1980–2014. El promedio de cada país se agrupa por región.

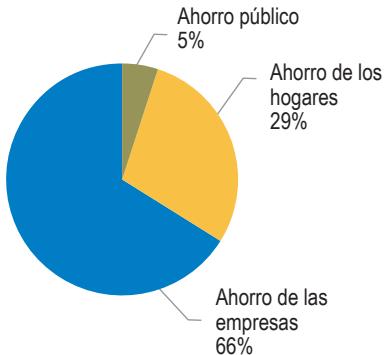
Numerosos hogares se mantienen gracias al ingreso aportado por trabajadores autónomos que gestionan sus propios negocios, normalmente en la economía informal. Esto limita la disponibilidad de datos sobre el ahorro privado para distinguir con claridad entre hogares y empresas. A pesar de las dificultades, dos trabajos recientes (Bebczuk y Cavallo, 2016; Grigoli, Herman y Schmidt-Hebbel, 2015) recopilan los datos disponibles de fuentes internacionales y nacionales.<sup>8</sup> Si bien estos estudios tienen distintas muestras y trabajan con supuestos disímiles, ambos revelan que —en promedio— el ahorro de las firmas es el mayor contribuyente al ahorro privado total en la mayoría de los países y regiones, incluida América Latina y el Caribe (véase el gráfico 2.6).<sup>9</sup>

Las empresas ahorrar porque los fondos internos constituyen una fuente más barata de financiamiento de inversiones que el crédito, que incluye los costos de la intermediación financiera (véase Myers y Majluf [1984], sobre la teoría de la jerarquía de las fuentes de financiamiento). A su vez, los hogares son los propietarios de las empresas, lo que significa que, en principio, la distribución del ahorro entre hogares y firmas no debería ser particularmente relevante.

Sin embargo, como se expone en detalle en el capítulo 1 (recuadro 1.1), el ahorro de las empresas y el de los hogares no son sustitutos perfectos. Hay numerosos motivos por los cuales los hogares no perciben el ahorro de las firmas como propio. Por ejemplo, la mayoría de los hogares no es propietaria directa de las acciones de las empresas; hay

**Gráfico 2.6 Composición del ahorro nacional bruto (ANB) en el mundo y en América Latina y el Caribe**

a. Contribución al ANB por sector: promedio mundial



b. Contribución al ANB por sector: promedio de América Latina y el Caribe



Fuente: Cálculos de los autores basados en datos de Bebczuk y Cavallo (2016).

Nota: El gráfico muestra las contribuciones al ahorro nacional bruto (ANB).

información asimétrica entre los propietarios de estas últimas y los administradores de las empresas, y en numerosos países existen diferencias entre la tributación de las ganancias de las empresas y del ingreso de los dueños del capital.<sup>10</sup>

Cabe señalar que el ahorro de los hogares tiene repercusiones importantes para el bienestar. Los hogares utilizan el ahorro para moderar el consumo y para lidiar con shocks imprevistos del ingreso. El ahorro ayuda a los hogares a gestionar mejor el riesgo, sobre todo cuando se enfrentan a dificultades de liquidez y/o crédito. Por lo tanto, a pesar de que su contribución relativa al ahorro total es menor que la del ahorro generado por las empresas, promover la acumulación del ahorro de los hogares resulta esencial para sostener un proceso de desarrollo equitativo. Teniendo esto en cuenta, el resto del capítulo está dedicado al análisis del ahorro de los hogares (véase el recuadro 2.2, sobre los problemas de medición que plantea el ahorro de los hogares).

### Adiós al bono demográfico

Según la teoría más conocida del consumo y el ahorro, la hipótesis del ciclo de vida de Modigliani (LCH, por sus siglas en inglés, *Life-Cycle Hypothesis*), los individuos piden prestado cuando son jóvenes, ahorran durante sus años en el mercado laboral, y luego gastan sus ahorros al

**RECUADRO 2.2. LAS TASAS DE AHORRO DE LOS HOGARES: PROBLEMAS DE MEDICIÓN**

Las cuentas nacionales dependen de fuentes de datos indirectas y trabajan con supuestos simplificadores para construir estadísticas disponibles de ingreso y consumo de las que pueden derivar el ahorro como una diferencia entre ambos. Por consiguiente, se produce un error de medición considerable en las estimaciones resultantes de las tasas de ahorro.<sup>a</sup>

De forma alternativa, las tasas de ahorro de los hogares se pueden calcular utilizando datos de nivel micro de las encuestas de hogares. Dado que estas se centran en medir las condiciones de vida, suelen recolectar módulos detallados de ingreso y gasto, que a su vez pueden utilizarse para calcular las tasas de ahorro. Estas encuestas suelen ser representativas del conjunto del país y, como tales, las estimaciones que proporcionan son comparables a las que provienen de las cuentas nacionales.

Sin embargo, diversos estudios muestran que hay discrepancias importantes entre las tasas de ahorro de los hogares calculadas a partir de las cuentas nacionales y las calculadas a partir de las encuestas de hogares.<sup>b</sup> Por un lado, estas últimas tienen el potencial para proporcionar mediciones más precisas, tanto del ingreso disponible como del consumo a nivel del hogar, porque pueden capturar las transacciones en el sector informal. Por otro lado, hay sesgos de declaraciones inexactas del ingreso o del consumo que pueden ser más habituales en grupos de ingreso o profesionales específicos.<sup>c</sup> Por ejemplo, puede que los hogares de ingresos más altos tengan una canasta de consumo más variada; por consiguiente, podrían tener más probabilidades que los hogares más pobres de olvidar o dar información inexacta sobre esos gastos. Además, puede que el ahorro estimado sea negativo en los hogares capaces de financiar los gastos recurriendo al crédito o a los ahorros acumulados a lo largo de un determinado período, o entre quienes tienden a no declarar todos los ingresos del hogar. Esto a veces se refleja en tasas de ahorro promedio negativas, particularmente cuando los segmentos más ricos de la población están poco representados en la muestra.

Por lo tanto, ¿cuál es el valor informativo de las tasas de ahorro de los hogares calculadas a partir de las encuestas de hogares? La ventaja de estas fuentes de datos es que permiten afinar la definición del consumo de los hogares teniendo en cuenta la heterogeneidad de los mecanismos de ahorro usados en diferentes contextos. Por ejemplo, en los países donde el acceso a instrumentos de ahorro diversificados se ve restringido, puede que algunos hogares opten por ahorrar comprando bienes durables. De manera similar, en los países con deficientes servicios públicos de educación y salud, puede que los hogares opten por invertir en dichos servicios para acumular capital humano. Aunque no todos los gastos en bienes durables o en salud y educación se realizan como una forma de ahorro, las tasas de ahorro alternativas (calculadas excluyendo ciertos tipos de gastos) pueden ser fuente de información, sobre todo en contextos donde se supone que las formas no tradicionales del ahorro son importantes, como ocurre en América Latina y el Caribe.

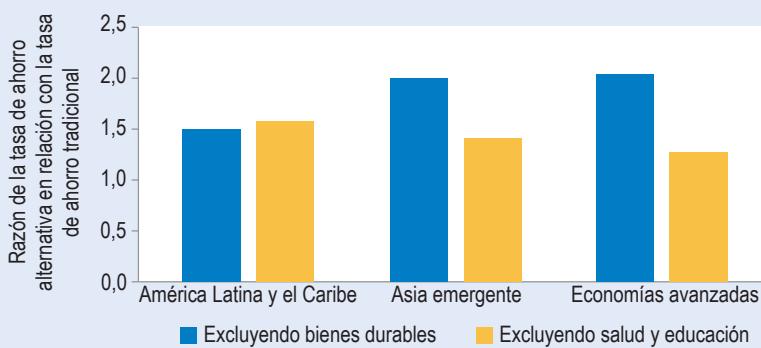
*(continúa en la página siguiente)*

**RECUADRO 2.2. (continuación)**

El gráfico B2.1 recoge el índice de las definiciones alternativas de las tasas de ahorro de los hogares en relación con las definiciones estándar (es decir, las tasas de ahorro que utilizan todas las categorías de consumo sin discriminación) para países seleccionados de América Latina y el Caribe, y para un conjunto más pequeño de países asiáticos y de economías avanzadas utilizados como comparación.<sup>d</sup> Al excluir de los gastos el consumo de bienes durables, se provoca un aumento sustancial de las tasas de ahorro en todas las regiones. En promedio, las tasas de ahorro, calculadas suponiendo que los bienes durables son una forma alternativa de ahorro, se elevan en un 50%, en relación con la definición tradicional en América Latina y el Caribe. Este incremento es incluso mayor entre los países usados como comparadores: la razón de las definiciones alternativas en relación con las definiciones tradicionales de las tasas de ahorro asciende a alrededor de 2,0 y 2,4 entre los grupos de control en Asia y las economías avanzadas, respectivamente. Las diferencias regionales reflejan el hecho de que los hogares de los países de los grupos de comparación gastan una fracción mayor de sus ingresos en bienes durables.

Excluir el gasto en salud y educación del consumo total tiene un efecto comparativamente mayor en el cálculo aproximado de las tasas de ahorro resultantes en América Latina y el Caribe que en los grupos de control. En promedio, las tasas de ahorro de la región son 1,6 veces más elevadas después

**Gráfico B2.1 Definiciones alternativas de las tasas de ahorro frente a la definición tradicional**



Fuente: Cálculos de los autores basados en datos de Bebczuk et al. (2015); Székely, Mendoza y Karver (2015); Hernani-Limarino, Jiménez y Mena (2015); y Centro de Estudios Educativos y Sociales (CEES). Las estimaciones para México provienen de Székely, Mendoza y Karver (2015) y para Bolivia de Hernani-Limarino, Jiménez y Mena (2015). Las estimaciones para todos los demás países de América Latina y el Caribe (Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Nicaragua, Panamá, Perú) provienen de Bebczuk et al. (2015). Las estimaciones para Asia emergente (Sri Lanka, Tailandia, Taiwán) y las economías avanzadas (Estados Unidos, Francia, Japón) provienen del Centro de Estudios Educativos y Sociales (CEES).

Nota: Tasas de ahorro medidas como porcentaje del ingreso de los hogares. El uso de créditos de corto plazo (tarjeta de crédito) para financiar el consumo puede inflar el consumo estimado y, por lo tanto, deprimir el ahorro. Naturalmente, tiene lugar lo inverso cuando se ha pagado la deuda.

(continúa en la página siguiente)

### RECUADRO 2.2. (continuación)

de eliminar del consumo los gastos en educación y salud, mientras que en las economías asiáticas y en las avanzadas de las muestras de la comparación dichas tasas son 1,3 y 1,4 veces más altas, respectivamente.

En resumen, se estima que las tasas de ahorro de los hogares son más elevadas cuando se calculan utilizando una definición diferente del ahorro que considera los gastos en bienes durables o en salud y educación como formas alternativas de ahorro diferentes del consumo. Sin embargo, la medida en que estos gastos realmente se utilizan como vehículos de ahorro no se puede observar, y puede variar de un país a otro dependiendo del contexto. Por lo tanto, las comparaciones de las tasas de ahorro alternativas entre países deberían interpretarse con cautela.

Dicho esto, la evidencia recogida en el gráfico B2.1 sugiere que los hogares de América Latina y el Caribe destinan una mayor parte de su ingreso disponible a inversiones de más largo plazo en capital humano que los hogares de Asia y de las economías avanzadas. El resultado es un aumento relativamente mayor de las tasas de ahorro alternativas cuando se calculan excluyendo del consumo los servicios de salud y educación, en comparación con las tasas de ahorro tradicionales (es decir, calculadas sin discriminar por categorías de consumo). Esta evidencia sugiere que, usando el cómputo tradicional, las tasas de ahorro de los hogares de América Latina y el Caribe podrían verse disminuidas debido a la fracción relativamente alta que los hogares de la región destinan al consumo de servicios de salud y educación, en comparación con los hogares de ambos grupos de control. No se puede decir lo mismo en el caso de los bienes durables; la proporción de estos gastos en el consumo total (y, por lo tanto, en las tasas de ahorro alternativas) es más pequeña en América Latina y el Caribe que la de los países de comparación.

<sup>a</sup> En las cuentas nacionales el sector de la vivienda suele incluir a los hogares, los negocios no constituidos en sociedades y las instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares (NPISH, por sus siglas en inglés, *Non-Profit Institutions Serving Households*). El ingreso de los hogares proviene de las estadísticas laborales nacionales, a su vez basadas en datos de las nóminas de las empresas y del gobierno; el ingreso global de los negocios no constituidos en sociedades puede ser introducido extrapolando el ingreso promedio de los trabajadores autónomos. Las cuentas del gobierno proporcionan información sobre las cotizaciones sociales, los beneficios, las transferencias y el pago de impuestos que se requieren para calcular el ingreso disponible. El consumo de los hogares se calcula a partir de las cifras de las ventas minoristas recopiladas por los institutos nacionales de estadística, después de deducir la parte de las ventas destinada a las empresas como consumo intermedio o inversión.

<sup>b</sup> Véase Ravallion (2003) para una medida de las estimaciones del consumo en diferentes fuentes de datos. Para evidencia específica de América Latina y el Caribe, véanse Bebczuk et al. (2015), Hernani-Limarino, Jiménez y Mena (2015) y Székely, Mendoza y Karver (2015).

<sup>c</sup> Por ejemplo, Hurst, Li y Pugsley (2014) llegan a la conclusión que los trabajadores autónomos en Estados Unidos no declaran el 30% de su ingreso y que esto tiene importantes consecuencias para el cálculo de los ahorros.

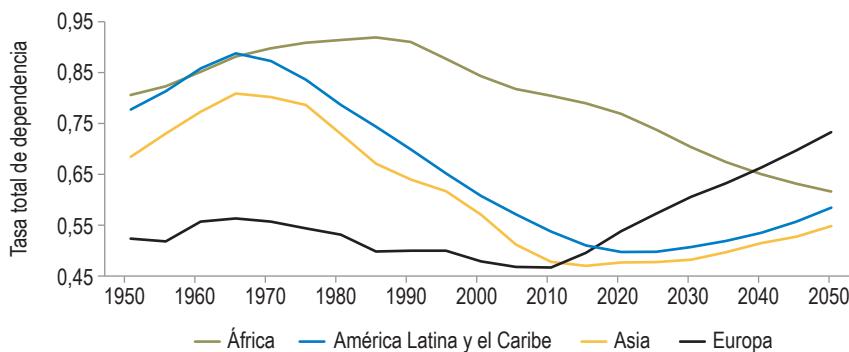
<sup>d</sup> Los datos para América Latina y el Caribe provienen de Bebczuk et al. (2015), Székely, Mendoza y Karver (2015) y Hernani-Limarino, Jiménez y Mena (2015). Los países de América Latina y el Caribe considerados son: Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Ecuador, El Salvador, Guatemala, México, Nicaragua, Panamá y Perú. La muestra de economías avanzadas comprende: Estados Unidos, Francia y Japón, mientras que la de economías asiáticas incluye: Sri Lanka, Tailandia y Taiwán.

llegar a la jubilación. Cuando las economías crecen, las generaciones más jóvenes tienden a ser más ricas y a ahorrar más, lo cual conduce a una relación positiva entre crecimiento y ahorro total.

Durante una transición demográfica, un país se desplaza a lo largo de tres grandes etapas (véase Bloom, Canning y Sevilla, 2001), que tienen diferentes impactos en la tasa de dependencia (la tasa de la población joven y de las personas de edad avanzada en relación con la población en edad de trabajar). En la primera etapa, los avances en la atención sanitaria reducen las tasas de mortalidad, sobre todo la mortalidad infantil, con lo cual aumenta la tasa de dependientes (en este caso, los niños) en relación con la población en edad de trabajar. En la segunda etapa, una menor fertilidad disminuye el número de cohortes (jóvenes) que se incorpora a la población. Esto, junto con el aumento en el número de adultos que ingresan en la fuerza laboral, conduce a la reducción de las tasas de dependencia. En la última fase, debido al incremento de la esperanza de vida, la población envejece, lo que conduce al correspondiente ascenso de las tasas de dependencia de las personas de edad avanzada y, por ende, de las tasas totales de dependencia. Este ciclo se extiende por varias décadas, pero la duración de cada etapa varía según los países.

Durante la segunda fase (también conocida como el “bono demográfico”), las tasas de dependencia disminuyen y por lo tanto se reduce el porcentaje de la población que *desahorra*. Por ello, el bono demográfico debería impulsar las tasas de ahorro de una economía. La pregunta que se plantea es: ¿en qué punto de la transición demográfica se encuentra América Latina y el Caribe? Y ¿hasta qué punto las bajas tasas de ahorro relativas son consecuencia de la transición demográfica?

Las tasas de dependencia han disminuido en todas las regiones, excepto en Europa, desde los años sesenta (véase el gráfico 2.7). En Asia la reducción ha sido rápida: entre 1965 y 2010 el número de dependientes por cada 100 adultos en edad de trabajar bajó de 81 a tan solo 48. Es interesante señalar que la región de América Latina y el Caribe siguió un camino similar. Al comienzo de la transición demográfica, la tasa de dependencia era mayor que en Asia, pues en 1965 había alrededor de 89 dependientes por cada 100 adultos en edad de trabajar, y en 2010 esa cifra había llegado a 54. Según las proyecciones de las Naciones Unidas, las tasas de dependencia en Asia y América Latina y el Caribe llegarán a su mínimo en algún momento entre 2015 y 2020, lo cual marcará el final del bono demográfico en ambas regiones.

**Gráfico 2.7 Tasas de dependencia (jóvenes y adultos mayores) por región**

Fuente: Cálculos de los autores basados en Cavallo, Sánchez y Valenzuela (2016) y Naciones Unidas (2013).

Nota: Este gráfico muestra la tasa de dependencia total (tasa de la población entre 0 y 14 años y mayores de 65 en relación con la población de entre 15-64 años) en cuatro regiones: Europa, Asia, América Latina y el Caribe y África. Una tasa = 1 significa que hay una persona dependiente por cada persona en edad de trabajar. Cuanto mayor sea la tasa, habrá más personas dependientes en relación con la población en edad de trabajar.

La sincronía de la transición demográfica en Asia y América Latina presenta un marcado contraste con la divergencia en sus patrones de ahorro. Sobre la base de esta observación, Cavallo, Sánchez y Valenzuela (2016) estudian la importancia de los factores demográficos en las tasas de ahorro. Cabe apuntar que los factores demográficos han tenido un impacto significativo en las tasas de ahorro en Asia, pero solo un impacto pequeño en América Latina y el Caribe.<sup>11</sup> Es decir: a pesar de que las dos regiones experimentaron transiciones demográficas similares y favorables, e incluso después de dar cuenta de otros factores determinantes del ahorro, las tasas de ahorro no crecieron tanto en América Latina como lo hicieron en Asia.

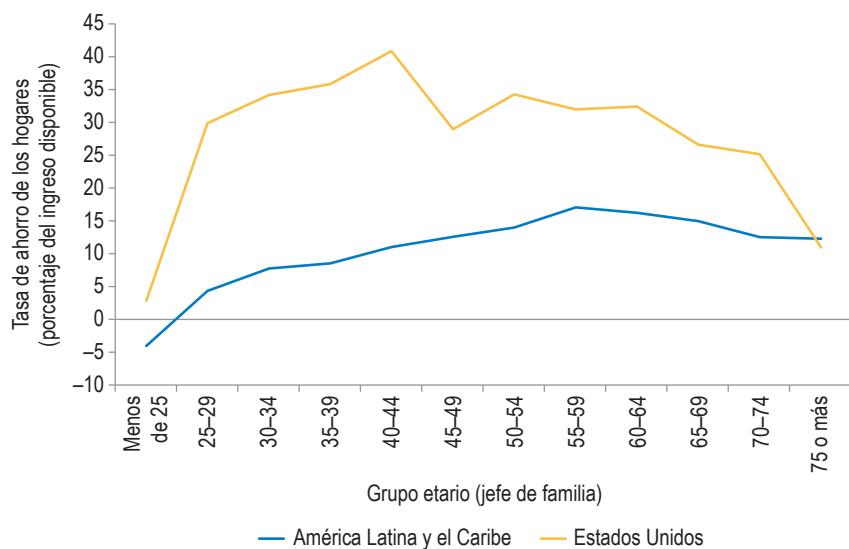
Cualesquiera sean las causas que impidieron que las tasas de ahorro aumentaran en América Latina y el Caribe a pesar de los factores demográficos favorables (tema que será tratado con más detalle en el capítulo 6), estos resultados empíricos confirman que la ventana de oportunidad que proporciona el bono demográfico se está cerrando rápidamente. Países como Belice, Bolivia, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Nicaragua o Paraguay, entre unos pocos más donde las tasas de dependencia aún no han tocado fondo (en el capítulo 6 se incluye una lista que detalla en qué punto se encuentra cada país de la región en la transición demográfica), no deberían asumir que el bono demográfico que les queda incrementará por sí solo las tasas de ahorro de manera automática. En

su lugar, durante esta etapa, deberían promover activamente el ahorro privado, tanto los aportes jubilatorios (véase el capítulo 7) como el ahorro voluntario (capítulo 9).

### ¿Demasiado viejo para ahorrar?

Las personas modifican sus patrones de ahorro para satisfacer sus versátiles deseos y necesidades según las diferentes edades a lo largo de la vida. El patrón de ahorro esperado es que los hogares jóvenes pidan prestado, que los hogares de adultos en edad de trabajar ahorren y que los hogares con personas de edad avanzada *desahorren* cuando lleguen a la jubilación. En América Latina y el Caribe las tasas de ahorro de los hogares aumentan con la edad del jefe de familia, pero no disminuyen después de la jubilación. Las tasas de ahorro se incrementan durante el ciclo de vida de la gran mayoría de los hogares, y alcanzan su máximo en un grupo de edad de entre 55 y 59 años, para luego estabilizarse en torno al 15% después de los 60 años (véase el gráfico 2.8). En cambio, en

**Gráfico 2.8 Tasas de ahorro de los hogares por grupo etario**



Fuente: Cálculos de los autores basados en Gadelman (2015a).

Nota: Todas las estimaciones se basan en los datos más recientes disponibles para cada país. La región de América Latina y el Caribe está compuesta por el promedio simple de: Argentina, Bahamas, Barbados, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, Trinidad y Tobago, y Uruguay.

Estados Unidos las tasas de ahorro aumentan solo hasta los 40-44 años, y luego disminuyen de forma sostenida.

Recientes investigaciones confirman que las tasas de ahorro siguen siendo relativamente altas incluso para los hogares en edad de jubilación (Székely, Mendoza y Karver [2015]; Tovar y Urrutia [2014]; Hernani-Limarrino, Jiménez y Mena [2015]). Por desgracia, el hecho de que las personas ahorren a lo largo de su vejez no es necesariamente una buena señal. Al contrario, puede que refleje las distorsiones que los altos niveles de informalidad e inseguridad laboral y la baja cobertura de las jubilaciones formales generan en la capacidad de ahorro durante los años en edad de trabajar en América Latina. Los adultos en edad de trabajar en la región sencillamente no ahorran lo suficiente para la jubilación, lo que explica por qué las personas de edad avanzada siguen trabajando y ahorrando (véanse los capítulos 7 y 9 para más información sobre este tema).

La evidencia del *Informe sobre la base de la pirámide* (BoP, por sus siglas en inglés, *Base of the Pyramid*), del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) (recuadro 2.3), muestra que la conducta de ahorro de los hogares cuyos jefes de familia tienen entre 55 y 65 años es similar a la de aquellos hogares cuyos jefes de familia son personas más jóvenes. Además, el porcentaje de jefes de familia mayores que trabajan asciende al 38% en Brasil, al 48% en México y al 81% en Perú. Los jefes de familia de los hogares de mayor edad ganan alrededor de la mitad del ingreso laboral mensual de los hogares, y es más probable que estén empleados en el sector informal, en comparación con los jefes de familia de hogares más jóvenes. A pesar de su participación activa en la fuerza laboral, en menos de una tercera parte de estos hogares el jefe de familia cuenta con un plan jubilatorio (21% en Perú, 23% en México y 36% en Brasil).

Tanto las distorsiones del mercado laboral como los ahorros limitados para la jubilación acumulados durante los años en edad de trabajar obligan a las personas de edad avanzada de América Latina y el Caribe a seguir trabajando y ahorrando después de su edad de jubilación. Además, este fenómeno se está agudizando; con el aumento de la esperanza de vida, las personas viven más años y la mayoría de esos años adicionales es posterior a la jubilación (Bloom, Canning y Sevilla, 2001).

### Más ingresos, más ahorro

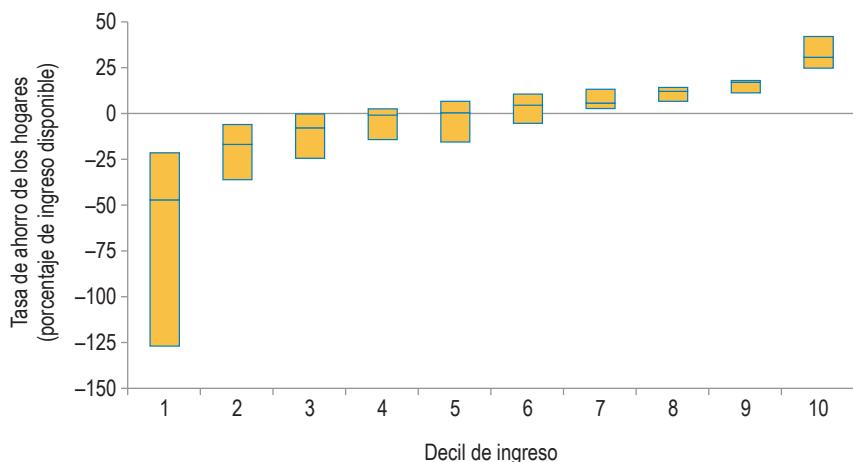
Las personas que ganan más, ahorran más (véase el gráfico 2.9).<sup>12</sup> Los hogares ricos de la región ahorran significativamente más que los hogares

pobres (como porcentaje de sus ingresos) en 10 de los 14 países para los cuales se dispone de datos (Gadelman, 2015b).<sup>13</sup>

En la mayoría de los países de la región, más de una tercera parte (y a veces la mitad) de todos los hogares gasta más de lo que gana, lo que significa que tiene tasas de ahorro negativas. Estos hogares tienden a ser relativamente pobres. Sin embargo, ese *desahorro* no parece estar financiado por el acceso al crédito (Bebczuk et al., 2015), lo cual sugiere que se puede atribuir a errores de medición del ingreso y el consumo (véase el recuadro 2.2).<sup>14</sup>

No obstante, a pesar de los errores de medición, dado que quienes reciben mayores ingresos tienen tasas de ahorro superiores que quienes son relativamente pobres (gráfico 2.10), se deduce que el ahorro de los hogares más ricos representa la mayor parte del ahorro global de los hogares de la región.<sup>15</sup> En efecto, el país medio en cada decil de ingreso tiene una tasa de ahorro positiva solo en los primeros cinco deciles (véase el gráfico 2.9). Cuando se consideran todos los hogares con tasas de ahorro netas positivas, al margen de su nivel de ingreso, se

**Gráfico 2.9 Tasas de ahorro de los hogares por deciles de ingreso**



Fuente: Cálculos de los autores basados en datos de Gadelman (2015a).

Nota: Las casillas recogen los percentiles 25°, 50° y 75°, calculados para la región utilizando las tasas de ahorro agregado (nacional) de los hogares para cada país y decil de ingreso. Todas las estimaciones se basan en los datos más recientes disponibles. El decil de ingreso más bajo es 1 y el decil de ingreso más alto es 10. Los deciles están definidos en cada país, de manera que no son consistentes entre diferentes países en términos de los grupos de ingreso que representan. Los países incluidos en las estimaciones regionales son Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, Trinidad y Tobago, y Uruguay. Se excluyen los datos de Barbados y Bahamas porque las tasas de ahorro estimadas son casos atípicos (son significativamente más negativas que el promedio).

observa que el decil superior de ingreso genera un promedio del 53% de estos flujos de ahorro (Bebczuk et al., 2015).

El punto fundamental es que el ahorro de los hogares está repartido de manera desigual a lo largo de la distribución del ingreso. La mayor parte del ahorro proviene de quienes perciben los mayores ingresos. Por lo tanto, la falta de ahorro es un problema particularmente grave para los pobres.

### Ahorristas de bajos ingresos: un gran esfuerzo y magros resultados

Las tasas de ahorro negativas entre los hogares de ingresos más bajos sugieren que los individuos relativamente pobres son deudores netos. Al observar sus hábitos de ahorro a través de instrumentos más especializados (recuadro 2.3), aparece una realidad más completa y compleja:

#### **RECUADRO 2.3. LA MEDICIÓN DIRECTA DEL AHORRO DE LOS HOGARES**

Los instrumentos especializados y detallados, como las encuestas financieras, contribuyen a proporcionar una caracterización más adecuada de la conducta de ahorro de los hogares. El uso de los mismos permite medir el ahorro acumulado de los hogares y los depósitos de ahorros regulares de manera directa y con mayor frecuencia que las encuestas de hogares.<sup>a</sup> En particular, la comparación del dinero reservado para fines de ahorro y el ahorro acumulado puede convertirse en una valiosa fuente de información acerca de la dinámica del ahorro a nivel de los hogares, y así dar una idea más acabada de las tasas de ahorro observadas. Por ejemplo, las estimaciones del ahorro calculado como la diferencia entre ingreso y consumo a lo largo de un año pueden ocultar una alta rotación de los ahorros durante el año.

Sin embargo, las medidas de ahorro derivadas de las encuestas financieras no son comparables con las medidas indirectas calculadas como residuales, ya sea de las cuentas nacionales o de las encuestas de hogares. Al contrario, las encuestas financieras suelen capturar los flujos de ahorro preguntando directamente a los hogares cuánto reservan con fines de ahorro durante un determinado período. Los hogares que no acumulan ahorro no reportarán ningún flujo hacia los instrumentos de ahorro y, por lo tanto, los cálculos de ahorro serán iguales a cero. En cambio, las encuestas de hogares y las cuentas nacionales miden los flujos netos de ahorro a lo largo de un determinado período, lo que implica que el ahorro calculado puede ser negativo si el consumo se financia gastando el ahorro acumulado y/o mediante créditos durante el período en cuestión.

*(continúa en la página siguiente)*

las personas pobres realizan depósitos de ahorro en forma constante, sobre todo usando instrumentos informales. Aún más significativo es el hecho de que estos flujos de ahorro representan una parte relativamente importante de sus ingresos mensuales.

En Perú y México el hogar promedio de la muestra del informe mencionado destina al ahorro el 6% y el 7% de su ingreso mensual, respectivamente. En Brasil la tasa mensual de depósitos en instrumentos de ahorro es inferior al 1% del ingreso mensual. Si se limita la muestra a los hogares con depósitos positivos en instrumentos de ahorro, los depósitos de ahorro mensuales equivalen en promedio al 12% del ingreso de los hogares en Perú, al 23% en México y al 8% en Brasil. A pesar de estos flujos, el ahorro acumulado (es decir, la suma de los flujos de ahorro neto) es poco, lo que significa que estos hogares gastan sus ahorros antes de poder acumular sumas grandes. Para una familia promedio, el ahorro

#### **RECUADRO 2.3 (continuación)**

Entre finales de 2014 y comienzos de 2015, las divisiones del Departamento de Investigación y de Oportunidades para la Mayoría del BID llevaron a cabo exhaustivas encuestas de hogares en zonas urbanas de Brasil, México y Perú.<sup>b</sup> Estas constituyan un híbrido entre una encuesta tradicional de hogares y una encuesta financiera. Los entrevistados eran jefes de familia (75%) o sus cónyuges (25%) de entre 18 y 65 años. El principal objetivo de las preguntas consistía en identificar los patrones de consumo y las demandas no satisfechas de los hogares pobres y de ingresos medios en diversas zonas, y esto incluía los servicios financieros, de salud, de educación, de tecnología y de vivienda. La población objetivo era la base de la pirámide, compuesta de individuos que viven con US\$10 per cápita o menos al día, de acuerdo con la paridad del poder adquisitivo (PPA).<sup>c</sup> Debido a la naturaleza de las limitaciones de la muestra, se recopilaron datos sobre el ingreso. Además, la encuesta recogió información sobre los perfiles socioeconómicos, demográficos y de comportamiento, con especial énfasis en las prácticas, las actitudes y el comportamiento financiero, lo cual abarca las preferencias intertemporales y de aversión al riesgo, los patrones de ahorro y la conducta de endeudamiento.

---

<sup>a</sup> Los registros financieros constituyen un instrumento sumamente útil para medir los flujos de caja y las operaciones financieras a nivel de los hogares. Sin embargo, el grado de detalle de las transacciones, la frecuencia de las visitas y la logística para llegar a los más pobres son limitaciones que imponen tamaños de muestra muy pequeños.

<sup>b</sup> Las muestras en los tres países son nacionalmente representativas a nivel urbano. La encuesta tenía un diseño de muestreo probabilístico estratificado en dos (o tres) etapas, con una estratificación a nivel regional en los tres países.

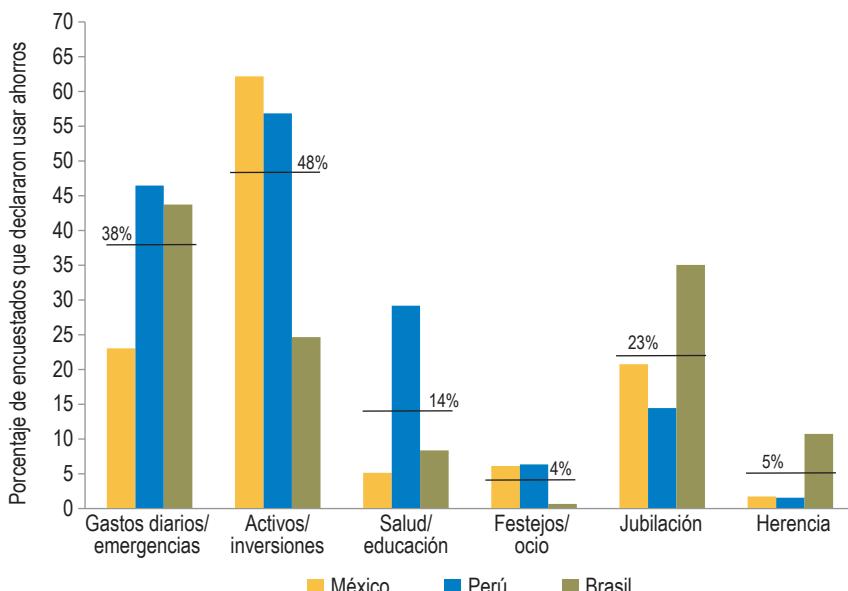
<sup>c</sup> Véase Ferreira et al. (2013) para más detalles sobre la definición de este límite del ingreso per cápita.

acumulado equivale a un 83% del ingreso mensual en México, a un 71% en Perú y a un 94% en Brasil. En otras palabras, en ningún caso el ahorro acumulado alcanza para sustituir un mes de ingreso familiar.

¿A qué destinan los hogares sus ahorros? El gráfico 2.10 ilustra el porcentaje de hogares de cada país que declara ahorrar para un objetivo determinado, donde pueden coexistir múltiples usos. En México y Perú más de la mitad de los hogares ahorraron para adquirir bienes o realizar inversiones, mientras que en Brasil solo una cuarta parte de los hogares ahorra con este objetivo. Un gran porcentaje de hogares también ahorra para cubrir gastos diarios o emergencias, lo cual es consistente con una alta rotación del ahorro acumulado. Ha habido relativamente menos casos en los que se declararon objetivos de más largo plazo, como inversiones en salud, en educación o para la jubilación.

En resumen, los hogares más pobres hacen un esfuerzo por ahorrar mensualmente, pero no acumulan grandes cantidades de ahorros netos a lo largo del tiempo. Este patrón tiene sentido, dado que estos hogares utilizan los ahorros sobre todo para pagar gastos de corto

**Gráfico 2.10 Uso del ahorro en los hogares de la base de la pirámide**



Fuente: Las estimaciones de la encuesta financiera son cálculos de los autores basados en la Encuesta Base de la Pirámide (BoP) del BID para 2014-15.

Nota: Los porcentajes suman más de 100% porque se permitieron múltiples respuestas. Las líneas horizontales representan el porcentaje promedio para cada uso de los ahorros en los diferentes países.

plazo o para financiar inversiones que requieren pequeñas sumas, en lugar de emplearlos para objetivos de largo plazo como el financiamiento de la jubilación. Seguramente esta conducta refleja diversos factores, entre ellos el abanico limitado de opciones que tienen los hogares más pobres para acceder a mecanismos de ahorro y la escasa confiabilidad en dichos mecanismos (véase el capítulo 11). Por otro lado, puede que a algunos hogares les resulte difícil evitar las tentaciones o resistir las presiones sociales dentro del hogar, o provenientes de los parientes y amigos fuera del hogar (véase el capítulo 9) para consumir en lugar de ahorrar. Dada la importancia del ahorro para el bienestar individual, es necesario entender el motivo (o la combinación de motivos) que subyace a este patrón para mejorar el diseño de los instrumentos financieros que sirvan a las necesidades de ahorro de los hogares pobres.

### El punto fundamental

Las tasas de ahorro nacional de América Latina y el Caribe son bajas en comparación con otras regiones. Y resultan especialmente bajas en el caso del ahorro privado, que —paradójicamente— es el sector que genera más ahorro en la economía. La absorción relativamente más alta de ahorro externo, en comparación con otras regiones, no ha llenado el vacío. Por lo tanto, el ahorro total en la región es comparativamente más bajo, y por ende la inversión también lo es.

A lo largo de las últimas décadas, las exigüas tasas de ahorro nacional de América Latina y el Caribe no han reflejado factores demográficos adversos. De hecho, la región ha disfrutado de una transición demográfica favorable desde los años sesenta y, aun así, las tasas de ahorro no han aumentado como se esperaba; la región no acumuló ahorros cuando las tasas de dependencia disminuían. Ahora que el bono demográfico está llegando a su fin y la población está envejeciendo, generar más ahorros será a la vez más difícil y más urgente.

En este capítulo se revelan algunas distorsiones del ahorro en la región. Una de ellas es que los individuos se ven obligados a seguir trabajando y ahorrando incluso después de la edad de jubilación, para compensar el déficit de ahorro sufrido durante sus años laborales más productivos. Actualmente, los latinoamericanos viven más, pero la vejez no les trae ningún descanso, dado que deben trabajar y ahorrar para financiar una esperanza de vida más larga.

La falta de mecanismos adecuados para canalizar los ahorros de los hogares crea otra serie de distorsiones. Así, la mayor parte del ahorro neto es generado por los hogares de altos ingresos. Sin embargo, los hogares relativamente más pobres también destinan una parte de su ingreso mensual al ahorro, pero su acumulación apenas alcanza para atender emergencias, u otras demandas de gasto relativamente menores. Ese dinero rara vez ingresa al sistema financiero, donde podría canalizarse para financiar inversiones de más largo plazo que favorezcan el bienestar individual y el desarrollo nacional.

## Notas

- <sup>1</sup> Véase Grigoli, Herman y Schmidt-Hebbel (2014) para el análisis más reciente y exhaustivo de las implicaciones de diferentes teorías del consumo sobre la conducta del ahorro.
- <sup>2</sup> Por ejemplo, Coeurdacier, Guibaud y Jin (2015) presentan un modelo en el que los factores demográficos, el perfil de edad y el crecimiento heterogéneo del ingreso a lo largo de las generaciones interactúan con las restricciones crediticias, lo que arroja como resultado patrones de ahorro asimétricos en diferentes países.
- <sup>3</sup> Este libro utiliza grupos de países definidos como sigue, a menos que se señale lo contrario. *Economías avanzadas*: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Chipre, Dinamarca, Eslovenia, España, Estados Unidos, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Israel, Italia, Japón, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Noruega, Nueva Zelanda, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, República Checa, República Eslovaca, San Marino, Suecia y Suiza. *Asia emergente*: China, Hong Kong, Indonesia, Malasia, República de Corea, Singapur, Tailandia, Taiwán. *América Latina y el Caribe*: Argentina, Bahamas, Barbados, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Jamaica, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Suriname, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela. *África Subsahariana*: Angola, Benín, Burkina Faso, Burundi, Cabo Verde, Camerún, Chad, Comores, Costa de Marfil, Eritrea, Etiopía, Gabón, Gambia, Ghana, Guinea Bissau, Guinea Ecuatorial, Kenia, Lesoto, Liberia, Madagascar, Malawi, Mali, Mauricio, Mozambique, Namibia, Níger, Nigeria, Botsuana, República Centroafricana, República Democrática del Congo, Ruanda, Santo Tomé y Príncipe, Senegal, Sierra Leona, Suazilandia, Sudáfrica, Sudán del Sur, Tanzania, Togo, Uganda, Zambia y Zimbabue.
- <sup>4</sup> La estimación se basa en Becerra, Cavallo y Noy (2015), que llevan a cabo un análisis de regresión en forma reducida, siguiendo la tradición de Loayza, Schmidt-Hebbel y Servén (1999) y Grigoli, Herman y Schmidt-Hebbel (2014).
- <sup>5</sup> Los bordes de las líneas del gráfico excluyen los valores atípicos en términos estadísticos.
- <sup>6</sup> Los grupos con los nombres de “Economías avanzadas” y “Asia emergente” reflejan una clasificación de los países en dos dimensiones que tienden a generar altas tasas de ahorro nacional: elevados niveles de

ingreso y rápidas tasas de crecimiento, respectivamente (véase Grigoli, Herman y Schmidt-Hebbel, 2014). Por lo tanto, al considerarse estos grupos, las tasas de ahorro de América Latina y el Caribe parecerán más bajas. Sin embargo, con la tasa de ahorro promedio de 17,5% que ha ostentado entre 1980 y 2014, la región tiene tasas de ahorro nacional más bajas que otros grupos regionales de países definidos en la clasificación del Banco Mundial.

- <sup>7</sup> El ALC-7 está compuesto por Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela, que en conjunto representan más del 90% del PIB regional.
- <sup>8</sup> En el caso de Bebczuk y Cavallo (2016), la muestra efectiva consti-  
tuyen 47 países entre 1995 y 2013, ocho de los cuales se encuentran en América Latina y el Caribe. En el caso de Grigoli, Herman y Sch-  
midt-Hebbel (2015), la muestra efectiva comprende 48 países a lo  
largo del período 1981-2012.
- <sup>9</sup> El promedio oculta un grado significativo de heterogeneidad entre  
países. Por ejemplo, Székely, Mendoza y Karver (2015) muestran que,  
en el caso de México, el ahorro de los hogares representa el 55% del  
ahorro interno en las cuentas nacionales.
- <sup>10</sup> Véase Bebczuk y Cavallo (2016) para un análisis reciente de la lite-  
ratura sobre la evidencia teórica y empírica acerca de por qué los  
hogares no perforan el velo corporativo.
- <sup>11</sup> Cavallo, Sánchez y Valenzuela (2016) demuestran que las tasas de  
dependencia explican, en promedio, hasta el 22% de la varianza de  
las tasas de ahorro en Asia, y solo el 3% de la varianza en América  
Latina y el Caribe. Este resultado contrasta con el de Grigoli, Her-  
man y Schmidt-Hebbel (2015), quienes llegan a la conclusión de que  
la dependencia demográfica es tan importante en América Latina y el  
Caribe como en otras regiones. Dos diferencias explican las varia-  
ciones de resultados. En primer lugar, Grigoli, Herman y Schmidt-Hebbel  
(2015) se centran en el ahorro privado, mientras que Cavallo, Sán-  
chez y Valenzuela (2016) lo hacen en el ahorro privado más el ahorro  
público. En segundo lugar, Grigoli, Herman y Schmidt-Hebbel (2015)  
se enfocan en la “dependencia de la edad avanzada”, mientras que  
Cavallo, Sánchez y Valenzuela (2016) incluyen la dependencia de los  
jóvenes y la esperanza de vida como variables demográficas adicio-  
nales y, por lo tanto, sus resultados están relacionados con los tres  
factores demográficos.

- <sup>12</sup> Numerosos estudios documentan que las tasas de ahorro de los hogares aumentan con el ingreso. Véanse Butelmann y Gallego (2000), para Chile; y Grigoli, Herman y Schmidt-Hebbel (2014) para el resto del mundo. Bebczuk et al. (2015) y Gadelman (2015a) documentan el mismo hecho para América Latina y el Caribe.
- <sup>13</sup> Gadelman (2015b) correlaciona las tasas de ahorro y el ingreso de los hogares a lo largo de la vida, mientras instrumentaliza este último con el nivel de educación del jefe de familia y el cónyuge. El estudio utiliza un índice de riqueza como una aproximación del ingreso a lo largo de la vida como estrategia adicional de identificación.
- <sup>14</sup> En particular, Bebczuk et al. (2015) llegan a la conclusión de que los hogares con tasas de ahorro negativas están encabezados por personas con menos años de escolarización, tasas de formalidad laboral más bajas y una participación algo más alta de las transferencias gubernamentales y las remesas en el ingreso total. Todos estos factores podrían estar vinculados con una declaración de ingresos inferiores al nivel real. También puede suceder que el exceso de consumo se financie con ahorro acumulado del pasado, aunque no es posible verificar esto con los datos de las encuestas de hogares.
- <sup>15</sup> Para estadísticas específicas por país, véase Gadelman (2015a).



# 3 Sistemas financieros para darle valor al ahorro

En las economías avanzadas, la mayor parte del ahorro se canaliza a través de instrumentos financieros formales. Esta intermediación puede llevarse a cabo mediante tres formas: a través del financiamiento directo, en cuyo caso los individuos compran directamente los instrumentos financieros emitidos por las empresas o el gobierno; mediante inversionistas institucionales que luego invierten en los instrumentos mencionados; o a través de intermediarios financieros formales, como los bancos. En cambio, en América Latina y el Caribe, gran parte de los ahorros de los hogares no pasa por el sistema financiero formal. Algunos hogares —en general los menos ricos— depositan sus ahorros en instituciones no reguladas, compran bienes durables u otros activos como forma de ahorrar, o sencillamente atesoran su dinero en el “colchón”. Otros —en general los hogares más ricos— compran activos en el extranjero o invierten en el sector inmobiliario, evitando pasar por el sistema financiero local.

Los sistemas financieros de América Latina y el Caribe son en general poco desarrollados, lo cual limita el acceso al crédito para el sector productivo.<sup>1</sup> La restricción del crédito es la otra cara de la moneda del escaso ahorro canalizado a través de instituciones financieras formales. Como señala con claridad el exhaustivo estudio de Levine (2005) sobre finanzas y desarrollo, los sistemas financieros tienen cinco roles estrechamente interrelacionados: generar información ex ante sobre posibles inversiones y asignarles financiamiento; monitorear las inversiones y ejercer la gobernanza corporativa; facilitar la diversificación y la gestión del riesgo; agrupar y movilizar el ahorro; y facilitar las transacciones comerciales y financieras.<sup>2</sup>

Este capítulo se centra en la intermediación financiera, y sobre todo en el cuarto rol, es decir: agrupar y movilizar el ahorro. En particular,

explora por qué en América Latina y el Caribe el sistema financiero no ha podido cumplir ese rol de manera eficiente.

## En los sistemas financieros, pequeño no es sinónimo de bello

Un sistema financiero eficiente debería impulsar el ahorro facilitando el acceso a instrumentos de ahorro adecuados a precios razonables, ofrecidos por instituciones de alta calidad y excelente reputación. Sin embargo, no hay un diseño óptimo para un sistema financiero; existen numerosos instrumentos, así como también diversas estructuras para el caso de los sistemas financieros, que pueden ser igual de eficientes.<sup>3</sup> Al comparar entre sí los muy disímiles sistemas financieros de las economías avanzadas, con diferentes tasas de ahorro y estructuras de sistemas financieros, se confirma este punto.

En algunos casos (como en Estados Unidos y Reino Unido), el mercado de capitales desempeña un rol muy importante. Las empresas emiten acciones y bonos, que son adquiridos por individuos o por inversionistas institucionales que reúnen en un fondo común los ahorros de los individuos. En cambio, en otros países, como Alemania y Japón, los intermediarios financieros son relativamente más importantes, en especial los bancos. Estos ofrecen cuentas de ahorro y proporcionan financiamiento a las empresas. Los bancos cumplen un rol crucial en la asignación de capital y en la orientación de la gobernanza corporativa de las empresas. En los sistemas financieros dominados por el mercado de capitales, las cotizaciones del mercado accionario —y, como límite, las adquisiciones hostiles— desempeñan un rol disciplinario, por oposición al rol de monitoreo más directo que ejercen las instituciones financieras en otros sistemas.<sup>4</sup> Sin embargo, en todas las economías avanzadas con sistemas financieros desarrollados existen tanto el mercado de capitales como los intermediarios financieros; la cuestión no se centra tanto en escoger entre uno o el otro sino en el equilibrio entre ambos y los roles precisos y más sutiles que cada uno cumple.<sup>5</sup>

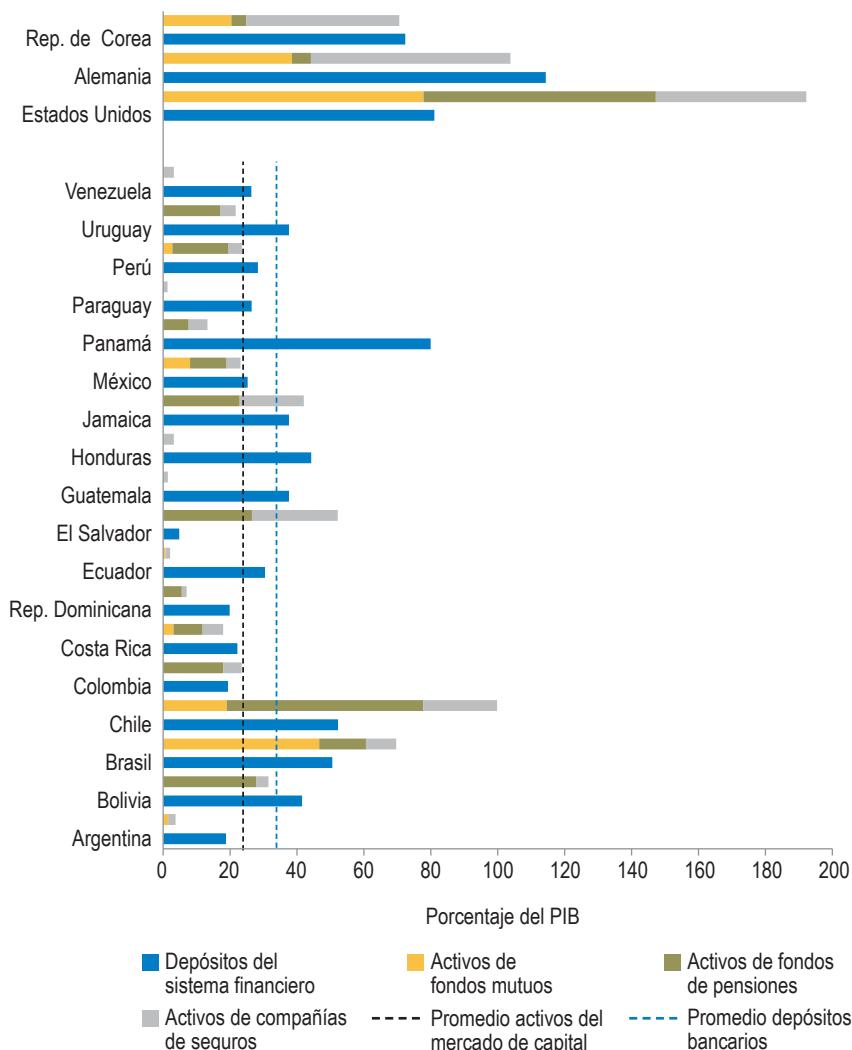
En América Latina y el Caribe, los bancos han tendido a dominar el sistema financiero, aunque los mercados de capital han crecido. La mayoría de los individuos no compra acciones o bonos directamente sino que los poseen indirectamente a través de los fondos mutuos de inversión, los fondos de pensiones o las compañías de seguros. El tamaño de estos inversionistas institucionales en la región ha aumentado y en algunos países actualmente son actores clave.

La mayoría de los ahorros financieros de la región se encuentran en los bancos. En promedio, los depósitos de los bancos superan a los activos totales de los fondos de pensiones, los fondos mutuos y las compañías de seguros combinados (véase el gráfico 3.1). Sin embargo, el desarrollo financiero en un país típico de América Latina y el Caribe está muy por debajo de países como Estados Unidos, que ostenta una amplia gama de inversionistas institucionales, o Alemania, donde los bancos son relativamente más grandes, e incluso la República de Corea, donde dichos establecimientos y los inversionistas institucionales se encuentran más o menos en pie de igualdad.

En los países de la región se observa una variación considerable en cuanto al *stock* de ahorros acumulados en bancos y a través de inversionistas institucionales (véase el gráfico 3.1). Por ejemplo, en Brasil la industria de los fondos mutuos ha crecido considerablemente y el valor de los activos que gestiona se acerca al total de los depósitos bancarios. En Chile los activos de los fondos de pensiones superan a los depósitos bancarios, y la suma de los activos de las compañías de seguros y los fondos mutuos los sigue de cerca. México tiene un amplio mercado de bonos corporativos. Estos activos suelen estar en manos de los fondos de pensiones y los fondos mutuos, que juntos se acercan a las cantidades acumuladas en depósitos bancarios. Y en Colombia los activos de los fondos de pensiones son casi comparables a los depósitos bancarios.

¿Cómo podrían cambiar los sistemas financieros de la región a medida que crezcan los mercados de capitales?<sup>6</sup> Los sistemas financieros más basados en los mercados de capitales tienden a promover la transparencia y la información, lo cual se suele considerar un beneficio. Por otro lado, también pueden promover una mayor inestabilidad. En 2002, antes de la crisis financiera global, Rajan y Zingales (2003) escribían acerca de un fenómeno similar en Europa continental y advertían acerca de este *trade-off*. De todos modos, América Latina y el Caribe ha experimentado una considerable inestabilidad económica en el pasado, a pesar de tener un sistema financiero más basado en bancos; en efecto, como resultado de esa historia de inestabilidad, la región ha mejorado la supervisión de los bancos y del mercado de capitales y se ha mostrado sumamente conservadora en su regulación de instrumentos financieros más exóticos. Este enfoque sin duda le ayudó a superar con relativa facilidad la reciente crisis financiera global (Powell, 2015). Puede también que esto le permita a la región una transición hacia un sistema más basado en el mercado de capitales, manteniendo a la vez la estabilidad financiera.

**Gráfico 3.1 Depósitos del sistema financiero y activos gestionados de diferentes inversionistas institucionales**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de Bebzuck (2015b).

Nota: Los datos sobre activos en lugar de pasivos se utilizan en los fondos mutuos y fondos de pensiones, dado que estos son los datos comparativos disponibles. Las cifras se han ajustado para una doble contabilidad (dado que los fondos mutuos, los fondos de pensiones y las compañías de seguros pueden tener depósitos bancarios y los bancos pueden adquirir fondos mutuos), como lo permiten las fuentes de datos, aunque es posible que algunos permanezcan. Para más detalles, véase Bebzuck (2015b).

Una pregunta relacionada es si, a medida que crezcan, los mercados de capitales asumirán las funciones de los intermediarios o, en otras palabras, si los mercados de capitales son sustitutos o complementos de las instituciones financieras.<sup>7</sup> Debido al cambiante panorama y a la

diversidad que se observa en la región, esta ofrece un terreno fértil para analizar dicha cuestión. Un análisis novedoso sugiere que en América Latina y el Caribe —como en el resto del mundo— los bancos y los inversionistas institucionales son complementos en lugar de sustitutos.<sup>8</sup> Esto significa que los bancos y los mercados de capitales han ido creciendo juntos. Estos últimos no están ocupando el lugar de los bancos, aunque ambos crecen más rápidamente en algunos países que en otros. En este sentido, la región no parece ser diferente del resto del mundo.

Para que los mercados de capitales crezcan, los inversionistas deben sentirse cómodos, ya sea comprando instrumentos de deuda o invirtiendo en acciones emitidas por las empresas. A su vez, esto requiere que se cumpla un conjunto de condiciones. Debe haber buena información disponible sobre las actividades de las empresas. Las cuentas financieras deben ser transparentes, lo que a su vez implica que los auditores estén haciendo su trabajo y que, en caso contrario, sean sancionados. Las agencias de calificación deben funcionar con eficiencia; esto ahorra a los inversionistas individuales el trabajo de analizar cada empresa, lo cual tendría costos prohibitivos. La gobernanza corporativa debe ser efectiva de modo que los inversionistas externos en acciones o bonos no piensen que un grupo interno de accionistas se aprovechará de ellos.<sup>9</sup>

América Latina y el Caribe suele tener bajas calificaciones en estos aspectos importantes y que constituyen lo que podría denominarse la “red de tuberías” porque permiten que los recursos fluyan libremente de los ahorristas a los usuarios de los fondos. Acaso esta sea la razón por la que los mercados financieros han permanecido pequeños hasta la fecha, y la que explica por qué los intermediarios financieros, sobre todo los bancos, siguen dominando. En efecto, uno de los roles de los intermediarios financieros es precisamente “representar” a los pequeños ahorristas en su rol de inversionistas.<sup>10</sup> Por lo tanto, los intermediarios financieros pueden desempeñar un rol fundamental en aumentar el monto de los ahorros financieros. Sin embargo, para esto deben construir una sólida reputación, de manera que los ahorristas se sientan cómodos confiándoles lo que podrían ser sus ahorros de toda la vida para que estos los inviertan. También deben ofrecer comodidad e instrumentos apropiados con una rentabilidad razonable.

A pesar del reciente crecimiento, los sistemas bancarios de la región siguen siendo relativamente pequeños en relación con el producto interno bruto (PIB), sobre todo comparados con otros países con sistemas financieros dominados por la banca. La inestabilidad macroeconómica y la

deficiente protección de los derechos de propiedad de los ahorristas suelen citarse como barreras subyacentes que impiden un mayor desarrollo financiero.<sup>11</sup> Aunque el sistema bancario medio de la región haya crecido hasta tener casi el 40% del PIB en depósitos, dicha cifra sigue siendo muy inferior a los porcentajes del sistema bancario de la economía media de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y del Sudeste asiático. Además, dado que en la región hay economías más pequeñas, el tamaño absoluto de los sistemas financieros es considerablemente más reducido que el de los comparadores. El sistema bancario medio de la OCDE tiene alrededor de US\$300.000 millones en depósitos, comparados con solo US\$15.000 millones en América Latina y el Caribe (véase el gráfico 3.2).

Los sistemas financieros grandes tienen dos ventajas sobresalientes. La primera se refiere a las economías de escala, que permiten que los bancos funcionen con márgenes pequeños.<sup>12</sup> Esto puede significar una mayor rentabilidad para los ahorristas y menores costos para quienes piden préstamos (a menos que las rentas sean captadas por los bancos). La segunda ventaja es que estos sistemas pueden movilizar ingentes cantidades de financiamiento para proyectos de gran envergadura, superando los problemas de indivisibilidad. Claramente, los grandes proyectos de inversión pueden requerir un financiamiento considerable, lo cual constituye una limitación en aquellos países que carecen de intermediarios financieros de suficiente escala.<sup>13</sup> El impacto de la escala en los costos de intermediación financiera se aborda con más detalle en el capítulo 11.

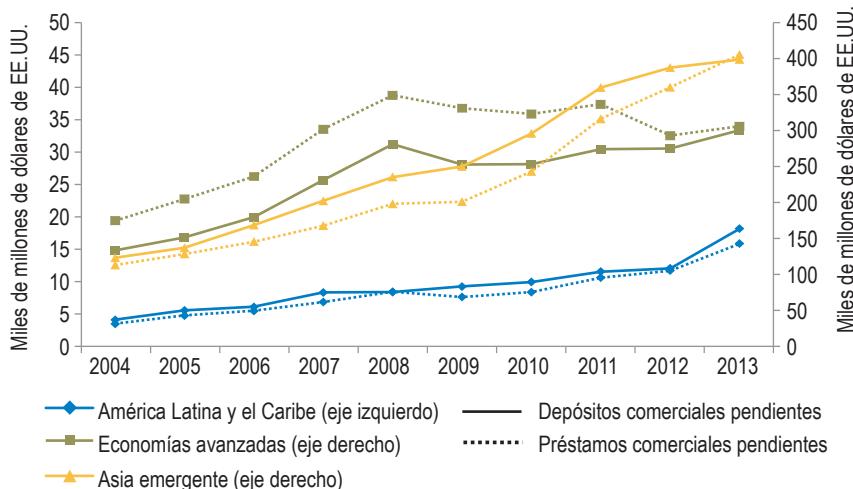
### Ahorro formal vs. ahorro informal: la calidad es lo que cuenta

La eficiencia de los intermediarios financieros determina no solo la cantidad de los ahorros sino también su calidad. Para mejorar esta última, el intermediario debería estar plenamente integrado en el sistema financiero del país. Esto asegura que la asignación de los ahorros sea eficiente, lo que a su vez aumenta su rentabilidad. Las instituciones también deberían estar adecuadamente reguladas y tener un alto estándar de gobernanza corporativa para que el capital pueda asignarse de manera eficiente.

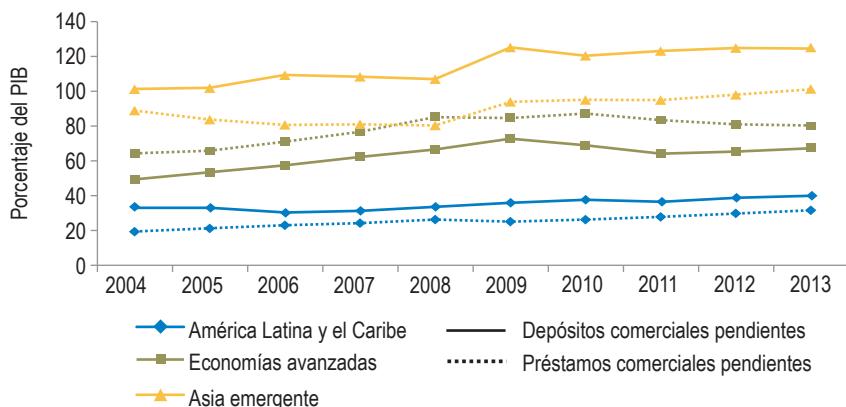
La sección anterior se centraba en los mercados financieros y los intermediarios financieros formales. Sin embargo, en América Latina y el Caribe los ahorros a través de mecanismos más informales constituyen una parte importante de los activos financieros de numerosos hogares. En promedio, el 48% de los hogares de la región declara poder ahorrar

### Gráfico 3.2 Sistema bancario medio, OCDE y países de América Latina y el Caribe

#### a. Préstamos y depósitos (miles de millones de dólares de EE.UU.)



#### b. Préstamos y depósitos (porcentaje del PIB)

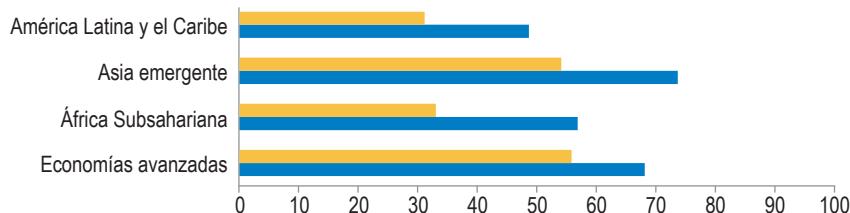


Fuente: Elaboración de los autores basada en datos de la Financial Access Survey (FMI).  
Nota: Véase la nota 3 del capítulo 2 para la lista de países de cada grupo.

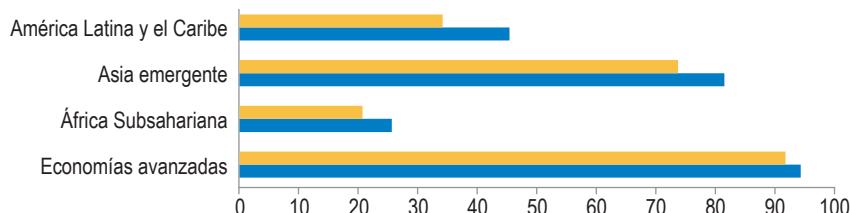
(gráfico 3.3, panel a) y el 45% declara poseer una cuenta en una institución financiera formal, pero solo el 16% admite ahorrar a través de instituciones formales (panel b), según los datos recopilados por la base de datos Findex del Banco Mundial.<sup>14</sup> Estos promedios sitúan a América Latina en el nivel de África Subsahariana (una región con ingresos per cápita significativamente menores), y son muy bajos en comparación con las economías avanzadas y de Asia emergente (véase el gráfico 3.3).

### Gráfico 3.3 Inclusión financiera por región

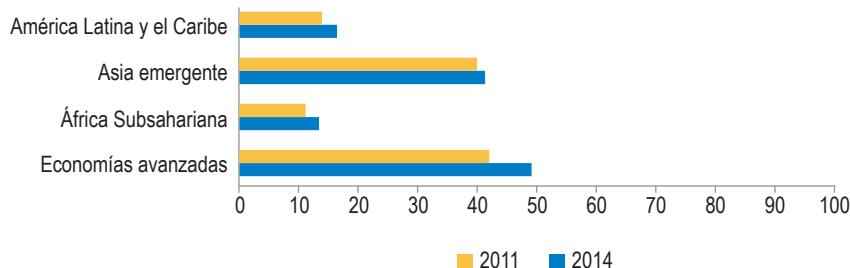
#### a. Porcentaje de personas que ahorraron algún dinero



#### b. Porcentaje de personas con una cuenta en una institución financiera



#### c. Porcentaje de personas que ahorran en instituciones financieras



■ 2011 ■ 2014

Fuente: Base de datos de Global Financial Inclusion (Findex) del Banco Mundial.

Nota: Todas las medidas son promedios simples de país. El panel (a), si se ahorró algún dinero el año anterior, denota el porcentaje de encuestados que declaran haber ahorrado o reservado algo de dinero en los últimos 12 meses (porcentaje de encuestados mayores de 15 años). El panel (b), si se tiene una cuenta bancaria, denota el porcentaje de encuestados que declaran tener una cuenta (por sí mismos o junto con otra persona) en un banco o en otro tipo de institución financiera en los últimos 12 meses (véanse las definiciones específicas por año para más detalles) (porcentaje de encuestados mayores de 15 años). El panel (c), si se guardan ahorros en una institución financiera, refiere el porcentaje de encuestados que reportan haber ahorrado o guardado dinero en un banco u otro tipo de institución financiera en los últimos 12 meses (véanse las definiciones específicas por año para más detalles) (porcentaje de encuestados mayores de 15 años). Véase la nota 3 del capítulo 2 para la lista de países de cada grupo.

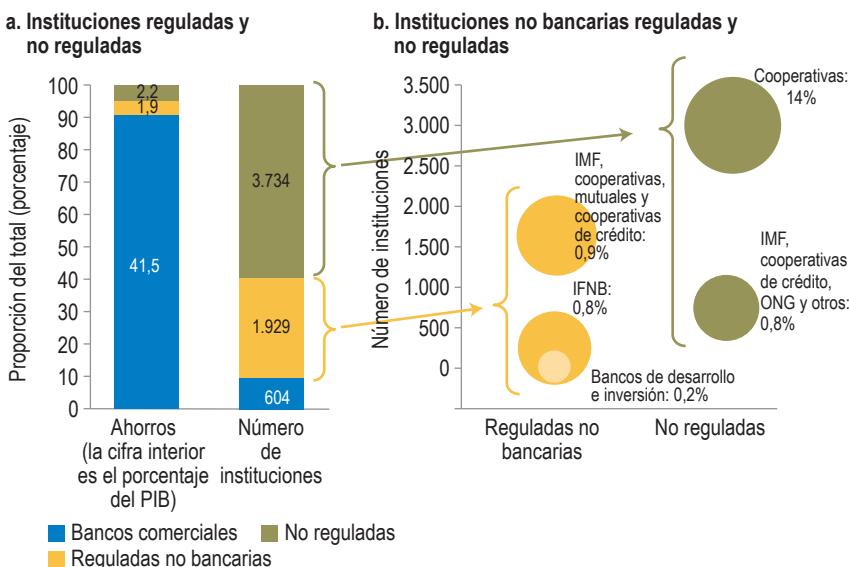
¿Adónde va a parar el resto de los ahorros? Una fracción se canaliza a través de las instituciones financieras informales. De hecho, si se consideran tanto las instituciones financieras formales como las informales,

se observa que la composición de los sistemas financieros de América Latina y el Caribe es compleja. La mayoría de los países tiene un gran número de instituciones financieras pequeñas de tipo cooperativas. Además, hay otros tipos de instituciones, entre ellas organizaciones no gubernamentales (ONG), que ofrecen servicios financieros. Las instituciones de microfinanzas (IMF) han crecido mucho en varios países de la región, y algunas incluso ofrecen instrumentos de depósitos (Trujillo y Navajas, 2014). Normalmente, estas instituciones pequeñas funcionan solo en una localidad o región, y suelen no estar integradas al resto del sistema financiero en los países.<sup>15</sup> Dado que son los hogares relativamente pobres los que ahorrar utilizando estas alternativas, puede que la suma agregada de los depósitos en estas instituciones sea inferior a la de los depósitos en los bancos formales. Sin embargo, son fundamentales en términos del número de cuentas y de las carteras de ahorro de esos hogares más pobres. Si los ahorros están muy dispersos —ya sea en pequeñas instituciones financieras formales o informales— y no se agrupan a través del sistema financiero, puede que no se los asigne de la manera más eficiente. A su vez, puede que la rentabilidad ofrecida a los ahorristas sea baja, lo que reduce el monto total de los ahorros.<sup>16</sup>

Como muestra el panel (a) del gráfico 3.4, hay 604 bancos comerciales en 20 países en la región, con depósitos que suman alrededor de un 42% del PIB. Casi 2.000 instituciones financieras no bancarias reguladas tienen cerca del 2% del PIB en depósitos, y cerca de 4.000 instituciones no reguladas dan cuenta de otro 2,2%. Entre las instituciones financieras no bancarias reguladas, hay 10 bancos de desarrollo y 14 bancos de inversión con depósitos por un total de 0,2% del PIB (panel b). Hay 116 IMF, 1.413 cooperativas, 14 fondos mutuos y 104 cooperativas de crédito. Juntos, sus depósitos ascienden a alrededor del 1% del PIB, en promedio. Las instituciones no reguladas son sobre todo cooperativas (casi 3.000 de las 4.000 instituciones no reguladas de la muestra); sus depósitos equivalen al 1,4% del PIB. Los depósitos en el resto de las instituciones no reguladas representan el 0,8% del PIB.

Además, los hogares pueden ahorrar a través de instrumentos no financieros, que abarcan desde joyas y bienes de consumo durable, como refrigeradores y vehículos, hasta viviendas y otras propiedades. Existen diversos motivos por los que hay hogares que optan por estas alternativas. En algunos casos los ahorristas carecen de la documentación para abrir una cuenta bancaria; puede que vivan demasiado lejos de una institución financiera; puede que abrir o mantener una cuenta

**Gráfico 3.4 Tipos de instituciones financieras: número y proporción de los ahorros como porcentaje del PIB**



Fuente: Cálculos de los autores utilizando datos de Trujillo y Navajas (2014).

Notas: Panel a: el eje vertical muestra el porcentaje del total. Las cifras dentro de las columnas presentan el ahorro como porcentaje del PIB, promedio simple en diferentes países de la región. Las cifras de la segunda columna indican el número total de instituciones. Panel b: el tamaño del círculo ilustra el promedio de los ahorros como porcentaje del PIB, promedio simple de países.

IMF = instituciones microfinancieras.

IFNB = instituciones financieras no bancarias incluyen: empresas/corporaciones financieras, instituciones hipotecarias, empresas fiduciarias, fondo financiero privado en Bolivia, entidades offshore en Guatemala, Sociedades Financieras de Objeto Múltiple (entidades reguladas) (SOFOMER). En México abarcan cajas de ahorro y préstamo, e instituciones financieras rurales; en Uruguay, instituciones financieras externas (IFE).

Series del PIB usadas: PIB de 2013 en dólares corrientes de EE.UU. (de acuerdo con los Indicadores de Desarrollo Mundial).

Los países incluidos son: Argentina, Barbados, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana y Uruguay.

sea demasiado caro; o puede que los hogares sencillamente carezcan de información sobre cómo funcionan los bancos o desconfíen de ellos. En los países donde las personas tienden a desconfiar del sistema financiero —ya sea porque un historial de inflación relativamente alta ha erosionado el valor real de los ahorros, o porque las crisis bancarias han acabado con sus ahorros financieros—, los ahorristas procuran proteger el valor real de sus ahorros invirtiendo en activos que tengan un mejor historial como depósito de valor.<sup>17</sup> Por ejemplo, en el caso de Argentina, una parte considerable de los ahorros se canaliza a través del mercado inmobiliario (véase el recuadro 3.1).

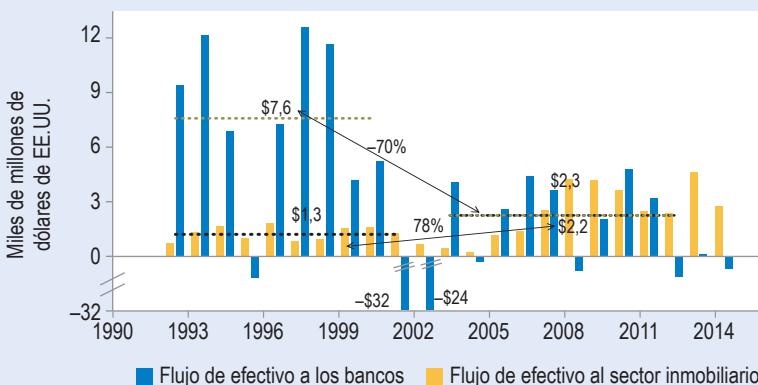
### RECUADRO 3.1. EL SECTOR INMOBILIARIO RESIDENCIAL EN ARGENTINA: UN IMÁN PARA LOS AHORROS<sup>a</sup>

En un contexto de alta volatilidad macroeconómica, el sector inmobiliario residencial ha sido una modalidad popular de inversión entre los ahorristas. Despues de la crisis financiera de 2001-02, durante la cual el gobierno y muchas instituciones privadas reestructuraron la deuda y numerosos contratos financieros fueron re-denominados forzosamente de dólares a pesos, los argentinos canalizaron cada vez más sus ahorros hacia el sector inmobiliario.

Como se muestra en el gráfico B3.1, desde 1992 hasta 2000 los depósitos a plazo en los bancos aumentaron US\$7.600 millones al año en promedio, mientras que entre 2003 y 2012 lo hicieron en un promedio de solo US\$2.200 millones al año, lo cual implica una reducción del 70%. Por otro lado, los nuevos ahorros canalizados hacia el sector inmobiliario se incrementaron en un 78% (estas cifras se expresan en dólares constantes de 2014). Durante el primer período, por cada dólar invertido en el sector inmobiliario, se destinaban cerca de seis dólares a nuevos depósitos a plazo; en cambio, durante el segundo período, por cada dólar dirigido al sector inmobiliario, se destinaban solo 99 centavos a nuevos depósitos a plazo.

En la ciudad de Buenos Aires en particular, mientras que entre 1992 y 2001 los flujos hacia el sector inmobiliario ascendieron a alrededor del 8,4% del total del ahorro, en 2003-12 aumentaron a más del 13,3% del ahorro, esto es: un crecimiento del 57% en el *ratio* (véase el gráfico B3.2).

**Gráfico B3.1 Asignación de nuevos ahorros: sector inmobiliario vs. bancos**



Fuente: Elaboración de los autores sobre la base de Cruces (2016).

Nota: Este gráfico compara el flujo de los nuevos ahorros canalizados hacia el sector inmobiliario con aquel canalizado hacia los depósitos bancarios a plazos. Los flujos hacia el sector inmobiliario solo pertenecen a la ciudad de Buenos Aires, mientras que el aumento en los depósitos corresponde al conjunto del sector bancario del país. Como referencia, durante ambos períodos la ciudad de Buenos Aires representaba alrededor de una cuarta parte del PIB nacional. Todas las cifras están en dólares constantes de 2014.

(continúa en la página siguiente)

**RECUADRO 3.1. (continuación)****Gráfico B3.2** Ahorros canalizados hacia sector inmobiliario como fracción de los ahorros de la ciudad y nacionales

Fuente: Elaboración de los autores sobre la base de Cruces (2016).

Así, en la década de 2003-12 el mercado inmobiliario absorbió un 27% más de metros cuadrados que durante el período 1992-2001. ¿Cómo reaccionó dicho mercado? Cruces (2016) muestra que las tasas de alquiler en términos reales disminuyeron significativamente para equilibrar la oferta y la demanda: las tasas de alquiler netas se redujeron de un promedio del 7,1% entre 1992 y 2001 a 2,7% en promedio desde 2003. Al final de la muestra, la rentabilidad neta del alquiler era solo de un 1,5% al año.

La rentabilidad neta del alquiler de la vivienda se puede comparar con la rentabilidad de inversiones alternativas para estimar la pérdida de eficiencia (costo de oportunidad) del dinero invertido en el sector inmobiliario. Una gama de rentabilidad razonable de la inversión en infraestructura, por ejemplo, sería del 5% al 15% (véase Campos, Serebrisky y Suárez-Alemán, 2015). Utilizar esta referencia implica una pérdida de eficiencia estimada de entre US\$800 millones y US\$3.000 millones al año. El extremo superior de esta gama equivale a una pérdida del 2,5% del PIB de la Ciudad de Buenos Aires al año. Aunque desde la perspectiva del inversionista individual quizás tenga sentido canalizar tanto ahorro al sector inmobiliario, para el conjunto de la sociedad esto resulta ineficiente.<sup>b</sup>

<sup>a</sup> Este recuadro se basa en Cruces (2016).

<sup>b</sup> Hay diversas advertencias que acompañan a este ejercicio. En principio, se supone que se ofrecía en alquiler el conjunto de las nuevas viviendas. Esto no es necesariamente lo que ocurrió. Si las personas construyen nuevas viviendas para ocuparlas, o para venderlas a nuevos ocupantes, tiene un valor subjetivo para el propietario. A pesar de esto, los precios de los alquileres claramente bajaron porque el mercado no pudo absorber todo el nuevo stock de viviendas. El análisis sugiere que hay cantidades sustanciales de recursos que obtienen rentas muy bajas en el sector inmobiliario, mientras que el financiamiento de la inversión productiva escasea.

El ahorro canalizado al mercado inmobiliario, o inclusive el ahorro que se canaliza hacia activos externos, es más común entre los hogares de altos ingresos. Como se señaló en el capítulo 2, los hogares pobres dependen en gran medida de estrategias de ahorro informales, lo cual significa guardar el dinero en casa o con la familia/amigos, formar grupos de ahorristas, prestar a otros individuos, comprar y guardar joyas y otros activos, e invertir en el negocio familiar. El uso de estos mecanismos es especialmente común entre los hogares que a su vez tienen más probabilidades de estar excluidos de los sistemas financieros formales. Una vez más, puede que estas formas de ahorro no constituyan una parte importante de los ahorros nacionales totales, pero suelen ser un componente esencial de la cartera de ahorro de los hogares individuales.

Según los datos recopilados a través de encuestas financieras focalizadas (véase el capítulo 2), los hogares pobres y de ingresos medios de Brasil, México y Perú tienen más probabilidades de realizar depósitos mensuales en instrumentos de ahorro informales que utilizar cuentas bancarias u otros instrumentos formales. En México y Perú, el 20% y el 33% de todos los hogares encuestados declaran ahorrar a través de varios mecanismos informales, mientras que el 14% y el 30% utilizan cuentas bancarias, respectivamente. En Brasil el ahorro es escaso, independientemente del instrumento: solo el 4% de los hogares encuestados ahorra de manera informal, y un 10% lo hace formalmente. La evidencia preliminar de Colombia revela un patrón similar al de México y Perú:<sup>18</sup> del 16,5% de personas que declararon ahorrar en 2013, solo el 25% lo hizo a través de instrumentos formales.

El gráfico 3.5 muestra cómo se distribuyen los ahorros en México, Perú y Brasil por instrumento entre aquellos que pueden ahorrar.<sup>19</sup> Se observan varios patrones claros. En primer lugar, la gran mayoría de los hogares encuestados que ahorran de manera informal en estos tres países lo hacen sobre todo a través de la familia, los amigos, grupos de ahorristas o préstamos a terceros, y en menor medida comprando activos para el hogar o el negocio. En segundo lugar, los hogares que ahorran formalmente utilizan cuentas simples, pero no otros instrumentos financieros que pueden ofrecer una rentabilidad más alta a largo plazo, como los depósitos a plazo fijo y los fondos mutuos (el total de los instrumentos de ahorro a largo plazo entre los hogares que ahorran formalmente es menos del 0,5%). En tercer lugar, los hogares que ahorran usando tanto instrumentos formales como informales constituyen el grupo más pequeño de ahorristas en cada país.<sup>20</sup> Además, las carteras

**Gráfico 3.5 Cartera de ahorros en los hogares de ingresos bajos y medios**

Fuente: Cálculos de los autores basados en la Encuesta Base de la Pirámide (BoP) del BID.

de esos hogares que utilizan ambos tipos de instrumentos también tienden a inclinarse hacia instrumentos informales de ahorro.

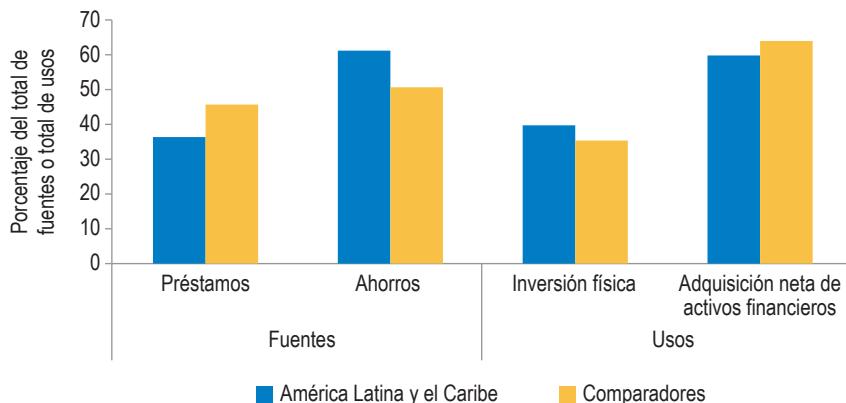
El patrón de ahorro de los hogares de América Latina dista bastante del modelo de libro de texto, de acuerdo con el cual los hogares ahorrar y depositan esos ahorros en bancos u otros intermediarios financieros, los que a su vez asignan dichos ahorros a aquellos que necesitan los recursos para invertir. Sin embargo, ¿en qué medida se diferencia América Latina de otras regiones en este sentido? Para abordar esta pregunta, se realizó un análisis de flujo de fondos de los hogares en un subconjunto de países de América Latina y en un grupo de comparación de países en desarrollo fuera de la región.

El análisis de flujo de fondos separa las fuentes y los usos de los fondos de los hogares. Los hogares reciben fondos ya sea “endeudándose” o “ahorrando”. A su vez, utilizan esos fondos para “adquirir activos financieros” o para “invertir directamente”; por ejemplo, comprando bienes físicos (de capital) para el hogar/negocio familiar, o invirtiendo en una vivienda residencial.<sup>21</sup>

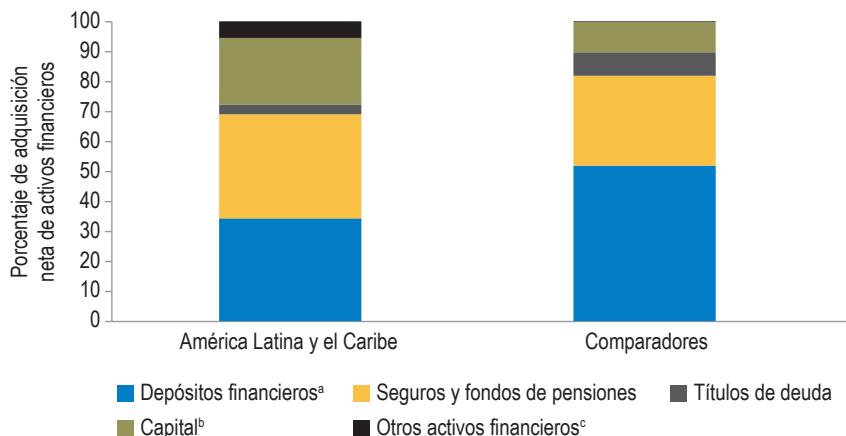
De aquí surgen unos cuantos patrones interesantes, que se muestran en el gráfico 3.6. En primer lugar, en términos de las fuentes de los fondos, en promedio, los hogares de América Latina dependen más de sus propios fondos (ahorros) que de fondos externos (préstamos de bancos u otras fuentes). Aproximadamente el 60% del total de los fondos

**Gráfico 3.6 Fuente y uso de los fondos de los hogares, América Latina vs. comparadores**

a. Carteras financieras de los hogares



b. Adquisición neta de activos financieros



Fuente: Cálculos de los autores basados en datos de las cuentas nacionales de cada país.

Notas: Cálculos como promedios simples por país a lo largo del período 2005–09.

<sup>a</sup> Depósitos financieros incluye la tenencia de efectivo (en países donde los depósitos se pueden separar de las tenencias en efectivo, la proporción de efectivo es muy inferior a los depósitos).

<sup>b</sup> Capital incluye propiedad directa de las empresas, acciones de capital y participaciones en fondos mutuos.

<sup>c</sup> Otros activos financieros se calcula como un residual de la adquisición neta de activos financieros y las otras subcuentas.

disponibles de los hogares proviene de sus propios ahorros, vis-à-vis el 50% entre los países del grupo comparador (panel a). Por otro lado, en promedio, los hogares de América Latina invierten cerca del 40% de sus fondos directamente en activos físicos (en su mayoría inversiones

residenciales) y con el resto adquieren activos financieros. En el grupo de comparación, la distribución es de un 35% (inversión directa) y un 65% (adquisición de activos financieros).

En segundo lugar, en la categoría de “adquisición neta de activos financieros”, las carteras financieras de América Latina se inclinan más por instrumentos que no están necesariamente intermediados por el sistema financiero formal. El panel (b) muestra la distribución de la adquisición neta total de activos financieros.<sup>22</sup> En América Latina los depósitos bancarios representan en promedio casi el 34% de las adquisiciones totales de activos financieros, frente a más del 50% entre los comparadores. En cambio, la “renta variable” representa el 22% de la adquisición total neta de activos financieros en América Latina, vis-à-vis un 10% en el grupo de comparación. Esta categoría incluye la propiedad directa de las empresas (familiares), que es un activo financiero no intermediado y que constituye el grueso de la cuenta en aquellos países para los cuales hay datos.<sup>23</sup> Por lo tanto, además de asignar una porción más pequeña de los fondos a la adquisición de activos financieros (en relación con los hogares del grupo de comparación), los hogares de América Latina tienen muchas más probabilidades de elegir instrumentos financieros que no son intermediados a través del sistema financiero formal.

Sin embargo, los promedios regionales ocultan una gran heterogeneidad entre países. Por ejemplo, en Chile, que tiene el sistema financiero más profundo de la región, el 50% de los fondos de los hogares se canaliza hacia depósitos, mientras que solo el 9% se orienta a través de instrumentos de renta variable. En Ecuador, que tiene un sistema financiero más pequeño en relación con el tamaño de su economía, solo el 25% de los fondos se canaliza hacia instrumentos financieros, y el 32% hacia activos de renta variable. En Chile parece haber más fondos de los hogares intermediados que en otros países de la región, donde los fondos tienden a utilizarse más en inversiones directas. En este sentido, Chile se parece más a un país como la República de Corea en el grupo de comparación. En los otros cuatro países de América Latina, una parte significativamente más pequeña de los fondos de los hogares se intermedia a través de depósitos y otros instrumentos financieros.

México es un país interesante para analizar con mayor detalle. El ahorro nacional (como porcentaje del PIB) es razonablemente alto dado el ingreso per cápita, y el ahorro de los hogares constituye alrededor del 50% del total. Sin embargo, la mayor parte de ese ahorro no es

intermediado a través del sistema financiero formal (Székely, Mendoza y Karver, 2015). Cuando el “ahorro financiero” se desglosa en depósitos financieros, adquisición de activos fijos y compra de bienes durables, los depósitos (tanto a través de instituciones financieras formales como informales) representan menos del 10% del ahorro, mientras que la adquisición de bienes durables representa casi tres cuartas partes del ahorro total. La tasa de ahorro de los hogares (definida como la diferencia entre los ingresos disponibles y el consumo) aumenta de un 8,1% a un 21,7% del ingreso disponible si los bienes durables se consideran una forma de ahorro más que de consumo (es decir, cuando el consumo de bienes durables se excluye del consumo total).

El hecho de que una alta proporción de los ahorros no se canalice a través de un sistema financiero formal bien integrado sugiere que hay una asignación deficiente de los recursos. Una pregunta que surge es la siguiente: ¿por qué los hogares no canalizan sus ahorros a través del sistema financiero formal? Si se debe a que los hogares no demandan instrumentos formales ya sea porque no hay buenos instrumentos, por falta de información o por la desconfianza en las instituciones financieras, entonces los hogares podrían obtener beneficios considerables si se mejora el acceso, se reduce el analfabetismo financiero y aumenta la confianza (véase el capítulo 9 para más detalles sobre la información y la confianza).

Este capítulo se centra en el tema de la carencia de oferta como limitante del acceso. Si numerosos hogares viven lejos de una institución financiera formal, considerar los costos de los viajes y el tiempo insumido puede alentar a cada hogar individual a ahorrar en un instrumento informal, aunque ese instrumento rinda poco en términos de retornos privados. Dicho instrumento también puede tener escasa rentabilidad social, dado que quizás no conduzca a oportunidades de inversión muy productivas. En este caso, si por alguna razón aumenta la oferta —por ejemplo, se abre una sucursal de un banco o hay una banca móvil disponible—, puede que los ahorristas informales cambien de instrumento, y la rentabilidad social de un dólar adicional de ahorro (la diferencia entre la nueva rentabilidad y la anterior rentabilidad, que era muy baja) podría ser muy alta.

Una explicación complementaria de la escasa intermediación está relacionada con la elevada informalidad de los mercados laborales de América Latina y el Caribe. McKenzie y Woodruff (2006) llegan a la conclusión de que en México los individuos autoempleados obtienen tasas

de rentabilidad superiores a las del mercado por inversiones de capital muy pequeñas en sus establecimientos. No es sorprendente que estos individuos autoempleados tiendan a reinvertir en su propio negocio, comprando bienes como refrigeradores, camiones o cualquier otro tipo de bien durable que pueda al mismo tiempo satisfacer una necesidad de consumo para el hogar y servir como bien de capital para su negocio familiar.<sup>24</sup> Desafortunadamente, McKenzie y Woodruff también llegan a la conclusión de que con cada inversión adicional, la rentabilidad marginal disminuye de forma abrupta. Por lo tanto, estas pequeñas inversiones de capital pueden tener sentido para los individuos autoempleados, pero desde una perspectiva agregada del conjunto de la economía constituyen un uso ineficiente de los ahorros. Aunque no hay estimaciones disponibles similares de la rentabilidad individual para otros países de la región, es claro que México no es el único país de América Latina y el Caribe con un alto porcentaje de individuos autoempleados informales en la economía.

La informalidad de los mercados laborales también crea una barrera potencial para el acceso a instrumentos financieros formales, porque los ingresos laborales de fuentes informales son más volátiles y es más probable que se paguen en efectivo. La evidencia de las encuestas llevadas a cabo en Brasil, México y Perú confirma estos patrones. Un porcentaje elevado de hogares que trabajan en la economía formal tiene acceso a instrumentos de ahorro formales, mientras que una proporción más alta de trabajadores informales ahorra utilizando instrumentos informales. En México el 11% de los hogares que trabajan en el mercado informal ahorra formalmente; en cambio, lo hace un 34% de los hogares que trabajan en la economía formal. En Perú, la brecha es aún mayor: 16% vs. 49%. En Brasil es insignificante: 10% vs. 11%.

### **Buscando a los no bancarizados**

Mucho se ha escrito sobre los obstáculos potenciales para tener acceso al crédito bancario, pero mucho menos se han estudiado los problemas potenciales del acceso a los instrumentos formales de ahorro financiero. El *Informe sobre el Desarrollo Financiero Mundial 2014*, del Banco Mundial, resume ambos grupos de trabajos y analiza la base de datos Findex que lo acompaña con el fin de determinar los obstáculos potenciales más importantes para un mayor ahorro financiero y, por lo tanto, para una intermediación financiera más profunda y eficiente. Una conclusión interesante destaca la relevancia del costo bancario y de la distancia a

una sucursal como elementos disuasorios esenciales para abrir o usar una cuenta bancaria.<sup>25</sup>

Empleando un análisis de corte transversal de la base de datos Findex 2011, Rojas-Suárez y Amado (2014) analizan temas similares, pero se centran específicamente en América Latina para explicar la “brecha de inclusión financiera” de la región. Subrayan tres aspectos particulares: la baja calidad institucional, el alto nivel de desigualdad de los ingresos a nivel macro y el bajo nivel de educación en el plano individual.

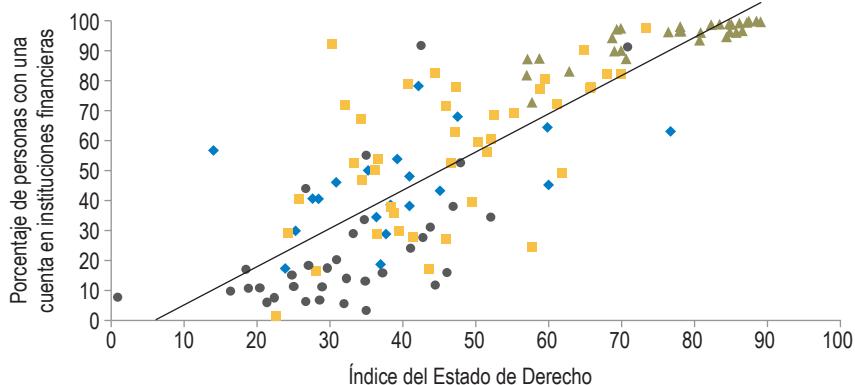
Powell (2016) confirma los resultados utilizando las bases de datos de Findex 2011 y 2014. Tanto la variable “Estado de Derecho” (considerada una *proxy* de la calidad institucional) como el coeficiente de Gini (una medida de la desigualdad a nivel de país) son importantes para explicar el porcentaje de personas que tienen una cuenta en una institución financiera. En particular, mejores instituciones y una mayor igualdad en la distribución del ingreso se asocian con un mayor porcentaje de individuos con cuentas en instituciones financieras.

El gráfico 3.7 muestra el porcentaje de individuos con una cuenta bancaria en relación con el Estado de Derecho y con el coeficiente de Gini de cada país para los países de América Latina y el Caribe, países con niveles similares de ingreso (comparadores), países más ricos (no comparadores ricos) y más pobres (no comparadores pobres). La relación con el Estado de Derecho es sólida, aunque los países de América Latina y el Caribe parecen algo más dispersos que los comparadores. Se observa una mayor dispersión general en el caso de la desigualdad, aunque los países de América Latina y el Caribe parecen obedecer a la relación de forma más marcada que otros grupos de países. Por ejemplo, los países ricos suelen tener un alto porcentaje de individuos con cuentas bancarias, independientemente del nivel de desigualdad, mientras que en el caso de los países más pobres tiende a observarse lo contrario. Por lo tanto, la relación negativa entre ambas variables en la muestra es impulsada por América Latina y el Caribe y por los países comparadores.

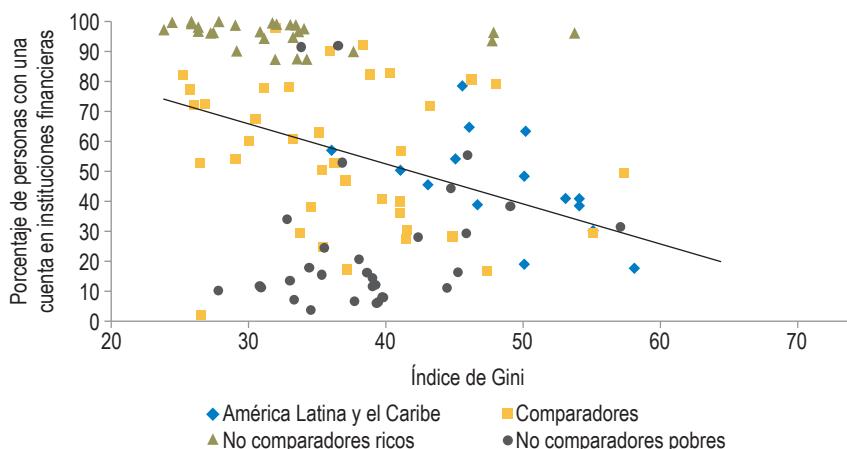
La base de datos Findex también incluye datos a nivel individual. Así, el hecho de que una persona tenga o no una cuenta bancaria puede verse como una función de las características del individuo o del país. Las características individuales como la edad, el ingreso, el género y el nivel de estudios son determinantes esenciales de si un individuo tiene o no una cuenta financiera (véase Powell, 2016). Las mujeres tienen significativamente menos probabilidades que los hombres de disponer de una cuenta financiera formal, mientras que los individuos más ricos tienen

**Gráfico 3.7 Porcentaje de hogares con una cuenta bancaria, instituciones y desigualdad**

a. Instituciones (Estado de Derecho)



b. Desigualdad (coeficiente de Gini)



Fuente: Cálculos de los autores a partir de la base de datos Findex Macro (Banco Mundial, 2014b).

Nota: América Latina y el Caribe abarca Argentina, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, Jamaica, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela.

Comparadores: Albania, Angola, Argelia, Armenia, Azerbaiyan, Bielorrusia, Bosnia y Herzegovina, Botsuana, Bulgaria, Congo, Estonia, Gabón, Georgia, Hungria, Indonesia, Jordania, Kazajistán, Letonia, Líbano, Lituania, Macedonia, Malasia, Mauricio, República Árabe Siria, República Checa, República de Túnica, Rep. Islámica de Irán, República Popular China: continental, Suazilandia, Tailandia, Turquía, Turkmenistán, Ucrania, Uzbekistán, Yibuti.

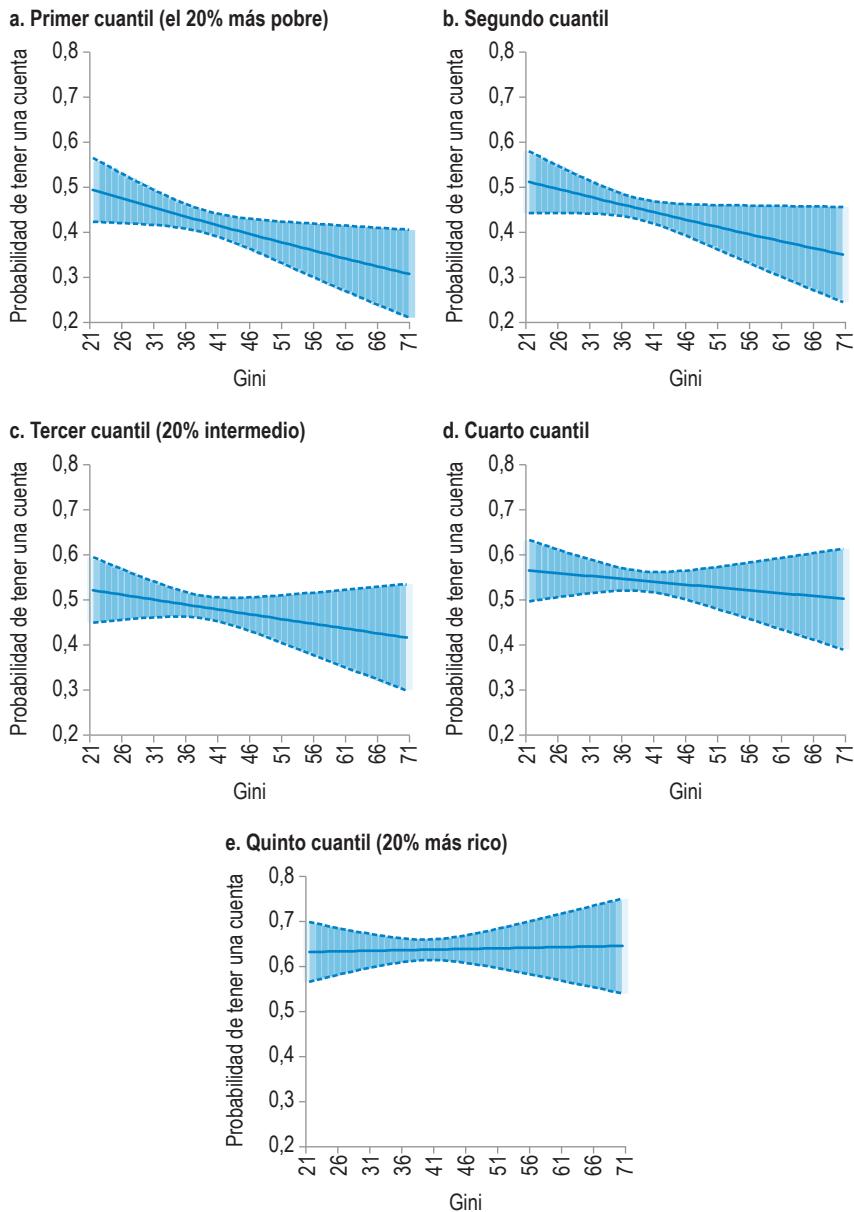
No comparadores ricos: Alemania, Australia, Austria, Bahrein, Bélgica, Canadá, Chipre, Corea, Dinamarca, Emiratos Árabes Unidos, Eslovenia, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Israel, Italia, Japón, Kuwait, Luxemburgo, Malta, Nueva Zelanda, Omán, Países Bajos, Portugal, Qatar, R.P. China: Hong Kong, Singapur, Suecia, Reino Unido.

No comparadores pobres: Camerún, Chad, Comores, Franja de Gaza y Cisjordania, Ghana, Guinea, India, Irak, Kenia, Lesoto, Liberia, Madagascar, Malawi, Mali, Mauritania, Mongolia, Nepal, Niger, Nigeria, República Centroafricana, República del Kirguistán, República Democrática Popular de Laos, República Democrática Popular del Congo, Ruanda, Senegal, Sierra Leona, Somalia, Sudán, Taiwán (provincia de China), Tayikistán, Togo, Uganda, Yemen, Zambia y Zimbabwe.

más probabilidades de contar con una. El nivel de estudios resulta ser sumamente importante; los individuos con educación secundaria y terciaria tienen muchas más probabilidades de disponer de una cuenta.

Es interesante señalar que la desigualdad del ingreso en el país no es significativa en el estudio basado en datos individuales. Si bien el ingreso es un factor determinante clave de si una persona tiene o no una cuenta bancaria, la desigualdad del ingreso en el país no lo es. Sin embargo, cuando el coeficiente de Gini se cruza con los quintiles de ingreso, desde el 20% más pobre de los individuos hasta el 20% más rico, los resultados cambian. Ni el coeficiente de Gini ni los quintiles del ingreso por sí solos son significativos. Empero, la interacción entre las dos variables sí es significativa. La probabilidad de que un individuo en un quintil de ingresos más bajo esté bancarizado depende en gran parte del coeficiente de Gini del país. Los individuos de los quintiles de ingresos más bajos tienden a no estar bancarizados, sobre todo cuando en el país la desigualdad de los ingresos es alta (véase el gráfico 3.8). Cuanto más desigual sea una sociedad, menos probabilidades tendrán las familias de más bajos ingresos de estar bancarizadas. En cambio, en los hogares más ricos, hay escasa relación entre la desigualdad de los ingresos en el país y la probabilidad de estar bancarizado.

Este resultado es consistente con una explicación que considera la conducta de los bancos y otras instituciones financieras en relación con sus decisiones de localización. Si es muy costoso operar con instituciones financieras formales, entonces solo las personas de altos recursos utilizarán esos servicios. Los bancos tenderán a abrir sucursales en las comunidades donde los hogares más ricos demandarán sus servicios. Si las barreras de entrada a la banca son elevadas, la combinación de altos costos operativos y desigualdad económica podría limitar el tamaño de los sistemas bancarios. El resultado es un sistema financiero que sigue siendo relativamente pequeño e ineficiente y que sirve sobre todo a los hogares más ricos. Es posible que las desigualdades regionales exacerbén este patrón. En un país más grande con mayor desigualdad, los bancos naturalmente se establecerán en aquellas zonas donde se encuentren los hogares más ricos. Las instituciones financieras podrían permanecer fuera de las zonas más pobres, con lo cual los hogares menos pudientes quedarían aún más lejos de las mismas y deberían enfrentar costos todavía más altos para ser bancarizados. Una gran proporción de los hogares más pobres queda así desprovista de bancos en sus inmediaciones y muy probablemente no estará bancarizada.

**Gráfico 3.8 Impacto marginal de la desigualdad en diferentes grupos de ingreso**

Fuente: Cálculos de los autores a partir de datos de 2011 de la base de datos Findex Micro del Banco Mundial.

Nota: El gráfico ilustra que la probabilidad de tener una cuenta bancaria disminuye bruscamente en los grupos de ingresos más bajos a medida que la desigualdad aumenta, mientras que la desigualdad tiene escaso efecto en los hogares ricos. Las estimaciones conocidas como efectos marginales provienen de las estimaciones de una regresión *probit* y utilizan microdatos Findex para la variable dependiente (la probabilidad de tener una cuenta en una institución financiera, correos o institución microfinanciera). La variable explicativa en cada caso es el coeficiente de Gini del país (una medida de la desigualdad) y un conjunto de controles micro y macro.

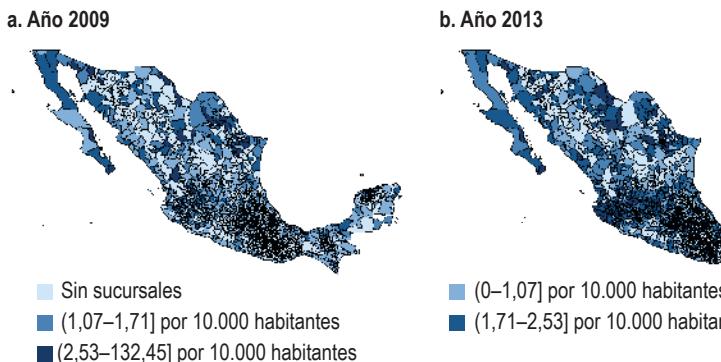
## El vínculo entre acceso financiero y ahorro: el caso de México

Normalmente, los trabajos empíricos sugieren que el ahorro está determinado por un conjunto de variables a nivel de país y por características individuales o de los hogares. Este tipo de análisis señala que el ahorro es escaso en América Latina y el Caribe debido a la incertidumbre macroeconómica, a la debilidad de las instituciones o a los bajos ingresos de los hogares, por ejemplo.<sup>26</sup> Un inconveniente de este tipo de análisis es que ignora el vínculo entre la conducta de ahorro y el acceso financiero. Sin información más precisa de los países, es imposible descubrir la naturaleza del vínculo entre ambos. Se suele suponer que el acceso financiero depende de los mismos factores que rigen al ahorro.

En el otro extremo, hay un conjunto de trabajos especializados que considera intervenciones específicas que con frecuencia implican mejorar el acceso a los servicios financieros o aumentar su oferta. En general, estos estudios llegan a la conclusión de que esas intervenciones bien podrían tener como resultado un mayor uso de los servicios financieros, tanto instrumentos de crédito como de ahorro (véase el capítulo 9). Sin embargo, es difícil cuantificar los posibles efectos agregados de estas intervenciones en caso de que pudieran ser escaladas.

Hay comparativamente menos literatura sobre cómo la presencia de instituciones financieras, o el acceso a ellas, influyen en la conducta de ahorro de todo un país.<sup>27</sup> Dichos análisis no se han llevado a cabo por dos motivos principales. En primer lugar, las encuestas de hogares que suelen utilizarse para los estudios, no incluyen información sobre la localización geográfica del hogar. En segundo lugar, puede que tampoco se cuente con buena información sobre la ubicación precisa de diferentes tipos de servicios financieros. Sin embargo, México sí tiene esta información, lo cual permite realizar un análisis no solo de cómo el acceso financiero influye en la conducta del ahorro sino también de cómo las instituciones financieras pueden tomar decisiones de localización. Además, México es un país grande con una considerable heterogeneidad y ha experimentado una importante profundización financiera (véase el gráfico 3.9).

Por lo tanto, se trata de un país ideal para examinar los vínculos entre el acceso financiero y el ahorro agregado. Cabe señalar que la distribución de las instituciones financieras por municipio es muy desigual. Algunos municipios tienen numerosas sucursales, pero muchos cuentan con tan solo una o no tienen ninguna (véase el gráfico 3.10).<sup>28</sup>

**Gráfico 3.9 El proceso de profundización financiera en México**

Fuente: Elaboración de los autores sobre la base de Powell y Székely (2015).

Nota: El sombreado del territorio ilustra el número de sucursales bancarias por cada 10.000 habitantes a nivel municipal en México. Los puntos de corte se obtuvieron generando cuartiles según la distribución de 2013, excluidos los municipios que no tienen una sucursal bancaria.

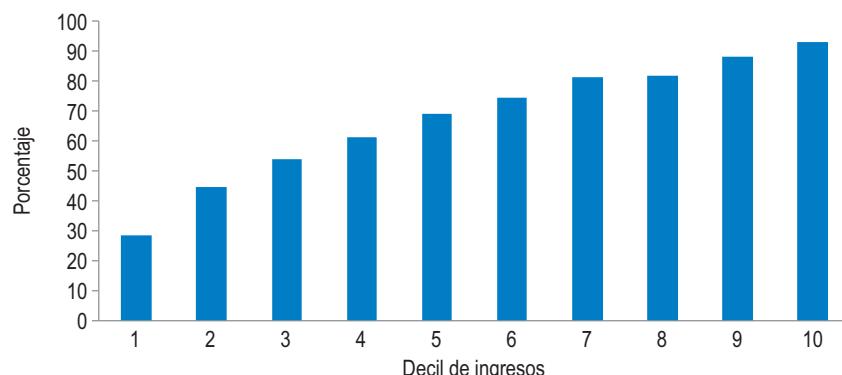
**Gráfico 3.10 Instituciones financieras por habitante en los municipios mexicanos, 2012**

solo el 28% de los hogares en el decil de menores ingresos cuenta con una institución financiera en su cercanía (véase el gráfico 3.11).<sup>30</sup>

Por supuesto, los bancos tratarán de abrir sucursales allí donde esperen encontrar un mercado para sus servicios. Así, el número de sucursales aumenta en los municipios con hogares de mayor ingreso. Por otro lado, las tasas de criminalidad parecen estar positivamente relacionadas con la presencia de instituciones financieras. Una explicación podría ser que en las zonas con elevados índices de delincuencia es más importante mantener los ahorros a salvo en un banco que resguardarlos en casa. La eficiencia del gobierno municipal también está correlacionada con una mayor presencia financiera (véase Powell y Székely, 2015).

Es interesante señalar que el hecho de que haya una escuela secundaria en el municipio también se asocia con una presencia bancaria más fuerte. Una explicación para este fenómeno es que en los municipios con escuelas secundarias circulan más personas; los padres transportan a sus hijos de ida y vuelta al colegio, y los profesores y el resto del personal van y vienen del trabajo. Por lo tanto, situar una sucursal en una zona con un colegio en lugar de hacerlo en una que carece de él es más conveniente para un mayor número de individuos. Ello reduce los costos de transacción o los denominados costos “de gastar suelas” (el costo de ir al banco y volver). No todos los municipios en México tienen una escuela secundaria. En general, los municipios desean ser destinatarios de ese

**Gráfico 3.11 Porcentaje de hogares con acceso a instituciones financieras por decil de ingresos, México**



Fuente: Elaboración de los autores sobre la base de Powell y Székely (2015).

Nota: Incluye datos de 2012 provenientes de la Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos de los Hogares (ENIGH), datos de 2013 provenientes del *Diccionario nacional de unidades económicas* y datos de 2013 provenientes de la Comisión Nacional Bancaria.

honor, que puede ser otorgado por el gobierno estadual o por las autoridades federales. La decisión a propósito de dónde se sitúan las escuelas no es automática; en las decisiones de localización parecen influir tanto la política como cualquier otro factor. Estas consideraciones hacen de la presencia de una escuela secundaria una variable potencialmente útil para explicar la localización de los bancos que, a su vez, no está directamente relacionada con el ahorro.<sup>31</sup>

¿Cómo influye la presencia de un banco en las decisiones de ahorro? Para profundizar en esta pregunta, se compararon a nivel de municipio varios años de encuestas de hogares e información relativa a la presencia financiera (número de sucursales). Una dificultad es que los bancos se situarán allí donde crean que los hogares habrán de utilizar sus servicios. Por lo tanto, en el estudio, las mediciones acerca de la presencia financiera no se emplean de manera directa. Más bien, lo que se usa es la presencia financiera estimada con la *proxy* preferida, a saber: la presencia de una escuela secundaria. Dado que la localización de estas escuelas no tiene relación directa con la conducta del ahorro, pero es un buen predictor de la presencia de un banco, parece ser un instrumento válido para este análisis.<sup>32</sup> El principal resultado es que el ahorro aumenta con el número de instituciones financieras allí donde esta última se estima utilizando la presencia de la escuela secundaria como *proxy* (véase Powell y Székely, 2015).

En teoría, el efecto podría ser ambiguo. Cuando hay instituciones financieras en las cercanías, puede que los hogares ahorren menos, dado que quizás tengan más oportunidades para pedir prestado en caso de un shock negativo. Sin embargo, los resultados sugieren que los costos más bajos de una mayor proximidad a una institución financiera pesan más que este efecto potencial.

## El eslabón perdido

Idealmente, las personas ahorran y depositan sus ahorros en una institución financiera, que a su vez asigna esos ahorros a inversiones productivas en la economía. Los intermediarios financieros son, por ende, el vínculo crucial entre ahorristas e inversionistas. Desafortunadamente, en América Latina y el Caribe la intermediación financiera es el eslabón perdido que corta la cadena entre ahorro e inversión y que, por ende, reduce la calidad del ahorro en la región. Aumentar el acceso y el uso de las instituciones financieras es clave para desarrollar el sistema financiero y fomentar la generación no solo de más ahorro sino también de mejor calidad.

## Notas

- <sup>1</sup> Para un análisis en profundidad de las restricciones crediticias, véase BID (2004). Para un estudio más reciente, véase Didier y Schmukler (2014).
- <sup>2</sup> Esta definición de los roles de los sistemas financieros se basa en Levine (2005), quien para elaborar esta lista siguió los primeros trabajos del Premio Nobel Robert Merton.
- <sup>3</sup> Para un debate sobre este punto, véase Allen y Gale (2000).
- <sup>4</sup> Para información acerca de cómo la gobernanza corporativa difiere en distintos países del mundo, véase OCDE (2015b). Para un debate sobre los sistemas financieros comparados y el vínculo con la gobernanza corporativa, véanse Mayer (1998) y Allen y Gale (2000). Para una relación sobre cómo la crisis financiera global ha despertado un nuevo interés en temas de finanzas y gobernanza corporativa, véase Hopt (2011).
- <sup>5</sup> Para un debate sobre los roles disciplinarios alternativos de los bancos y los mercados de capital, véase Mayer (1996) y Franks, Mayer y Renneboog (2001).
- <sup>6</sup> Rajan y Zingales (2003) ofrecen un debate interesante sobre un fenómeno similar en Europa continental.
- <sup>7</sup> Para un análisis de la literatura sobre este tema, véase Levine (2005).
- <sup>8</sup> En un análisis de datos de panel, se hizo una regresión de los depósitos bancarios sobre los activos gestionados por las instituciones de los mercados de capital (fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos mutuos), utilizando efectos fijos de tiempo y país. Si el coeficiente estimado para los activos gestionados por las instituciones de los mercados de capital era positivo y significativo, la hipótesis de que son sustitutos de los bancos podía rechazarse. En efecto, ese fue el resultado. La hipótesis de que los países de América Latina y el Caribe pueden diferir de los países comparadores también se rechazó.
- <sup>9</sup> Muchos de estos temas se abordan con mayor profundidad en OCDE (2015b).
- <sup>10</sup> Véase, en particular, Dewatripont y Tirole (1994), quienes sostienen que los pequeños inversionistas tendrían escasas posibilidades de disciplinar a las empresas, aunque los bancos que reúnen a esos inversionistas pueden intentar asumir ese rol. También sostienen que la regulación financiera es necesaria para disciplinar a los bancos, y se refieren a ello como el fundamento de la “hipótesis de representación” en la regulación financiera.

- <sup>11</sup> Véase BID (2004); Chong y Pagés (2010); Didier y Schmukler (2014).
- <sup>12</sup> Berger y Mester (1997) encuentran importantes economías de escala en los bancos de Estados Unidos. Anderson y Jõeveer (2012) también argumentan a favor de las economías de escala y emplean un enfoque novedoso que considera las rentas de los accionistas en relación con la de los banqueros. Otros estudios hallan menos evidencia para las economías de escala en la banca. Para un conjunto de documentos sobre este tema, véase Feldman (2010), Mester (2010) y De Young (2010). Normalmente, las economías de escala se consideran en las instituciones individuales, lo cual plantea la cuestión de la competencia. Un pequeño número de bancos más grandes puede ser eficiente para reducir los costos fijos, pero entonces cada uno puede tener un gran poder de mercado. Un número mayor de bancos puede promover la competencia, pero generar una repetición ineficiente de los costos fijos.
- <sup>13</sup> A finales del siglo XIX, Bagehot (1873:3-4) sostenía que una gran diferencia entre el Reino Unido y los países más pobres era que en el primero el sistema financiero podía movilizar recursos para “grandes trabajos”.
- <sup>14</sup> La base de datos Findex del Banco Mundial está disponible en <http://datatopics.worldbank.org/financialinclusion/>.
- <sup>15</sup> Desde luego, hay excepciones. La Unit Trust Corporation, de Trinidad y Tobago, es una cooperativa que está muy integrada en el sistema financiero y tiene activos cercanos al 10% del PIB del país. Creditcoop, en Argentina, también es una cooperativa y está muy integrada en el sistema financiero del país, siendo regulada y supervisada por el Banco Central y la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias como un banco comercial normal.
- <sup>16</sup> Véase Sirri y Tufano (1995); Acemoglu y Zilibotti (1997).
- <sup>17</sup> Véase Aizenman, Cavallo y Noy (2015).
- <sup>18</sup> La evidencia de Colombia proviene de un documento en elaboración de Camacho y Hofstetter que emplea encuestas de los hogares ELCA (Universidad de Los Andes) y fuentes de datos complementarios.
- <sup>19</sup> El gráfico considera el principal instrumento de ahorro para cada hogar, definido como aquel que capta mayores recursos.
- <sup>20</sup> En su mayoría, los hogares encuestados en estos países (que son hogares de ingresos bajos y medios) ahoran ya sea de manera formal o informal, pero no de ambas.
- <sup>21</sup> Se recopilaron datos para cinco países de América Latina (Brasil, Chile, Colombia, Ecuador y México) y otros siete países (Filipinas, Hungría,

Polonia, República Checa, República de Corea, Sudáfrica y Tailandia). El análisis se puede efectuar solo en aquellos países que tienen datos suficientemente desagregados de las cuentas nacionales. En particular, se requiere un desglose detallado de las cuentas de capital y las cuentas financieras por sector institucional (hogares, gobierno, empresas, extranjero). Estos 12 países cumplían esos requisitos.

- <sup>22</sup> Los fondos de los hogares que están intermediados de manera formal abarcan los “depósitos financieros” (incluidas las tenencias de efectivo), “fondos asignados a los seguros y fondos de pensión” y “títulos de deuda”. Los fondos de los hogares que no están intermediados o son ahorros depositados en instrumentos informales incluyen “propiedad directa de las empresas” (que comprende las acciones y otras participaciones en empresas) y la categoría residual “adquisiciones de otros activos financieros”.
- <sup>23</sup> Los otros subcomponentes de “renta variable” son las compras de acciones de las empresas que cotizan en el mercado bursátil y las compras de acciones a través de los fondos mutuos. No es probable que ninguno de estos dos explique la diferencia entre América Latina y el grupo de comparación. En primer lugar, en América Latina los hogares participan escasamente en la bolsa. En promedio, solo el 1% de la población de un grupo seleccionado de países de la región es dueño de acciones de empresas que cotizan en la bolsa directamente, mientras que entre cuatro países de Asia emergente, la tasa es del 20% (véase Grout, Megginson y Zalewska, 2009). En segundo lugar, en un subconjunto de países para los cuales hay datos disponibles, no existe ninguna diferencia en las inversiones de los hogares en fondos mutuos entre los países de los dos grupos. En Brasil, Chile y Colombia, los hogares utilizan el 4,6% de los fondos totales para comprar fondos mutuos, mientras que en los países de comparación se destina el 4,5%.
- <sup>24</sup> Las cuentas nacionales pueden registrar actividades como la compra de un bien durable, por ejemplo, un refrigerador o un camión, como consumo; por lo tanto, puede que algunas de estas actividades no se incluyan como ahorro, aunque desde la perspectiva del individuo sean una forma de ahorro.
- <sup>25</sup> Después de “no tener suficiente dinero” y “un miembro de la familia ya tiene una cuenta”, el costo y la distancia fueron los motivos más habituales de los encuestados para no tener una cuenta bancaria, y el 23% y el 20% daba esas respuestas, respectivamente (Banco Mundial, 2014a, gráfico 1.14).

- <sup>26</sup> Para un análisis empírico reciente en esta línea, véase Grigoli, Herman y Schmidt-Hebbel (2015).
- <sup>27</sup> Aportela (1999) y Ruiz (2013) estudian la expansión de (diferentes) instituciones financieras específicas en México y el impacto en las decisiones financieras de los hogares. Para un debate más detallado, véase el capítulo 11.
- <sup>28</sup> En este caso, un punto de acceso es la sucursal bancaria, un banco corresponsal o un cajero automático.
- <sup>29</sup> Powell y Székely (2015) presentan más estadísticas en relación con la localización de las instituciones financieras, los bancos corresponsales y los cajeros automáticos.
- <sup>30</sup> Una localidad es una subdivisión de un municipio. En México hay más de 2.400 municipios y más de 190.000 localidades.
- <sup>31</sup> En otras palabras, puede ser un “instrumento” útil en un análisis de “variables instrumentales”.
- <sup>32</sup> También se siguió otra “metodología de emparejamiento” como prueba de robustez y se descubrió que eran válidos los mismos resultados. Para más detalles y otras pruebas de robustez, véase Powell y Székely (2015).

# 4

# Más y mejores ahorros para la inversión productiva

¿Por qué ahorrar más? Un buen motivo es para poder invertir más. Las economías que ahorran más pueden aprovechar las oportunidades de inversión y, por lo tanto, crecer más rápidamente. Invertir para mejorar el acceso a la educación y la salud, por ejemplo, puede impulsar el crecimiento aumentando la productividad y el ingreso de las personas. Invertir en instalaciones y maquinaria resulta crucial para mantener, ampliar e incorporar el progreso tecnológico en las estructuras productivas de los países.

Entre todos los tipos de inversión, la que se realiza en infraestructura es una de las más fundamentales para el crecimiento. La infraestructura (transporte, telecomunicaciones, energía, y agua y saneamiento) complementa otras formas del capital y al factor trabajo en la función de producción de la economía. Cuando se planifica y se construye de forma adecuada, se pueden eliminar los cuellos de botella que reducen el crecimiento potencial. Lo que diferencia a la infraestructura de otras formas de capital es la necesidad de un financiamiento a largo plazo para poder afrontarla. En la medida de lo posible, este financiamiento debería producirse en moneda local, que es precisamente el tipo de financiamiento que proporciona el ahorro nacional. Mirando hacia el futuro, en América Latina y el Caribe el reto consistirá en desarrollar los instrumentos adecuados para canalizar el ahorro nacional hacia la infraestructura. En particular, este capítulo analiza las opciones de la región para transformar a la infraestructura en un instrumento de inversión financiera, y convertirla en una oportunidad de inversión atractiva para los inversores institucionales.

## Inversión y ahorro nacional: bajo, más bajo, mucho más bajo

La inversión tiene el potencial de generar un impacto positivo en el crecimiento, tanto en el corto como en el largo plazo. En el corto a mediano plazo, la inversión genera crecimiento impulsando la demanda agregada. En el largo plazo, el efecto de la inversión en el crecimiento funciona por la vía de la oferta agregada y del aparato productivo; una mayor inversión genera cambios tecnológicos, induce una mayor capacidad productiva y promueve la reasignación de recursos hacia los sectores de más alta productividad (Jiménez y Manuelito, 2013).

Si la inversión es un factor determinante tan importante del crecimiento económico, entonces es fundamental preguntarse si América Latina y el Caribe está invirtiendo lo suficiente. Si se toman las comparaciones con otros países como indicio, la respuesta es no. La región ha invertido sistemáticamente menos a lo largo del tiempo que otras regiones.

Si se agrupa a los países de acuerdo con su nivel de ingreso, la evolución de la inversión sigue dos caminos distintos (véase el gráfico 4.1). Hasta el año 2000, los países de ingreso bajo y medio, así como también los de alto ingreso, invirtieron un porcentaje similar del producto interno bruto (PIB), cercano al 23%.<sup>1</sup>

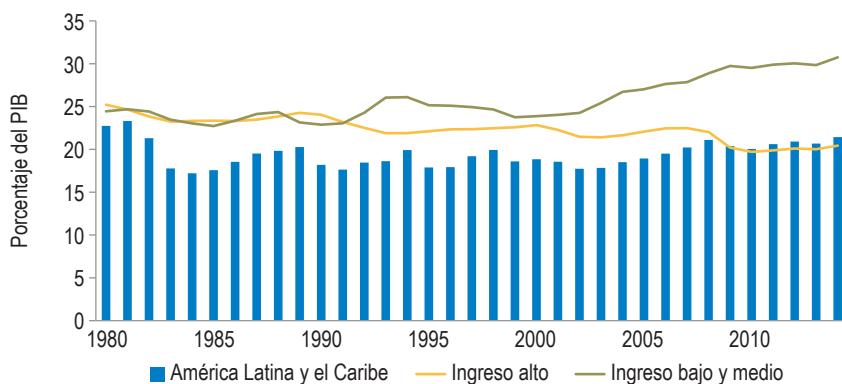
Sin embargo, después de 2000, los países de bajo ingreso y de ingreso medio empezaron a invertir un porcentaje creciente del PIB, mientras que la formación bruta de capital fijo (FBCF) entre los países de alto ingreso comenzó a disminuir. Dado que la mayoría de los países de América Latina y el Caribe tienen ingresos bajos y medios, la región debería seguir el patrón de aumento de la inversión. En cambio, la FBCF

### **RECUADRO 4.1. LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO**

La variable utilizada en las cuentas nacionales para medir la inversión es la formación bruta de capital fijo (FBCF). La FBCF es un componente del producto interno bruto (PIB) de un país, junto con el consumo, el gasto del gobierno y las exportaciones netas. Incluye el mejoramiento del territorio (vallas, fosos, desagües); las compras de maquinaria industrial y equipos, y la construcción de caminos, vías ferreas y otra infraestructura. También abarca escuelas, oficinas, hospitales, viviendas residenciales privadas y edificios comerciales e industriales.<sup>a</sup>

<sup>a</sup> La definición precisa de formación bruta de capital fijo se recoge en los Indicadores del Desarrollo Mundial del Banco Mundial (2015b).

**Gráfico 4.1 Formación bruta de capital fijo en América Latina y el Caribe, países de ingreso alto, bajo y medio (porcentaje del PIB)**



Fuente: Cálculos de los autores a partir de la base de datos de Indicadores del Desarrollo Mundial del Banco Mundial (2015b).

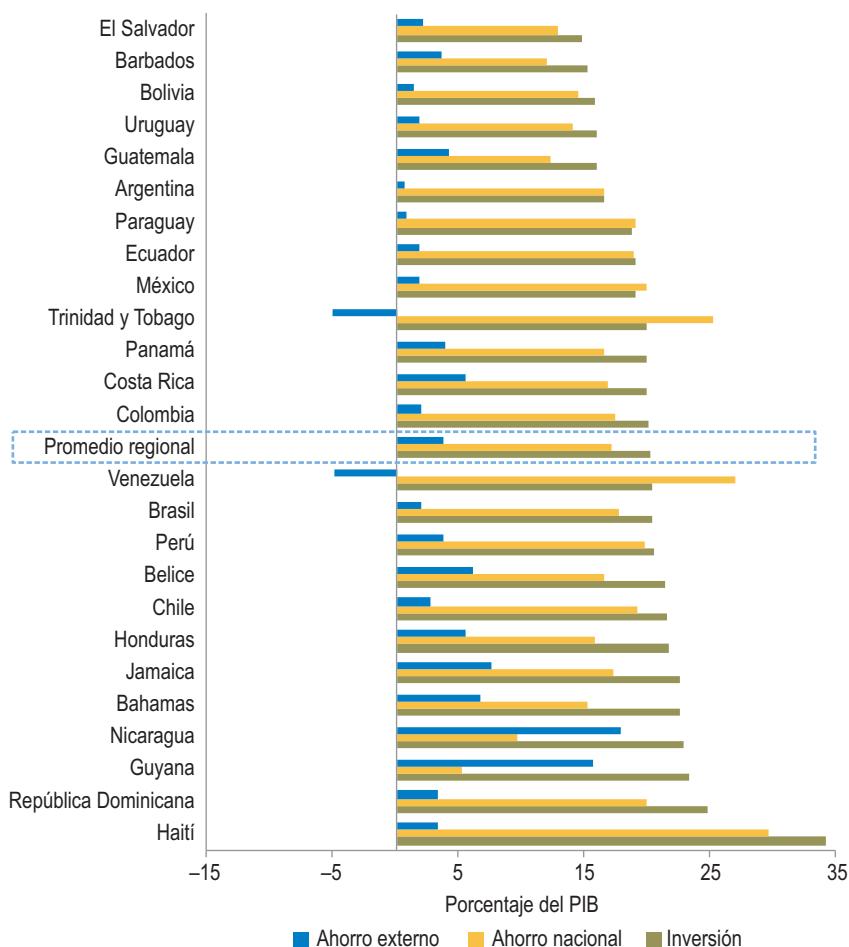
promedio de la región entre 2000 y 2014 fue del 20%, mucho menor que el promedio de 25% de los países de ingreso bajo y medio durante el mismo período.

Al parecer, el 25% es una especie de cifra mágica cuando se trata de inversión. Según la Comisión sobre Crecimiento y Desarrollo, esa cifra refleja el nivel de inversión mínimo compatible con un alto crecimiento de largo plazo.<sup>2</sup> Su informe de 2008 analizaba 13 economías<sup>3</sup> que crecieron a un promedio de 7% al año o más durante al menos 25 años entre 1950 y 2005. La variada muestra de países incluía economías de los cuatro continentes, países grandes y pequeños, algunos ricos en recursos naturales y otros no. En los 13 casos exitosos se observaron tasas de inversión superiores al 25% del PIB durante los períodos de alto crecimiento; por eso, se concluye que una tasa de inversión del 25% del PIB es el nivel mínimo necesario compatible con un crecimiento económico sostenido.

Desafortunadamente, América Latina se encuentra muy lejos del punto de referencia del 25% recomendado por dicha Comisión. Con la excepción de Haití, que solo llegó al umbral gracias a una ayuda externa considerable, ningún otro país en América Latina y el Caribe se ha acercado tanto al mencionado 25% (véase el gráfico 4.2). El promedio regional entre 1980 y 2014 ascendía tan solo al 20%.

La inversión en América Latina no solo es baja; un desglose de la misma por región confirma que, entre 1980 y 2014, América Latina y

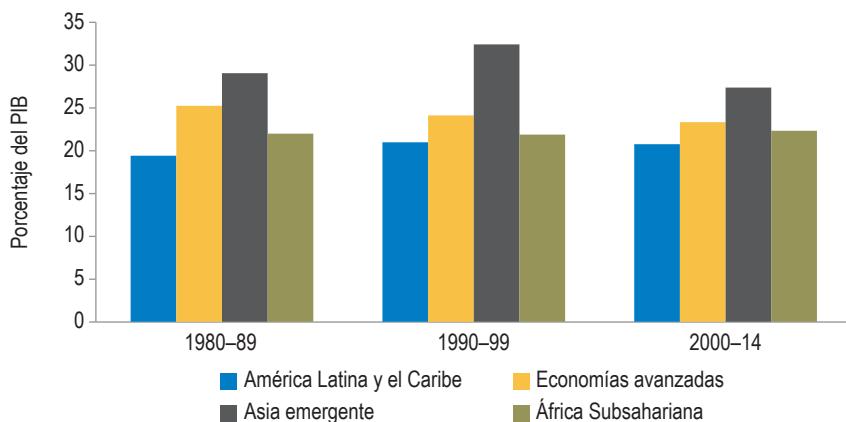
**Gráfico 4.2 Tasas de inversión, ahorro nacional y ahorro externo, promedio 1980–2014**



Fuente: Cálculos de los autores a partir de la base de datos de *Perspectivas de la Economía Mundial* (FMI, 2015).

el Caribe tenía los flujos de FBCF más bajos de cualquier región (gráfico 4.3). La comparación con Asia emergente es la más llamativa, ya que se observa una brecha de inversión equivalente al 10% del PIB anual de América Latina entre 1980 y 2014. África Subsahariana invirtió un 1,7% del PIB más que América Latina y el Caribe durante ese período.

Aunque la FBCF de América Latina y el Caribe ha sido baja en las últimas décadas, la región ha disfrutado de unos cuantos episodios de inversión elevada. Un análisis de 770 observaciones por país y año

**Gráfico 4.3 Formación bruta de capital fijo, 1980–2014 (porcentaje del PIB)**

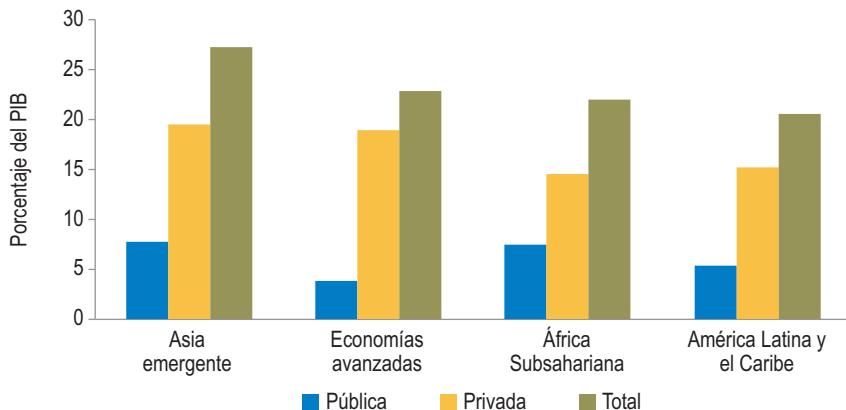
Fuente: Cálculos de los autores a partir de la base de datos de *Perspectivas de la Economía Mundial* (FMI, 2015).

realizado en 25 países de la región entre 1980 y 2013 identificó 70 casos de inversión alta (definida como superior al umbral del 25% del PIB), cifra que abarca el 9% de las observaciones. Por lo tanto, los países de América Latina y el Caribe pueden alcanzar altos niveles de inversión, incluso en un contexto de promedios bajos. Sin embargo, estos casos se concentran en unos pocos países (la mayoría en Bahamas, Honduras, Jamaica, y Trinidad y Tobago) distribuidos a lo largo de diferentes años y a veces relacionados con la reconstrucción posterior a desastres naturales. El desafío para la región consiste en ampliar estas experiencias exitosas a más países y sostener las altas tasas de inversión en el tiempo.

La inversión en América Latina y el Caribe no solo es relativamente más reducida que en otras regiones, sino también más volátil. Si bien los patrones de volatilidad varían por país, suelen consistir en picos máximos dispersos seguidos por años de bajas tasas de inversión. Utilizando el coeficiente de variación (la tasa entre la desviación estándar y la media de las series) para medir la volatilidad, China, las economías avanzadas y Asia emergente (excluyendo China) tienen la volatilidad más baja.<sup>4</sup> Es interesante señalar que los países con las series más estables de inversión (China y el resto de Asia emergente) también ostentan los niveles más altos de inversión, mientras que África Subsahariana (la región más volátil) y América Latina y el Caribe son las regiones que menos invierten.

¿Quién es el culpable de este bajo nivel de inversión en América Latina y el Caribe? ¿Es el sector público, el sector privado o se trata de

**Gráfico 4.4 Formación bruta de capital fijo, promedio por región, 2000–14  
(porcentaje del PIB)**



Fuente: Cálculos de los autores sobre la base de FMI (2015).

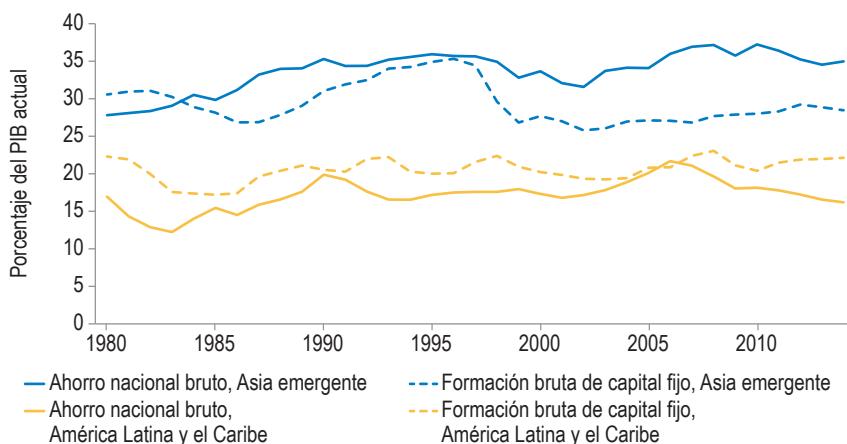
un problema más sistémico del entorno económico que genera pobres niveles de inversión tanto en el sector público como en el privado? Por desgracia, para América Latina y el Caribe, la respuesta es que tanto la inversión pública como la privada son escasas en comparación con otras regiones y otros grupos de países (gráfico 4.4).

Aunque en América Latina y el Caribe la inversión privada es el componente principal de la inversión total, al igual que lo es en todas las regiones, en este caso dicho tipo de inversión es más reducido que en el resto del mundo, con la única excepción de África Subsahariana. La inversión pública también es baja según los estándares internacionales. Dado que la diferencia se ha mantenido a lo largo del tiempo, en América Latina y el Caribe se está abriendo una brecha de inversión en relación con el mundo. Lo preocupante es que esta brecha ha estado presente desde los años ochenta y no hay señales de que vaya a reducirse.

### El financiamiento de la inversión: no hay lugar como el hogar

El ahorro nacional y el externo son las únicas opciones que tienen las economías para financiar la inversión. Una rápida mirada a la evolución de la inversión y del ahorro nacional en América Latina y el Caribe demuestra que, a pesar del bajo nivel de inversión, esta sigue siendo superior al ahorro nacional desde 1980, con la excepción de solo un año

**Gráfico 4.5 Ahorro e inversión nacional en América Latina y el Caribe y en Asia emergente, 1980–2014**



Fuente: Cálculos de los autores a partir de la base de datos de *Perspectivas de la Economía Mundial* (FMI, 2015).

(véase el gráfico 4.5). La experiencia de otras regiones es muy diferente. En efecto, el ahorro nacional supera a la inversión en las economías que más invierten, a saber: las de Asia emergente.<sup>5</sup> En cambio, América Latina y el Caribe ha dependido del ahorro externo para financiar sus inversiones. En promedio, la región tuvo que “importar” ahorro en cantidades equivalentes al 3,5% del PIB (véase el capítulo 2).

Sin incrementar el ahorro nacional, los países de América Latina y el Caribe tendrían que aumentar la absorción de ahorro externo desde el actual 3,5% del PIB hasta el 8% para llegar al nivel crucial de inversión del 25% del PIB necesario para alcanzar tasas de crecimiento superiores al 5%. Esto equivale al doble de las actuales tasas de ahorro externo. Incluso las economías que tienen buen acceso al financiamiento externo experimentarían dificultades para financiar una brecha entre la inversión interna y el ahorro nacional muy superior al 5% del PIB (Corbo, 1998). Los datos confirman esta hipótesis para casi todos los países de América Latina y el Caribe: con la excepción de Nicaragua y Guyana, ningún país de la región ha sido capaz de sostener tasas de ahorro externo por encima del 8% del PIB durante períodos prolongados.<sup>6</sup>

Si bien es posible que ocurra un aumento drástico en la absorción de ahorro externo, esto podría no ser recomendable. Depender del ahorro externo para financiar la inversión interna es riesgoso por diversos motivos. En primer lugar, los costos de transacción internos que influyen en

la rentabilidad esperada, el riesgo percibido de los activos en moneda extranjera, y las asimetrías de información generan un sesgo nacional en la inversión. Los inversionistas locales tienden a invertir en activos locales (ya sea en empresas nacionales o en empresas extranjeras con presencia local) mucho más de lo que invierten en los mercados externos (Coeurdacier y Rey, 2013; Ke, Ng y Wang, 2010). En segundo lugar, los flujos de capital externo tienden a ser volátiles y propensos a frenazos súbitos (Calvo, Izquierdo y Loo-Kung, 2006), de modo que una menor dependencia del ahorro externo reduce la vulnerabilidad ante las crisis provocadas por turbulencias en los mercados financieros internacionales. Por último, es difícil mantener grandes déficits en cuenta corriente (de la magnitud requerida para cerrar la brecha de inversión solo con el ahorro externo) durante períodos prolongados sin reversiones bruscas o problemas de deuda externa (Powell, 2013).<sup>7</sup>

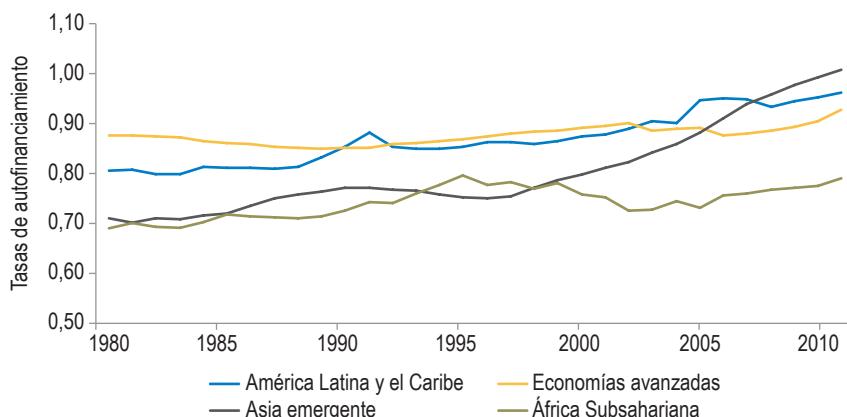
En una economía mundial plenamente integrada, el origen del ahorro es irrelevante, dado que las buenas oportunidades de inversión siempre encontrarían financiamiento, ya sea en el ámbito local o en el resto del mundo. En esta realidad ideal, el ahorro nacional no tiene que guardar una correlación estrecha con la inversión interna. Sin embargo, ¿pueden los datos confirmar la disociación entre la inversión y la fuente del ahorro? Un trabajo muy influyente de Feldstein y Horioka (1980) llega a la conclusión opuesta. En una muestra de 16 países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), con datos que abarcan entre 1960 y 1974, el crecimiento del ahorro nacional correlaciona positivamente con aumentos en la inversión interna.<sup>8</sup> Feldstein y Horioka (1980) concluyen que el capital internacional no es perfectamente móvil; por lo tanto, una economía que necesita aumentar la inversión debe contar con financiamiento interno adicional (ahorros) para financiarla. Las investigaciones en América Latina y el Caribe confirman el estrecho vínculo entre inversión y ahorro nacional. En el período 1980–2012, por cada punto porcentual de aumento del ahorro nacional, la inversión interna aumentaba en casi 0,4 puntos porcentuales (Cavallo y Pedemonte, 2015).

Si bien el estudio de Feldstein y Horioka se centra en los flujos —tasas de inversión interna y tasas de ahorro nacional y externo—, los mismos resultados siguen siendo válidos cuando se analiza el *stock* de capital propio y de ahorro nacional. En los países en desarrollo, más del 90% del *stock* de capital está autofinanciado, lo que significa que el ahorro externo no ha proporcionado una fuente materialmente grande para

financiar el capital nacional. Este fue el resultado que se obtuvo al calcular las tasas de autofinanciamiento (SFR, por sus siglas en inglés, *self-financing ratios*), a saber: el *stock* de capital tangible financiado por el ahorro nacional relativo a la dotación actual del *stock* de capital (Aizenman, Pinto y Radziwill, 2007). Aizenman, Pinto y Radziwill definen al SFR como el cociente entre los flujos de ahorro nacional acumulados y descontados a valor presente y los flujos de inversión interna acumulados y descontados. Intuitivamente, las tasas de autofinanciamiento capturan el porcentaje del *stock* actual de capital interno financiado con el ahorro nacional generado en el pasado. Una SFR de 1 correspondería a una economía en la que el conjunto del *stock* de capital interno es autofinanciado. Una tasa de autofinanciamiento inferior a 1 señala una dependencia del ahorro externo. Una SFR superior a 1 refiere a una economía exportadora neta de ahorros que contribuye a financiar capital en el resto del mundo.

Cálculos recientes de la SFR obtenidos para el período 1980 y 2011 muestran que, al año 2011, mientras que las SFR eran superiores al 80% en todas las regiones del mundo, en América Latina y el Caribe ascendían al 96%, consistente con los resultados de Aizenman, Pinto y Radziwill (2007). Como era de prever, las economías asiáticas tienen las tasas más altas, superiores a 1 (gráfico 4.6). En general, en las economías avanzadas y en las demás agrupaciones de países, las SFR son muy cercanas a 1,<sup>9</sup> lo que señala que la mayor parte del *stock* de capital

**Gráfico 4.6 Tasas de autofinanciamiento por región, 1980–2011**



Fuente: Cálculos de los autores a partir de datos para los años 1960–2011 de la base de datos de los Indicadores de Desarrollo Mundial, utilizando la metodología de Aizenman, Pinto y Radziwill (2007), ampliada en Cavallo, Fernández-Arias y Marzani (2016).

en el mundo se apoya en el ahorro interno generado por cada uno de los países en el pasado. Es importante señalar que las SFR están aumentando en todas las regiones, sobre todo en aquellas en desarrollo. Entre 1980 y 2010, los países de América Latina y el Caribe aumentaron su SFR del 81% al 96%, los de África Subsahariana elevaron las suyas del 69% al 79%, y la región que más invirtió, Asia emergente, también fue de las que más incrementaron su SFR: de un 71% a un 106%. Estas tendencias confirman que los países dependen sobre todo del ahorro nacional para financiar su *stock* de capital. En la medida en que no haya oferta de financiamiento externo o que este sea menos apto que el financiamiento interno, porque es más caro y/o más incierto, la escasez de ahorro nacional para financiar buenas oportunidades de inversión supone una gran limitación para el crecimiento. El mensaje es claro: no hay lugar como el propio país como fuente de ahorro para impulsar la inversión.

### Para la política económica es relevante determinar cuál se genera primero: el ahorro o la inversión

La fuerte correlación positiva entre ahorro nacional e inversión interna es una de las regularidades empíricas más robustas y estables observadas en los datos de diferentes países y a través de distintas décadas (Baxter y Crucini, 1993). Sin embargo, correlación no significa causalidad. ¿Es el ahorro nacional el que impulsa la inversión o viceversa? En América Latina y el Caribe, ¿la inversión es escasa debido a la falta de ahorro nacional, o el ahorro nacional es reducido debido a las bajas tasas de inversión? Hay argumentos que apoyan ambos puntos de vista (véase Serebrisky, Margot, et al., 2015).

En el capítulo 10 se describe cómo episodios de elevados aumentos de la productividad total de los factores (PTF) generan expectativas de mayor rentabilidad de las inversiones y, por lo tanto, incentivan posteriores incrementos del ahorro para aprovechar las mejores oportunidades de rentabilidad. Este argumento sugiere que en una economía el ahorro aumenta endógenamente cuando existen mejores oportunidades de inversión. Sin embargo, aunque ese entorno favorable desata una brusca suba de la demanda de inversión, para que esa inversión se materialice, la tasa de ahorro interno también debe aumentar. En este contexto, las políticas que impulsan el ahorro contribuirían a generar tasas de inversión más altas en la economía (Corbo, 1998).

El argumento presentado en el capítulo 10 no invalida que existan componentes exógenos del ahorro, ni tampoco la evidencia empírica de

que los aumentos del mismo tienden a preceder a aumentos en los niveles de inversión. La evidencia empírica para el mundo y para América Latina y el Caribe demuestra, en efecto, que el ahorro nacional antecede a la inversión, pero que la inversión no anticipa aumentos en el ahorro futuro.<sup>10</sup> Un aumento del 10% en el ahorro nacional en el período anterior aumenta la inversión actual en un 1%, mientras que un aumento en la inversión pasada no tiene un efecto significativo en el ahorro actual. Esto es válido independientemente de los canales indirectos a través de los cuales la inversión y el ahorro podrían influirse mutuamente. Por ejemplo, la inversión actual puede generar crecimiento, lo que a su vez eleva el ahorro futuro. Los datos demuestran que el ahorro es un motor de la inversión, incluso considerando el efecto indirecto a través del crecimiento, aunque no ocurre lo contrario. Sin embargo, hay episodios (ciertos países o años específicos) en los que la causalidad funciona en ambas direcciones. Por ejemplo, en ALC-7 (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela), el ahorro pasado aumenta la inversión actual y la inversión pasada impulsa el ahorro actual (Serebrisky, Margot, et al., 2015).

Los efectos bidireccionales refuerzan la premisa principal, a saber: que el ahorro nacional en América Latina y el Caribe debe subir si la región quiere promover la inversión. Sin embargo, un mayor ahorro es condición necesaria pero no suficiente para aumentar la inversión. Hay algunos ejemplos recientes de América Latina y el Caribe, en los cuales la inversión no se situó a la par de aumentos significativos del ahorro nacional.<sup>11</sup>

La recomendación de política pública más importante que se desprende de esto es que las políticas que promueven el ahorro nacional y las que promueven la inversión deben retroalimentarse (Cavallo y Pedemonte, 2015). Si las políticas a favor del ahorro desalientan la inversión sin quererlo, esas políticas probablemente fracasarán. No se trata de un mero debate abstracto; en la historia ha habido políticas populares a favor del ahorro que han fallado, como los incentivos tributarios para promover el ahorro local. Por ejemplo, en 1989 México redujo la tasa impositiva de los dividendos para facilitar el flujo de las ganancias de las empresas hacia los accionistas, que entonces canalizarían dichas ganancias hacia la inversión en otras empresas. Sin embargo, esta reforma se adoptó en un momento en que los precios relativos de los bienes de consumo e inmobiliarios estaban distorsionados y eran bajos. Por lo tanto, los ahorristas canalizaron el ingreso adicional para adquirir bienes de consumo y bienes inmobiliarios en lugar de dirigirlo hacia el financiamiento de inversión en otras empresas. El ahorro corporativo disminuyó

debido a que las ganancias retenidas eran más bajas y el ahorro de los hogares no aumentó. Como resultado, el ahorro privado se precipitó del 12% del PIB en 1989 a un promedio de 8% en el período 1991-93 (véase Calderón-Madrid, 1998).

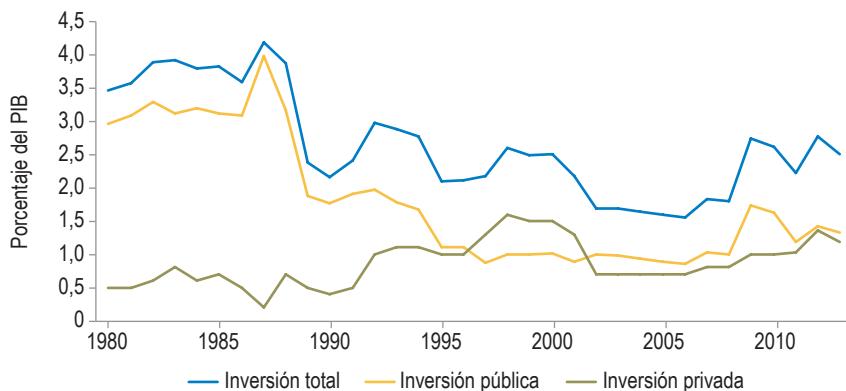
## La inversión en infraestructura: ¿primus inter pares?

¿Por qué es importante analizar la inversión en infraestructura en un libro que trata sobre el ahorro? Entre las alternativas de inversión, la infraestructura es única: tiene las características de un bien público y el rol del sector público es fundamental para que sea lo más productiva posible; también requiere financiamiento de largo plazo. América Latina y el Caribe invierte demasiado poco y no siempre destina el financiamiento a los mejores proyectos de infraestructura, y además ha demostrado ser incapaz de canalizar una parte significativa del ahorro privado hacia ese ámbito. Ningún otro componente de la inversión refleja con mayor precisión la doble necesidad de América Latina y el Caribe de ahorrar más y de hacerlo mejor. Los países de la región deben ahorrar más para aumentar la inversión en infraestructura y hacerlo mejor para canalizar más ahorro hacia inversiones en infraestructura para potenciar el crecimiento de largo plazo.

### *Un catalizador de la productividad y el crecimiento*

La infraestructura abarca el transporte, la energía, el agua y el saneamiento, así como también los activos de telecomunicaciones. Es un componente del *stock* de capital de un país y sirve como facilitador de la oferta y demanda de servicios o, dicho más técnicamente, como un insumo en la función de producción. Es prácticamente imposible pensar en el proceso de producción de las sociedades modernas o en la demanda de servicios básicos como educación o salud sin la existencia de caminos adecuados, agua y suministro de electricidad. Por lo tanto, la infraestructura tiene un impacto en el crecimiento al aumentar la productividad, reducir los costos de producción, facilitar la acumulación de capital humano mediante la ampliación del acceso a la educación, contribuir a diversificar la estructura productiva y crear empleo a través de la demanda de los bienes y servicios utilizados para proporcionar esa infraestructura.

Las recientes investigaciones empíricas demuestran una correlación positiva entre el crecimiento y la inversión en infraestructura en

**Gráfico 4.7 Evolución de la inversión en infraestructura, 1980–2013**

Fuente: Cálculos de los autores basados en Calderón y Servén (2010), CAF (2013) y CEPAL (2014a).  
Nota: El gráfico incluye datos para Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, países para los cuales hay datos disponibles desde los años ochenta.

América Latina. Calderón y Servén (2010) encuentran que al comparar 1991–95 y 2001–05, la acumulación de infraestructura contribuyó un 1,1% anual al crecimiento económico en la región. Según Standard & Poors (2015), tres años después de un aumento del 1% del PIB en la inversión en infraestructura, el PIB de Brasil se elevaría un 2,5%, el de Argentina un 1,8% y el de México un 1,3%.<sup>12</sup>

¿Cuánta inversión en infraestructura necesita América Latina y el Caribe? Esta probablemente sea la pregunta que se formula con más frecuencia en los ámbitos de discusión sobre infraestructura en la región. Dicha cuestión, claramente motivada por el desplome de los volúmenes de inversión en infraestructura de finales de los años ochenta (gráfico 4.7), ha inspirado diversas publicaciones académicas y de políticas para intentar cuantificar la brecha de infraestructura de la región (Calderón y Servén, 2003; Kohli y Basil, 2011; Perrotti y Sánchez, 2011).

Entre las formas más habituales de medir una brecha de infraestructura se incluye cuantificar la infraestructura que un país o región necesita para cumplir una determinada meta de tasa de crecimiento, para alcanzar un objetivo específico como tasa de cobertura (por ejemplo, un 100% de acceso a agua y saneamiento) o para poseer un *stock* de infraestructura similar a la de un país o grupo de países. Cualquiera sea la definición de la brecha y de las metodologías empleadas, los resultados son los mismos: América Latina y el Caribe tiene que invertir al

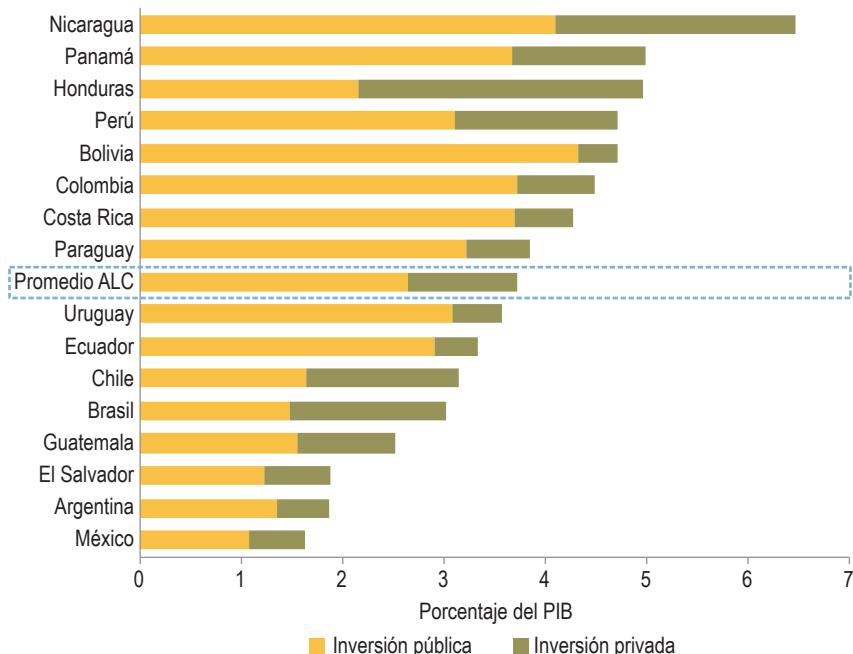
menos 5% del PIB en infraestructura durante un período prolongado. Suponiendo que las estimaciones sean correctas, la región requiere una inversión adicional en infraestructura de entre el 2% y el 2,5% del PIB al año, o el equivalente de US\$120.000 millones a US\$150.000 millones (sobre la base del PIB de la región en 2013).

La inversión en infraestructura en la región llegó a un promedio de 2,4% del PIB entre 1992 y 2013, mientras que en otras regiones y países fue significativamente mayor durante el mismo período: 8,5% en China, 5% en Japón e India, y en torno al 4% en otros países industrializados.<sup>13</sup> Además, la inversión en infraestructura de América Latina y el Caribe es un 0,8% del PIB inferior a la de Estados Unidos y la Unión Europea, regiones que tienen un *stock* de capital mucho más elevado, que requiere relativamente más inversión en mantenimiento en lugar de nuevo y mayor *stock* de infraestructura (McKinsey Global Institute, 2013).

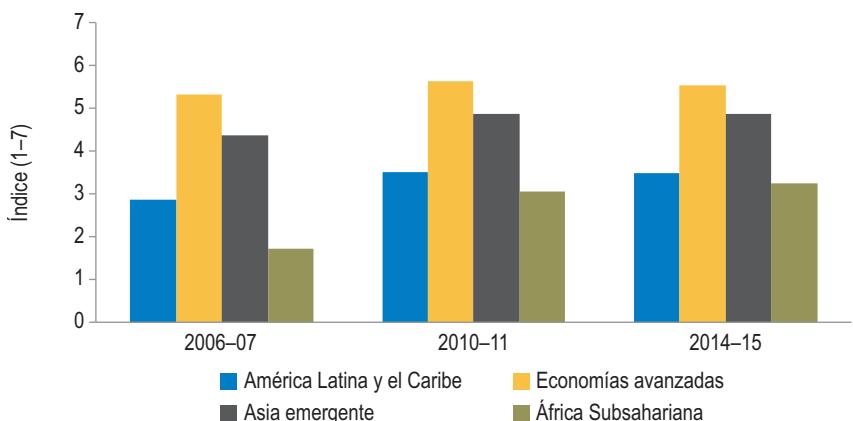
La inversión en infraestructura es escasa en toda América Latina y el Caribe, y esto ha tenido consecuencias negativas sobre la calidad de los servicios que se ofrecen en la región. Solo un país pequeño (Nicaragua) superó el umbral del 5% del PIB en inversión entre 2008 y 2013. Ninguna de las grandes economías (Argentina, Brasil, Chile o México) invirtió más del 3% del PIB, mucho menos de lo que se requiere para cerrar la brecha de infraestructura (véase el gráfico 4.8). La encuesta del Foro Económico Mundial (FEM) sobre las percepciones acerca de la calidad de la infraestructura, la más citada y utilizada en todo el mundo, es concluyente: la calidad de la infraestructura en América Latina y el Caribe se encuentra rezagada, sobre todo cuando se compara con las economías avanzadas y con Asia emergente. Incluso es más preocupante la comparación con África Subsahariana, que está reduciendo su brecha de calidad. En América Latina y el Caribe, la calidad aumentó ligeramente entre 2006 y 2014, pero en África Subsahariana mejoró mucho más. Si la tendencia continúa, América Latina y el Caribe será pronto la región con la percepción más baja acerca de la calidad de la infraestructura en el mundo.<sup>14</sup>

### *¿Inversión pública o privada? Combinar ambas, lo ideal*

La infraestructura requiere una planificación rigurosa porque crea, a la vez, externalidades positivas (efectos de red) y negativas (sobre todo en el ámbito ambiental y social). También requiere una supervisión adecuada para asegurar que los servicios cumplan con estándares de

**Gráfico 4.8 Inversión en infraestructura por país, 2008–13 (promedio anual)**

Fuente: Cálculos de los autores basados en CAF (2013) y CEPAL (2014a).

**Gráfico 4.9 Percepción de la calidad de la infraestructura: una comparación regional, 2006–15**

Fuente: Cálculos de los autores basados en Foro Económico Mundial (2006, 2010, 2014).

Nota: El índice de percepción se basa en una escala de 1 (peor) a 7 (mejor).

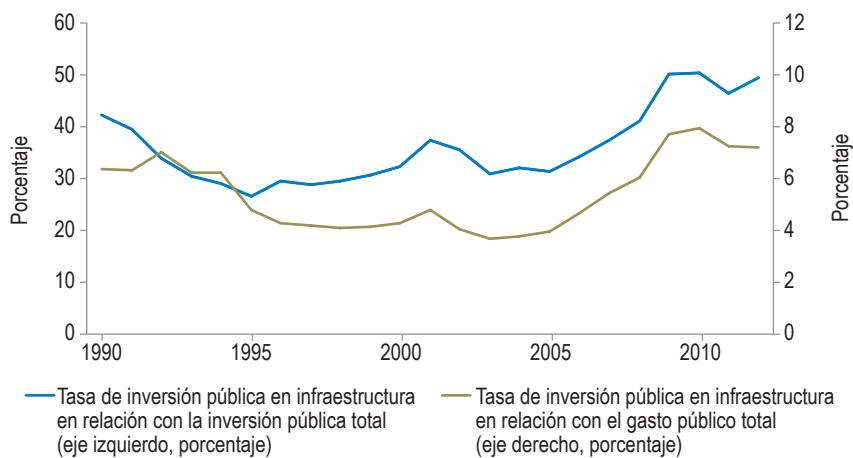
calidad adecuados. Estas actividades deben recaer en el sector público. Sin embargo, dicho sector no necesita proveer servicios de infraestructura de manera directa. En numerosos países, son las empresas privadas las que proporcionan los servicios de infraestructura a través de una diversidad de acuerdos, como contratos de gestión o concesiones, que suelen denominarse “asociaciones público-privadas” (aunque las disposiciones específicas tienen diferentes connotaciones legales y económicas en los países de América Latina y el Caribe).

Si bien ha disminuido desde su máximo en los años ochenta (véase el gráfico 4.7), la inversión pública en infraestructura es más alta que la inversión privada en todos los países de América Latina y el Caribe. La caída de la inversión pública ha sido consecuencia de dos factores: menos espacio fiscal después de las políticas de ajuste macroeconómico de los años noventa, que redujeron el gasto público, y —al mismo tiempo— la idea de que abrir los servicios de infraestructura a la propiedad y las operaciones privadas compensaría la menor inversión pública en infraestructura (Fay y Morrison, 2007).

Entre las regiones en desarrollo, América Latina y el Caribe ha sido líder en inversión privada en infraestructura. Desde 1990 hasta 2013 la región acumuló US\$680.000 millones en inversión privada, superando a Asia emergente (US\$503.000 millones) y a África Subsahariana (US\$130.000 millones). Aunque el nivel de inversión privada aumentó a partir de comienzos de los años noventa hasta llegar al 1,5% del PIB en pocos años, nunca alcanzó los niveles esperados, no pudiendo reemplazar a la inversión pública y dejando a la región con niveles de inversión total mucho más bajos como porcentaje del PIB que en los años ochenta.

Sin duda, América Latina y el Caribe necesita mucha más inversión en infraestructura y, dado el tamaño de la brecha de infraestructura, tendrá que incrementar tanto la inversión pública como la privada. Sin embargo, ¿hay espacio para hacerlo? La respuesta es sin duda “sí”, siempre y cuando se adopten las medidas y políticas específicas para cada sector.

La inversión pública en infraestructura, expresada como porcentaje de la inversión pública total, disminuyó durante los años noventa y se mantuvo en un 30% hasta mediados de la década del 2000. A partir de 2005, la composición de la inversión pública cambió y el monto destinado a infraestructura aumentó de un 30% a un 50%. La inversión pública en infraestructura como porcentaje del gasto público total también

**Gráfico 4.10 Inversión pública en infraestructura, 1990–2012**

Fuente: Cálculos de los autores sobre la base de Serebrisky, Margot, et al. (2015).

creció a partir de 2005, pero solo consiguió llegar al nivel de los años noventa (gráfico 4.10).<sup>15</sup> El desafío para América Latina y el Caribe consiste en sostener el aumento de la inversión pública en infraestructura. Desafortunadamente, si la historia sirve como referencia, las perspectivas no son favorables para incrementar la inversión en infraestructura de manera permanente.

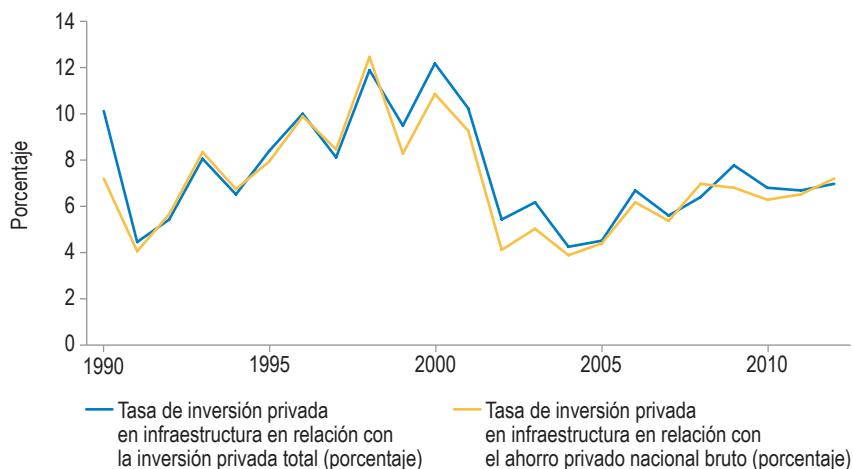
Cuando las condiciones fiscales se deterioran, la inversión en infraestructura es una de las principales partidas presupuestarias que se suprime. En tiempos de crisis o recesión, los recortes en los gastos de capital, sobre todo la inversión en infraestructura, son proporcionalmente mucho mayores que los recortes en los gastos corrientes.<sup>16</sup> Carranza, Daude y Melguizo (2014) sostienen que entre 1987 y 1992 (un período de crisis financiera y fiscal en América Latina y el Caribe) una tercera parte de la mejora de las cuentas fiscales se produjo a expensas de una menor inversión en infraestructura: los déficits públicos disminuyeron en un 6% del PIB y la inversión pública en infraestructura se restringió, en promedio, en un 2% del PIB, lo cual equivale a reducir la inversión pública en infraestructura en más del 60%. La evidencia de los gobiernos subnacionales de Brasil para el primer semestre de 2015 señala que la desaceleración del crecimiento económico obligó a los estados a recortar su inversión en infraestructura en un 46%.<sup>17</sup>

¿Qué puede hacerse para elevar la inversión pública en infraestructura de manera sostenible y contribuir así a cerrar la brecha en este campo? Inexorablemente el ahorro público debe aumentar. ¿Cómo hacerlo? Una opción es crear espacio fiscal adicional a través de mayores ingresos (como el financiamiento a través de impuestos generales) y canalizarlo hacia la infraestructura. Otra opción es cambiar la composición del gasto público, reduciendo los gastos corrientes a favor de la inversión en infraestructura. Otras políticas, tales como: i) incrementar las tarifas a los usuarios en sectores donde son más bajas de lo necesario para la recuperación de costos; ii) crear tasas para capturar el valor que produce la nueva infraestructura, y iii) aumentar la eficiencia de la inversión pública mejorando el ciclo de proyecto de la entrega de infraestructura, desde la planificación hasta las adquisiciones, la supervisión de los trabajos y la calidad de la regulación en los servicios, son todas importantes y necesarias en la región.

El principal mensaje para los gobiernos es que, para aumentar la inversión pública, es necesario que se incremente el ahorro público. Este no tiene necesariamente que provenir de impuestos o recortes generalizados de gastos. Cambiar la composición del gasto, de gastos corrientes a gastos de capital o mejorar la eficiencia del gasto público puede llevar a aumentar el ahorro público y generar recursos adicionales para la inversión pública (véase el capítulo 8).

### ***La otra mitad***

El sector público no podrá cerrar la brecha de infraestructura por sí solo. En el futuro, el camino para la región consiste en generar las condiciones requeridas para incrementar considerablemente la inversión privada en infraestructura. ¿Cuánto tiene que aumentar la inversión privada? La respuesta depende del comportamiento de la inversión pública. Suponiendo, como ejercicio, que la inversión pública llegue a un nivel optimista del 2% del PIB, la inversión privada tendría que triplicarse (de un 1% a un 3% del PIB) a fin de alcanzar el umbral del 5% del PIB requerido para cerrar la brecha de infraestructura. Con tan solo mirar la evolución de la inversión privada en infraestructura comparada con la inversión privada total y el ahorro privado interno (gráfico 4.11), queda claro que la inversión privada en infraestructura tiene espacio para crecer, al menos para igualar los valores observados a finales de los años noventa.

**Gráfico 4.11 Inversión privada en infraestructura, 1990–2012**

Fuente: Cálculos de los autores sobre la base de Serebrisky, Margot, et al. (2015).

Para que crezca la inversión privada en infraestructura se requiere una acción simultánea en dos frentes: fortalecer la capacidad regulatoria e institucional para generar una cartera de proyectos bien elaborada, y transformar a la infraestructura en una clase de activos financieros a fin de canalizar el ahorro privado hacia este campo. Existe un conjunto importante de conocimientos que aborda aspectos específicos de cómo diseñar e implementar proyectos de inversión con participación privada o con asociaciones público-privadas.<sup>18</sup> Los estudios disponibles se concentran casi exclusivamente en el nivel de proyecto, con énfasis en las características del proyecto (sector, compromisos de inversión, patrocinadores, estructuración del financiamiento) y su resultado (productividad, calidad de los servicios). Sin embargo, hay una notable falta de evidencia sobre qué debe hacer la región para promover la infraestructura como una clase de activos. Sorprendentemente, no existe un análisis regional a nivel macro de las fuentes de financiamiento utilizadas para financiar la infraestructura. Es decir, al margen de quién construye y gestiona los activos, la pregunta de dónde proviene el financiamiento (ahorro nacional o externo) continúa pendiente.

En las secciones que siguen se analiza en profundidad el mercado privado del financiamiento de la infraestructura en América Latina y el Caribe y se define una agenda para transformar la infraestructura en un

activo más atractivo, sobre todo para los inversionistas institucionales, que administran una cantidad creciente de ahorros privados.

## Entender el mercado de financiamiento de infraestructura

Los activos de infraestructura son diferentes de todos los demás activos (edificios industriales, maquinaria, escuelas) que constituyen la definición de FBCF. Implican importantes costos de construcción por adelantado, conllevan altos riesgos iniciales debido a costos de construcción imprevistos seguidos de una demanda incierta, generan ingresos solo después de haber efectuado el mayor gasto (costos de construcción) y no se pueden reconvertir en usos alternativos. Dadas estas peculiares características, la única manera viable de pagar por la mayoría de los activos de infraestructura es con financiamiento a largo plazo.

El ahorro externo para financiar la infraestructura es posible, pero no suficiente en la región. Incluso en años recientes, con perspectivas de crecimiento positivas y con una inversión extranjera directa (IED) que ha llegado al 3% del PIB, solo el 10% de esa cantidad se ha destinado a infraestructura, y casi toda se ha concentrado en Chile y Brasil (Powell, 2013). Con este historial de IED para infraestructura, el ahorro externo decididamente no cambiará el panorama del financiamiento en este campo en América Latina y el Caribe.

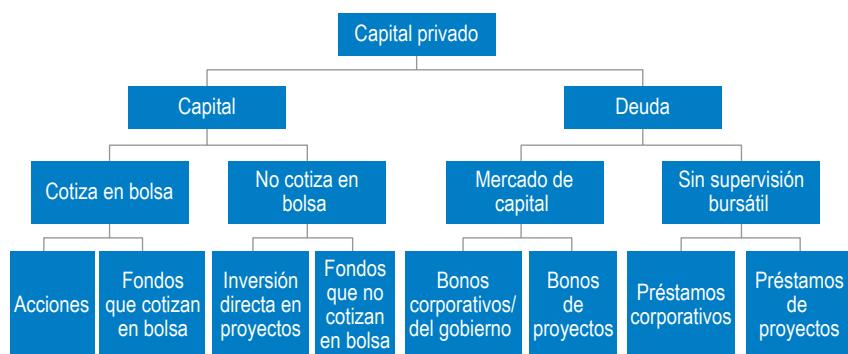
Sin embargo, el volumen no es el único problema de la IED. La moneda local tiene otras claras ventajas como fuente de financiamiento a largo plazo. En América Latina y el Caribe, donde los mercados de capital no están lo suficientemente desarrollados, no suelen darse oportunidades de cubrir los riesgos. Por lo tanto, es difícil asegurar el financiamiento externo para los proyectos de infraestructura, cuyos activos no tienen uso alternativo. Además, se produce un desajuste entre el ingreso en moneda local, obtenido de la infraestructura, y el pago de las obligaciones de deuda en moneda extranjera. Este descalce monetario ha sido fuente de inestabilidad y de renegociación de contratos a largo plazo de los servicios de infraestructura. Otro motivo por el que debería existir el financiamiento a largo plazo en moneda local es que los inversionistas internacionales suelen requerir la participación activa de contrapartes locales como co-financiadores en proyectos de infraestructura. Toda la evidencia sugiere que es preciso contar con ahorro nacional en cantidades suficientes y de buena calidad (canalizado con los instrumentos adecuados para ajustarse a las necesidades específicas

de la infraestructura) a fin de cerrar la brecha existente en este campo en América Latina y el Caribe.

Como reacción ante la caída del financiamiento disponible para infraestructura y los recortes presupuestarios que hubo en diversos países a causa de la crisis financiera de 2008–09, un cúmulo de informes sobre políticas públicas provenientes de los bancos multilaterales de desarrollo, del Grupo de los 20 (G-20), *think-tanks* y ámbitos académicos llegó a la conclusión adicional de que una mayor participación del sector privado en infraestructura es la única manera de mantener y mejorar el conjunto y la calidad de los servicios en este campo.<sup>19</sup> Los informes mencionados compartían otra conclusión preocupante, a saber: que hay una falta alarmante de información acerca de *quién* se incluye en la definición de sector privado, *cuál* es el rol de cada actor de dicho sector y *qué* vehículos prefieren para canalizar las inversiones en infraestructura. No es sorprendente que la falta de información sea más aguda en las regiones en desarrollo, y América Latina y el Caribe no constituye ninguna excepción.

El financiamiento privado de la infraestructura adopta una de dos formas: puede que los inversionistas decidan invertir directamente en proyectos de infraestructura comprometiendo capital, o bien prestando a proyectos o empresas de infraestructura específicas (a través de bonos, préstamos y financiamiento de gobiernos extranjeros y de instituciones financieras internacionales) (gráfico 4.12). Las inversiones se pueden asignar a través de *vehículos que cotizan en bolsa* (acciones de empresas de infraestructura, bonos del gobierno o corporativos, inversiones en fondos

**Gráfico 4.12 Mercado de financiamiento de la infraestructura**



Fuente: Cálculos de los autores adaptados de Inderst (2013), e Inderst y Stewart (2014).

de infraestructura que cotizan en bolsa) o *vehículos que no cotizan en bolsa* (transacciones de capital o de deuda a través de mercados privados o inversiones en fondos de infraestructura que no cotizan en bolsa).

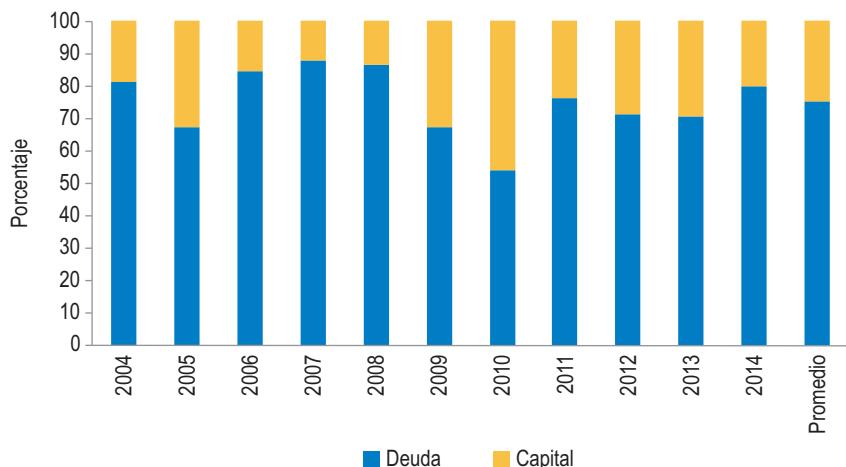
La importancia relativa de cada canal en el mercado de financiamiento de la infraestructura varía considerablemente de un país a otro. Los vehículos de inversión preferidos suelen estar determinados por el grado de desarrollo de los mercados internos de capital, por los marcos regulatorios y de gobernanza y por la capacidad y los conocimientos de los inversionistas (Estache, Serebrisky y Wren-Lewis, 2015). En general, las distintas fases del ciclo del proyecto suelen ser financiadas por diferentes agentes o instrumentos: con frecuencia los bancos están mejor preparados para asumir los riesgos de complejas operaciones de infraestructura y para abordar asimetrías de información, sobre todo en las primeras etapas del diseño del proyecto, mientras que las emisiones de bonos y el financiamiento a largo plazo de los inversionistas institucionales son alternativas más viables para ampliar y consolidar el financiamiento de la inversión más tarde en la vida del proyecto (Ehlers, 2014; Canuto, 2014). Este es el motivo por el cual el capital y los préstamos bancarios son más habituales durante la fase de construcción, cuando hay mayores riesgos, mientras que los bonos suelen utilizarse durante las fases operativas, cuando los proyectos pueden generar flujos de caja fiables y los riesgos disminuyen.

¿Cómo se financia la infraestructura privada en América Latina y el Caribe? Una manera natural de responder a esta pregunta sería rellenando las casillas del gráfico 4.12. Sin embargo, las limitaciones de los datos se traducen en información meramente parcial. Ninguna fuente públicamente disponible detalla la composición del mercado de financiamiento de infraestructura en América Latina y el Caribe. Para cerrar esta brecha, Serebrisky, Suárez-Alemán, et al. (2015) analizaron la tipología de inversionistas activos en el mercado de financiamiento de infraestructura en la región.<sup>20</sup> El estudio contó con una muestra de 377 proyectos de infraestructura implementados en América Latina y el Caribe entre 2004 y 2014, obtenida de la base de datos del *Infrastructure Journal*, que equivalen a un total de más de US\$56.000 millones.<sup>21,22</sup>

### ***La deuda sobresale***

Tradicionalmente, en América Latina y el Caribe la infraestructura se ha financiado con deuda, como puede apreciarse en el gráfico 4.13. A

**Gráfico 4.13 Evolución de la proporción de capital y deuda en el financiamiento privado de infraestructura, 2004–14**



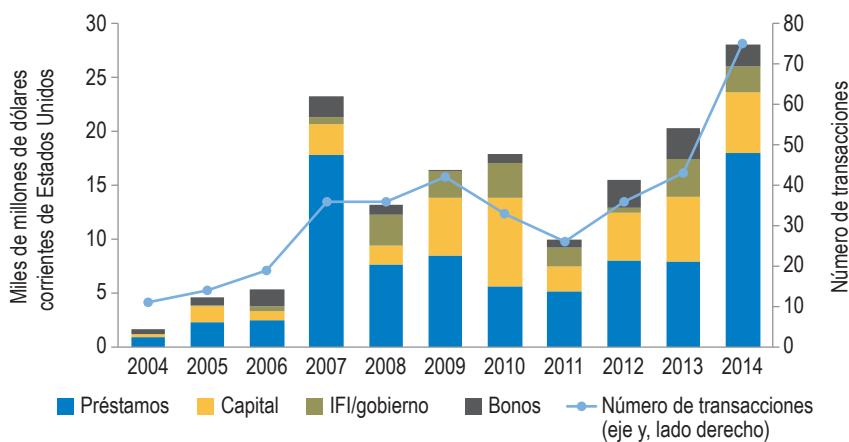
Fuente: Serebrisky, Suárez-Alemán, et al. (2015), a partir de los datos de *Infrastructure Journal*.

pesar de que el capital ganó terreno al final de la década pasada debido a la crisis financiera, la deuda se recuperó rápidamente. En promedio, entre 2004 y 2014 la deuda ascendía al 67% del financiamiento privado para infraestructura. La deuda extrabursátil<sup>23</sup> (que incluye los préstamos bancarios a los proyectos de infraestructura) equivale a casi todo el financiamiento vía deuda y pone de manifiesto la falta de profundidad de los mercados de capital en América Latina y el Caribe.

Desafortunadamente, los datos disponibles son insuficientes para esclarecer los componentes del financiamiento de capital. Los pocos datos con los que se cuenta sugieren que la forma más común de inversiones de capital en infraestructura es a través de opciones sin cotización bursátil y sobre todo realizando contribuciones de capital directas a los proyectos. Por lo tanto, la mayor parte de la inversión de capital en la región se lleva a cabo directamente, en lugar de depender del mercado bursátil o de los fondos que gestionan terceras partes (con o sin cotización).

La composición de los vehículos de financiamiento y su evolución a lo largo del tiempo son muy similares en América Latina y el Caribe y el resto del mundo (véanse los gráficos 4.14 y 4.15). La región se recuperó antes y más rápidamente de la crisis financiera que comenzó en 2008, aunque dicha recuperación ha sido débil; hubo que esperar hasta 2014 para que el total del financiamiento privado superara sus niveles de 2007. El porcentaje de deuda y capital es similar en América Latina y el

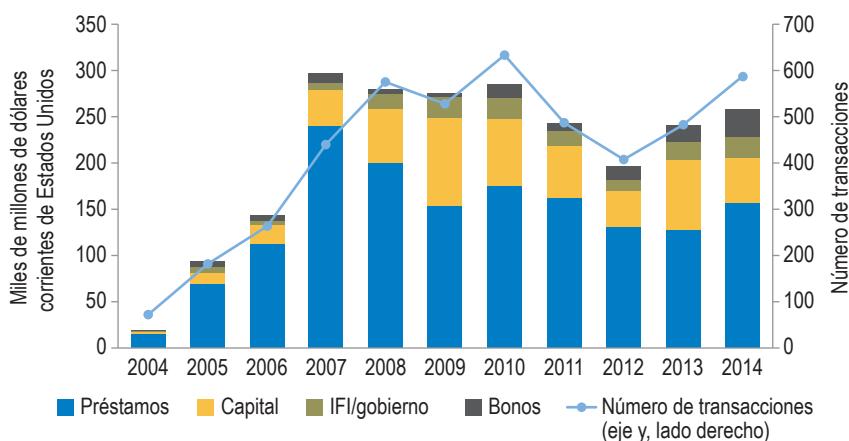
**Gráfico 4.14 Financiamiento privado de infraestructura por tipo de instrumento, 2004–14**



Fuente: Cálculos de los autores basados en Serebrisky, Suárez-Alemán, et al. (2015), a partir de la base de datos de *Infrastructure Journal*.

IFI = instituciones financieras internacionales.

**Gráfico 4.15 Financiamiento privado de infraestructura en todo el mundo por tipo de instrumento, 2004–14**



Fuente: Cálculos de los autores basados en Serebrisky, Suárez-Alemán, et al. (2015), a partir de la base de datos de *Infrastructure Journal*.

IFI = instituciones financieras internacionales.

Caribe y el resto del mundo. El hecho notable, aunque previsible, es que los préstamos bancarios se han contraído severamente, una consecuencia directa de los requisitos de reserva más estrictos.

**Cuadro 4.1 Proveedores de financiamiento privado en proyectos de infraestructura, 2005–14**

Ranking	Tipo de agente	Proporción (porcentaje)
1	Banco comercial	50,55
2	Banco nacional o estatal	13,65
3	Desarrollador/Contratista o empresa constructora	9,12
4	Empresa privada	8,83
5	Banco multilateral o de desarrollo	7,34
6	Banco de inversión	3,28
7	Organismo de crédito a la exportación	2,05
8	Fondo de inversión o infraestructura	1,90
9	Agencias del gobierno/autoridad pública	1,88
10	Fondo de pensiones	1,11
11	Fondo soberano	0,24
12	Aseguradora	0,04

Fuente: Cálculos de los autores basados en Serebrisky, Suárez-Alemán, et al. (2015), a partir de la base de datos de *Infrastructure Journal*.

Nota: La clasificación mostrada es la utilizada por la base de datos de *Infrastructure Journal*.

¿Quién suministra financiamiento en este mercado? Son varios los proveedores que participan en el mercado de financiamiento privado de la infraestructura (cuadro 4.1). Los bancos comerciales otorgan, con creces, el mayor porcentaje del financiamiento privado de América Latina y el Caribe: uno de cada dos proyectos de infraestructura ha sido financiado por los bancos comerciales durante el período de estudio.<sup>24</sup> El cuadro 4.1 confirma varios hechos interesantes acerca del financiamiento privado de la infraestructura en la región. A su vez, los bancos nacionales de desarrollo desempeñan un rol clave, con una participación del 13,65%<sup>25</sup>, mientras que la participación de los bancos multilaterales de desarrollo es escasa, en línea con anteriores estimaciones, incluyendo tanto los préstamos soberanos como no soberanos (Powell, 2013). La participación de inversionistas institucionales (como fondos de pensión, aseguradoras y fondos de inversión) en el financiamiento privado de la infraestructura de América Latina y el Caribe es insignificante (menor al 2%).

## La infraestructura como una clase de activos

En el lenguaje de este libro, el desarrollo de la infraestructura como una clase de activos sería un instrumento para ahorrar mejor, dado que ofrece

un mecanismo para canalizar ahorro hacia activos de inversión que mejoran la productividad de manera directa. Se puede pensar en la infraestructura como una clase de activos por derecho propio, en lugar de una subclase derivada del sector inmobiliario. Aunque se parece al sector inmobiliario, difiere del mismo en ciertos aspectos fundamentales. En todos los casos, la infraestructura implica activos con una larga vida que crea retornos recurrentes y estables, y que suelen estar indexados por la inflación. En comparación con el sector inmobiliario, la infraestructura está menos expuesta a los ciclos económicos, tiene flujos de caja más predecibles (lo que permite un mayor apalancamiento) y tiene barreras de entrada legales y a veces económicas (dando estabilidad a los retornos si la regulación económica es adecuada). Sin embargo, aún en 2014 ni siquiera los inversionistas más sofisticados en la región veían a la infraestructura como una clase de activos. Una reciente encuesta llegó a la conclusión de que más del 40% de los inversionistas siguen sin incluir a la infraestructura como un activo en sus carteras (J. P. Morgan Asset Management y Af2i, 2014).

Pese a la creciente demanda no satisfecha de servicios de infraestructura, los altos costos de transacción, los riesgos políticos y de gobernanza, y las barreras políticas y regulatorias de la mayoría de los países de la región llevan a que la rentabilidad de las inversiones ajustadas por el riesgo sea demasiado baja para atraer la inversión privada. La cartera de proyectos bien elaborados es pequeña; no existen los instrumentos financieros apropiados de suficiente liquidez (como bonos para financiar los proyectos) para movilizar a los inversionistas locales; todavía hay grandes inconsistencias en los contratos, concesiones, documentos de licitaciones y una recuperación crítica de los costes subyacentes, y las dificultades de flujo de caja aquejan a los sectores que necesitan inversión privada. Por lo tanto, es imperativo fortalecer la capacidad institucional del sector público en todo el ciclo de proyecto de infraestructura. Una mejor capacidad técnica en el sector público, unida a una menor interferencia política que altere la sostenibilidad económica y financiera de la provisión de servicios de infraestructura (a través de cambios arbitrarios en tarifas y programas de inversión), reduciría la incertidumbre y, por ende, el costo del capital al que se enfrentan los inversionistas privados. Según un estudio reciente, el 87% de los inversionistas de América Latina y el Caribe considera que las debilidades institucionales constituyen un obstáculo clave para aumentar la inversión en infraestructura, en comparación con el 41% en Europa y Medio Oriente, y tan solo el 31% en Asia y el Pacífico (BlackRock, 2015).

### *Inversionistas institucionales: una fuente de financiamiento no explotada*

Los inversionistas institucionales, sobre todo los fondos de pensiones, las aseguradoras y los fondos mutuos, se están convirtiendo en actores cada vez más relevantes en los mercados financieros. Tan solo en los países miembros de la OCDE estos inversionistas poseían más de US\$70 billones en 2012. La mayor parte de la atención para atraer financiamiento a largo plazo destinado a infraestructura se centra en las aseguradoras y los fondos de pensiones. En los países de la OCDE dichos inversionistas de largo plazo ostentaban US\$45 billones en activos en 2012 (US\$24 billones de las aseguradoras y US\$21 billones de los fondos de pensiones). En América Latina y el Caribe la cantidad era apenas algo más de US\$1 billón, cifra cercana al 20% del PIB (Della Croce y Yermo, 2013).

Los fondos de pensiones y su asignación de cartera en infraestructura han sido objeto de muchos más análisis que las aseguradoras. Pero, pese a la creciente atención, los datos sobre la asignación de los fondos de pensiones a infraestructura son muy difíciles de obtener, en parte porque la infraestructura no suele considerarse una clase de activos por sí sola. La OCDE encabeza un esfuerzo para cerrar la brecha de información. El primer intento para comparar la asignación de los fondos de pensiones en infraestructura fue una encuesta llevada a cabo en 2014. Los fondos de pensiones de Australia y Canadá han sido líderes en inversión directa en infraestructura, con una asignación promedio del 5% de los activos totales a este sector.<sup>26</sup>

Aunque los fondos de pensiones de América Latina administran un conjunto de fondos cada vez mayor, las asignaciones a infraestructura son reducidas. Los países con las carteras más grandes de fondos de pensiones gestionados en la región —medidos como porcentaje del PIB en 2014— son Chile (63%), México (48%), Perú (18%), Colombia (16%) y Brasil (11%). Si bien las cifras varían según las diferentes fuentes, la parte que estos fondos asignan a infraestructura es relativamente menor. En Brasil invierten el 2%; en México el 1%, y en Chile solo el 0,2% (Della Croce y Gatti, 2014). La asignación promedio a infraestructura de los cinco países es del 2,6%, según Alonso, Arellano y Tuesta (2015). En cambio, Serebrisky, Suárez-Alemán, et al. (2015) calculan que ha habido una asignación regional promedio de un 1,1% entre 2005 y 2014.

La actual asignación de los fondos de pensiones en América Latina y el Caribe —entre 1% y 2% del total de activos gestionados en promedio

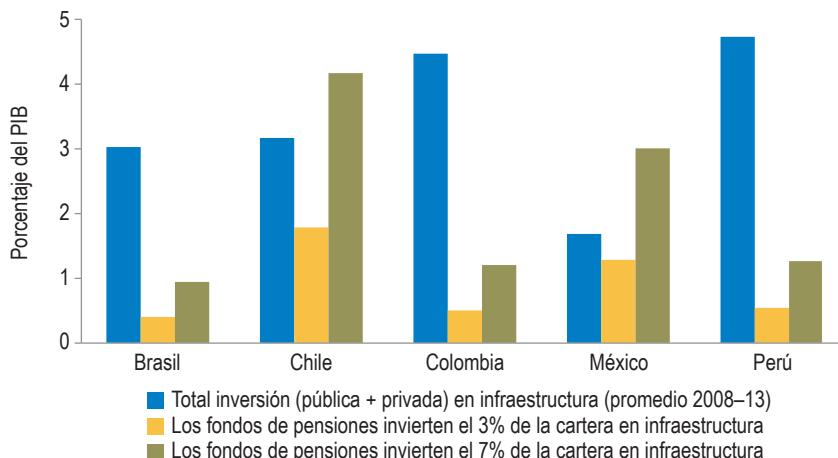
de acuerdo con las escasas fuentes disponibles— es claramente insuficiente para impulsar la inversión en infraestructura. Sin embargo, ¿qué grado de exposición a la infraestructura sería razonable para los fondos de pensiones en la región? Se evalúan dos escenarios alternativos. En el límite inferior está la hipótesis del 3% de las carteras de inversión de los fondos, que representa el nivel mínimo para contribuir de manera significativa a un aumento de las inversiones en infraestructura. El escenario del extremo superior plantea una asignación del 7% de las carteras de inversión de los fondos, que corresponde a la exposición más alta a la infraestructura de parte de los fondos de pensiones en el mundo (observado en Australia y Canadá, países en los cuales la asignación promedio a infraestructura es del 5%).

Una primera alternativa para estimar el impacto de la inversión en infraestructura se centra en el *stock* de activos gestionados y calcula la inversión total adicional en infraestructura que resultaría de la asignación de un porcentaje del *stock* de activos de los fondos de pensiones gestionados. Supóngase que los fondos de pensiones aumentan su exposición de activos a la infraestructura invirtiendo el 3% (o el 7%) del *stock* de activos gestionados en proyectos de infraestructura. La inversión en infraestructura se incrementaría significativamente en Chile y México. También se elevaría —aunque no lo suficiente para tener un impacto notable— en Brasil, Colombia y Perú (véase el gráfico 4.16) debido al tamaño más pequeño de los activos gestionados en aquellas economías. En Chile la inversión en infraestructura podría aumentar entre el 2% y el 4% del PIB (dependiendo de la hipótesis usada); esto podría duplicar la tasa de inversión actual. En México un cambio en las asignaciones de cartera de los fondos de pensiones podría llegar a más del doble de la tasa de inversión actual en infraestructura, pasando de menos del 2% del PIB a cerca del 5% del PIB.<sup>27</sup>

Para el ejercicio anterior se empleó el *stock* de activos gestionados para aumentar la inversión en infraestructura. Esto puede hacerse solo una vez. En cuanto los fondos de pensiones llegan al hipotético 3% (o 7%) de exposición a la infraestructura, no hay más fondos disponibles para financiar inversiones adicionales en dicho sector. Para aumentar la inversión en infraestructura a lo largo del tiempo —no solo una vez, si no durante muchos años— es necesario extender la inversión utilizando *flujos* en lugar de *stocks*.

¿Qué significa esto para los fondos de pensiones? Dichos fondos podrían invertir en infraestructura utilizando los fondos adicionales que

**Gráfico 4.16 Impacto en la inversión en infraestructura de un aumento por única vez en los activos de los fondos de pensiones gestionados**

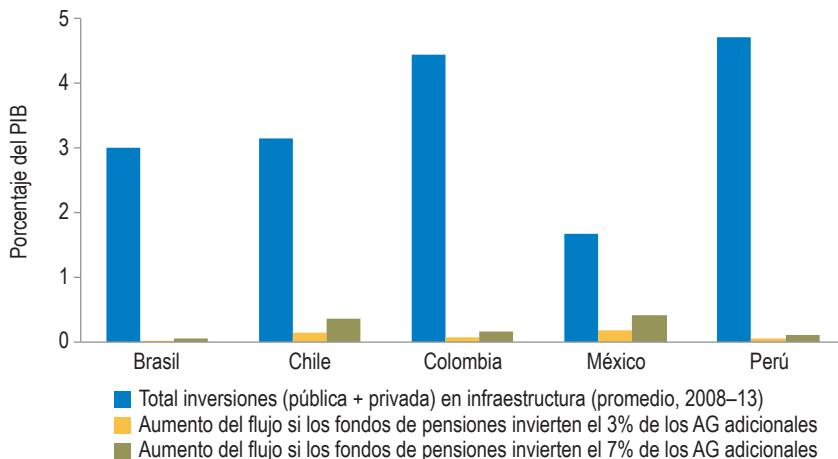


Fuente: Cálculos de los autores basados en Estadísticas del FMI y las siguientes fuentes de país: Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Brasil); Superintendencia de Pensiones (Chile); Superintendencia Financiera de Colombia (Colombia); Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (Méjico) y Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (Perú.)

reciben de los nuevos contribuyentes (netos) al sistema y sus ganancias de capital. Estas cifras se pueden obtener calculando la variación de los activos gestionados de un año al siguiente. Sin embargo, los flujos no son tan grandes como los *stocks*. Los activos de los fondos de pensiones gestionados tienden a aumentar de un año a otro (excepto durante los años de crisis financiera, como en 2008). Así, entre 2007 y 2014 los activos gestionados crecieron en promedio alrededor de un 5% del PIB por año en Chile y Méjico, un 2% en Colombia y Perú, y menos de un 1% en Brasil. La inversión del 7% de estos incrementos en infraestructura genera un aumento anual de las inversiones totales en dicho sector de un 0,35% del PIB en Chile y del 0,4% del PIB en Méjico, que son los países donde la inversión se elevaría más. En todos los demás países, las contribuciones de los fondos de pensiones al aumento (anual) en el total de inversión en infraestructura no llegaría al 0,2% del PIB (véanse el gráfico 4.17 y el cuadro 4.2).

Aunque la inversión adicional en infraestructura a partir del ahorro administrado por los fondos de pensiones es considerable en algunos países, difícilmente pueda cambiar radicalmente el panorama. En el escenario más optimista la inversión de un 7% de los activos adicionales gestionados puede aumentar la inversión en infraestructura en no

**Gráfico 4.17 Impacto en la inversión en infraestructura del aumento del flujo de los activos de los fondos de pensiones gestionados (AG)**



Fuente: Cálculos de los autores basados en estadísticas del FMI y las siguientes fuentes de país: Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Brasil); Superintendencia de Pensiones (Chile); Superintendencia Financiera de Colombia (Colombia); Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (México) y Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (Perú).

AG = activos gestionados.

**Cuadro 4.2 Potenciales inversiones adicionales en infraestructura utilizando los flujos de los activos de los fondos de pensiones gestionados (porcentaje del PIB)**

País	Inversión total (pública + privada) (promedio, 2008–13)	Inversión adicional si los fondos de pensiones invierten:	
		3% de aumento en AG	7% de aumento en AG
Brasil	3,01	0,02	0,06
Chile	3,14	0,15	0,35
Colombia	4,45	0,07	0,16
México	1,68	0,18	0,41
Perú	4,70	0,05	0,11

Fuente: Cálculos de los autores.

AG = activos gestionados.

más de un 0,4% del PIB. El cuadro 4.2 muestra que, en la mayoría de los casos, las tasas de inversión en infraestructura se elevan menos del 0,2% del PIB. Desde esta perspectiva, puede que los fondos de pensiones no sean la panacea para aumentar las inversiones en infraestructura. Las inversiones adicionales generadas a partir de dichos fondos lograrían

escasos resultados para resolver la brecha en infraestructura predominante en América Latina y el Caribe.

Es probable que los fondos de pensiones no cierren la brecha de infraestructura, pero pueden contribuir a incrementar las inversiones en este sector. No obstante, para ello se requiere un importante conjunto de acciones que exceden el ámbito de acción bajo control de los fondos de pensiones o de sus reguladores. En primer lugar, deben reducirse los riesgos políticos asociados con un entorno macroeconómico y regulatorio inestable. Otras iniciativas tienen que ver con la reforma de las regulaciones que limitan el porcentaje de los activos gestionados que los fondos de pensiones pueden invertir en infraestructura. Para eliminar otras barreras, se requerirá una estrecha colaboración entre los reguladores financieros y los fondos de pensiones en los siguientes aspectos:

- *Valoración de activos*: algunos países demandan que los fondos de pensiones informen a diario sobre las variaciones en sus cuota partes. La inversión directa en infraestructura requiere instrumentos que no son líquidos y, por lo tanto, precisan una fórmula de valoración ad hoc para cumplir con la exigencia diaria de valoración de la cartera.
- *Transparencia y riesgos*: dado que los activos de infraestructura no suelen transarse con frecuencia en los mercados, es difícil para los supervisores (superintendentes de fondos de pensiones) monitorear las valoraciones precisas de los activos de infraestructura. Dadas las restricciones de información y recursos, también es difícil para los supervisores evaluar los riesgos de desempeño de los activos de infraestructura.
- *Liquidez*: aun entendiendo que los activos de infraestructura se retienen durante largos períodos, un superintendente tiene que garantizar la liquidez del conjunto de la cartera (esto es particularmente relevante en países donde hay escasas limitaciones para que los usuarios cambien de fondos de pensiones). Ello no genera incentivos para promover el crecimiento de activos como la infraestructura, que son ilíquidos.

A pesar de la necesidad de atraer financiamiento privado para mejorar la infraestructura de América Latina y el Caribe, los elementos fundamentales de un proyecto de infraestructura no deberían

modificarse para garantizar a los inversionistas tasas de retorno más altas que en proyectos comparables. En otras palabras, las condiciones favorables para atraer a los inversionistas institucionales deberían crearse y mantenerse, pero no deberían suponer costos excesivos a través de tarifas promedio más altas por los servicios brindados, o mayores subsidios para los gastos operativos y de capital.

Los inversionistas institucionales ofrecen el potencial para aumentar el financiamiento privado en infraestructura. Sin embargo, constituyen tan solo uno de los elementos básicos para contribuir a financiar la construcción de la infraestructura necesaria que sirva de soporte a una economía productiva. Si bien no resulta desdeñable, el potencial de los fondos de pensiones es —de hecho— limitado, y subraya la necesidad de explotar todas las fuentes disponibles de ahorro privado (incluidos los fondos de pensiones y otros inversionistas institucionales) y canalizarlos hacia la inversión en infraestructura.

### Hacia una mejor estrategia de inversión

La inversión en América Latina y el Caribe debería aumentar a niveles compatibles con altas tasas de crecimiento del PIB, que sean sostenibles a largo plazo. Idealmente, debería situarse cerca del 25% del PIB. Pero la región se encuentra lejos de ese nivel, y languidece por debajo del promedio del 20% desde hace 30 años.

Si la región pretende incrementar significativamente la inversión y sostenerla en el tiempo, esta tendrá que ser financiada a través del ahorro nacional. El ahorro externo no se puede comparar con el nacional cuando se trata de financiar la inversión interna. Desde luego, un mayor ahorro nacional es una condición necesaria para aumentar la inversión, pero no suficiente. Para que ese ahorro adicional tenga el máximo impacto, debe canalizarse con eficiencia hacia alternativas de inversión más productivas.

Uno de los usos más productivos del ahorro nacional es la infraestructura. La inversión eficiente y de calidad en infraestructura reduce los cuellos de botella, lo que mejora las perspectivas de crecimiento. Desafortunadamente, los países de América Latina y el Caribe no están invirtiendo lo suficiente en infraestructura; de hecho, actualmente la inversión como porcentaje del PIB es más baja que hace 30 años. La brecha de infraestructura se está expandiendo con respecto a otras regiones en desarrollo y a las economías avanzadas. Para ampliar la

infraestructura de la región, se requiere un financiamiento local de largo plazo, precisamente el tipo de financiamiento que proporciona el ahorro nacional. En el mejor de los casos, el ahorro externo es un complemento del interno en el financiamiento de la infraestructura.

Para incrementar la inversión en infraestructura de América Latina y el Caribe, tendrá que aumentar tanto la inversión pública como la privada. El sector público seguirá desempeñando un rol sobresaliente, porque numerosos proyectos de infraestructura tienen las características de los bienes públicos. Al mismo tiempo, el sector privado puede realizar su rol mejorando la eficiencia de las operaciones de servicios de infraestructura y contribuyendo a financiar proyectos de infraestructura, con lo cual se aliviaría la carga del sector público.

Desde luego, el sector privado no es monolítico. Lo componen diferentes agentes con distintos conocimientos específicos y variadas actitudes hacia el riesgo y la incertidumbre, que utilizan diferentes vehículos en distintas fases para invertir en infraestructura. La clave consiste en desarrollar la infraestructura como una clase de activos, permitiendo que se amplíen los vehículos existentes, o que surjan otros nuevos, de modo de atraer a los agentes más adecuados en cada etapa del ciclo de vida del proyecto. Una medida en esta dirección consiste en atraer a los inversionistas institucionales, como los fondos de pensiones y las aseguradoras, que tienen recursos disponibles, y adscribirlos a proyectos cuyas inversiones requieren retornos de largo plazo y baja volatilidad. Esto abriría la posibilidad de incrementar la participación actual de la inversión privada en infraestructura, a la vez que contribuiría a canalizar el crecimiento futuro del ahorro nacional hacia la infraestructura.

## Notas

- <sup>1</sup> Los países se han agrupado utilizando la clasificación del ingreso nacional de la base de datos del Banco Mundial. Las economías de bajo ingreso se definen como aquellas con un ingreso nacional bruto (INB) per cápita —calculado a partir del método Atlas del Banco Mundial— de US\$1.045 o menos en 2013. Las de ingreso medio tienen un INB per cápita superior a US\$1.045, pero inferior a US\$12.746. Por último, las economías de alto ingreso acusan un INB per cápita de US\$12.746 o más. Las economías de ingreso medio bajo y de ingreso medio alto están separadas por un INB per cápita de US\$4.125.
- <sup>2</sup> La Comisión sobre Crecimiento y Desarrollo es un grupo patrocinado por cuatro organizaciones gubernamentales de Australia, Países Bajos, Reino Unido y Suecia, más la Fundación William y Flora Hewlett y el grupo del Banco Mundial. Está compuesta por 19 dirigentes políticos, del gobierno y empresarios, la mayoría de los países en desarrollo, y dos economistas laureados con el Premio Nobel.
- <sup>3</sup> Los países son Botsuana, Brasil, China, Hong Kong, Indonesia, Japón, Malasia, Malta, Omán, República de Corea, Singapur, Tailandia y Taiwán.
- <sup>4</sup> La clasificación de las regiones, desde las menos volátiles hasta las más volátiles según el coeficiente de variación, es la siguiente: China (0,18); economías avanzadas (0,21); Asia emergente (excepto China) (0,23); América Latina y el Caribe (0,26), y África Subsahariana (0,45).
- <sup>5</sup> Los países de Asia emergente son China, Hong Kong, India, Indonesia, Malasia, República de Corea, Singapur y Tailandia.
- <sup>6</sup> La tasa de ahorro externo de Nicaragua es del 15% del PIB y la de Guyana es del 10%. Otros países tienen tasas cercanas al 8% —entre ellos Bahamas (7,2%), Belice (6,2%) y Jamaica (7,4%)— pero la mayoría de estos países tienen altas tasas de remesas. Las economías más grandes de la región tenían tasas de ahorro externo inferiores al 3% del PIB entre 1980 y 2013.
- <sup>7</sup> Para una explicación detallada de las vulnerabilidades macroeconómicas provocadas por una dependencia excesiva del ahorro externo, véase el capítulo 5.
- <sup>8</sup> Feldstein y Horioka (1980) estiman un modelo econométrico de inversión utilizando el ahorro nacional como regresor, y llegan a la conclusión de que por cada punto porcentual del PIB en ahorro nacional, la inversión interna aumenta en un 0,94%.

- <sup>9</sup> La única excepción posible es África Subsahariana, pero incluso en esta región la tasa de autofinanciamiento indica que la mayor parte del *stock* de capital nacional ha sido financiada con ahorro interno.
- <sup>10</sup> Attanasio, Picci y Scorcu (2000) utilizan datos para 123 países de todo el mundo desde 1961 hasta 1994. El trabajo de Serebrisky, Margot, et al. (2015) se basa en Attanasio, Picci y Scorcu (2000), pero utiliza datos ampliados desde 1980 hasta 2013. La actualización de Attanasio y sus coautores cobra relevancia porque el período se asocia con una creciente integración financiera.
- <sup>11</sup> Bolivia es un caso interesante en el que la inversión está rezagada con respecto al ahorro, lo cual crea una brecha considerable (Jemio y Nina, 2016).
- <sup>12</sup> El trabajo teórico sobre la contribución de la infraestructura a la productividad y el crecimiento comenzó en los años setenta con Arrow y Kurz (1970), que fue el primer estudio que incluyó el capital público como un insumo en la función productiva agregada de la economía. La investigación empírica comenzó más tarde con Aschauer (1989), y siguieron varios trabajos. Un análisis exhaustivo de la literatura teórica y empírica sobre el impacto de la infraestructura en la productividad y el crecimiento se puede encontrar en Infrastructure Canada (2007).
- <sup>13</sup> En este grupo se incluyen Australia, Canadá, Croacia, Islandia, Liechtenstein, Noruega, Nueva Zelanda, República de Corea, Singapur, Suiza y Taiwán.
- <sup>14</sup> Las mejoras de eficiencia en la oferta de servicios de infraestructura han sido documentadas para América Latina y el Caribe en las últimas dos décadas; para más detalles, véase Serebrisky (2014). Sin embargo, estas mejoras no han sido capaces de compensar los bajos niveles de inversión, lo que ha dado como resultado un deterioro relativo de la percepción de la calidad en América Latina y el Caribe frente a otras regiones.
- <sup>15</sup> Los datos abarcan Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, porque la serie temporal completa para otros países de América Latina y el Caribe está disponible solo a partir de mediados de la década del 2000.
- <sup>16</sup> Véase, por ejemplo, Calderón y Servén (2004) del Banco Mundial; de Mello y Mulder (2006); Lora (2007); CAF (2009); Carranza, Daude y Melguizo (2014).
- <sup>17</sup> Véase el enlace <http://app.folha.uol.com.br/#noticia/563261>.

- <sup>18</sup> Véase EIU (2014) para un estudio reciente específico sobre América Latina y el Caribe, donde se analiza el entorno favorable para las alianzas público-privadas en infraestructura.
- <sup>19</sup> Véase, por ejemplo, Banco Mundial (2011); Inderst (2013); Della Croce y Yermo (2013).
- <sup>20</sup> La muestra cubre los sectores de infraestructura económica tradicional: agua y saneamiento (6,45% del total de los proyectos): agua potable, servicios de saneamiento y defensas contra inundaciones; energía (50,9%): generación, transmisión y distribución de la electricidad (incluyendo las energías renovables); transmisión y distribución de gas natural; telecomunicaciones (4,7%): telecomunicaciones fijas y móviles, conectividad por satélite e Internet y servicios multimedia; transporte (37,9%): caminos, transporte urbano masivo, ferrocarriles, puertos y aeropuertos; transporte fluvial. La infraestructura social o la producción de bienes transables como el petróleo y los productos petroquímicos no están cubiertos.
- <sup>21</sup> La muestra está distribuida geográficamente de la siguiente manera: Brasil (28% de los proyectos); México (26,66%); Chile (12,92%); Perú (7,88%); Panamá (5,32%); Uruguay (3,82%); Honduras (2,82%); Colombia (2,14%); Jamaica (1,86%); Costa Rica (1,5%); Nicaragua (1,34%); Argentina (1,34%); y otros (4,4%, correspondiente a Bahamas, Belice, Bolivia, Ecuador, Guatemala, República Dominicana, y Trinidad y Tobago).
- <sup>22</sup> La base de datos de Participación Privada en Infraestructura del Banco Mundial (PPI) también recopila información sobre los proyectos de infraestructura. Se trata de la base de datos más exhaustiva del mundo en términos del número de proyectos y de inversión; y proporciona información sobre más de 6.000 proyectos de infraestructura entre 1984 y 2013. Sin embargo, no desglosa los proyectos por fuentes de financiamiento. La base de datos del *Infrastructure Journal* es la más exhaustiva que proporciona este desglose.
- <sup>23</sup> El término “extrabursátil” (*over the counter*) se refiere a las transacciones externas a los mercados organizados, que tienen lugar entre dos partes y no poseen supervisión o intervención directa de un organismo regulador (como, por ejemplo, la de la Bolsa de Valores de Nueva York).
- <sup>24</sup> Los principales bancos comerciales que financian infraestructura en la región son Santander (5,61% del total del monto para proyectos), Citigroup (3,25%), HSBC (3,2%) y BBVA (3,14%).

- <sup>25</sup> Este porcentaje está sesgado por Brasil, donde el BNDES, el mayor banco de desarrollo nacional de la región, representa el 35% del financiamiento privado de infraestructura en ese país.
- <sup>26</sup> Desde la perspectiva de un inversionista, los fondos de pensiones con una asignación separada para infraestructura tienen una exposición directa a las características del activo de infraestructura (incluyendo su carácter de largo plazo, estable y vinculado a la inflación). La exposición directa tiene lugar sobre todo a través de instrumentos de capital que no cotizan en bolsa (inversiones directas en proyectos y fondos de infraestructura) y bonos de proyectos, mientras que la exposición indirecta suele estar asociada con la renta variable que cotiza en bolsa y la deuda corporativa.
- <sup>27</sup> El resultado se obtiene sumando la tasa actual de inversión en infraestructura de 1,8% del PIB y el 1,5% al 3% adicional del PIB que resultaría de nuevas inversiones en infraestructura por parte de los fondos de pensiones.



# 5 Ahorrar para la estabilidad

Los países invierten en capital físico para crecer. En principio, la inversión interna se puede solventar ya sea con financiamiento nacional o externo. Sin embargo, el financiamiento externo no es un buen sustituto del primero. Para empezar, puede que no se encuentre disponible. Por otro lado, suele ser más caro, incierto, o ambas cosas. Por consiguiente, la escasez de ahorro nacional para financiar buenas oportunidades de inversión limita la inversión y el crecimiento.

El financiamiento externo también es un sustituto imperfecto del interno en lo que se refiere a la estabilidad macroeconómica. El ahorro nacional y el externo son diferentes en el sentido de que la absorción de capitales externos puede ser riesgosa para la estabilidad de las cuentas externas, y puede generar costosas crisis macroeconómicas.<sup>1</sup> La volatilidad relacionada con las crisis —que desafortunadamente ha asolado numerosos países de América Latina y el Caribe— genera su vez un desincentivo para ahorrar en activos locales, porque el valor real del ahorro acumulado suele disminuir después de las crisis financieras. También es un desincentivo para que los inversionistas extranjeros comprometan recursos en la economía nacional, lo cual provoca un aumento del costo de financiamiento. Esto activa un círculo vicioso de bajo ahorro nacional, mayor demanda de ahorro externo, aumento del riesgo soberano y crisis macroeconómicas. Por lo tanto, impulsar el ahorro nacional contribuiría a romper dicho círculo y a poner en marcha una dinámica opuesta y positiva.

## **El financiamiento externo: un sustituto imperfecto**

El financiamiento externo y el interno sencillamente no son lo mismo. Si lo fueran, los países podrían sustituir uno por otro con gran facilidad. Un mundo con una integración financiera perfecta tendría un aspecto muy

diferente. Los ahorristas nacionales preferirían guardar la mayor parte de su riqueza en activos externos con el fin de cubrir las fluctuaciones de sus fuentes internas de ingresos. Este incentivo financiero para la diversificación de carteras redundaría en que la inversión interna sea financiada, sobre todo, por fuentes externas. Sin embargo, ese mundo imaginario no existe. En el mundo real, el ahorro externo es pequeño en relación con el *stock* de inversión interna, y el financiamiento del capital nacional de cada país es en su mayor parte de origen interno.<sup>2</sup>

El motivo subyacente de esta sustitución imperfecta es que el financiamiento externo sencillamente es diferente. Tiene una prima de riesgo adicional —el denominado diferencial (*spread*) de riesgo país— porque existen asimetrías de información. Cuando las perspectivas económicas de un país se deterioran, la prima de riesgo puede dispararse y eventualmente volverse prohibitiva, incluso cuando la exposición externa es relativamente pequeña. Esto no tiene nada de sorprendente: los extranjeros tienden a conocer menos las condiciones locales y pueden ser más susceptibles que los inversionistas internos ante, por ejemplo, el riesgo de expropiación. ¿Por qué querrían los extranjeros invertir en países donde los locales no ahorrarán si no hubiera una prima para compensarles el riesgo?

Si no hubiere un diferencial de riesgo país, la oferta del financiamiento externo sería totalmente elástica en la tasa de interés internacional. Cualquier déficit de financiamiento interno se vería compensado por un aumento del financiamiento externo, por lo cual la inversión no se modificaría.<sup>3</sup> Sin embargo, dado que existe una prima de riesgo para el financiamiento externo, el financiamiento nacional es más barato y, por ende, favorece a la inversión.<sup>4</sup>

Más ahorro nacional también puede atraer *mejor* financiamiento externo. Aghion, Comin y Howitt (2006) explican cómo el financiamiento nacional es una forma de garantía que estimula a los ahorristas externos para que participen de la inversión interna. Ellos necesitan esa garantía como incentivo para invertir, dado que conocen menos las condiciones locales. Su falta de conocimiento responde al denominado “problema de agencia”. Sin esa garantía bajo la forma de co-financiamiento nacional, el financiamiento externo de los proyectos locales sería realmente escaso, con el resultado de que la inversión se vería todavía más limitada.

Dado que el financiamiento externo es diferente, la inversión interna y el ahorro nacional están estrechamente correlacionados en los países (véanse Feldstein y Horioka [1980] y el capítulo 4).<sup>5</sup> El “sesgo doméstico”

capturado por estimaciones de tipo Feldstein-Horioka en todo el mundo también se verifica en América Latina y el Caribe (Cavallo y Pedemonte, 2015). Una correlación positiva entre inversión interna y ahorro nacional es la consecuencia natural de una integración financiera imperfecta entre los países, donde los shocks al ahorro nacional tienen un impacto directo en la inversión (es decir, no están completamente compensados por el ahorro externo). El ahorro externo puede contribuir a cerrar brechas en la inversión interna, pero no puede sustituir al ahorro nacional.

Por todos estos motivos, es fundamental contar con un ahorro nacional sólido para tener alta inversión. Este capítulo excede este aspecto y demuestra que el ahorro externo no solo es un sustituto imperfecto del ahorro nacional en relación con la inversión, sino también en términos del riesgo macroeconómico que ambos acarrean. A diferencia del ahorro nacional, el externo contribuye al riesgo de crisis externa, vía una crisis de la balanza de pagos. Por ende, que el ahorro nacional sea escaso no solo limita la inversión sino que también puede crear vulnerabilidades financieras asociadas con crisis externas.

### Absorber ahorro externo: un negocio riesgoso

Los países de América Latina y el Caribe exhiben bajas tasas de ahorro nacional y, en promedio, absorben más ahorro externo (como porcentaje de su producto interno bruto [PIB]) que, por ejemplo, los países de Asia del Este (véase el capítulo 2). Hay motivos para sospechar que el ahorro externo podría contribuir a crear riesgos que pueden desencadenar crisis y, por ende, a la consiguiente volatilidad macroeconómica asociada con estas crisis.

En primer lugar, el ahorro externo puede no ser fiable porque su disponibilidad y sus condiciones financieras dependen de circunstancias internacionales cambiantes que exceden el control de las autoridades nacionales. Los flujos de capital hacia América Latina y el Caribe dependen de factores externos.<sup>6</sup> Por ejemplo, hechos como la decisión de la Junta de la Reserva Federal de Estados Unidos de aumentar las tasas de interés afectan las entradas de capital a la región.

En segundo lugar, puede que los inversionistas extranjeros se muestren especialmente reticentes porque temen con razón que, en condiciones de estrés económico, las decisiones políticas resulten discriminatorias contra los acreedores externos, o incluso los expropien como una manera de atenuar en el corto plazo el impacto negativo de la crisis

sobre los locales (sobre todo si los pasivos externos se vuelven demasiado grandes en relación con el tamaño de la economía nacional). En esos contextos, sería incluso comprensible que los inversionistas extranjeros desearan limitar su exposición a un país, y —si decidieran asumir el riesgo— favorecerían a los flujos de capital de corto plazo, líquidos y fáciles de repatriar. A su vez, esta conducta favorecería flujos de capital procíclicos, los cuales, en períodos de crisis, socavan la estabilidad macroeconómica.

En tercer lugar, para atraer financiamiento externo, las inversiones deben ofrecer altos retornos en moneda extranjera, lo que exige al país anfitrión la necesidad de generar divisas. En esta dimensión también el ahorro externo y el nacional son diferentes. En la mayoría de los casos, los contratos de deuda externa se determinan en moneda extranjera y deben ser pagados correspondientemente. La incapacidad de emitir deuda externa en moneda local a términos razonables —el denominado “pecado original” de las economías emergentes— todavía aqueja a la región y dificulta la integración financiera (véase Levy Yeyati y Zúñiga, 2015). En términos más generales, al margen de las características específicas de los contratos de deuda externa, al final del día a los inversionistas extranjeros les importa el valor real de sus tenencias, traducido en poder adquisitivo en sus propios países. Esto significa que a los extranjeros les interesa la posibilidad de convertir los activos locales en moneda extranjera. Ante la escasez de activos externos líquidos fácilmente convertibles, la capacidad de un país para generar divisas puede ser limitada. De hecho, transformar activos internos en divisas incrementando las exportaciones netas puede ser un proceso disruptivo y costoso, sobre todo si tiene que llevarse adelante repentinamente.

El ahorro externo volátil y las dificultades de implementar ajustes en la balanza de pagos crean una mezcla explosiva, que a menudo puede acabar en crisis macroeconómicas. Por lo tanto, aunque más ahorro externo puede contribuir a cerrar la brecha de inversión generada por el escaso ahorro nacional, también acarrea riesgos financieros (Rancière, Tornell y Westermann, 2006). En el peor de los escenarios, los riesgos macroeconómicos de acumular pasivos externos a lo largo del tiempo pueden no solo aumentar el riesgo de crisis, sino también, eventualmente, aumentar el costo del capital y deprimir la inversión.<sup>7</sup>

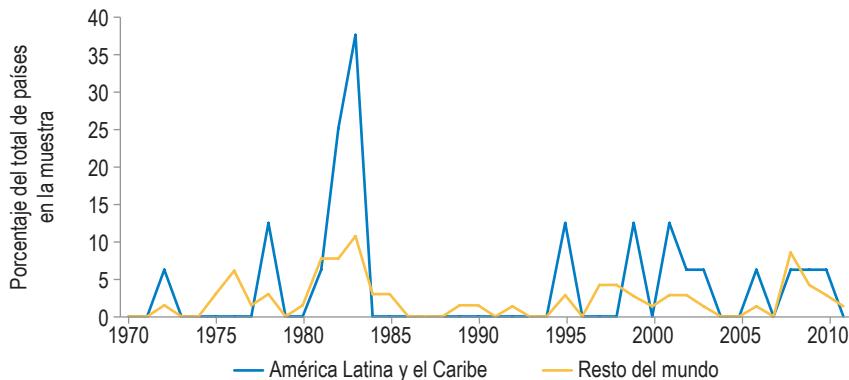
Por el contrario, el contar con un ahorro nacional más fuerte resulta positivo por dos razones: no solo contribuye directamente a aumentar la inversión sino que también disminuye los riesgos macroeconómicos.

Ambos factores se refuerzan mutuamente, y de este modo contribuyen a un crecimiento económico más rápido y menos volátil.

¿Se puede confiar en el mercado para establecer un equilibrio adecuado entre la absorción de ahorro externo y el riesgo macroeconómico que se genera? Es posible que no. Puede que las empresas que recurren al financiamiento externo no sopesen adecuadamente sus necesidades en relación con el perjuicio colectivo de contribuir a incrementar el financiamiento externo. Al elevar el riesgo macroeconómico, cada unidad que se suma a los pasivos externos compromete la rentabilidad neta de la inversión agregada sin generarle ningún desincentivo a la empresa para hacerlo.<sup>8</sup> Además, la verdadera medida del riesgo macroeconómico en realidad podría superar lo que se refleja en el precio de los activos financieros (como los diferenciales de rendimiento de los bonos soberanos o el rendimiento de los *swaps* que cubren por el riesgo de incumplimiento): a menudo, gran parte del costo de las crisis recae eventualmente en los trabajadores y en otras terceras partes (incluidos los contribuyentes locales) que no participan de las transacciones financieras. El punto fundamental es que el mercado podría no encontrar el equilibrio correcto entre riesgo económico y rentabilidad del ahorro externo. Si esto ocurre, esta falla de mercado es un argumento más a favor de que las políticas públicas promuevan el ahorro nacional para reducir la necesidad de absorber ahorro externo.<sup>9</sup>

¿El uso de ahorro externo aumenta el riesgo de crisis en la práctica? Entre los países hay grandes variaciones en términos de sus tasas de absorción de ahorro externo a lo largo del tiempo y, por lo tanto, en sus tenencias de pasivos externos netos, es decir, la suma de pasivos externos menos los activos externos (Lane y Milesi-Ferretti, 2007). Esto se debe a que el *stock* de los pasivos externos netos de un país es la suma de su ahorro externo acumulado, adecuadamente valuado y depreciado a lo largo del tiempo. Catão y Milesi-Ferretti (2014) muestran que la proporción de pasivos externos netos de un país en relación con el PIB funciona como un indicador adecuado de crisis externas.<sup>10</sup> Su definición de crisis externa incluye grandes episodios que afectan a la economía local, por ejemplo, el incumplimiento de los pagos de la deuda soberana y las renegociaciones, así como episodios asociados con un rescate del Fondo Monetario Internacional (FMI).<sup>11</sup> Estas crisis, a su vez, suelen estar ligadas a una caída del producto y conllevan otros costos políticos, económicos y sociales.<sup>12</sup>

El gráfico 5.1 muestra la proporción de países de América Latina y el Caribe, y del resto del mundo, que entran a una crisis externa en

**Gráfico 5.1 Porcentaje de países que entran en crisis externa**

Fuente: Cálculos de los autores a partir de la definición de “crisis externa” de Catão y Milesi-Ferretti (2014).

Nota: El gráfico presenta el porcentaje de países de América Latina y el Caribe y del resto del mundo que entran en una crisis externa en un determinado año. Los datos muestran una cierta concentración a lo largo del tiempo; es decir, las crisis externas afectan a múltiples países al mismo tiempo.

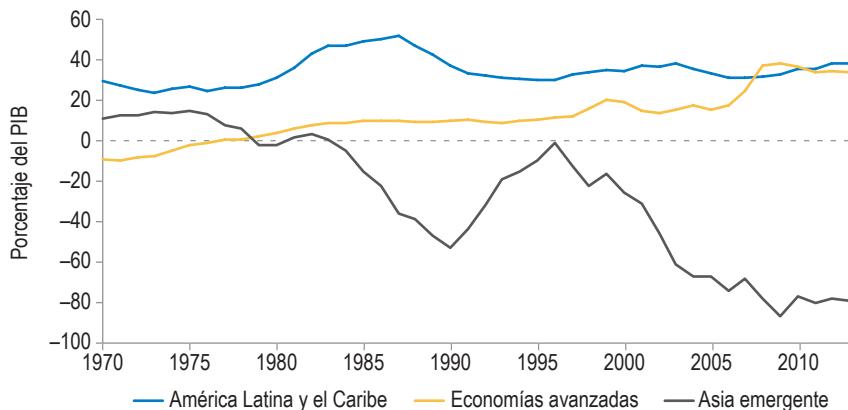
un determinado año.<sup>13</sup> A comienzos de la década de 1980, la mayoría de los países de América Latina y el Caribe tuvo una crisis externa. Hubo otros períodos volátiles, a saber: a mediados de los años noventa (el efecto Tequila, que se originó en México y se extendió por toda la región); a finales de la década de 1990 y a comienzos de la del 2000 (después de las crisis financieras de Asia y Rusia en 1997 y 1998); y el período posterior a la crisis financiera internacional de 2008. En comparación con el resto del mundo, América Latina es claramente una región de alto riesgo.<sup>14</sup>

Según Catão y Milesi-Ferretti (2014), a su vez, el alto riesgo en esta región puede atribuirse a su tenencia de pasivos externos netos (medidos como porcentaje del PIB). El gráfico 5.2 muestra que la tenencia de pasivos externos netos (en relación con el PIB) en un país típico de América Latina y el Caribe es mayor que en uno de otras regiones. El contraste es llamativo en relación con Asia emergente, donde el país típico es un importante acreedor neto.

El patrón de grandes pasivos externos netos es especialmente relevante para los países más pequeños de la región, muchos de los cuales están situados en Centroamérica y el Caribe (véase el gráfico 5.3). Los pasivos externos netos (como porcentaje del PIB) han aumentado a lo largo de la última década en el país típico del grupo de países más pequeños. En cambio, la misma proporción ha disminuido en el país característico

### Gráfico 5.2 Posiciones de pasivos externos netos

Promedio simple por grupos de países

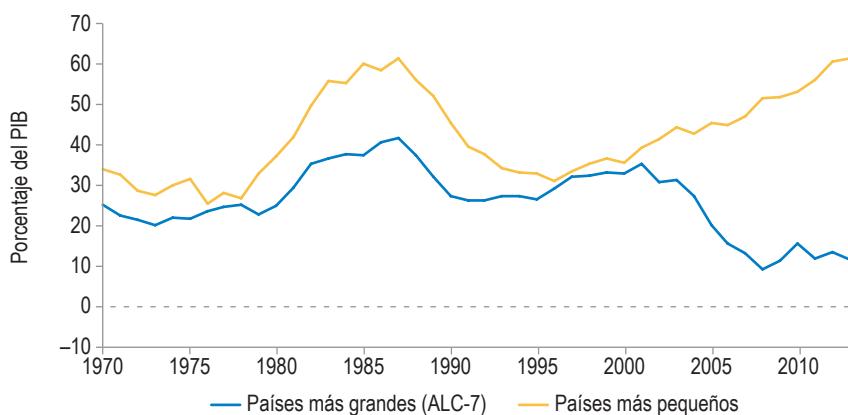


Fuente: Cálculos de los autores a partir de la base de datos de *External Wealth of Nations*.

Nota: El gráfico muestra el promedio simple de los pasivos externos netos (como porcentaje del PIB) para grupos de países seleccionados. Véase la nota 3 del capítulo 2 para la lista de países de cada grupo.

### Gráfico 5.3 Posiciones de pasivos externos netos en América Latina y el Caribe

Promedio simple por grupos de países



Fuente: Cálculos de los autores a partir de la base de datos de *External Wealth of Nations*.

Nota: El gráfico muestra el promedio simple de los pasivos externos netos (como porcentaje del PIB) para grupos de países seleccionados. ALC-7 incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. Juntos, estos países representan más del 90% del PIB regional. Los países más pequeños abarcan el resto de los países de la región no incluidos en ALC-7, la mayoría de los cuales pertenece a Centroamérica y el Caribe.

del grupo de economías más grandes de la región (los llamados ALC-7: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela).

¿Pueden reducirse los riesgos de crisis financiando la inversión interna con ahorro nacional en lugar de ahorro externo? En otras palabras, ¿es mejor el ahorro nacional que el ahorro externo cuando se trata de minimizar los riesgos macroeconómicos relacionados? Cavallo, Fernández-Arias y Marzani (2016) ampliaron el análisis estadístico de Catão y Milesi-Ferretti para incluir el llamado *stock de capital autofinanciado* (es decir, la suma de ahorro nacional acumulado, adecuadamente depreciado a lo largo del tiempo), que constituye otra variable explicativa de las crisis externas en las regresiones. El capital autofinanciado proporciona una medida de la parte de la inversión interna cubierta por el ahorro nacional; es el *stock* de capital interno cuyo financiamiento no proviene del ahorro externo. Por definición, el *stock* de capital autofinanciado es la contrapartida “nacional” de la tenencia de pasivos externos netos de un país.<sup>15</sup> Por lo tanto, introducir el *stock* de capital autofinanciado simultáneamente con los pasivos externos netos (ambos medidos como porcentaje del PIB) en las regresiones permite evaluar la contribución relativa de cada uno a la acumulación de riesgos externos.

Los resultados confirmaron que los pasivos externos netos (que constituyen ahorro externo acumulado) siguen siendo un indicador importante de las crisis externas, mientras que el *stock* de capital autofinanciado supone escaso o ningún riesgo.<sup>16</sup> Por ende, cambiar la composición del financiamiento de la inversión a favor del ahorro nacional reduciría el riesgo de crisis externas. De hecho, dada la gran diferencia en los coeficientes estimados, se verifica que incrementar el ahorro nacional disminuiría el riesgo incluso si el ahorro externo se reduce solo de forma marginal.<sup>17</sup> Por lo tanto, el ahorro nacional es una fuente más segura de financiamiento de la inversión que el ahorro externo.

## No todo el ahorro externo es lo mismo

Los economistas definen al ahorro externo como la entrada *neta* de capitales en un país. Por lo tanto, los países que tienen déficits en cuenta corriente de la balanza de pagos (cuando la inversión es mayor que el ahorro nacional) son importadores netos de ahorro, mientras que los países que tienen superávits en cuenta corriente son exportadores netos de ahorro. Sin embargo, el flujo *neto* en sí mismo es una combinación de dos elementos: las “afluyencias brutas de capital” de los ahorros externos hacia la economía declarante, menos las “salidas brutas de capital” de dicha economía por parte de los ahorristas nacionales. Estas últimas

constituyen el ahorro nacional utilizado para adquirir activos externos. Concretamente, cada vez que un residente adquiere un activo externo, esa transacción —ceteris paribus— reduce el ahorro externo en el país donde se originó la transacción. Si esto no es compensado por una afluencia bruta de capital (es decir, una transacción financiera en la dirección contraria), habrá menos financiamiento agregado disponible para la inversión. ¿Qué consecuencias —si es que las hay— tienen estas transacciones financieras en ambos sentidos para el riesgo de crisis externa? ¿Son únicamente los pasivos externos *netos* (la absorción de las afluencias de capital *netas* de salidas de capital) los que realmente cobran importancia para el riesgo macroeconómico? O, al contrario, ¿las afluencias y salidas brutas contribuyen de manera diferente al riesgo?

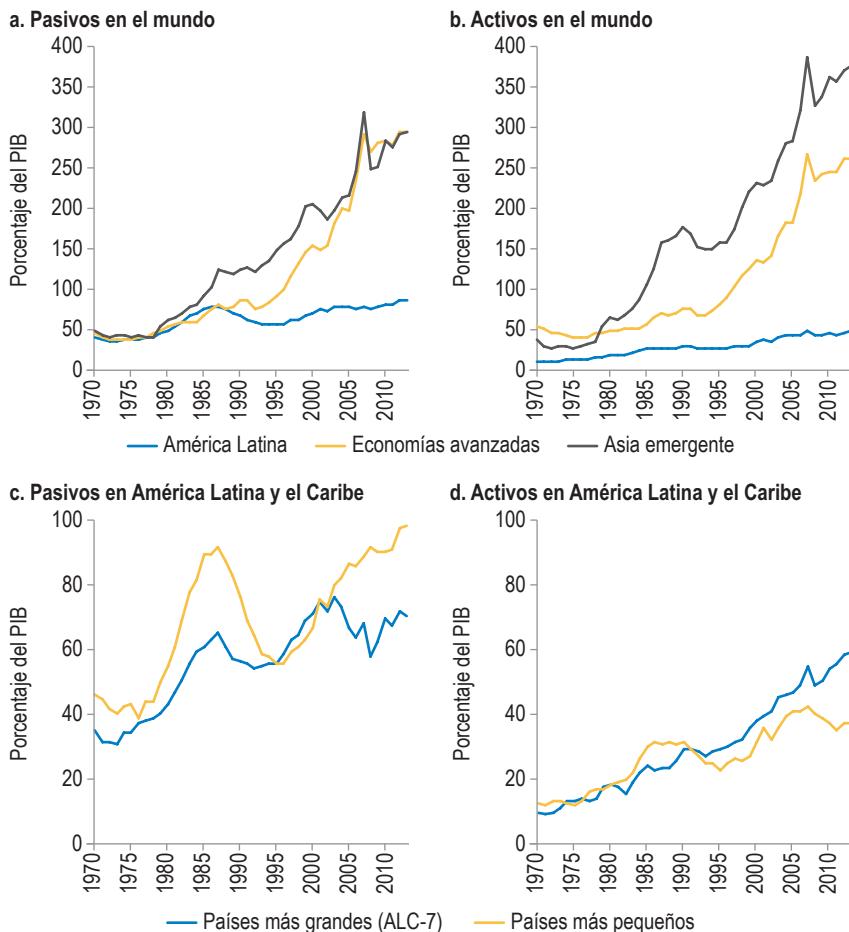
Los argumentos relacionados con la escasa sustituibilidad de las fuentes de financiamiento externa e interna se centran en las asimetrías de información entre extranjeros y nacionales, y en las dificultades potenciales del país receptor para generar las divisas que quieren los extranjeros. Este argumento exige analizar las posiciones brutas, en lugar de netas, diferenciando entre los *pasivos brutos* (resultado de la acumulación de afluencias de capital de los extranjeros) y los *activos brutos* (resultado de la acumulación de salidas de capital de los nacionales).<sup>18</sup>

Es probable que los pasivos externos brutos sean riesgosos porque requieren una prima para salir del país de origen y pueden resultar poco fiables (volátiles) como fuente de financiamiento. ¿Y qué pasa con los activos externos brutos? Se supone que el ahorro nacional utilizado para adquirir activos externos —lo que a veces se denomina *fuga de capitales*— no tiene consecuencias para el riesgo, porque estos activos se sitúan fuera de la economía local. Sin embargo, los activos externos también pueden ser una red de seguridad para los nacionales si se pueden utilizar para contrarrestar los shocks cuando se agota el financiamiento externo. Concretamente, los residentes pueden repatriar los activos externos para compensar un frenazo súbito de las afluencias brutas de capital.<sup>19</sup> En contraposición a esto, la fuga de capitales podría contribuir al riesgo, reduciendo de manera indirecta el financiamiento disponible para inversión y creando la necesidad de absorber más afluencias brutas de capital para financiar la inversión interna. El efecto neto dependerá de cuál de estos efectos es el que predomina.

Tanto las afluencias brutas como las salidas de capital han aumentado de manera significativa en la última década. En el gráfico 5.4 se efectúa un seguimiento de los pasivos y activos externos brutos

**Gráfico 5.4 Activos y pasivos externos brutos en el mundo**

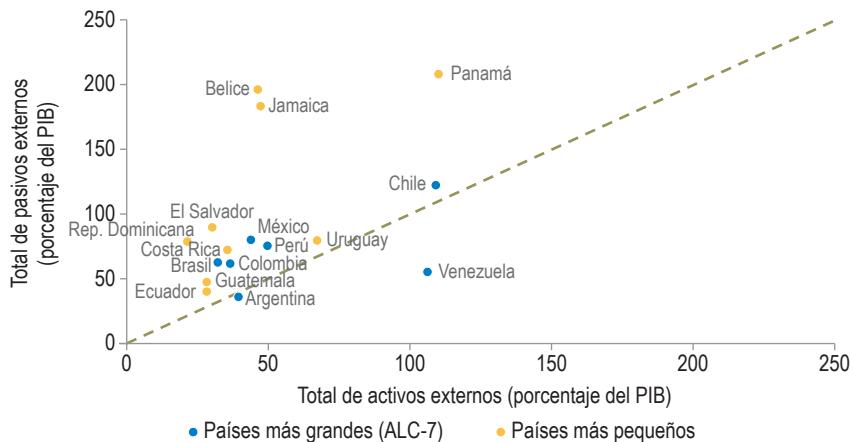
Promedio simple por grupos de países

Fuente: Cálculos de los autores a partir de la base de datos de *External Wealth of Nations*.

Nota: El gráfico muestra el promedio simple de los pasivos y activos externos brutos (como porcentaje del PIB) para un grupo de países seleccionados. Véase la nota 3 en el capítulo 2 y la nota del gráfico 5.3 para la lista de países de cada grupo.

resultantes para el país típico en regiones seleccionadas del mundo. En los países desarrollados y en Asia emergente, el aumento de los activos y pasivos externos brutos ha sido notable, llegando a cifras cercanas al 300% del PIB. En América Latina y el Caribe la tendencia es similar, pero se halla muy por debajo de los otros dos grupos de países.

Es probable que estas tendencias crecientes de activos y pasivos brutos sean el resultado de una integración financiera más profunda,

**Gráfico 5.5 Activos y pasivos externos brutos, 2013**

Fuente: Cálculos de los autores a partir de la base de datos de *External Wealth of Nations*.

Nota: El gráfico muestra el promedio simple de los activos y pasivos externos totales (como porcentaje del PIB) para un grupo de países seleccionados en 2013. En la línea de 45 grados, los activos externos totales son iguales a los pasivos externos totales: es decir, los pasivos externos netos (PEN) son iguales a cero. Los puntos por encima de la línea de 45 grados describen a los países con PEN > 0. Los puntos por debajo de dicha línea describen a los países con PEN < 0.

que ha facilitado las transacciones financieras transfronterizas para diversificar carteras y diversificar los riesgos internacionales.<sup>20</sup> El corolario de este proceso es que, en numerosos países, y también en América Latina y el Caribe, los pasivos externos netos actualmente están respaldados por activos y pasivos externos brutos más considerables (véase el gráfico 5.5).

A fin de analizar las implicaciones de las posiciones brutas para los riesgos de crisis externas, se examinó por separado el efecto de los activos y pasivos externos utilizando el mismo modelo empírico que en la sección anterior (véase Cavallo, Fernández-Arias y Marzani, 2016). Los pasivos externos netos fueron reemplazados por los componentes brutos (es decir, los pasivos externos brutos y los activos externos brutos, respectivamente, ambos como proporción del PIB) en las regresiones.<sup>21</sup> Las otras variables explicativas (incluido el *stock* de capital autofinanciado) quedaron sin modificar. Los resultados confirman que los pasivos externos brutos aumentan la probabilidad de crisis. Al mismo tiempo, los activos externos parecen reducir el riesgo de crisis, lo cual sugiere que estos activos sirven efectivamente como seguro. Desde luego, se puede esperar que salidas más grandes de capital vayan acompañadas de más afluencias de capital, necesarias para satisfacer la demanda de

inversión interna, consecuencia natural de una mejor integración financiera internacional que permite que entradas y salidas se incrementen a la par (véase Borio y Disyatat, 2011). Por lo tanto, es importante medir *hasta qué punto* la protección que otorgan los activos externos mitiga el riesgo que conllevan los pasivos externos. De acuerdo con las estimaciones realizadas, se calcula que en el margen un dólar de activos externos compensa con creces el riesgo generado por un dólar de pasivos externos.<sup>22</sup> Por lo tanto, la posición neta de los pasivos externos no es suficiente para predecir el riesgo de crisis externas. Las posiciones brutas subyacentes también son importantes: una determinada posición neta es menos riesgosa si está respaldada por más activos y pasivos externos brutos (es decir, por una integración financiera más profunda).

Por último, cabe señalar que en las regresiones ampliadas el *stock* de capital autofinanciado (es decir el ahorro nacional acumulado) sigue implicando un riesgo escaso o nulo. Esto, a su vez, significa que un aumento del ahorro nacional para disminuir la dependencia del ahorro externo reduciría el riesgo macroeconómico. Si la absorción de menos ahorro externo toma la forma de menos pasivos externos, se eliminaría parte del riesgo. Si asume la forma de más activos externos, parte del riesgo estaría mitigado. De un modo o del otro, un mayor ahorro nacional permite incrementar el financiamiento para la inversión interna con menos riesgo.

### Diferentes riesgos para diferentes flujos financieros

Diferentes tipos de flujos financieros pueden plantear diferentes riesgos para la economía local. Si eso ocurre, evaluar el riesgo macroeconómico a partir de un análisis de los agregados, incluso aunque se discrimine entre activos y pasivos externos brutos, puede ser insuficiente. En particular, los países que acumulan pasivos externos a través de flujos más riesgosos estarían más expuestos a los riesgos que aquellos que acumulan pasivos externos menos riesgosos.

Los pasivos externos se suelen diferenciar por características como la distribución del riesgo que imponen entre los acreedores y deudores, y por lo volátiles que son los flujos que los generan. Desde el punto de vista del país deudor, una jerarquía de las fuentes de pasivos externos podría considerar que la deuda a corto plazo en moneda extranjera es lo más riesgoso y la inversión extranjera directa (IED), lo más seguro.<sup>23</sup> El punto clave es que los distintos tipos de afluencias de capital pueden tener un impacto diferente en la solvencia del país (tanto la capacidad

como la voluntad de pago) y en la liquidez que el mismo necesita para la estabilidad macroeconómica. En cuanto a los activos externos, escasean los trabajos de investigación sobre cómo los diferentes tipos de activos (y los flujos que los generan) pueden contribuir a disminuir el riesgo. Sin embargo, es razonable pensar que la facilidad para repatriar los activos, así como también la efectividad con la que estos pueden ser canalizados a través del sistema financiero para abordar las fuentes del estrés financiero, es clave para su valor como seguro.<sup>24</sup>

La composición de las carteras de activos y pasivos externos por tipo varía según los países, y esa distinción puede ser relevante tanto para el perfil de riesgo de los pasivos externos como para el valor de seguro de los activos externos. Con el fin de estudiar el perfil de riesgo de los países de manera más detallada, se utilizó el mismo modelo empírico de las secciones anteriores. No obstante, en este caso se desglosaron los pasivos y activos externos brutos en sus principales componentes. Para este fin, los pasivos externos brutos se desagregan en tres tipos de *stocks*: deuda, inversión de cartera e IED. En el caso de los activos externos brutos, además de esta clasificación de tres componentes, el desglose también incluye las reservas internacionales como una categoría por separado.

Los resultados muestran la importancia que en efecto tiene el tipo de flujo financiero. Del lado de los pasivos, se observa que el riesgo de crisis externa aumenta a medida que la composición de los pasivos externos brutos se inclina hacia los instrumentos de deuda. La evidencia estadística sugiere que los instrumentos de capital (tanto acciones en empresas que cotizan como inversión directa) son de relativamente bajo riesgo en comparación con la deuda. En particular, la IED es menos riesgosa que la deuda.<sup>25</sup> Aun así, en las regresiones ampliadas, el riesgo asociado con el *stock* de capital autofinanciado sigue siendo insignificante en comparación con el riesgo asociado a los pasivos por deuda externa.

Del lado de los activos, los activos externos que pueden ser vendidos más fácilmente (tenencia de acciones, reservas internacionales y activos de deuda) reducen el riesgo de crisis externas. Al contrario, la IED, que es la menos líquida de los cuatro, no tiene ese valor de seguro. Una vez más, los tipos de activos que se repatrian más fácilmente tienen un valor de seguro. Concretamente, las reservas internacionales, a las que los países usualmente recurren para proteger el equilibrio externo, de hecho parecen ser útiles para evitar las crisis.

Por lo tanto, estos resultados sugieren que los riesgos asociados con los pasivos externos netos varían de acuerdo con las características de los flujos de financiamiento internacional (y por ende, de los stocks de activos y pasivos externos resultantes de esos flujos). En el caso de los pasivos externos, importa sobre todo la diferencia entre instrumentos de deuda y de capital. En el caso de los activos externos, lo que más importa es su grado de liquidez. Por lo tanto, a fin de evaluar plenamente los riesgos de utilizar ahorro externo, se requiere tener en cuenta la composición de la cartera de activos y pasivos externos. Dicho de otra manera: lo que se gana en estabilidad fortaleciendo el ahorro nacional depende de cómo se restringiría la cartera de ahorro externo.

Dadas estas características diferenciales en cuanto a riesgo de crisis, es tranquilizante ver que la composición de activos y pasivos externos en América Latina y el Caribe ha cambiado positivamente desde los años noventa (véanse los gráficos 5.6 y 5.7). La tendencia más notable en la región es el aumento de la participación de los instrumentos de capital entre los pasivos externos, sobre todo la IED, y el correspondiente declive de la participación de la deuda. Por el lado de los activos externos, las reservas internacionales han aumentado de manera significativa tanto en los países pequeños como grandes, mientras que las acciones y los activos de inversión directa también se han incrementado de forma considerable en los países más grandes.

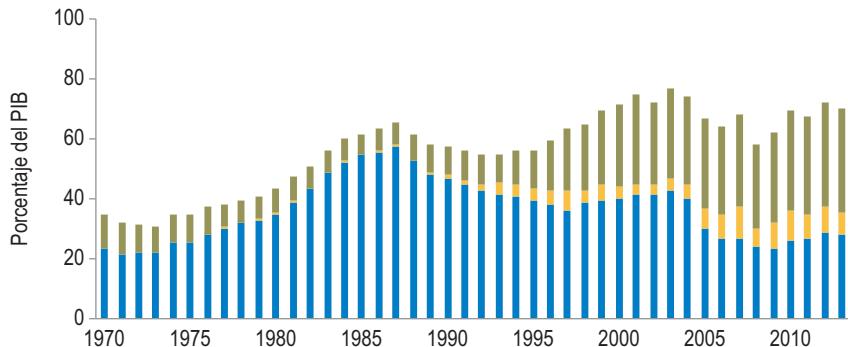
Cavallo, Fernández-Arias y Marzani (2016) utilizan el modelo descrito antes para obtener un perfil de riesgo del ahorro externo que depende de la composición de cartera de los activos y pasivos externos en los balances de un país. Su índice de vulnerabilidad externa (EPVI, por sus siglas en inglés) resume cómo cada componente de la cartera de activos y pasivos externos de los países contribuye al riesgo de una crisis externa. El EPVI se normaliza de tal manera que los valores superiores a 1 indican que la cartera externa es un factor de riesgo (aumenta la probabilidad de una crisis externa) y los valores inferiores a 1 significan que la cartera es un factor de mitigación de riesgo (reduce la probabilidad de una crisis externa).<sup>26</sup>

En los años ochenta, la cartera externa en América Latina y el Caribe era claramente muy riesgosa (véase el gráfico 5.8). Pero desde el final de esa década hasta mediados de los años noventa, el índice disminuyó rápidamente. Sin embargo, a partir de entonces, ha vuelto a aumentar lentamente, lo cual se explica porque los pasivos externos netos han ido creciendo, en promedio. El EPVI de un país típico de la región sigue

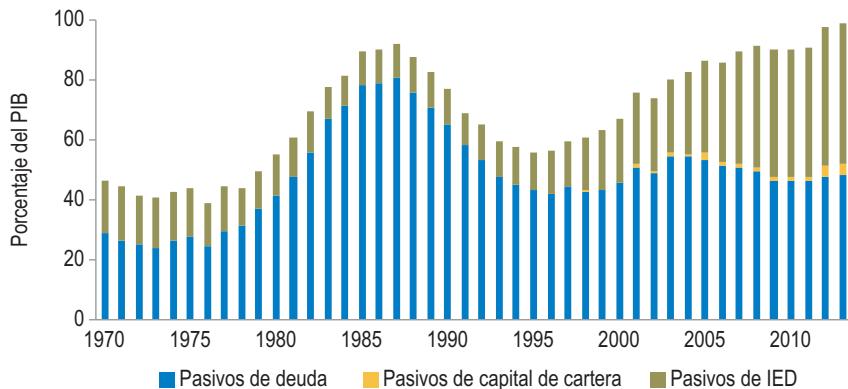
### Gráfico 5.6 Composición de los pasivos externos brutos

Promedio simple por grupos de países

#### a. Países más grandes (ALC-7)



#### b. Países más pequeños



Fuente: Cálculos de los autores a partir de la base de datos de *External Wealth of Nations*.

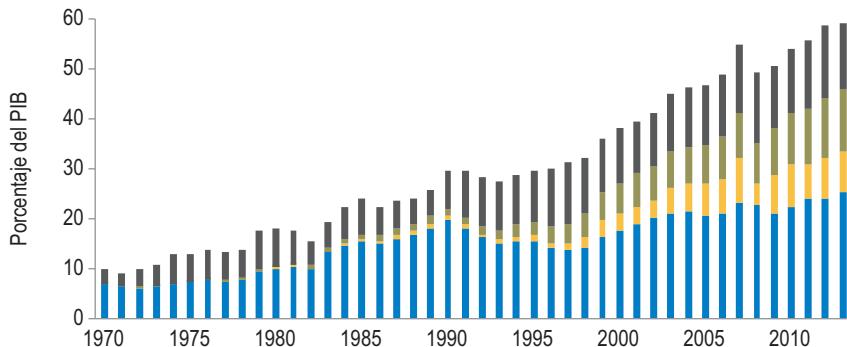
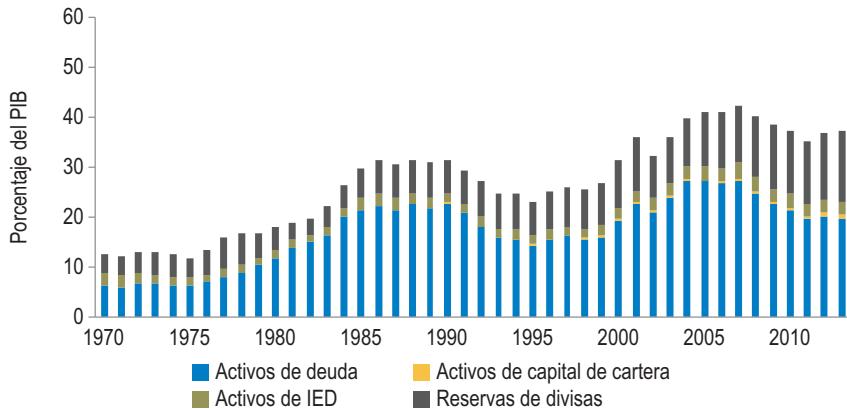
Nota: El gráfico muestra la composición de los pasivos externos por instrumento. Se presentan los promedios simples por grupos de países. Los derivados financieros, que en América Latina y el Caribe son pequeños, no aparecen en este desglose. Para los grupos de países, véase la nota del gráfico 5.3. IED = inversión extranjera directa.

estando por encima del nivel neutro, lo que significa que en promedio la cartera de pasivos y activos externos sigue siendo un factor de riesgo para las crisis externas. En agudo contraste, en Asia emergente las carteras externas de los países contribuyen a reducir los riesgos de crisis externas.

Lo fundamental es que la conversión gradual a activos y pasivos externos más seguros ha contribuido a disminuir el riesgo de la cartera externa en comparación con los años ochenta. Sin embargo, a pesar de esta mejora, el riesgo asociado con la cartera externa en América Latina y el Caribe ha estado aumentando durante varios años y sigue

**Gráfico 5.7 Componentes de los activos externos brutos**

Promedio simple por grupos de países

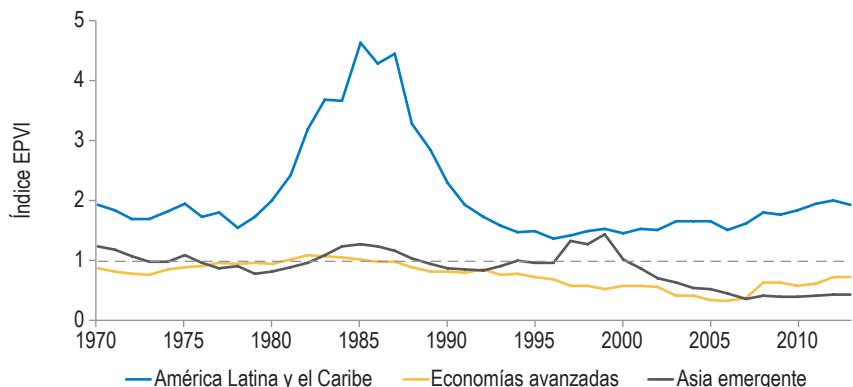
**a. Países más grandes (ALC-7)****b. Países más pequeños**Fuente: Cálculos de los autores a partir de la base de datos de *External Wealth of Nations*.

Nota: El gráfico muestra la composición de los pasivos externos por instrumento. Se presentan los promedios simples por grupos de países. Los derivados financieros, que en América Latina y el Caribe son pequeños, no aparecen en este desglose. Para los grupos de países, véase la nota del gráfico 5.3. IED = inversión extranjera directa.

siendo alto según los estándares internacionales. Como ya se señaló, un mayor ahorro nacional contribuiría a reducir el riesgo (suponiendo que la inversión se incremente menos que el ahorro nacional, como indica la evidencia), ya sea restringiendo la demanda de pasivos externos o facilitando la acumulación de activos externos. A su vez, quienes más se beneficiarían de un mayor ahorro nacional, serían los países con pasivos más riesgosos y/o activos más seguros. A medida que las carteras externas se vuelvan más seguras, la efectividad de un mayor ahorro nacional para mitigar el riesgo de crisis dependerá sobre todo de si el menor

### Gráfico 5.8 Índice de Vulnerabilidad de la Cartera Externa (EPVI)

Promedio simple por grupos de países



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Cavallo, Fernández-Arias y Marzani (2016).

Nota: El Índice de Vulnerabilidad de la Cartera Externa (EPVI) es el exponente de la combinación lineal de los valores observados de las variables relacionadas con la cartera externa (activos y pasivos externos brutos) con los coeficientes estimados de la regresión *probit* actuando como coeficientes. Los valores del EPVI superiores a 1 indican que la cartera en sí misma aumenta la probabilidad de una crisis externa. El gráfico presenta el promedio simple por región. Véase la nota 3 del capítulo 2 para la lista de países de cada grupo.

ahorro externo compensatorio asume la forma de menos pasivos o más activos externos. Los cálculos sugieren que, en el margen, se maximiza la reducción de riesgo cuando el ahorro nacional adicional se canaliza hacia la acumulación de activos externos. El impacto del mayor ahorro nacional sobre la cartera externa fortalece los argumentos a favor de aumentar el ahorro nacional como medio para reducir el riesgo.

### La integración financiera, por sí sola, no es un remedio

Una mejor integración financiera puede facilitar el flujo de capital financiero entre los países. Por consiguiente, puede aliviar el impacto negativo de un déficit de ahorro nacional y permitir una mayor inversión interna con un bajo costo de capital.<sup>27</sup> Sin embargo, si la integración financiera trae consigo financiamiento externo excesivo (sobre todo las formas riesgosas), también puede incrementar el riesgo de crisis externas.<sup>28</sup> A su vez, si las crisis se vuelven más frecuentes, la integración financiera podría incluso ser contraproducente para la inversión. Además, puede que la mayor integración financiera redunde en reducir la cantidad ahorro nacional disponible para inversión interna, en lugar de ampliarlo. Esto puede ser así porque en los países donde las condiciones

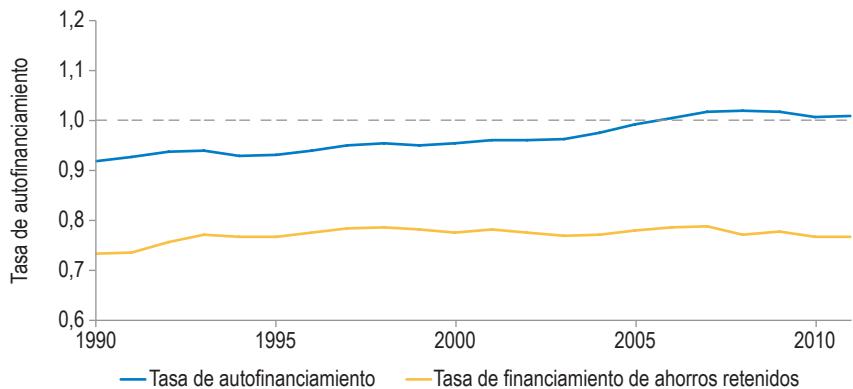
internas no favorecen el ahorro nacional —como en entornos inflacionarios o entornos institucionales que ofrecen escasa protección de los derechos de propiedad— puede que los ahorristas decidan colocar sus ahorros en el extranjero, con lo cual se reduce la cantidad de ahorro nacional que financia la inversión interna. Impulsar una mayor integración financiera sin proporcionar los incentivos correctos para los ahorristas locales puede facilitar la fuga de capitales, limitando aún más la inversión interna.

La primera señal de que América Latina y el Caribe no debería poner demasiadas esperanzas en la integración financiera internacional como remedio al financiamiento limitado para la inversión es la evolución de la denominada “tasa de autofinanciamiento” del *stock* de capital interno, que no parece disminuir a lo largo del tiempo (véase el gráfico 5.9). La tasa de autofinanciamiento (SFR, por sus siglas en inglés, *self-financing ratio*) es el *stock* de capital autofinanciado (es decir, el ahorro nacional acumulado, adecuadamente descontado) en relación con el *stock* de capital interno total (véanse el capítulo 4 y Aizenman, Pinto y Radziwill, 2007). La contracara de la relevancia del ahorro nacional como fuente principal de financiamiento de la inversión es la escasa importancia del ahorro externo como fuente de financiamiento del *stock* de capital. Es verdad que una parte del ahorro nacional no financia la inversión interna sino que se filtra al exterior en la forma de salidas de capital, lo que significa que la cantidad de inversión financiada desde el exterior es mayor que lo que sugiere el ahorro externo (neto). Sin embargo, por más que se resten todas las salidas de capital al ahorro nacional, lo cual define un límite inferior aún más bajo para el financiamiento interno, el enorme valor del ahorro nacional acumulado no parece disminuir con el tiempo (gráfico 5.9).

Para calcular el posible impacto de una mayor integración financiera en la inversión interna, Cavallo, Fernández-Arias y Marzani (2016) amplían el marco básico de Feldstein y Horioka (1980), que relaciona la inversión interna con el ahorro nacional, para incluir también cómo esta relación se ve afectada por la integración financiera.<sup>29</sup> Así, estos autores concluyen que la integración financiera parece favorecer más la inversión cuando el ahorro nacional es exiguo.<sup>30</sup> Sin embargo, con las tasas de ahorro nacional promedio actuales de los países de América Latina y el Caribe (menos del 20% del PIB), el impacto de la integración financiera en la inversión es prácticamente nulo. Además, si una mayor integración financiera no va acompañada de políticas y regulaciones apropiadas para controlar la exposición al riesgo macroeconómico y estos riesgos

**Gráfico 5.9 Tasa de autofinanciamiento**

Promedio simple



Fuente: Cálculos de los autores a partir de la base de datos de los Indicadores de Desarrollo Mundial del Banco Mundial en base a metodología de Aizenman, Pinto y Radziwill (2007), extendida en Cavallo, Fernández-Arias y Marzani (2016).

Nota: El gráfico muestra el promedio simple regional para la tasa de autofinanciamiento (SFR), y una versión del SFR en la que los flujos brutos se deducen del ahorro nacional bruto en el numerador de la fórmula. Es el llamado *ratio* de financiamiento por ahorros retenidos.

aumentan, el resultado neto de la ecuación entre más inversión y mayor riesgo podría incluso ser negativo.

El avance sostenido de la integración financiera a lo largo de los últimos 20 años en la región, junto con el aumento igualmente sostenido del índice de riesgo macroeconómico que aparece en el gráfico 5.8, constituye una señal de advertencia. Evidentemente, una mayor integración financiera es beneficiosa cuando se gestiona de manera adecuada. Sin embargo, incluso entonces, dista mucho de ser un remedio para el bajo ahorro nacional. Para lograr un crecimiento más rápido y sostenible, la clave sigue siendo el aumento del ahorro nacional.

### La estabilidad es lo más importante

Es evidente que el ahorro nacional y el externo no son buenos sustitutos. Si el primero no satisface las necesidades de inversión, el segundo —en el mejor de los casos— solo llenará una parte de la brecha. Además, la entrada de ahorro externo tiene un precio, a saber: puede incrementar la probabilidad de crisis externas y los riesgos macroeconómicos. A su vez, las crisis pueden ser elementos disuasorios para la inversión y el crecimiento. No sucede lo mismo con el ahorro nacional. Las políticas que

promueven dicho ahorro favorecen la estabilidad y, por ende, el crecimiento sostenido.

Un aumento del ahorro nacional reduce la necesidad de importar ahorro del exterior. Esto es particularmente importante para la mayoría de los países de América Latina y el Caribe, para los cuales niveles más altos de ahorro externo representan un factor de riesgo de crisis. Una acumulación más lenta de los pasivos externos reduciría los riesgos, sobre todo en países con una composición de pasivos más riesgosa. A su vez, por más que una parte del ahorro nacional se destine al exterior (bajo la forma de salidas de capital), los activos externos acumulados a partir de esos flujos ayudan a reducir el riesgo de crisis externas, sobre todo en países que invierten en instrumentos más seguros.

La estabilidad es una virtud, sobre todo para una región que durante el último medio siglo ha sido azotada por la volatilidad y las crisis macroeconómicas. Estas vicisitudes se han cobrado su precio en el desarrollo y deben ser controladas si se desea que la región crezca y prospere. El ahorro nacional favorece la estabilidad, y por ende, es un factor esencial para un entorno macroeconómico favorable al desarrollo equitativo y sostenible.

## Notas

- <sup>1</sup> Este capítulo se basa en gran medida en Cavallo, Fernández-Arias y Marzani (2016).
- <sup>2</sup> Aizenman, Pinto y Radziwill (2007) muestran que durante los años noventa el ahorro nacional acumulado representaba más del 90% del *stock* de capital interno en los países emergentes. Estimaciones similares en Cavallo, Fernández-Arias y Marzani (2016) confirman la enorme importancia del ahorro nacional en América Latina: la parte del *stock* de capital que se origina en ahorro nacional ha oscilado en promedio entre un 90% y un 105% durante las últimas décadas. Estas medidas sobreestiman la importancia del ahorro nacional porque no todo ese ahorro se destina al financiamiento de inversión interna. Sin embargo, si se deducen totalmente las salidas de capital del ahorro nacional para llegar a un límite inferior del financiamiento interno, la parte autofinanciada del *stock* de capital sigue siendo predominante (con un promedio de entre un 70% y un 80% en las últimas décadas). Véase el capítulo 4 para mayores detalles.
- <sup>3</sup> Incluso entonces, según sostienen de la Torre e Ize (2015), la absorción de ahorro externo perjudicaría el crecimiento reduciendo las exportaciones netas, que según se ha demostrado están asociadas con altos niveles de productividad y crecimiento. En este caso, un mayor ahorro nacional sería un soporte del crecimiento, incluso bajo una integración financiera perfecta.
- <sup>4</sup> El nivel de inversión no es lo único que importa. Las deficiencias del ahorro nacional pueden limitar no solo el nivel de inversión interna sino también su calidad. El ahorro que no es asignado eficientemente debido a distorsiones internas conduce al financiamiento de inversiones de baja rentabilidad, lo que se reflejaría en una menor productividad total agregada de los factores.
- <sup>5</sup> El “ahorro nacional” (la parte no consumida del ingreso nacional) difiere del “ahorro interno” (la parte no consumida del producto interno [bruto]). La distinción entre ambos la constituyen los pagos de factores internacionales. En términos de las cuentas nacionales, el ahorro nacional es igual a inversión + el saldo de la cuenta corriente (ahorro externo). El ahorro interno es igual a inversión + saldo comercial.

- <sup>6</sup> Para un resumen del debate sobre el rol de los factores globales vs. los factores internos en la orientación de los flujos de capitales a los mercados emergentes, véase Calvo, Leiderman y Reinhart (1996).
- <sup>7</sup> Por ejemplo, en los años ochenta el exceso de deuda externa actuó como un impuesto implícito sobre la inversión (los frutos del crecimiento aumentarían la capacidad de los países para pagar y luego serían capturados por acreedores extranjeros). Es más: también creó una profunda incertidumbre a propósito de cómo se distribuiría la carga de los costos últimos entre diferentes agentes económicos (véase Cavallo, Fernández-Arias y Powell, 2014).
- <sup>8</sup> Véanse Jeanne y Korinek (2010) y Fernández-Arias y Lombardo (1998).
- <sup>9</sup> El estudio de los riesgos macroeconómicos que resultan de la absorción del ahorro externo abre una agenda de políticas sobre cómo abordar estas externalidades de mercado, incluyendo la regulación de la tasa de absorción y las políticas que discriminan entre tipos de entradas y salidas de capital. El análisis de estas implicaciones de política financiera también excede el alcance de este capítulo.
- <sup>10</sup> Catão y Milesi-Ferretti (2014) llevan a cabo un análisis estadístico utilizando un modelo de regresión *probit* para datos de panel. En el lado izquierdo de sus regresiones se encuentra la variable de indicador de crisis externa (una variable dicotómica que adopta el valor de 0 si no hay crisis y de 1 cuando hay crisis), mientras que en el lado derecho (variables explicativas) se encuentran los pasivos externos netos (PEN) como la tasa del PIB. El riesgo de crisis aumenta bruscamente cuando el PEN supera el 50% del PIB y cada vez que la tasa PEN/PIB aumenta unos 20 puntos porcentuales por encima de la media histórica específica del país, lo cual significa que los pasivos externos son riesgosos y deberían mantenerse bajo control.
- <sup>11</sup> El apoyo del FMI se define en términos de préstamos del FMI al menos dos veces más grandes que la respectiva cuota del país en dicho organismo, cuando se calculan todos los desembolsos netos desde el comienzo del programa hasta el final.
- <sup>12</sup> En general, los estudios económicos sobre los efectos negativos de las crisis macroeconómicas en la productividad y el crecimiento subestiman los efectos adversos en el crecimiento a largo plazo de la inestabilidad macroeconómica a corto plazo y de la volatilidad del producto. Las crisis crean incertidumbre, ahuyentan la inversión, producen tensiones sociales y disminuyen de manera permanente la

productividad y el producto. Véanse, por ejemplo, Ramey y Ramey (1995); Cerra y Saxena (2008); Blyde, Daude y Fernández-Arias (2010).

- <sup>13</sup> La muestra comprende 71 países (incluyendo 42 economías emergentes, de las cuales 16 corresponden a América Latina y el Caribe) para el período 1970–2011.
- <sup>14</sup> La agrupación de estos datos en torno a fechas específicas —un fenómeno documentado por Calvo, Izquierdo y Mejía (2004) en su trabajo sobre frenazos súbitos— sugiere que la prevalencia de las crisis se debe, en cierta medida, a factores que se encuentran más allá del control de las autoridades nacionales.
- <sup>15</sup> El concepto de *stock* de capital autofinanciado se basa en la tasa de autofinanciamiento introducida por Aizenman, Pinto y Radziwill (2007). En el trabajo preliminar para este libro, se midió utilizando tres métricas alternativas (Cavallo, Fernández-Arias y Marzani, 2016).
- <sup>16</sup> Como en Catão y Milesi-Ferretti (2014), la muestra se compone de un máximo de 71 países con datos anuales para el período 1970–2011. Este ejercicio se basa en una muestra ligeramente más pequeña, limitada por la disponibilidad de información necesaria para llevar a cabo un análisis estadístico más detallado utilizado en este capítulo. Para la metodología y una verificación exhaustiva de la robustez, véase Cavallo, Fernández-Arias y Marzani (2016).
- <sup>17</sup> Como se señala en los capítulos 1 y 2, la correlación entre ahorro nacional y ahorro externo en diferentes países es consistentemente negativa. Las regresiones de Feldstein-Horioka implican que, a pesar de las imperfecciones en la integración financiera, un aumento del ahorro nacional desplaza sustancialmente al ahorro externo.
- <sup>18</sup> Véase Borio y Disyatat (2011) para un debate acerca de los flujos de capital brutos vs. netos y los vínculos con el financiamiento externo.
- <sup>19</sup> Véase Cavallo et al. (2015) para un análisis de las consecuencias de los flujos brutos de capital en ambos sentidos para la estabilidad de los flujos netos.
- <sup>20</sup> Véase Committee on International Economic Policy and Reform (2012).
- <sup>21</sup> Los datos sobre los activos y pasivos externos brutos provienen de la base de datos de *External Wealth of Nations* (Lane y Milesi-Ferretti, 2007).
- <sup>22</sup> Para medir el alcance de la compensación de riesgo, se llevaron a cabo pruebas estadísticas. En todas las especificaciones, la hipótesis

de una plena compensación fue rechazada para favorecer una compensación más que plena al nivel de confianza del 5%. Para más detalles, véase Cavallo, Fernández-Arias y Marzani (2016).

<sup>23</sup> Fernández-Arias y Hausmann (2001). Para un estudio reciente, véase Levy Yeyati y Zúñiga (2015).

<sup>24</sup> Véase Cavallo, Fernández-Arias y Marzani (2016) para una discusión más detallada.

<sup>25</sup> Hansen y Wagner (2015) confirman este resultado y van más allá. Así, muestran que los pasivos de la IED son una forma particularmente más segura de afluencias de capital cuando se basan en buena medida en las ganancias retenidas de las corporaciones multinacionales. Resulta que las ganancias retenidas utilizadas para financiar la inversión interna se comportan como ahorro nacional, y ambos son componentes de lo que los autores denominan “ahorros locales”. Desde el punto de vista de los riesgos financieros macroeconómicos, es como si estas empresas fueran en parte propiedad de nacionales.

<sup>26</sup> El EPVI se refiere únicamente a la contribución de la cartera externa de un país al riesgo general. El riesgo general también depende de los otros factores incluidos en el ejercicio estadístico.

<sup>27</sup> Desde luego, la integración financiera puede tener otros beneficios. Por ejemplo, la existencia de menos impedimentos para el financiamiento transfronterizo puede ampliar el espectro de la diversificación del riesgo. Este debate se centra en solo uno de los numerosos beneficios de la integración financiera, a saber: la respuesta de la inversión.

<sup>28</sup> Además, la integración financiera puede facilitar la fuga de capitales, lo que en ciertas circunstancias agravaría la inestabilidad macroeconómica.

<sup>29</sup> La integración financiera se captura a través de dos medidas estándar utilizadas en la literatura: a) el índice de Chinn-Ito, que mide la apertura financiera *de jure* (es decir, la ausencia de restricciones formales al movimiento de flujos de capital entre los países) y b) el índice de Lane y Milesi-Ferretti (2007) de la apertura financiera *de facto* (es decir, la suma de activos y pasivos externos como porcentaje del PIB).

<sup>30</sup> Esto supone que el ahorro nacional sigue siendo constante a medida que la integración financiera se profundiza. Este supuesto de no sustitución puede ser optimista en la medida en que la integración financiera genere tasas de interés internas más bajas.

# 6

# El tiempo se acaba: la demografía del ahorro

Cuando se trata del consumo y del ahorro, hay dos grupos de personas: aquellas que producen recursos activamente en el mercado laboral y aquellas que dependen de lo que otros producen porque son demasiado jóvenes o demasiado viejos para trabajar. En el mundo como un todo, la tasa de dependientes potenciales en relación con los productores potenciales ha ido disminuyendo desde 1965, en gran parte porque las tasas de fertilidad han caído más rápidamente de lo que ha aumentado la esperanza de vida. Sin embargo, este cambio en la estructura de edad de la sociedad —el llamado bono demográfico— está llegando a su fin (véase el gráfico 6.1).<sup>1</sup>

La disminución sostenida de la tasa de dependencia en todo el mundo desde 1965 se detuvo en 2010 (Naciones Unidas, 2015). A partir de ahora, los beneficios de tener menos jóvenes que cuidar se verán superados por la carga de tener que atender a una población de edad cada vez más avanzada.<sup>2</sup>

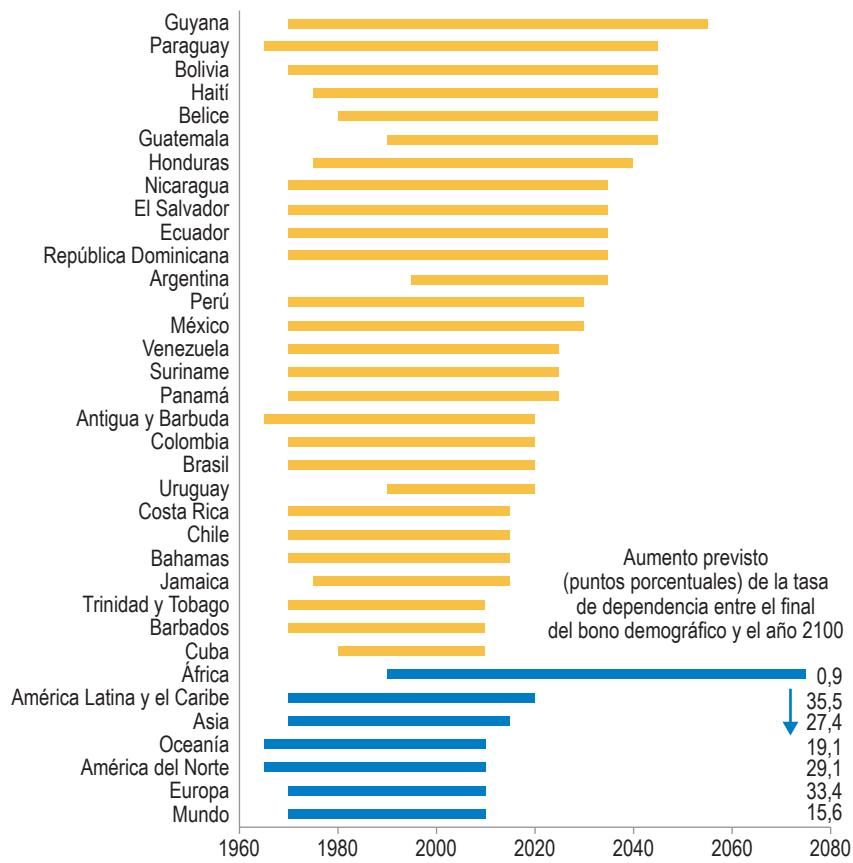
En ninguna región del mundo estos cambios demográficos serán tan intensos como en América Latina y el Caribe. Durante las últimas cinco décadas, la caída de la tasa de dependencia de la región ha sido la más pronunciada del mundo. En 1965 por cada 100 individuos en edad de trabajar (entre 15 y 65 años) en la región, había 90 dependientes jóvenes y ancianos; actualmente, hay menos de 50. En cierto sentido, esto ha sido un regalo. Un mayor número de personas ha estado contribuyendo a la producción, al ahorro y al crecimiento. Sin embargo, este regalo es en realidad un préstamo que tendrá que pagarse en las próximas décadas. A medida que evolucionen las bajas tasas de fertilidad que generaron el bono demográfico, los países envejecerán, y lo harán rápidamente. Se prevé que dicho bono llegará a su fin en

2020. Entre 2020 y 2100, el número de dependientes aumentará en un 35,5%, lo que constituye —una vez más— el mayor incremento de todas las regiones (gráfico 6.1). En 2085, América Latina y el Caribe superará a Europa como la región con la proporción más alta de personas de edad avanzada en relación con la población en edad de trabajar (CEPAL, 2014b).

Abastecer a las personas de edad avanzada es una enorme tarea que la región no está en condiciones de asumir. El envejecimiento ejercerá más presión sobre unos fondos de por sí escasos para financiar el desarrollo. El futuro de una sociedad que envejece es un reto que requiere medidas más tempranas que tardías. Sin embargo, transmitir la necesidad de una acción rápida a los responsables de las políticas públicas es difícil, porque la región todavía disfruta del bono demográfico, y las tendencias demográficas han contribuido de manera importante a los resultados económicos recientes de la región.<sup>3</sup>

Pero no todas las noticias son malas. Los factores demográficos seguirán proporcionando espacio para maniobrar durante varios años, en algunos países más que en otros. En países como Belice, Bolivia, Guatemala, Guyana, Haití y Paraguay, el bono demográfico durará entre dos y tres décadas más (gráfico 6.1). Mientras tanto, en otros, como Bahamas, Barbados, Chile, Costa Rica, Cuba, Jamaica y Trinidad y Tobago, prácticamente se ha acabado. Sin embargo, incluso en estos últimos, las tasas de dependencia, aunque aumenten, seguirán siendo relativamente bajas durante varios años, de acuerdo con los estándares históricos (Naciones Unidas, 2015). Además, la región tiene otros bonos no explotados que pueden prolongar el demográfico, al menos de manera temporaria. Uno de ellos es el aumento de la participación femenina en el mercado laboral. Las tasas de participación de las mujeres todavía son bajas, en comparación con países más avanzados (Morton et al., 2014). Otro consiste en disminuir la alta proporción de jóvenes que ni participan en el mercado laboral ni estudian. En 2013, alrededor del 22% de los jóvenes de la región se encontraban en esa situación (Alaimo et al., 2015). Además, si se reduce la gran proporción de la fuerza laboral que no trabaja en el sector formal —y, por lo tanto, no paga impuestos ni realiza aportes jubilatorios—, ello podría contribuir a aumentar el ahorro y el crecimiento (Bosch, Melguizo y Pagés, 2013; Levy, 2008; Hsieh y Klenow, 2014).

El gobierno, los hogares y las empresas deben enfrentarse al reto del envejecimiento de la población aunando esfuerzos. En este capítulo

**Gráfico 6.1 Extensión del bono demográfico**

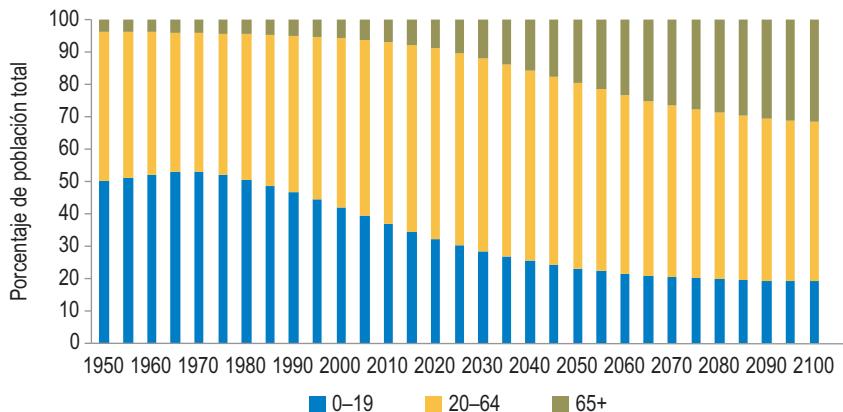
Fuente: Cálculos de los autores basados en Naciones Unidas (2015).

Nota: Las barras ilustran el período en el que la tasa de dependencia total (población < 15 + población > 65/población 15-64) está disminuyendo.

se sostiene que la mejora del ahorro en general y de los sistemas jubilatorios en particular son medidas necesarias para asegurar que una vida más larga sea también una vida mejor.

### Más adultos mayores con más necesidades

Durante los últimos 40 años, el perfil de edad de la población y las tasas de dependencia han cambiado drásticamente en América Latina y el Caribe. El gráfico 6.2 muestra cómo ha evolucionado este perfil y cómo es probable que continúe. El cambio en la proporción de la población mayor de 65 años es especialmente llamativo, de un porcentaje muy

**Gráfico 6.2 Perfiles de edad en América Latina y el Caribe**

Fuente: Cálculos de los autores basados en Naciones Unidas (2015).

pequeño hace 50 años a un porcentaje significativo en el futuro. Al mismo tiempo, la fertilidad ha caído de 5,9 nacimientos por cada 1.000 mujeres en 1950-55 a 2,15 en 2010-15, y se prevé que disminuya incluso más, hasta 1,78 en 2045-50. Alrededor de 2050 se anticipa que la esperanza de vida y las tasas de fertilidad en la región convergerán con los niveles de los países más avanzados (Naciones Unidas, 2015).

No solo aumentará el número de personas de edad avanzada sino también el contingente de los muy ancianos con mayores necesidades. Actualmente, menos del 2% de la población de América Latina y el Caribe tiene más de 85 años, pero hacia finales de este siglo esa proporción superará el 8%. Los recursos necesarios para cuidar adecuadamente a las personas de edad avanzada mayores de 85 años suben de manera significativa, a pesar de los avances tecnológicos. El porcentaje de adultos que precisan ayuda con las actividades funcionales de la vida diaria (FADL, por sus siglas en inglés) o las actividades instrumentales de la vida diaria (IADL, por sus siglas en inglés)<sup>4</sup> se eleva entre dos y cinco veces después de los 80 años, según indican las encuestas llevadas a cabo en ciudades de América Latina en 2002 (cuadro 6.1). Otras fuentes apuntan al mismo patrón. Por ejemplo, una encuesta realizada en Chile en 2009 mostraba que el 12,8% de las personas mayores de entre 60 y 64 años eran de alguna manera dependientes, mientras que este porcentaje escalaba por encima del 65% entre las personas de 85 años o más (SENAMA, 2009). Esta situación es similar en países más avanzados con mejores sistemas de salud. En países como Italia, Alemania y

**Cuadro 6.1 Personas de edad avanzada con limitaciones que reciben ayudas en las actividades diarias (porcentaje)**

	Buenos Aires, Argentina	BrIDGETOWN, Barbados	São Paulo, Brasil	Santiago, Chile	La Habana, Cuba	Ciudad de México, México	Montevideo, Uruguay
<b>FADL</b>							
65–80	4,0	4,6	7,7	10,2	6,7	6,4	3,8
80 +	18,8	17,8	21,9	33,8	23,2	24,4	13,8
<b>IADL</b>							
65–80	11,2	14,7	31,1	23,1	20,7	25,3	9,9
80 +	29,1	36,8	59,6	55,1	50,7	51,8	35,4

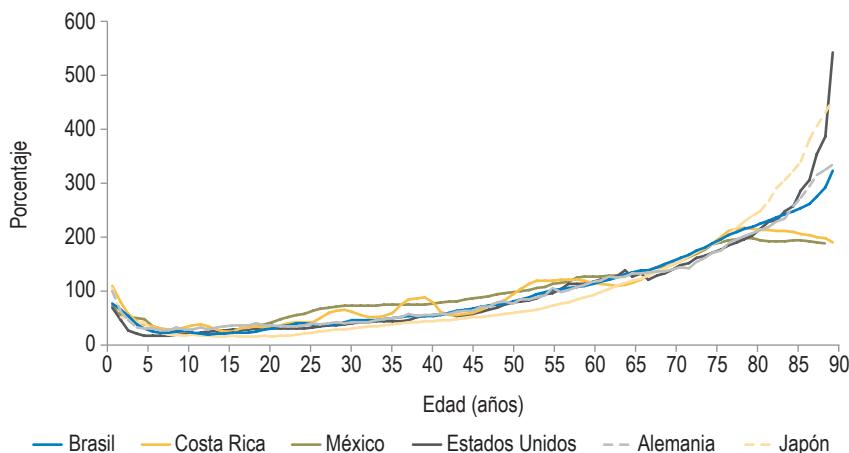
Fuente: Cálculos de los autores basados en la Encuesta de salud, bienestar y envejecimiento (CDE et al., 2002).

FADL = actividades funcionales de la vida diaria; IADL = actividades instrumentales de la vida diaria.

España, el aumento en el caso de las FADL es de alrededor de un 10% en el tramo de 60 a 64 años a más de un 30% para las personas mayores de 75 años. En cuanto a las IADL, la dependencia en edades más avanzadas es tres veces superior a las del tramo de entre 65 y 74 años, y asciende casi al 40% en países como Italia y España. Por lo tanto, aunque las condiciones generales de salud en América Latina y el Caribe mejoren, es probable que las tasas de dependencia de las personas muy mayores sigan aumentando conforme se incrementa la esperanza de vida. Para agravar el problema, a medida que las sociedades envejecen, más personas necesitan cuidados, pero —debido a la caída de la fertilidad— hay menos cuidadores disponibles (OMS, 2015).

En un mundo donde hay más individuos tanto de edad avanzada como dependientes, se presentan dos grandes problemas al acecho de las generaciones futuras: proporcionar atención sanitaria y asegurar ingresos suficientes (jubilaciones) para las personas de edad avanzada. La combinación de estas dos cuestiones podría resultar onerosa.

Cuidar de las personas de edad avanzada es considerablemente más caro que cuidar de los jóvenes. La evidencia tanto de los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) como de los de América Latina y el Caribe demuestra que una parte sustancial de los gastos médicos de los individuos se desembolsa en la última década de vida, y que el porcentaje de personas que requieren ayuda sanitaria aumenta a medida que la población envejece. Los gastos en atención de la salud en términos per cápita son entre cuatro y

**Gráfico 6.3 Consumo público y privado en atención de la salud a lo largo de la vida**

Fuente: Cálculos de los autores basados en National Transfer Accounts Database, <http://www.ntaccounts.org>.

Nota: Consumo per cápita en atención de la salud como porcentaje del consumo en atención de la salud promedio a lo largo de la vida.

10 veces superiores para una persona de 80 años que para un pequeño de 3 años (véase el gráfico 6.3).

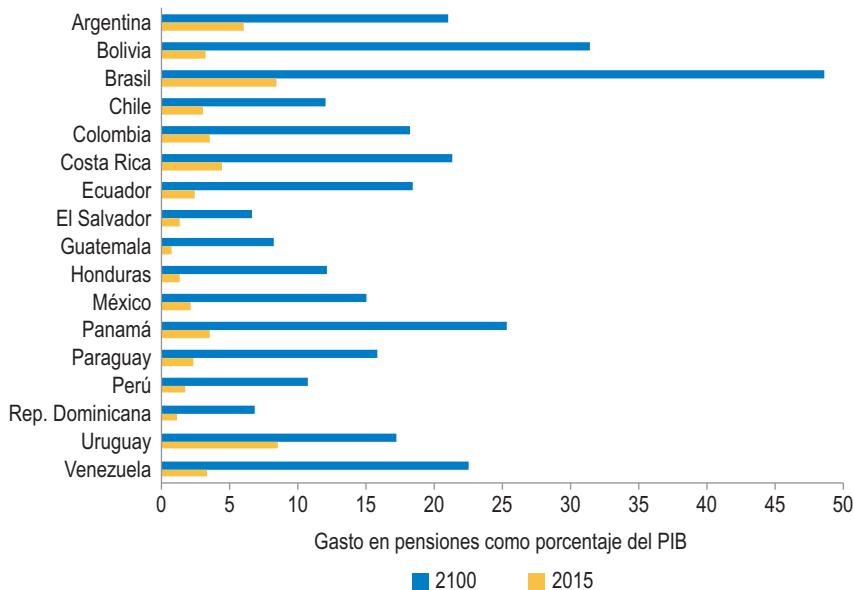
El cambio en la composición de la población aumentará considerablemente los costos de la atención sanitaria. Actualmente, las personas de edad avanzada consumen el 17% de los gastos totales en salud en América Latina y el Caribe (aunque constituyen menos del 8% de la población). Se prevé que esta proporción se eleve a más del 50% en 2070 (Naciones Unidas, 2015). Actualmente, las familias financian gran parte de las necesidades de atención sanitaria de las personas mayores, pero a medida que el tamaño de las familias disminuya, será más difícil lidiar con costos más altos. Por lo tanto, los países tienen que encontrar recursos para financiar servicios de atención médica curativos y paliativos. Los servicios preventivos constituyen otra manera de controlar los costos y mejorar la salud de las personas mayores. La incidencia de las enfermedades crónicas en los costos de atención de la salud, así como la prevalencia de estas condiciones en la vejez, ha sido bien documentada. Los futuros gastos en salud debido al cambio en la estructura etaria dependerán de las medidas que se adopten para evitar el impacto de las enfermedades crónicas (véase Saad, 2011).

El otro gran reto para América Latina y el Caribe será cómo financiar las jubilaciones, sobre todo porque, a pesar de que la población es

relativamente joven, los gobiernos ya están destinando partidas presupuestarias mucho más grandes a las personas de edad avanzada que a los jóvenes. En efecto, el gasto total en educación en Brasil y Uruguay equivalía al 5,3% y al 3,8% del producto interno bruto (PIB) en 2009, respectivamente, y el gasto total en seguridad social y jubilaciones era del 13,8% y del 11,7% el mismo año para estos dos países. En cifras per cápita, los actuales beneficios públicos para los jóvenes son considerablemente más bajos que para las personas de edad avanzada. Por ejemplo, en 2015 el gasto público promedio de la región en seguridad social y jubilaciones para mayores de 65 años equivalía a más de cinco veces el nivel del gasto en educación por cada niño menor de 20 años (CEPAL, 2015a).

El envejecimiento de la población también agravará el problema del financiamiento de las jubilaciones. Una manera de cuantificar la magnitud de este desafío consiste en calcular cuál sería el nivel futuro del gasto en jubilaciones teniendo en cuenta los cambios demográficos previstos. Si hacia 2100 la región sigue gastando la misma cantidad que gasta hoy en día en las jubilaciones por persona mayor de 65 años (como porcentaje del PIB), en promedio, el gasto total tendría que aumentar cinco veces. Algunos países, entre ellos Argentina, Bolivia, Brasil, Panamá y Venezuela, tendrán que gastar más del 20% del PIB en jubilaciones (gráfico 6.4). Es probable que un monto tan grande desplace otros gastos. Si no se adoptan medidas correctivas, puede que la región acabe gastando menos en otros rubros que tienen impacto sobre la productividad justo en el momento en el cual, ante el envejecimiento de la población, el aumento de la productividad será crucial para el crecimiento.

Los países tienen que entender que inevitablemente se requerirán más recursos para abordar las necesidades de una población que envejece. La cuantía de lo que se necesitará en el futuro depende en gran medida del paquete de beneficios que se hayan prometido a las personas de edad avanzada, y de cuándo estas personas empezarían a recibir esas transferencias. Los países más desarrollados, que se encuentran en una fase más avanzada de la transición demográfica, deberían ser una referencia para que la región se prepare de manera adecuada para el reto que entraña el envejecimiento. La provisión de condiciones apropiadas para que las personas mayores puedan decidir hasta qué edad trabajar es un componente clave de las políticas para individuos de edad avanzada. Las jubilaciones son otro componente crítico en la misma ecuación (véase el capítulo 7).

**Gráfico 6.4 Gasto actual y futuro en jubilaciones**

Fuente: Cálculos de los autores basados en CEPAL (2015b) y CELADE (2015).

Nota: El gasto en jubilaciones en 2015 se calcula multiplicando la jubilación promedio por el porcentaje de beneficiarios de jubilaciones según las encuestas de hogares (para más detalles, véase el capítulo 7). Los gastos en jubilaciones en 2100 se calculan dejando constante el gasto per cápita (como porcentaje del PIB) en niveles de 2015, multiplicado por el factor de crecimiento de las personas mayores de 65 años entre 2015 y 2100.

### Enfrentar el desafío: más y mejores ahorros

Para satisfacer las necesidades de las personas mayores, los países pueden seguir básicamente dos estrategias. Una consiste en “prometer” a las personas de edad avanzada que la sociedad se ocupará de ellas (por ejemplo, a cambio de aportes efectuados durante la vida laboral, como parte de acuerdos familiares o como un derecho de los ciudadanos). La otra consiste en apartar recursos (es decir, ahorrar) cuando los países son jóvenes y utilizar los recursos acumulados a medida que envejecen.<sup>5</sup> En términos generales, los sistemas jubilatorios siguen estas dos estrategias (véase el recuadro 6.1). Es importante entender que el envejecimiento planteará importantes retos a ambas estrategias.

#### *Cumplir con las promesas*

Prometer una jubilación a futuro a cambio de aportes hechos hoy es el modo en que funcionan la mayoría de los sistemas jubilatorios del

mundo. La mayor parte de los sistemas obligatorios tienen al menos un componente que es de beneficio definido (sistema de reparto, o PAYG/DB por sus siglas en inglés), ya sea no financiado o habitualmente financiado solo en parte. En estos sistemas los aportes de los trabajadores actuales pagan las jubilaciones que fueron prometidas en el pasado a los trabajadores ya retirados (véase el recuadro 6.1).

El cumplimiento de esa promesa en períodos de rápidos cambios demográficos es todo un reto. A medida que aumenta la proporción de las personas de edad avanzada, se requieren cada vez más recursos provenientes del decreciente fondo común que aporta la población que trabaja y realiza contribuciones en forma de aportes jubilatorios, impuestos o transferencias intrafamiliares. El tipo de promesas que un país se puede permitir depende en gran parte de las tendencias

#### **RECUADRO 6.1. LOS SISTEMAS JUBILATORIOS: DEFINICIÓN DE CONCEPTOS**

##### **Tipos de sistemas**

**Sistema de beneficios definidos (BD).** La jubilación está determinada por un cálculo basado en la cantidad de aportes y el salario del empleado en los últimos años laborales. El cálculo de beneficios puede establecerse según el pago del salario final o un período más largo (como los últimos cinco o 10 años de aportes). Esta regla de hecho a menudo no es actuarialmente equitativa, e implica subsidios intra o intergeneracionales. Este tipo de sistema puede estar financiado o no; suele estar parcialmente financiado.

**Sistema de contribución definida (CD).** En este caso, la jubilación está determinada por el valor de los activos acumulados por el individuo a lo largo de su vida laboral. Los beneficios pueden retirarse de una sola vez, o mediante retiros programados, o pueden emplearse para obtener una jubilación vitalicia, que proporcionaría un ingreso mensual durante el resto de la vida del individuo. La forma en la que se determinan los beneficios es actuarialmente equitativa. No hay subsidios intra o intergeneracionales, a menos que exista una jubilación mínima garantizada. Estos sistemas suelen estar financiados, pero no necesariamente lo están. En este último caso, se denomina sistema nocial de contribuciones definidas.

**Pensión no contributiva (PNC) o pensiones sociales (PS).** Los beneficios jubilatorios no provienen de ningún tipo de aportes hechos por el individuo. Pueden concederse universalmente, como en Bolivia, o utilizarse como un mecanismo de prevención de la pobreza. Este sistema también puede estar financiado, parcialmente financiado o no financiado.

*(continúa en la página siguiente)*

**RECUADRO 6.1. (continuación)****El financiamiento**

**Plenamente financiado.** Los beneficios se pagan a partir de los activos acumulados en el sistema. Por lo tanto, los pasivos del fondo jubilatorio están completamente igualados con los activos.

**Parcialmente financiado.** Los beneficios se pagan a partir de los activos acumulados y los aportes de los trabajadores o los impuestos generales recaudados por el Estado. Por lo tanto, los pasivos están parcialmente igualados con los activos.

**No financiado.** Los beneficios se pagan a partir de los aportes o de los impuestos generales recaudados por el Estado. Estos sistemas suelen llamarse sistemas de reparto.

Aunque en teoría la combinación de sistemas y mecanismos de financiamiento puede variar (véase Barr y Diamond, 2006), los sistemas de beneficios definidos de la región o no están financiados o lo están parcialmente. Esta situación requiere una transferencia de los activos de los trabajadores de una generación a otra, desde aquellos en edad de trabajar que realizan aportes a los adultos de edad avanzada que contribuyeron en el pasado y ahora cobran una jubilación. Los riesgos fiscales de estos sistemas aumentarán a medida que la población envejezca. Las pensiones no contributivas (PNC) constituyen un ejemplo extremo de un sistema de beneficios definidos al que nadie contribuye directamente, y debe finanziarse a través de los ingresos generales o de activos acumulados, o una combinación de ambos.

Los sistemas de contribución definida suelen ser plenamente financiados. Por lo tanto, la jubilación de cada generación está financiada por sus propios ahorros.

demográficas (véase el recuadro 6.2). A medida que dichas tendencias cambian, también lo hacen las tasas implícitas de rentabilidad que el sistema de reparto puede ofrecer de manera sostenible, dado un cierto nivel de aportes y una determinada edad jubilatoria.

Para la mayoría de los países de América Latina y el Caribe con sistemas de reparto, los beneficios prometidos son considerablemente mayores que lo que estos países pueden permitirse. En promedio, en 2015, dadas las tasas vigentes de aportes, las edades jubilatorias, las reglas del sistema y los factores demográficos, las jubilaciones que se podían financiar correspondían a alrededor del 37% del salario final del trabajador (la variación entre los países es considerable). En cambio, el sistema de reparto promedio prometía jubilaciones equivalentes al 67% del salario

## RECUADRO 6.2. FINANCIAMIENTO PARA ENFRENTAR LOS CAMBIOS DEMOGRÁFICOS

La demografía transformará el monto que los ciudadanos pueden esperar que les rindan sus aportes jubilatorios si es que los sistemas han de mantenerse sostenibles. Este cálculo no es fácil y depende de la evolución incierta de numerosas variables durante largos períodos. Sin embargo, encontrar el equilibrio entre lo que los países prometen a sus mayores y lo que piden bajo la forma de aportes y edad jubilatoria es fundamental para una estrategia adecuada que permita enfrentar los cambios demográficos.

Las fuerzas demográficas tienen un impacto diferente en función del tipo de sistema jubilatorio. En los sistemas de reparto, la tasa de rentabilidad esperada para el financiamiento de la jubilación es la tasa de crecimiento del total de los salarios imponibles (Samuelson, 1958; Aaron, 1966). Esta a su vez es la tasa a la que aumentan los salarios multiplicada por el incremento del tamaño de la base contribuyente. Por lo tanto, a medida que la base de aportantes disminuye, también lo hace la jubilación promedio que se puede pagar sin depender de otras fuentes de financiamiento.

Los sistemas de capitalización plenamente financiados también se verán afectados por los cambios demográficos. Como muestran Attanasio et al. (2015), en un mundo que envejece las tasas de interés serán más bajas, lo cual disminuirá la rentabilidad de los ahorros jubilatorios. Además, si la edad de jubilación sigue siendo constante a medida que la esperanza de vida aumenta, los ahorros acumulados podrán financiar jubilaciones más bajas.

Aquí se estima la jubilación con respecto al último salario (tasa de reemplazo) que el trabajador promedio debería esperar bajo: i) un sistema de reparto que sea sostenible y ii) un sistema de capitalización (plenamente financiado), y se los compara con lo que los países están prometiendo a sus futuros jubilados (gráficos B6.1 y B6.2). Hay tres grandes mensajes:

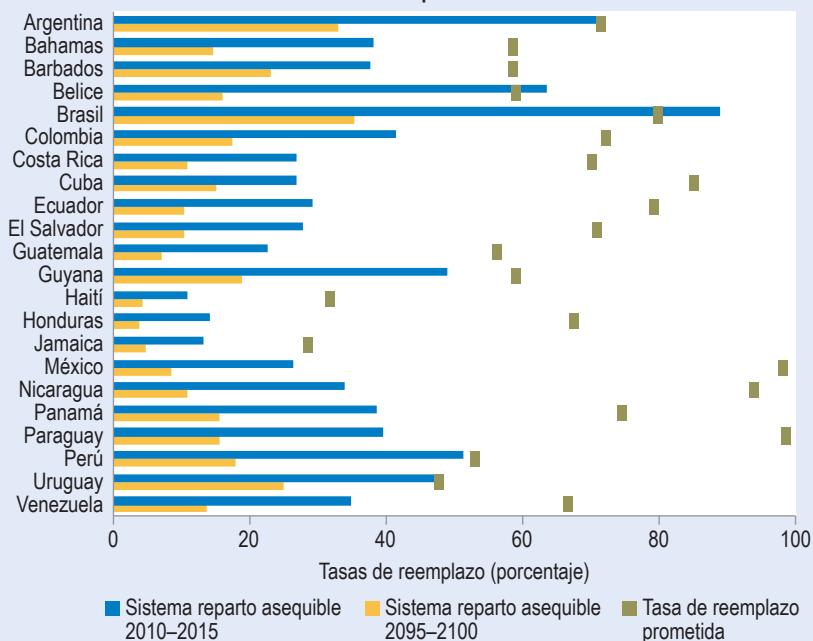
### **1. Las promesas de los países son poco realistas**

En la mayoría de los países de América Latina y el Caribe que tienen un sistema de reparto, los beneficios prometidos son significativamente más altos de lo que estos países pueden financiar de manera sostenible. Esto significa que, para cumplir dichas promesas, es probable que los países tengan que obtener recursos de otras fuentes ajenas al sistema jubilatorio, y surgirán *trade-offs* entre necesidades de desarrollo que compiten entre sí.

El desajuste entre las promesas y lo que puede costearse ocurre porque los beneficios son generosos con respecto a la tasa de contribución (que se calcula como porcentaje del salario de un trabajador) y la edad jubilatoria en ese país. Por ejemplo, en Honduras, cuya tasa de contribución es solo del 3% del salario, los jubilados tienen derecho a una pensión que podría ser entre el 65% y el 70% del salario final (aunque con un techo jubilatorio relativamente bajo). En Jamaica y Haití, que también tienen tasas de contribución del 3%, los jubilados pueden recibir beneficios en la gama del 30% de su salario final.

**RECUADRO 6.2. (continuación)**

**Gráfico B6.1 Tasas de reemplazo prometidas y asequibles en los sistemas de reparto/beneficios definidos y en los sistemas de capitalización para los jubilados en 2010–15 y 2095–2100**

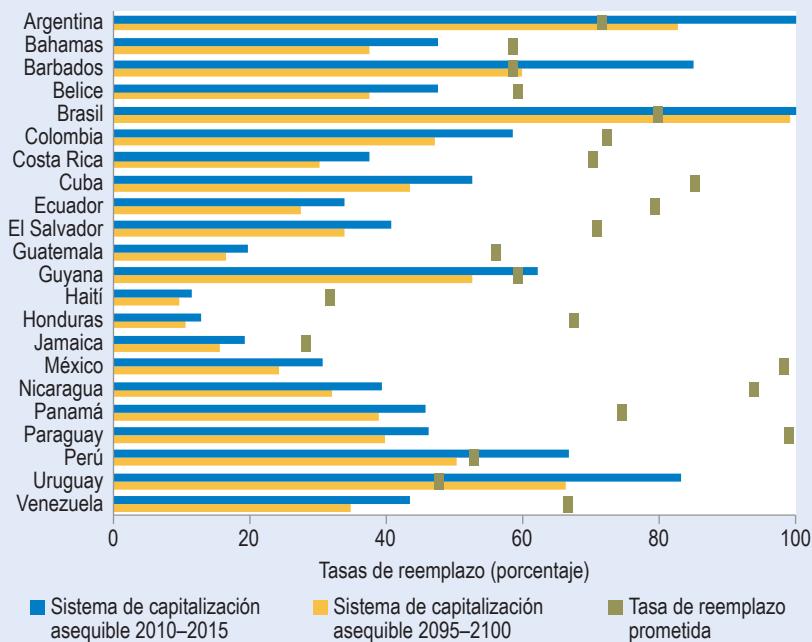
**a. Fórmula de financiamiento del sistema de reparto simulada**

Aunque esto es significativamente más bajo, todavía es muy generoso en función de los niveles de aportes pagados. Para los sistemas de reparto en países como Belice, México, Costa Rica, Venezuela y Ecuador, con contribuciones de entre el 6% y el 8,7% del salario, las tasas de reemplazo prometidas ascienden a más del 60% del salario final. En México, para una tasa de contribución del 6,3% del salario, algunos beneficiarios tienen derecho a una jubilación cercana al 100% de su salario final.<sup>a</sup> Nicaragua y Paraguay, que tienen tasas de contribución algo mayores, se han comprometido a pagar jubilaciones cercanas al nivel del salario final del trabajador. Pero, como se exhibe en el panel (a), puede que esto no sea viable con las tasas de contribución existentes (11% y 13%, respectivamente) y la edad actual de jubilación (60 años) en esos países.

El problema de la falta de viabilidad se agrava a medida que la población envejece. Las simulaciones muestran que, en todos los casos, las tasas de reemplazo viables a lo largo del período 2095–2100 se encuentran muy por debajo de las tasas de reemplazo factibles dados los parámetros exis-

**Gráfico B6.1 Tasas de reemplazo prometidas y asequibles en los sistemas de reparto/beneficios definidos y en los sistemas de capitalización para los jubilados en 2010–15 y 2095–2100 (continuación)**

b. Fórmula de financiamiento del sistema de capitalización suponiendo un retorno real de 3,5%



Fuente: Cálculos de los autores basados en parámetros del diseño del sistema y supuestos propios.

tentes en el presente. Para que los beneficios prometidos sean asequibles, se necesitarían enormes aumentos en las tasas de contribución (o las edades de jubilación deberían retrasarse de manera considerable). Por ejemplo, en Nicaragua y Paraguay, donde la actual tasa de contribuciones es del 11% y del 13%, respectivamente, y los beneficios prometidos ascienden a más del 90% del salario final a los 60 años, las contribuciones tendrían que ser de alrededor del 25% en 2010–15 y dispararse hasta más del 70% en 2100, para que los beneficios puedan pagarse sin generar un déficit actuarial.

**2. Aumentar el ahorro en los sistemas puede resultar útil, pero es probable que las jubilaciones sigan siendo más bajas de lo prometido**

Supóngase que el sistema estuviera completamente financiado, es decir: que el mismo trabajador acumulara aportes en una cuenta individual y recibiera

(continúa en la página siguiente)

### **RECUADRO 6.2. (continuación)**

la misma jubilación prometida al retirarse. Desde luego, la viabilidad de la jubilación prometida (supuestamente la misma cantidad que en el ejemplo anterior) ahora dependerá de la rentabilidad de los activos acumulados. Para evaluar el nivel de las tasas de reemplazo viables, el ejercicio supone una tasa de rentabilidad real constante del 3,5% sobre los activos acumulados. El panel (b) del gráfico B6.1 ilustra las tasas de reemplazo factibles actualmente y en 2095-2100, teniendo en cuenta cómo los cambios demográficos tienen un impacto en los beneficios asequibles en sistemas plenamente financiados.

En general, como muestra el panel (b), en comparación con el sistema de reparto, en los sistemas plenamente financiados el nivel de beneficios viables suele ser más alto, y el impacto del envejecimiento sobre estos beneficios es menor (suponiendo una rentabilidad del 3,5%). Por lo tanto, pasar de un sistema de reparto a uno de capitalización podría contribuir a aumentar el ahorro y también la capacidad de los países para financiar beneficios adecuados para los futuros jubilados. Sin embargo, puede que sea necesario rebajar aún más las jubilaciones en relación con los beneficios prometidos en algunos países y/o tal vez habría que cambiar algunos parámetros de los sistemas.

Quizás estos ejercicios sobreestimen los beneficios del ahorro porque puede que no consideren el impacto indirecto que tendría sobre la rentabilidad real de los ahorros el envejecimiento de la población. En simulaciones efectuadas por Attanasio et al. (2015), la tasa de interés mundial disminuye de un 4% en 2010 a un 1,5% en 2100 dadas las proyecciones demográficas. Si esto fuera así, aumentar el ahorro acumulado hoy rendiría menos. Por otra parte, si el ahorro está mejor invertido y, por lo tanto, propicia un alto crecimiento de la productividad, los beneficios de aumentar el ahorro para financiar las jubilaciones serían mayores.

### **3. Algunos países se beneficiarán más del que otros al aumentar el ahorro**

En relación con la viabilidad actual, el panel (b) muestra que en algunos países con poblaciones relativamente jóvenes, entre ellos Belice y Guatemala, las tasas de reemplazo viables en esquemas completamente financiados son menores que bajo un sistema de reparto. En otros países —por ejemplo, Bahamas, Ecuador, Haití, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay y Venezuela— el financiamiento contribuye a aumentar la viabilidad, pero en menos de un 20% en relación con la viabilidad del sistema de reparto no financiado. Por último, en países con la transición demográfica más avanzada, como Argentina, Brasil y Uruguay, los beneficios del financiamiento en términos de aumentar la viabilidad son muy grandes en relación con los sistemas de reparto. Sin embargo, cabe considerar que la transición de los sistemas de reparto a los sistemas de capitalización implica importantes costos, dado que deben conservarse los derechos de los trabajadores jubilados.

---

<sup>a</sup> Este sistema ha sido reemplazado por un sistema totalmente financiado y, por lo tanto, este nivel extremadamente alto de beneficios es transitorio.

final de los trabajadores. La transición demográfica dificultará aún más el cumplimiento de la promesa. Hacia 2100 las jubilaciones que podrían financiarse con futuros aportes equivaldrán tan solo al 15% del salario final para el mismo conjunto de parámetros (véase el recuadro 6.2).

Además de la gran carga fiscal que implican, es probable que estos beneficios prometidos se paguen a una parte relativamente pequeña de los futuros jubilados. Esto se debe a que la cobertura de las jubilaciones es muy baja en la región. La tensión entre aumentar la cobertura y mantener un sistema sostenible será un desafío clave para cumplir con las promesas hechas en el pasado. Elevar la cobertura sin incrementar los aportes (por ejemplo, a través de las pensiones no contributivas) puede poner en riesgo la sostenibilidad del sistema en algunos países. Por otro lado, la escasa cobertura dirige los beneficios hacia las personas con ingresos relativamente altos (que tienden a ser las que están cubiertas), lo que arroja como resultado una enorme desigualdad.

Las familias se enfrentan a problemas similares. La manera en que estas velan por los miembros más ancianos se parece a un sistema de reparto. Los jóvenes cuidan financieramente de los ancianos con sus propios recursos, no a cambio de pagos anteriores sino debido al altruismo familiar. Este sistema también será puesto a prueba en el futuro. Las familias más pequeñas tendrán más dificultades para hacerse cargo de un mayor número de personas de edad avanzada.

### ***Ahorrar para el futuro***

Ahorrar para el futuro es una manera razonable de prepararse para el cambio demográfico, pero esto no está exento de problemas. Aparatar recursos, invertirlos y utilizarlos cuando es necesario constituye una buena estrategia desde la perspectiva individual. Cuanto más ahorren los países, menos necesitarán las transferencias actuales de la generación que trabaja. Sin embargo, lo que puede parecer óptimo desde la perspectiva del individuo puede no serlo en el contexto del envejecimiento global. En efecto, si una gran proporción de la población ahorra durante sus años activos y luego vende esos activos a la generación siguiente (que estará constituida por menos personas debido a la transición demográfica), los precios de esos activos disminuirán y, por lo tanto, la capacidad de la nueva generación para financiar su propio futuro estará en riesgo. Una de las conclusiones clave de la investigación de Attanasio et al. (2015) es que la futura rentabilidad del ahorro

(es decir, las tasas de interés) en un mundo que envejece será menor. A su vez, una situación en la que hay “exceso de ahorro” puede llevar a un nivel ineficientemente alto de capital (Diamond, 1965). Sin embargo, esto decididamente no es lo que hoy ocurre en América Latina y el Caribe, donde se necesita más ahorro para financiar la inversión productiva (véase el capítulo 4). Aunque las tasas de interés disminuyan en el futuro a medida que la población envejece, es probable que la capacidad de pagar mejores jubilaciones aumente en los países que acumulen más ahorro (véase el recuadro 6.2).

Un aspecto crucial que hay que entender es que no existe una única manera de ahorrar para el futuro. Los países que han elegido los sistemas de reparto para las jubilaciones pueden y deberían ahorrar reformando los parámetros de dichos sistemas (es decir, la edad jubilatoria, las tasas de aportes y las tasas de reemplazo del salario) que amenazan su sostenibilidad. Apartar recursos, ya sean públicos o privados, mientras la demografía sigue permitiendo financiar las jubilaciones futuras y prepararse para la transición demográfica es otra manera de ahorrar.

La transición de un sistema de reparto a un sistema plenamente financiado de contribución definida y con cuentas individuales es otra forma de aumentar el ahorro. Esa ha sido la modalidad adoptada en numerosos países en los años noventa. Sin embargo, no es una solución mágica. Debe tener en cuenta los costos de transición para el cumplimiento de las obligaciones de las promesas hechas en el pasado (bajo el sistema anterior). Como se señala en el capítulo 7, estos costos de transición han resultado ser muy onerosos para numerosos países.<sup>6</sup> Además, puede que los aportes obligatorios a las cuentas individuales no aumenten necesariamente el ahorro privado si desplazan los ahorros generados mediante vehículos distintos de las jubilaciones (Attanasio y Rohwedder, 2003; Attanasio y Brugiavini, 2003). En general, la evidencia muestra que en los países que pasaron de un sistema de reparto a sistemas de contribución definida, los recursos canalizados a las cuentas individuales no fueron plenamente compensados por una disminución del ahorro mediante instrumentos distintos a las jubilaciones y, por lo tanto, el ahorro privado aumentó (véase Bebczuk [2015a] para un estudio reciente de la literatura sobre el tema, y nuevos resultados). A pesar del mayor ahorro, los sistemas de contribución definida traen consigo problemas relacionados con la distribución del riesgo y la adecuación de las jubilaciones. Estos temas se tratarán con más detalle en el capítulo 7.

### ***Más y mejores ahorros para favorecer el crecimiento***

La región no solo necesita más ahorros sino también mejores retornos. Prepararse para el futuro implica tanto un aumento del ahorro, que aliviará la carga de las próximas generaciones, como una mejora en la eficiencia con que esos ahorros se utilizan, lo cual incrementará la productividad y, por lo tanto, la rentabilidad de esos ahorros (véase el capítulo 10). El ahorro puede ayudar a la sociedad y a los individuos a prepararse para el futuro al menos de dos maneras. En primer lugar, los ahorros canalizados hacia la inversión productiva (con mayor rentabilidad) pueden contribuir a superar la transición demográfica. Desde luego, esto requiere mercados financieros que funcionen bien como intermediarios de los ahorros (véase el capítulo 11). En segundo lugar, si el ahorro genera un mayor crecimiento de la productividad agregada, servirá de soporte para cualquiera de las estrategias que un país escoja para cuidar de las personas de edad avanzada. Por ejemplo, si el diseño de las jubilaciones conlleva beneficios basados en promesas intergeneracionales (como los sistemas de reparto), una mayor productividad que genere un mayor producto puede contribuir al cumplimiento de esas promesas, incluso si la proporción de dependientes aumenta con el envejecimiento de la población.<sup>7</sup> Si, en cambio, cuando lo que respalda a las jubilaciones son los activos acumulados (como en los sistemas de contribución definida), una cohorte más pequeña de trabajadores con salarios más altos puede sostener la demanda de activos y mitigar una caída de las tasas de interés. Por lo tanto, cualquier política que promueva el crecimiento de la productividad puede contribuir a aliviar los efectos adversos de una sociedad que envejece (véase el recuadro 6.3).

### **¿Cómo se prepara la región para el futuro?**

A pesar de una mejor gestión macroeconómica y de las reformas en materia de jubilaciones que ha habido en las últimas décadas, la región sigue mal preparada para enfrentarse a los retos de la transición demográfica. La participación de los trabajadores en los planes jubilatorios formales es baja; por lo tanto, también lo es la cobertura de las jubilaciones. No hay otras formas de ahorro que estén desempeñando un rol importante para proporcionar seguridad de ingresos a las personas de edad avanzada. Y, dado que las familias están reduciendo su tamaño, financiar la vejez a través del sistema jubilatorio será difícil.

### **RECUADRO 6.3. LA PRODUCTIVIDAD EN UN MUNDO QUE ENVEJECE**

Predecir lo que ocurrirá con la tasa de ahorro a medida que las sociedades envejezcan es un ejercicio complejo. Hay varios factores en juego. El impacto más directo de los cambios demográficos en las tasas de ahorro tendrá lugar a través de la estructura de edad de la población. Para decirlo en términos sencillos, la población en edad de trabajar ahorra, mientras que las personas mayores consumen. Cuando el equilibrio se modifica hacia una sociedad que envejece, disminuye el ahorro agregado; este sería el impacto directo de primer orden.

Sin embargo, a medida que continúa la transición demográfica, entran otros factores en juego. En familias más pequeñas, hay menos dependientes jóvenes a quienes cuidar, lo cual libera recursos para ahorrar. Además, conforme aumente la esperanza de vida, los individuos naturalmente tenderán a ahorrar más, dado que prevén períodos de jubilación más prolongados.

Por lo tanto, las respuestas individuales de ahorro a los cambios en el tamaño de la familia y la esperanza de vida (El Mekkaoui de Freitas y Oliveira Martins, 2014) podrían compensar total o parcialmente el efecto del cambio en la estructura etaria de la población (Heller, 1989).

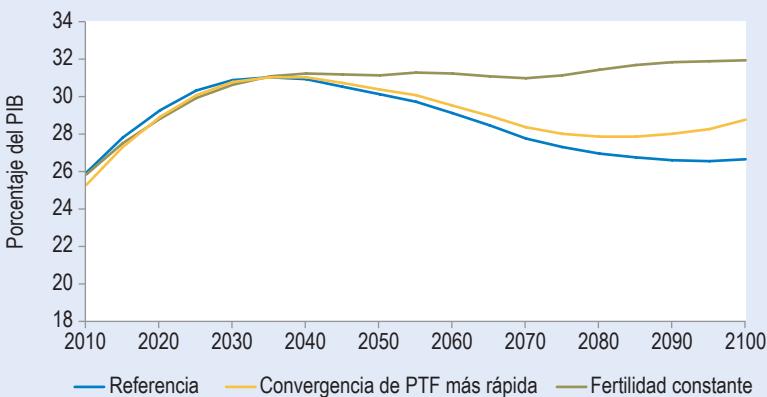
Attanasio et al. (2015) construyen y simulan un modelo para entender el impacto cuantitativo de estas fuerzas en un contexto en que las tendencias demográficas mundiales no están sincronizadas, y el capital financiero puede fluir de una región a otra. En el marco de un escenario de referencia en una economía abierta, en las próximas dos décadas la tasa de ahorro de América Latina y el Caribe debería aumentar. El efecto de tener más consumidores que ahorristas se vería compensado por un aumento de los ahorros asociado con familias más pequeñas y mayores incentivos para ahorrar para la jubilación a medida que crece la esperanza de vida. Después, el ahorro en América Latina y el Caribe disminuiría progresivamente conforme se estabiliza la longevidad y comienza a prevalecer el efecto de primer orden antes descrito.

Modelos como este contribuyen a explicar cómo las diferentes fuerzas interactúan durante la transición demográfica e influyen en el ahorro agregado. Por ejemplo, en un ejercicio que aísla el impacto de la fertilidad, el modelo muestra que la fuerza motora para la disminución del ahorro futuro, en el escenario de referencia, es justamente una menor fertilidad. En efecto, si se supone que la fertilidad permanece constante en lugar de disminuir, hacia 2100 las tasas de ahorro deberían ser 6 puntos porcentuales más altas que en el escenario de referencia. Básicamente, más personas en edad de trabajar generarían más ahorro.

El modelo también puede contribuir a explicar cómo el crecimiento de la productividad puede impulsar la tasa de ahorro. La productividad total de los

### ***Los sistemas jubilatorios: una opción poco usada***

La cobertura de los sistemas jubilatorios basados en contribuciones obligatorias es escasa. En la actualidad solo el 45% de los trabajadores

**Gráfico B6.2 Tasas de ahorro en una economía abierta**

Fuente: Cálculos de los autores sobre la base de Attanasio et al. (2015).

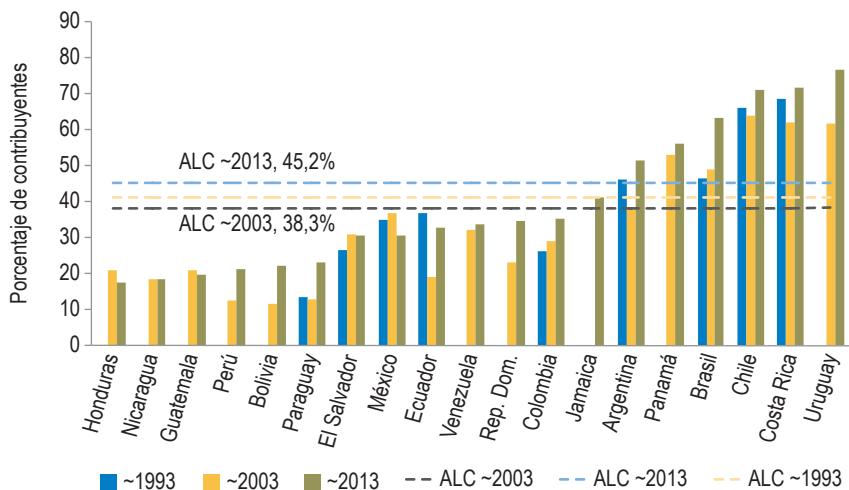
factores (PTF) es lo que la economía es capaz de producir más allá del uso del factor trabajo y del capital. Attanasio et al. (2015) modelan el escenario de referencia suponiendo que hacia 2050 América Latina y el Caribe converge con la productividad de los países más desarrollados, y a partir de entonces, la tasa de crecimiento de la PTF es del 1,5%. Esto implica un incremento del 1,41% al año en la PTF de la región entre 2010 y 2150, a fin de alcanzar el mismo nivel y la misma tasa de crecimiento de los países de altos ingresos.

Para evaluar la importancia de la productividad en el ahorro y en el crecimiento futuro, el modelo explora un escenario de rápida convergencia, en el que se supone que el nivel de la PTF y el crecimiento en América Latina y el Caribe alcanzarán los niveles de los países de altos ingresos hacia 2100, en lugar de hacerlo hacia 2150. Se estima que entre 2010 y 2100 la PTF aumentará en un 1,51% al año. En este caso, un 0,1% adicional de crecimiento de la productividad entre 2010 y 2100 puede moderar en alrededor de un tercio (2 puntos porcentuales) la caída de las tasas de ahorro esperada. Teniendo en cuenta todas las salvedades de este ejercicio estilizado, estos resultados ilustran que, para cubrir las necesidades de la población a futuro, no solo importa el monto del ahorro sino también la forma en que los países invierten esos ahorros, ya que esto es lo que en definitiva determina el crecimiento de la PTF y, por ende, cuánto rinden los ahorros.

realiza contribuciones, muchos de ellos de manera irregular. Este porcentaje ha sido relativamente constante a lo largo de las dos últimas décadas (gráfico 6.5). Si los patrones de contribución no cambian drásticamente, la cobertura será muy limitada también durante las próximas

**Gráfico 6.5 Porcentaje de trabajadores con aportes jubilatorios, 1993–2013**

Población de entre 15 y 64 años



Fuente: Cálculos de los autores sobre la base de datos del Sistema de Indicadores de Mercado Laboral y Seguridad Social (SIMS) del BID.

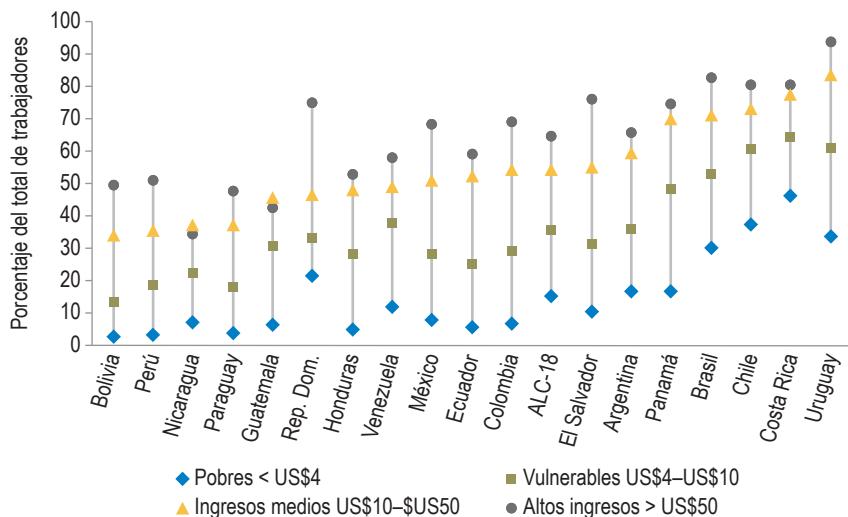
Nota: Datos circa 2013.

generaciones. En 2050 habrá entre 60 y 80 millones de personas mayores de 65 años que no habrán hecho aportes para contar con una jubilación (Bosch, Melguizo y Pagés, 2013).

La cobertura no solo es baja sino también sumamente desigual (gráfico 6.6). En casi todos los países de la región los hogares más pobres no están cubiertos por sistemas de jubilación obligatorios (y por ende no podrán acceder a una jubilación a través de sus contribuciones). En promedio, solo realiza aportes el 15% de los trabajadores con ingresos inferiores a US\$4 por día en términos de la paridad del poder adquisitivo (PPA) (la línea de pobreza moderada estándar utilizada en la región). Incluso la nueva clase media emergente queda marginada de la cobertura jubilatoria (Ferreira et al., 2013). En promedio, hoy en día solo efectúa aportes el 53% de todos los trabajadores de ingresos medios (definidos como aquellos que ganan entre US\$10 y US\$50 al día en términos de la PPA de 2005).

Además, muchos de aquellos que contribuyen en un determinado momento en el tiempo no cumplirán al término de su carrera laboral las condiciones para una jubilación adecuada. Las densidades de cotización (la proporción de la vida laboral activa durante la cual los trabajadores realizan aportes a los sistemas jubilatorios) son muy bajas. En Chile, uno de los países con la mayor cobertura, solo el 59% de los hombres y el

**Gráfico 6.6 Porcentaje de trabajadores con aportes jubilatorios, por ingresos diarios, circa 2013**



Fuente: Cálculos de los autores sobre la base de datos del Sistema de Indicadores de Mercado Laboral y Seguridad Social (SIMS) del BID.

Nota: La clasificación del ingreso en 2005 se realiza en términos de la paridad del poder adquisitivo (PPA).

30% de las mujeres de entre 25 y 65 años tienen densidades de cotización superiores al 50% (Berstein et al., 2006). En México, El Salvador y Perú, solo entre el 20% y el 30% de los hombres y entre el 10% y el 20% de las mujeres realizan aportes durante más de la mitad de sus vidas activas (Bosch, Melguizo y Pagés, 2013).

Por otro lado, los cálculos de las jubilaciones que todavía existen en numerosos sistemas jubilatorios siguen siendo relativamente generosos, lo cual producirá una redistribución regresiva de los recursos de los hogares de bajos ingresos a los hogares de altos ingresos, que son los que se hallan cubiertos (véase el capítulo 7). Además, en algunos países los sistemas jubilatorios podrían convertirse en una fuente de déficits fiscales (desahorro público) que podría amenazar su propia sostenibilidad.

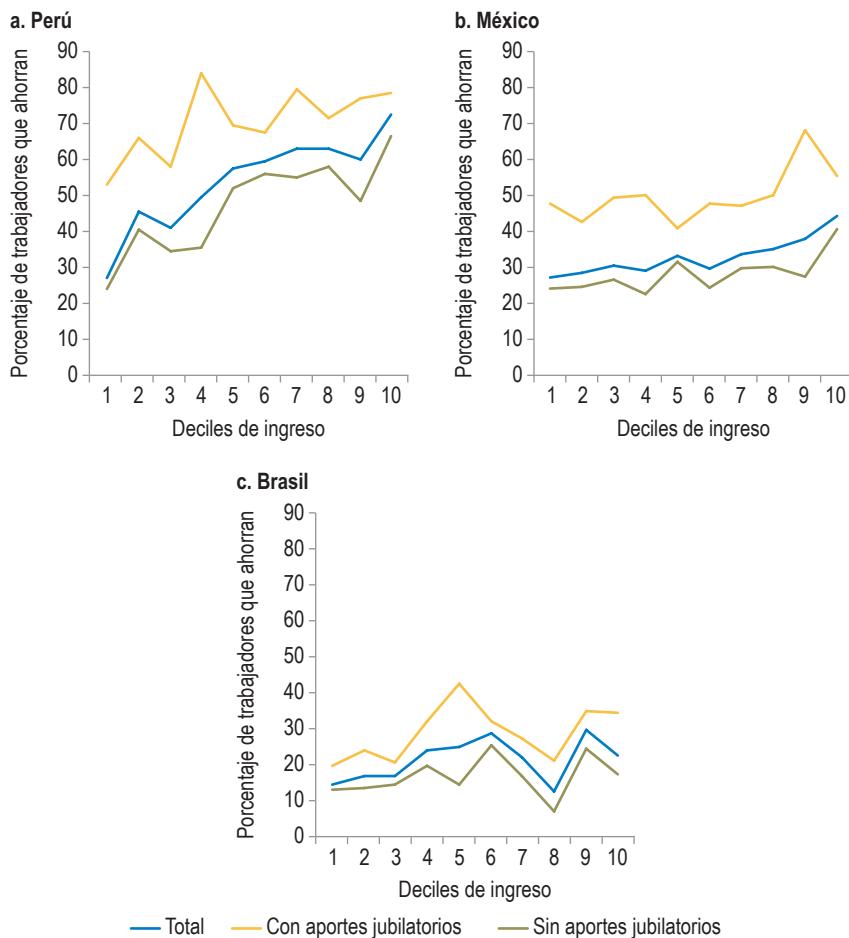
Todos los países de la región se enfrentan a los mismos desafíos con diversos grados de intensidad, dependiendo de la estructura del sistema jubilatorio de cada país. Al margen de cómo sea este último (de reparto o de contribución definida), uno de los rasgos comunes es la baja cobertura activa. Este patrón señala que la cobertura tiene poca relación con el sistema jubilatorio real y tiene más que ver con el funcionamiento general de los mercados laborales.

### *El plan B: los ahorros de los hogares en instrumentos no jubilatorios*

Los hogares podrían prepararse para el futuro de una manera diferente. Puede que se sitúen al margen de los sistemas jubilatorios (trabajando de manera informal), pero que compensen con ahorros en otros activos. Sin embargo, fuera del sistema jubilatorio, el ahorro de los hogares es magro, sobre todo en el caso de los de más bajos ingresos, precisamente aquellos que más a menudo se encuentran marginados del sistema jubilatorio contributivo. Los trabajadores que no realizan aportes (y sus familias) no ahorran más que los trabajadores que sí lo hacen. Al contrario, las encuestas en Brasil, México y Perú muestran que los trabajadores informales (que no realizan aportes jubilatorios) ahorran menos en todos los niveles de ingreso (véase el gráfico 6.7). Además, los trabajadores informales no solo ahorran menos en todos los niveles de ingreso sino que cuando lo hacen es a través de medios informales (véase el capítulo 3).

Estos patrones están teniendo lugar durante un período en general favorable para ahorrar en lo que se refiere a los factores demográficos. Dado que la sociedad de América Latina y el Caribe todavía es relativamente joven, el ahorro debería ser alto. Sin embargo, las tasas de ahorro no siempre responden a los movimientos de los factores demográficos. Asia es la única región del mundo que ha aumentado considerablemente el ahorro durante el bono demográfico (Cavallo, Sánchez y Valenzuela, 2016). La caída de la tasa de dependencia puede explicar el 22% de los incrementos del ahorro en Asia entre 1963 y 2012, pero solo el 3% en América Latina y el Caribe durante el mismo período.

¿Por qué América Latina y el Caribe no parece estar aprovechando los factores demográficos favorables para elevar el ahorro? Hay numerosos motivos. A pesar de la última década de crecimiento, la región sigue siendo relativamente pobre y desigual, y numerosos individuos y familias no pueden cubrir sus necesidades básicas. Un segmento relativamente grande de la población tiene ingresos demasiado bajos para acumular un ahorro considerable en general, y aún menos para una potencial jubilación, ya sea a través de los aportes al sistema formal o mediante instrumentos distintos de las jubilaciones. Según las encuestas de protección social de México y Perú (BID, 2008), cerca del 30% de las personas que no realizan aportes declaran que el principal motivo es la insuficiencia de ingresos (véase el gráfico 6.8). Esta situación podría explicar la alta correlación entre el ingreso per cápita de un país y el

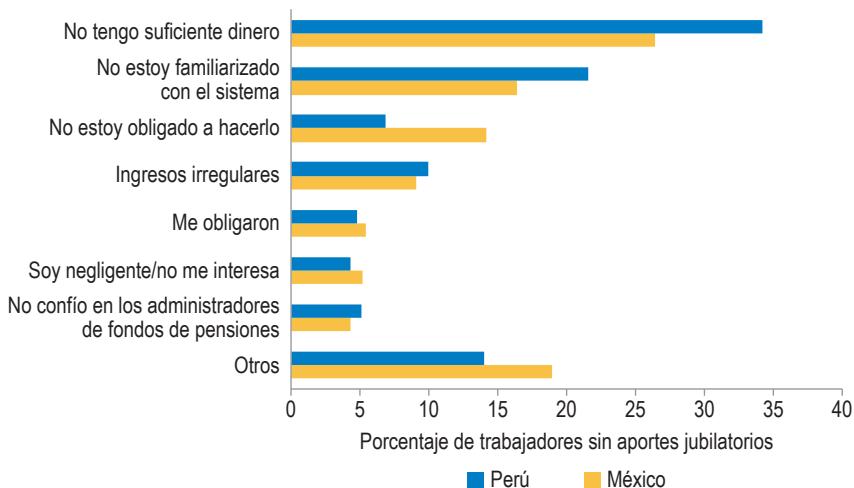
**Gráfico 6.7 Porcentaje de trabajadores que declaran ahorros en el año previo**

Fuente: Cálculos de los autores basados en la Encuesta Base de la Pirámide (BoP) del BID.

Nota: La encuesta excluye al 30% más rico de los hogares en cada país. La distribución de los deciles grafica el 70% más pobre de los hogares.

porcentaje de trabajadores formales (Loayza, Oviedo y Servén, 2005), así como la relación entre el nivel de ingreso de una persona y la probabilidad de que él o ella ahore para la jubilación (véase el gráfico 6.6). También podría explicar por qué el bono demográfico ha tenido escaso efecto en los patrones de ahorro de la región.

Si bien es poco factible que los trabajadores de bajos ingresos ahorren para el mencionado fin, es menos claro por qué la clase media de América Latina y el Caribe no está ahorrando lo suficiente. Para ese grupo, las limitaciones del ingreso deberían ser un motivo menos

**Gráfico 6.8 ¿Por qué los trabajadores no realizan aportes jubilatorios?**

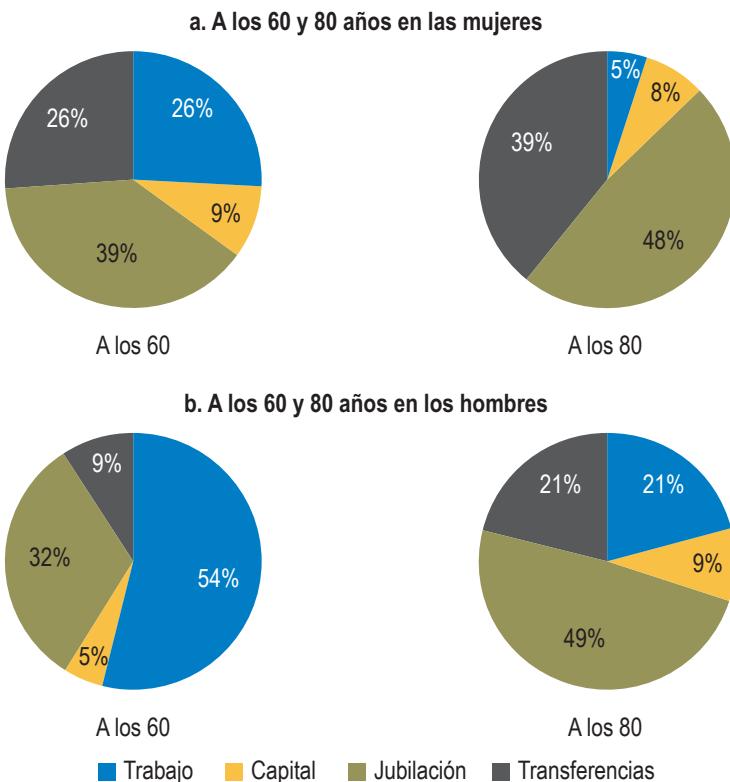
Fuente: Cálculos de los autores basados en la Encuesta de protección social de Ciudad de México y Lima metropolitana (Perú), realizada por el BID (2008).

importante. Sin embargo, los potenciales ahorristas se enfrentan a diversas barreras para generar ahorros para la jubilación fuera de los sistemas contributivos. El capítulo 9 explora dos posibles explicaciones. La primera es la falta general de confianza en el sistema financiero y las bajas tasas efectivas de rentabilidad de los ahorros financieros. En segundo lugar, la conducta de ahorro proactiva (sobre todo, el ahorro a largo plazo) puede verse socavada por sesgos de conducta, entre ellos, sesgo al corto plazo, miopía inter-temporal, problemas de agencia dentro del hogar y pura irracionalidad.<sup>8</sup> Dadas estas limitaciones, depender del ahorro fuera de los sistemas jubilatorios prácticamente garantiza la insuficiencia de los recursos para financiar las jubilaciones.

### *El último recurso: hacerse cargo de la abuela*

Muchos ciudadanos de América Latina y el Caribe que no realizan aportes a un sistema jubilatorio esperan ser capaces de mantenerse a sí mismos en el futuro permaneciendo más tiempo en el mercado de trabajo. El ingreso laboral es una fuente sustancial de ingresos en la edad madura, al menos entre los 60 y los 80 años (gráfico 6.9). Una gran mayoría de trabajadores informales de la región dependen de su actividad hasta una edad muy avanzada (Bosch, Melguizo y Pagés, 2013). Sin

### Gráfico 6.9 Fuentes de ingreso en la vejez



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Saad (2011).

embargo, los patrones de mano de obra de la región sugieren que muy pocas personas están dispuestas o son capaces de trabajar después de los 80 años. Solo el 17% de los hombres y el 6% de las mujeres trabajan al momento de cumplir esa edad. A menos que esta situación cambie drásticamente, el ingreso laboral no será una fuente fiable de financiamiento para la vejez.

La otra fuente de apoyo para las personas de edad avanzada fuera de los sistemas jubilatorios es la familia. Las familias han sido tradicionalmente la red de seguridad más fiable de las personas de edad avanzada.<sup>9</sup> En 2013 cerca del 57% de los adultos mayores de 65 años vivía con miembros de la familia en edad de trabajar (sin incluir al cónyuge). Sin embargo, a medida que las personas sigan envejeciendo es poco probable que las familias sean una fuente fiable de apoyo. En 1950 la mujer promedio de América Latina y el Caribe tenía seis hijos; en 2015 solo tenía 2,1, es decir

los hijos suficientes para mantener el nivel de población constante. Las consecuencias de este cambio decisivo recién comienzan aemerger. Las encuestas de hogares revelan que entre 2000 y 2013 el tamaño promedio de los hogares compartidos por adultos mayores de 65 años y población en edad de trabajar disminuyó en un 9% (de 4,4 miembros a 4), siguiendo la tendencia general de la región hacia hogares más pequeños. En solo 13 años el hogar promedio de América Latina y el Caribe disminuyó en un 12% (de 4,9 miembros a 4,3). Varias tendencias demográficas, culturales y económicas pueden explicar este declive, pero una cosa sí es segura, a saber: las familias son cada vez más reducidas. Mantener a las personas de edad avanzada será más difícil sin un crecimiento económico rápido. Las familias más pequeñas tendrán menos descendientes para cuidar de los familiares más ancianos. Entre tanto, los padres están teniendo hijos a una edad más tardía. Por lo tanto, es posible que los padres en edad de trabajar tengan que cuidar de sus propios hijos, padres y abuelos. Las mujeres, que tradicionalmente han sido siempre las principales cuidadoras de las personas de edad avanzada, acaso sean las que más vayan a sufrir debido a estos cambios en la estructura familiar.

### **Actuar hoy para mejorar el futuro**

El envejecimiento es una realidad a la que los países tendrán que enfrentarse en el futuro, pero el futuro ya está cerca. Sin duda es una buena noticia que las personas vivan más tiempo. Sin embargo, una vida más larga no será mejor sin un financiamiento adecuado. América Latina y el Caribe, como todas las regiones del mundo, tendrá que enfrentarse a este desafío.

A los ciudadanos y a los responsables de políticas les cuesta entender la drástica transformación del perfil de edad de la región y los cambios que traerá consigo. En principio, los individuos podrían predecir los cambios en los factores demográficos y adoptar las medidas adecuadas para asegurar sus ingresos futuros ahorrando más. Sin embargo, en la región las personas no ahorran lo suficiente para la jubilación. Muchos deben atender necesidades inmediatas. Otros no prevén sus necesidades futuras o piensan que podrán trabajar hasta una edad muy avanzada. En realidad, este es el principal motivo por el que los sistemas jubilatorios de todo el mundo tienen carácter obligatorio. Sin embargo, los regímenes obligatorios en general no han sido capaces de preparar a los países de la región para el cambio demográfico. Para

algunos responsables de políticas, el problema parece aún lejano y más allá del alcance del típico mandato político de cuatro años.

¿Cuáles son las políticas que pueden asegurar los recursos imprescindibles para una población que envejece, sin comprometer otras necesidades que también requieren atención? Ahorrar más para el futuro podría desempeñar un rol crucial, pero solo si se abordan los retos fundamentales de una sociedad envejecida. El ahorro en sí no asegurará imperiosamente el financiamiento necesario para cuidar de enormes contingentes de personas de edad avanzada en el futuro. Una generación de trabajadores grande seguida de una pequeña implica que el ahorro podría tener una menor rentabilidad y, a su vez, los retornos podrían tener una mayor volatilidad. No es suficiente que el ahorro aumente, sino que además debe ser movilizado de manera que mejore la productividad y genere crecimiento económico. Esta es la única forma por la cual los países serán capaces de financiar los costos crecientes de una sociedad que envejece.

A pesar de que la ventana de oportunidad se está cerrando para el bono demográfico, América Latina y el Caribe tiene todavía un significativo espacio para crecer en los próximos años. Contar con sistemas jubilatorios bien diseñados y mejor preparados para lidiar con el envejecimiento será crucial para enfrentarse a este desafío. En el próximo capítulo se abordará el problema de cómo reformar estos sistemas para aumentar la cobertura de maneras sostenibles mientras, al mismo tiempo, se lida con una población en vías de envejecimiento.

Incrementar el ahorro y asegurar el financiamiento de los sistemas jubilatorios ahora podría impulsar la economía y preparar el terreno para el envejecimiento en la región. La actual composición etaria se presta a apoyar estas medidas. Aprovechar esta oportunidad en las próximas décadas será vital para asegurar el futuro de América Latina y el Caribe.

## Notas

- <sup>1</sup> El Fondo de Población de las Naciones Unidas (UNFPA) define al bono demográfico como “el potencial de crecimiento económico que puede ser el resultado de cambios en la estructura de edad de la población, especialmente cuando el porcentaje de la población en edad de trabajar (15 a 64 años) es mayor que el porcentaje de población que no está en edad de trabajar (14 años o menos, y 65 años y más)”.
- <sup>2</sup> Para una perspectiva global del fenómeno del envejecimiento, véase Lee y Mason (2011b).
- <sup>3</sup> Entre 1993 y 2013, cerca del 60% del crecimiento del PIB per cápita en la región se debió a aumentos en el empleo provocados por el crecimiento de la población, mientras que el otro 40% se debió a aumentos en la producción por trabajador (Alaimo et al., 2015).
- <sup>4</sup> Las FADL incluyen actividades como caminar, comer, vestirse y asearse. Las IADL abarcan actividades como ir de compras, contestar el teléfono, cocinar, ocuparse de la casa y la capacidad de manejar las finanzas.
- <sup>5</sup> Esta analogía y el texto de la sección se basa en Barr (2002) y Barr y Diamond (2009).
- <sup>6</sup> Algo que no es observable es el camino que podrían haber seguido los países que pasaron de sistemas de reparto a cuentas privadas totalmente financiadas si hubieran continuado sin reformas. En este sentido, los sistemas con costos crecientes y presiones potenciales para aumentar los beneficios o relajar el acceso a los mismos podrían acabar con grandes déficits y, por consiguiente, desahorros considerables.
- <sup>7</sup> De todas formas, es importante entender cómo se hacen las promesas de las “jubilaciones” (véase el capítulo 7).
- <sup>8</sup> Banks, Blundell y Tanner (1998) presentan evidencia de ahorro insuficiente para la jubilación en el Reino Unido.
- <sup>9</sup> Para un análisis de cómo las transferencias intergeneracionales actúan como un sustituto del ahorro en ausencia de mercados de rentas vitales privadas que funcionen bien, véase Kotlikoff y Spivak (1981) y Kotlikoff (1988).

# **7 Ahorrar para el futuro: los sistemas jubilatorios**

Los sistemas jubilatorios de América Latina y el Caribe enfrentan serios problemas. Para empezar, su cobertura alcanza a menos de la mitad de la población. Además, debido a los defectos de estructura y financiamiento, algunos de esos sistemas son insostenibles, incluso para esta población beneficiaria limitada. El inminente final del bono demográfico no hace sino magnificar estos problemas. Dado que las jubilaciones son el principal vehículo a través del cual los hogares ahorrarán para el retiro, la crisis de este sistema es, efectivamente, una crisis del ahorro.

A medida que las poblaciones en América Latina y el Caribe envejecen, numerosos países tienen por delante un difícil camino para brindar seguridad económica a un número creciente de adultos mayores. El diseño y el desempeño de los sistemas jubilatorios serán cruciales para asegurar que se destinen suficientes recursos a las personas de edad avanzada, y no comprometan el crecimiento ni las perspectivas de las generaciones futuras.

Los responsables de políticas de todo el mundo están lidiando con este *trade-off* entre generaciones. América Latina y el Caribe se enfrenta a desafíos concretos, que abarcan desde la gran desigualdad que generan las reglas vigentes, la baja cobertura de los sistemas, y jubilaciones insuficientes para un gran segmento de la población (Bosch, Melguizo y Pagés, 2013) hasta la sostenibilidad fiscal (Gill, Packard y Yermo, 2005).

Para preparar a los países de la región, se requerirán más y mejores ahorros, y también importantes cambios en la manera de pensar que los individuos y los países tienen acerca la vida laboral y el retiro. Esto no será fácil. Los sistemas jubilatorios están profundamente inscritos en la arquitectura del Estado del bienestar e incluso en los principios constitucionales de algunos países. Hay fuertes divisiones ideológicas sobre cuál

es el sistema que proporciona las mejores jubilaciones, cómo financiarlas, cuánto riesgo deberían asumir los individuos y cuánta redistribución del ingreso a favor de las personas de ingresos más bajos se requiere en términos intra e intergeneracionales.

Desafortunadamente, en la mayoría de los países de América Latina y el Caribe los sistemas jubilatorios no están preparados para enfrentarse a la transición demográfica, y será necesario repensarlos exhaustivamente para asegurar que la mayor parte de las personas de edad avanzada tengan una jubilación adecuada en el futuro sin comprometer otros objetivos de desarrollo. Cuando se trata de ahorrar para el futuro, las jubilaciones están en el centro del debate.

### Sistemas más nuevos para poblaciones más viejas

A lo largo de las últimas tres décadas, varias reformas previsionales han generado una diversidad de sistemas jubilatorios en América Latina. La mayoría de los países de la región tienen sistemas de beneficios definidos, que suelen ser de reparto (PAYG/DB, por sus siglas en inglés; algunos financiados solo parcialmente). Nueve países poseen sistemas de contribución definida, que a menudo coexisten con algún pilar de beneficios definidos. A pesar de las reformas, hay una realidad clara: los sistemas jubilatorios de carácter contributivo no proporcionarán seguridad de ingresos para la mayoría de los ciudadanos de América Latina y el Caribe en su vejez. Solo el 45% de los trabajadores de la región aporta a un sistema jubilatorio, muchos de ellos de forma irregular durante su vida laboral (véase el capítulo 6). Esto es particularmente cierto entre los trabajadores autoempleados y de bajos ingresos, los trabajadores jóvenes y las mujeres. Por lo tanto, la cobertura a través de estos sistemas es y seguirá siendo limitada si no se introducen reformas complementarias.

La manera en que se calculan y financian los beneficios parece tener escaso impacto en la participación de los trabajadores en el sistema. Independientemente del tipo de sistema, la cobertura de la red de seguridad social es baja (Bosch, Melguizo y Pagés, 2013). Esta baja cobertura tiene sus raíces en el hecho de que la mayoría de los sistemas fueron diseñados para cubrir solo a los empleados asalariados, dejando fuera del sistema a los trabajadores autoempleados. Además, numerosas empresas no registran a sus empleados y por ende no realizan los aportes previsionales. Para preparar a los sistemas jubilatorios para el futuro se requerirá ampliar la cobertura. Sin embargo, también hay que

abordar otros problemas, algunos de ellos antes de realizar la mencionada ampliación. Estos abarcan desde la generación de ahorros para asegurar la sostenibilidad a largo plazo hasta mejorar la información pública sobre las jubilaciones y su funcionamiento. Algunos problemas serán más agudos en un sistema que en otros; los países tendrán que responder de manera diferente en función de la forma en que se calculan y financian las jubilaciones. Por consiguiente, las características del sistema vigente en cada país marcarán una diferencia.

### Sistemas de reparto: promesas y más promesas

Todos los sistemas jubilatorios del mundo fueron inicialmente diseñados como sistemas de reparto con beneficios definidos, ya se tratase de sistemas parcialmente financiados o totalmente no financiados. Esto tiene grandes implicancias para el ahorro nacional. Desde la perspectiva de los trabajadores, este sistema se parece mucho al ahorro. El gobierno (que es el administrador de estos sistemas) retiene parte de sus salarios (alrededor del 15% en promedio en la región), impidiendo que el trabajador utilice estos recursos para el consumo presente. Sin embargo, ese dinero se transfiere de inmediato para pagar las jubilaciones de los trabajadores ya retirados, de modo que en un sistema de reparto puro, el gobierno no acumula ahorros. Además, los trabajadores tampoco lo hacen, ya que a través de sus aportes solo están comprando la promesa de una jubilación futura.

Estos sistemas jubilatorios suelen ofrecer algunos beneficios a los participantes. Como los beneficios están definidos de antemano, la jubilación proporciona un seguro frente a los cambios en la rentabilidad (la jubilación no depende de la rentabilidad de ningún activo específico) y ante la longevidad (la jubilación proporciona una renta vitalicia para el beneficiario). En un sistema solvente de reparto/de beneficios definidos, la rentabilidad del “ahorro” asociado a la participación en el sistema es la misma que la tasa de crecimiento de la masa salarial promedio.

Hay otras dos características de estos sistemas que son particularmente importantes y determinan la mayoría de los desafíos a los que se enfrentarán en el futuro. En primer lugar, para su sostenibilidad a largo plazo dependen críticamente de la razón contribuyentes/jubilados (dado que las jubilaciones se financian con los aportes actuales). Por lo tanto, en un mundo que envejece, los parámetros que determinan los beneficios en los sistemas de reparto (por ejemplo, la edad de retiro, o las

tasas de los aportes, entre otros) se deben modificar de manera periódica y se tiene que monitorear la sostenibilidad. Desafortunadamente, son pocos los sistemas que hacen esto, por lo que en algún momento los riesgos se transfieren de vuelta a los individuos. En segundo lugar, hay una redistribución implícita considerable dentro del sistema, dado que la normativa acerca de los beneficios no establece una correspondencia entre aportes y beneficios. Entender esta redistribución es fundamental para evaluar el desempeño de estos sistemas. Por ejemplo, dado que la longevidad está en gran parte vinculada a la riqueza, porque los individuos relativamente ricos suelen tener vidas más largas (National Academies of Sciences, Engineering, and Medicine, 2015), cualquier sistema jubilatorio podría considerarse regresivo. En América Latina y el Caribe, el efecto se ve magnificado porque es más probable que los trabajadores de altos ingresos cumplan con los requisitos necesarios para recibir las jubilaciones.

Los principales desafíos de los sistemas de reparto/beneficios definidos abarcan cuestiones relacionadas con la sostenibilidad de largo plazo, cuán adecuadas son las jubilaciones que se pagan, y la redistribución que generan entre trabajadores, así como también con aspectos institucionales.

### ***Sostenibilidad***

La región gasta una cantidad importante en jubilaciones, a pesar de la baja cobertura y de contar con una población relativamente joven (véase el recuadro 7.1). Medir el gasto en jubilaciones no es tan fácil y transparente como debería ser, pero los órdenes de magnitud de dicho gasto en la región igualan o superan el de países europeos con altos gastos en jubilaciones como España, Francia, Grecia e Italia.

Argentina y Uruguay, que tienen una cobertura jubilatoria relativamente alta (y una población relativamente más envejecida para los estándares de América Latina y el Caribe), gastan casi lo mismo que España, Francia, Grecia e Italia, y mucho más que los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) de bajos gastos como Canadá, Estados Unidos y Reino Unido (véase el gráfico 7.1). Dado que las características demográficas actuales varían entre ambos grupos (gráfico 7.1, panel a), quizás el contraste sea mejor ilustrado al comparar el gasto de los países de la OCDE cuando sus perfiles demográficos se parecían a los de Argentina y Uruguay (gráfico 7.1,

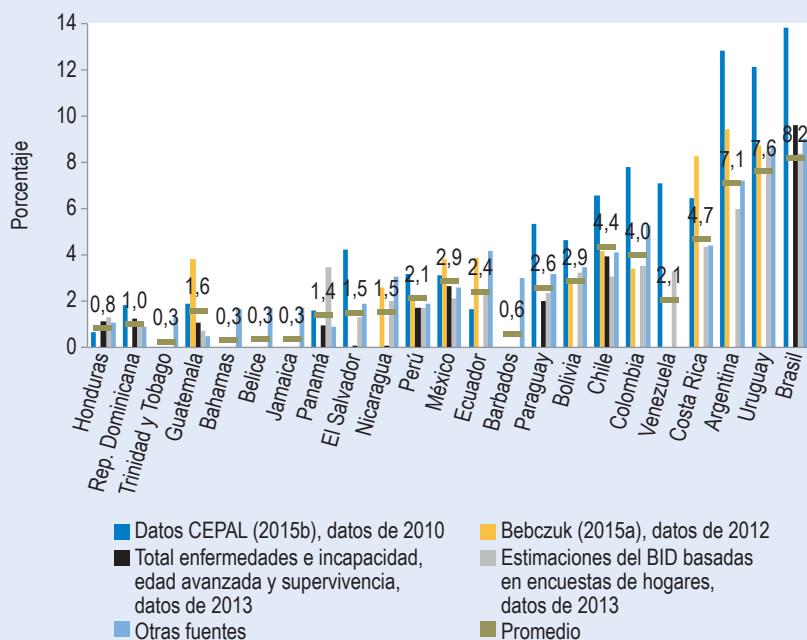
### RECUADRO 7.1. ¿CUÁNTO SE GASTA ACTUALMENTE EN LAS JUBILACIONES?

En este capítulo se recogen varias medidas del gasto en jubilaciones. La metodología y la cobertura varían según los estudios. Como se puede apreciar en el gráfico B7.1, aunque hay cierta disparidad entre las fuentes, las órdenes de magnitud son claras. Los países de alta cobertura como Argentina, Brasil y Uruguay, destinan más del 6% del PIB a las jubilaciones, mientras que los países de Centroamérica con poblaciones relativamente jóvenes y baja cobertura destinan entre el 1% y el 2% del PIB.

Puede que el gasto en jubilaciones sea por sí solo la partida de gastos más grande en los presupuestos de numerosos gobiernos de todo el mundo. En promedio, representa el 18% del gasto del gobierno en los países de la OCDE (OCDE, 2015).

Es sumamente difícil calcular cuánto gastan los países de América Latina y el Caribe en jubilaciones. Es incluso más difícil predecir cuánto tendrán que

**Gráfico B7.1 Gasto en jubilaciones como porcentaje del PIB**



Fuente: Elaboración de los autores a partir de CEPAL (2015b); Bebczuk (2015a); base de datos fiscales del BID; encuestas de hogares; y otras fuentes, incluyendo a economistas del sector fiscal y de país del Banco Interamericano de Desarrollo y Lustig, Pessino y Scott (2014). Fuentes de país específicas incluyen, para Argentina, Lustig y Pessino (2013); para Bolivia, Paz Arauco et al. (2014); para Brasil, Higgins y Pereira (2014); para Chile, Ruiz-Tagle y Contreras (2014); para Colombia, Meléndez (2014); para Costa Rica, Sauma y Trejos (2014); para Ecuador, Llerena Pinto et al. (2015); para El Salvador, Beneke, Lustig y Oliva (2015); para Guatemala, Cabrera, Lustig y Morán (2015); para México, Scott (2014); para Perú, Jaramillo (2014); para Uruguay, Bucheli et al. (2014).

(continúa en la página siguiente)

**RECUADRO 7.1. (*continuación*)**

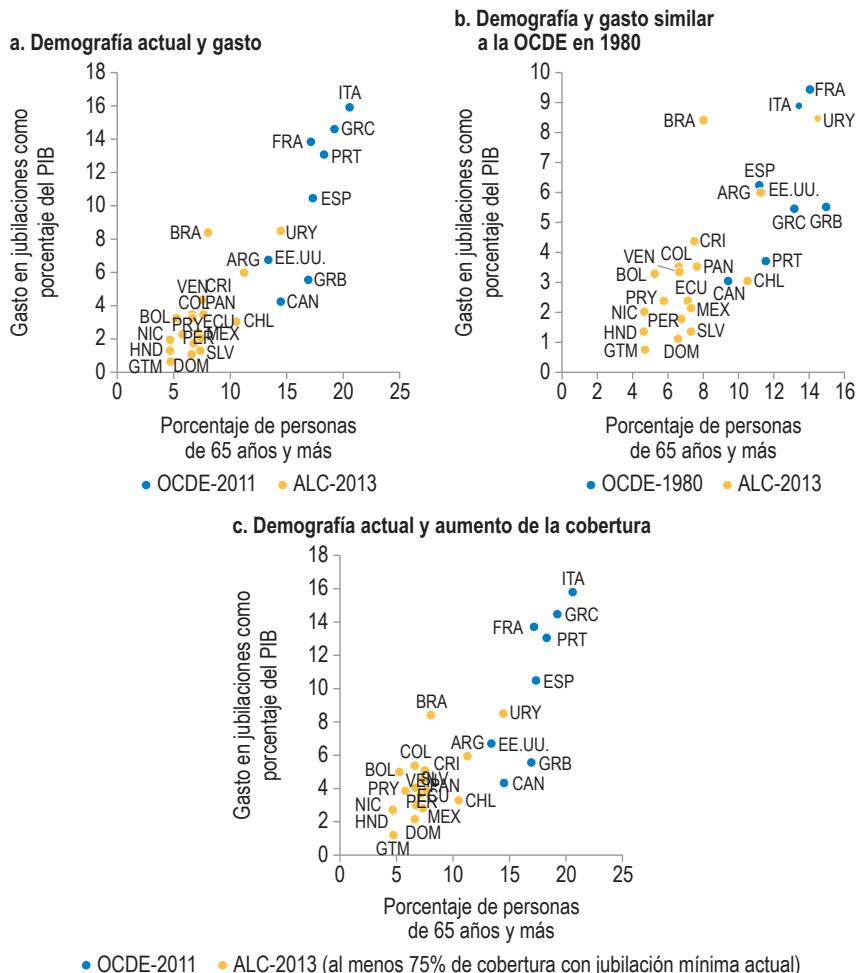
gastar estos países en ese rubro en el futuro. Las estimaciones de este libro se basan en datos primarios (registros administrativos y presupuestos del gobierno) y datos secundarios (encuestas de hogares) para dar una idea de la carga fiscal a la que se enfrentan los países para cumplir con sus compromisos en materia jubilatoria.

¿Por qué es tan difícil obtener información fiable sobre lo que gastan en jubilaciones los países de la región? En primer lugar, los regímenes jubilatorios de los países están a menudo bastante fragmentados. Algunos países tienen diferentes regímenes para los empleados públicos y los privados. Otros tienen regímenes de jubilación para los maestros, los militares y los funcionarios públicos. Perú ostenta 14 regímenes diferentes. Grandes países con estructuras federales, como Brasil y México, no solo tienen sistemas federales públicos sino también sistemas para los empleados públicos de los gobiernos estatales e incluso (en el caso de Brasil) de los gobiernos municipales. En segundo lugar, en la mayoría de los países los datos no están centralizados. Las historias laborales de numerosos trabajadores todavía se registran en sistemas con soporte papel o no están documentadas. Los aportantes a menudo deben proporcionar documentos o testigos para certificar las contribuciones que han hecho durante toda su vida laboral activa. En tercer lugar, y más importante, son escasos los países que tienen un mandato de rendición de cuentas que les obligue a ser más transparentes en los gastos en jubilaciones, los cuales deben ser fáciles de comprobar. Hay pocas estructuras legales e institucionales que requieran sistemáticamente a los países publicar información sobre el gasto en jubilaciones de manera centralizada, dando cuenta de todos los regímenes especiales y gobiernos subnacionales. Incluso es menos usual encontrar información sobre la situación financiera actuarial a largo plazo de los fondos de pensiones. Este tipo de cálculos requiere información que quizás no esté disponible ni suficientemente bien organizada.

panel b). En 1980 (el primer año para el que existen datos comparables sobre los gastos en jubilaciones), Francia e Italia tenían una demografía similar a la que hoy en día tiene Uruguay y gastaban algo más de lo que Uruguay gasta actualmente. De la misma manera, el perfil demográfico y el gasto en Argentina se parecían a los de España en 1980, y los gastos en jubilaciones eran casi idénticos.<sup>1</sup>

El caso de Brasil requiere una mención especial. En 2015, cerca del 8% de su población tenía 65 años o más. Sin embargo, su gasto en jubilaciones era similar a lo que en los años ochenta gastaban Francia e Italia, que en aquel entonces eran países mucho más viejos (con un 14% de la población de 65 años o más). Las estimaciones de Clements et al. (2011)

**Gráfico 7.1 Gasto en jubilaciones y envejecimiento en países seleccionados de América Latina y el Caribe y OCDE, 2011–13**



Fuente: Cálculos de los autores a partir de datos del Sistema de Indicadores de Mercado Laboral y Seguridad Social (SIMS) del BID, OCDE (2014b), CELADE (2015) y Naciones Unidas (2015).

Nota: El gasto en jubilaciones en América Latina y el Caribe se calcula multiplicando las jubilaciones promedio por el porcentaje de beneficiarios utilizando las encuestas de hogares.

sugieren que si no se introducen reformas, en 2050 Brasil estará gastando el 16% del producto interno bruto (PIB) en jubilaciones.<sup>2</sup>

El gasto en jubilaciones es más bajo en la mayoría de los demás países de la región, y esto se debe más a una falta de cobertura que a una planificación adecuada para asegurar la sostenibilidad. La mayor parte de los países gasta entre un 1,5% y un 4% del PIB en jubilaciones. Si los

países tuvieran una cobertura relativamente mayor, el panorama fiscal sería muy diferente. Una simple simulación en la que los países alcanzan una cobertura del 75% de la población y pagan la jubilación obligatoria mínima a aquellos trabajadores retirados que actualmente no cuentan con una elevaría considerablemente los costos y situaría a muchos países en un nivel de gasto similar al de países como Canadá, Estados Unidos y Reino Unido (países de la OCDE con bajos gastos) a pesar de tener poblaciones mucho más jóvenes (gráfico 7.1 panel c).

Este gasto en jubilaciones no está respaldado por los aportes de los trabajadores. A pesar de que la región todavía cuenta con poblaciones relativamente jóvenes, algunos sistemas de reparto/de beneficios definidos no pueden cubrir el gasto en jubilaciones con los aportes de los trabajadores y, por ende, deben financiarlo con otros aportes del gobierno (véase el gráfico 7.2). Los desequilibrios entre los aportes y pagos en beneficios de las jubilaciones en Argentina y Brasil ya absorben más del 1% del PIB. Los países que reformaron sus sistemas parcial o totalmente durante los años ochenta y noventa, como Colombia, El Salvador o República Dominicana se enfrentan a importantes déficits durante sus períodos de transición.

En países del Caribe como Barbados y Jamaica, los sistemas jubilatorios de reparto/de beneficios definidos para los trabajadores del sector privado están más equilibrados, pero los estudios actuariales (véase el recuadro 7.2) apuntan a futuros déficits que requerirán reformas considerables. Los sistemas del sector público en Barbados, aunque ya han sido reformados, siguen absorbiendo casi el 3% del PIB directamente de los ingresos generales. Otros países relativamente más jóvenes con muy baja cobertura, como Honduras y Nicaragua, incluso pagan menos a los beneficiarios de lo que recaudan en sus sistemas obligatorios.

Estos desequilibrios también ilustran una característica fundamental de los sistemas de reparto/de beneficios definidos, a saber: que los parámetros que supuestamente equilibran aportes y beneficios se adecúan muy lentamente a los cambios demográficos. En principio, los desequilibrios menores de estos sistemas podrían solucionarse afinando los parámetros, como la edad de jubilación o las tasas de los aportes. Sin embargo, las medidas para cambiar dichos parámetros suelen ser muy impopulares, y rara vez se aplican a menos que sea inminente una crisis fiscal, o bien pueden ponerse en marcha de forma muy lenta.

Sin reformas, en las próximas décadas estos desequilibrios de los sistemas de reparto empeorarán, aumentando la presión fiscal, reduciendo

## RECUADRO 7.2. ESTUDIOS ACTUARIALES INDEPENDIENTES OBLIGATORIOS

Los compromisos de largo plazo de los planes jubilatorios de reparto/de beneficios definidos deberían seguirse de cerca, lo cual sería una manera adecuada de monitorear la sostenibilidad. Dado el impacto de los cambios demográficos en las promesas contraídas, se requieren estudios actuariales. Este tipo de evaluación tiene en cuenta los parámetros del modelo, las proyecciones de los aportes y pagos de las jubilaciones y la evolución de cualquier fondo de reserva. En términos de aportes, el número de trabajadores depende significativamente del número de personas en edad de trabajar en el futuro, de la participación en el mercado laboral y del crecimiento de los salarios. En términos de los pagos de las jubilaciones, una variable fundamental es el número de personas que se jubilan y la longevidad esperada. Las proyecciones también dependen de las futuras tasas de rentabilidad de cualquier fondo de reserva.

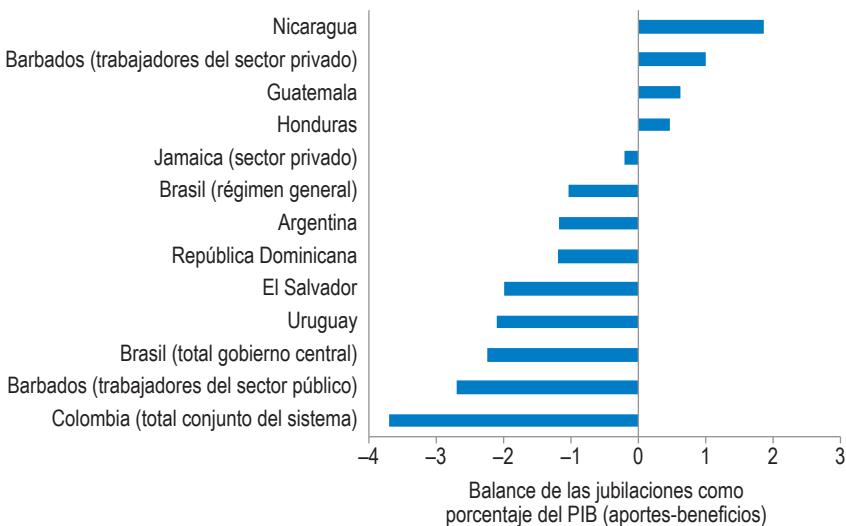
Si bien estos estudios resultan esenciales, debido a la falta de información no siempre es posible llevar a cabo un análisis técnico robusto. Un dato clave es la esperanza de vida, con proyecciones de mortalidad a largo plazo. Numerosos países utilizan tablas de esperanza de vida basadas en otros países, como Chile o Estados Unidos. Otra fuente fundamental de información necesaria para proyectar el crecimiento del sistema es el historial de los aportes, que no siempre es completo.

En Jamaica la ley exige llevar a cabo un análisis actuarial cada cinco años. El último estudio actuarial se realizó en marzo de 2013. El Sistema de Seguro Nacional jamaiquino es un sistema de reparto/de beneficios definidos parcialmente financiado. Según el estudio de 2013, en el escenario base las reservas del sistema se agotarán hacia 2033. El estudio propone medidas específicas para ampliar la sostenibilidad. El gobierno está estudiando las alternativas para mejorar proactivamente la posición financiera a largo plazo del sistema.

En Barbados se requiere un análisis actuarial cada tres años. Este ha contribuido a introducir ajustes en los parámetros del sistema jubilatorio. Por ejemplo, en 2002, para abordar los problemas de sostenibilidad a mediano plazo, las tasas de los aportes aumentaron hasta un 20% de los salarios y la edad de jubilación subió hasta los 67 años hacia 2018 (actualmente es de 66 años). A pesar de estas reformas, el análisis actuarial de 2008 proyecta que los aportes solo serán suficientes para cubrir todos los gastos hasta 2022, y que el fondo estará completamente agotado hacia 2068.

los recursos públicos en el futuro (desahorro) y disminuyendo los recursos disponibles para otras inversiones importantes, como educación e infraestructura. Estos sistemas no solo constituyen un mecanismo de ahorro poco adecuado a nivel individual sino que, además, la presión que ejercen sobre las finanzas del gobierno compromete también el ahorro público. Los países que cambien a sistemas de contribución

**Gráfico 7.2 Diferencia entre aportes y beneficios en sistemas seleccionados de reparto/beneficios definidos**



Fuente: Cálculos de los autores; Colombia: Bosch et al. (2015); trabajadores del sector público de Barbados: Eckler (2014); Brasil, Guatemala, Honduras, República Dominicana y Uruguay: base de datos fiscales del BID; para Brasil, régimen general: Ministerio de la Seguridad Social, Brasil; sector privado de Jamaica: Hall (2014).

definida eventualmente reducirán sus déficits, pero a corto plazo estos desequilibrios se agudizarán y las presiones presupuestarias persistirán durante muchas décadas.<sup>3</sup>

### **Adecuación y redistribución**

Algunos de los problemas de sostenibilidad se deben a la generosidad de los beneficios para quienes están cubiertos por el sistema. En general, en América Latina y el Caribe las reglas que definen las jubilaciones en los sistemas de reparto/de beneficios definidos son muy generosas en comparación con las de otros países más ricos, sobre todo para los trabajadores que han realizado aportes durante muchos años. Esto no necesariamente significa que las jubilaciones sean altas para todos los beneficiarios.

La generosidad del sistema está determinada por el monto que recibirá un beneficiario (y los dependientes de ese beneficiario) en comparación con sus aportes. Estos dos conceptos aparentemente sencillos no son fáciles de cuantificar y dependen de parámetros como la edad de jubilación, las tasas de aportes, la regla que determina el beneficio, el

beneficio para sobrevivientes y otros factores menos evidentes, como el crecimiento de los salarios o la tasa de interés (véase Bernstein, Bosch y Oliveri, 2016). En promedio, alrededor de la mitad de los beneficios que pagan los sistemas de reparto/de beneficios definidos no está financiada por aportes de los trabajadores, y por ende tendrá que ser subvencionada por el gobierno si no se modifican los parámetros del sistema. En algunos países, se subsidia hasta el 75% de la jubilación. Este subsidio debe finanziarse con ingresos generales del gobierno.

La mayoría de los generosos beneficios de los sistemas de reparto/de beneficios definidos actualmente favorecen a los jubilados de mayores ingresos. Esto es una consecuencia directa de la desigualdad de la cobertura previsional. De manera perversa, las reglas de beneficios combinados con baja cobertura a veces generan una redistribución de los trabajadores de bajos ingresos a los trabajadores de altos ingresos. Como las reglas estipulan que quienes no hayan contribuido un número mínimo de años (período de consolidación) no tienen derecho a una jubilación, en muchos casos los trabajadores que no realizaron aportes al sistema o lo hicieron solo durante pocos años no reciben los beneficios de una jubilación (Berstein y Puente, 2015). Por ejemplo, en el sistema de reparto/de beneficios definidos de Colombia, alrededor del 65% de los trabajadores que han realizado aportes no cumplirán los requisitos para acceder a una jubilación (Bosch et al., 2015). Por lo tanto, sus aportes están pagando, o “subvencionando” los beneficios que irán destinados a trabajadores de altos ingresos. Cerca del 80% de todos los subsidios del sistema de reparto de Colombia fluyen hacia el 20% más rico (Lasso, 2006).

### *Arreglos institucionales*

A pesar de la gran cantidad de recursos públicos que requieren los sistemas de reparto/de beneficios definidos, la transparencia y el monitoreo de la sostenibilidad son limitados. En algunos países, es difícil saber exactamente cuánto se gasta en jubilaciones debido a la multiplicidad de sistemas y niveles subnacionales. Además, la falta de datos o la incapacidad para procesarlos dificultan a los países la tarea de prever o estimar las responsabilidades futuras. Muy pocos países tienen un protocolo claro para llevar a cabo un monitoreo de la sostenibilidad o la capacidad para implementarlo. A su vez, esto dificulta el debate sobre las políticas públicas y limita los esfuerzos para elaborar una agenda de reformas. Algunos países están aprovechando el monitoreo de la sostenibilidad y

están avanzando en la implementación de reformas de los parámetros de sus sistemas. Al mismo tiempo, están generando conciencia en la opinión pública al dar a conocer la posición financiera de los sistemas jubilatorios.

La transparencia y la gobernanza son relativamente débiles en la región. Souto y Musalem (2012) elaboraron un Índice de Transparencia y Gobernanza (ITG) para los fondos de pensiones nacionales públicos, y clasificaron 83 países, entre ellos 14 de América Latina y el Caribe.<sup>4</sup> Ningún país de la región se encontraba entre los primeros 10. Los de calificación más alta fueron México y Costa Rica, con 22 puntos de un total de 33. La gobernanza débil es un asunto importante, dado que puede influir negativamente en las inversiones de los fondos de pensiones (Yang y Mitchell, 2008; Hess, 2005). Los responsables de las políticas públicas siempre se enfrentan a demandas de corto plazo; las instituciones sólidas deben ser capaces de soportar esa presión y preparar a las sociedades para un escenario de mayor longevidad.

### ***Recomendaciones***

La falta de cobertura es el principal problema al que se enfrentan los sistemas jubilatorios. Esto aumentará la presión para que se relaje el acceso a los beneficios (Bosch y Oliveri, 2015) o para crear pensiones no contributivas (PNC) (tratadas más adelante en este capítulo) con el fin de aliviar la pobreza en la vejez. Ante este panorama, aumentar la cobertura a la vez que se supervisa la sostenibilidad de los sistemas de reparto/beneficios definidos adquirirá una importancia aún más crucial.

Hay tres principios generales que orientan las posibles reformas:

- *Repensar los parámetros fundamentales para adaptarse al cambio demográfico*

Para lidiar con la transición demográfica caracterizada por una mayor longevidad y el envejecimiento poblacional, los sistemas de reparto/de beneficios definidos tienen que modificar sus parámetros fundamentales. El cómo y el cuándo serán un asunto de preferencia y de oportunidad política, pero estas reformas tendrán que abordar inevitablemente las reglas que determinan los beneficios, la edad de jubilación y las tasas de aportes. Los sistemas que se ajusten más temprano que tarde podrían distribuir el impacto de la mayor longevidad de una manera más equitativa entre las generaciones. Debido a los altos niveles de

informalidad laboral que prevalecen en la región, aumentar las tasas de aportes no parece una opción tan viable como en los países desarrollados. Los ajustes automáticos ante los cambios demográficos (por ejemplo, la indexación de la jubilación en relación con la longevidad cada cinco años) son preferibles a las reformas más radicales. Diversos países de la OCDE, entre ellos España, han seguido este camino. Otros han establecido disposiciones denominadas como aportes definidos nacionales, según las cuales los beneficios dependen de toda la vida laboral, de las tasas de interés y de la longevidad, como en el caso de Italia (OCDE, 2014a).

- *Generar reservas cuando sea posible*

Los sistemas públicos de beneficios definidos pueden ahorrar para el futuro (o sea, “financiar el sistema”). Los estudios actuariales tienen que determinar el nivel de activos requeridos para asegurar la cobertura de los pasivos futuros. Los reguladores de los sistemas de beneficios definidos suelen requerir niveles mínimos de financiamiento, que en algunos casos es del 100%, como en los Países Bajos (IOPS, 2012). Generar reservas plantea un desafío en términos de cómo estas se invierten. Los ahorros acumulados deberían destinarse a inversiones que impulsen el crecimiento y la productividad, por lo cual se precisan una regulación adecuada, políticas de inversión claras y una buena gobernanza, a fin de lograr aquellos objetivos de largo plazo. La gestión adecuada de los activos y los pasivos debería ser el motor principal de las decisiones. Países como Noruega (Fondo de Pensiones del Gobierno de Noruega) y Chile (Asociaciones de Fondos de Pensiones) crearon fondos especiales para financiar sus sistemas de reparto. Una gobernanza adecuada es fundamental para adoptar estos sistemas.

- *Mejorar la información y crear conciencia en la población*

Las reformas estarán mejor fundamentadas y ejecutadas si hay información disponible y si las consecuencias de la acción o la inacción se hacen explícitas. Mejorar la recopilación y divulgación de datos, los análisis actuariales independientes periódicos, el debate permanente sobre políticas públicas en el área de la seguridad social, la transparencia y las campañas de concienciación de la población son requisitos indispensables para implementar reformas.

## Los sistemas de contribución definida: una tarea en curso

Ante los desequilibrios fiscales de los sistemas de reparto/de beneficios definidos, numerosos países pasaron a los sistemas jubilatorios de contribución definida. Chile fue pionero en este campo, en 1981, seguido por otros ocho países en los años noventa (Banco Mundial, 1994). En comparación con los sistemas de reparto/de beneficios definidos, en los sistemas de contribución definida, los aportes de los trabajadores se guardan en una cuenta individual y luego se invierten; por ende, los sistemas son plenamente financiados por los aportes. A diferencia de los sistemas de reparto/de beneficios definidos, los recursos acumulados constituyen verdaderos ahorros que son invertidos. Sin embargo, como ya se mencionó, en la transición de un sistema a otro se corre el riesgo de exacerbar durante un largo período algunos desequilibrios previamente existentes.

Con la transición a los sistemas de contribución definida, persistieron algunos problemas antiguos y surgieron otros nuevos. En primer lugar, la cobertura previsional no mejoró. En la transición a los sistemas de contribución definida, se esperaba que las tasas de cobertura aumentaran. Estas expectativas no se materializaron, en gran parte porque no cambió nada intrínsecamente en el mercado laboral (la informalidad laboral es la causa de la baja cobertura). El principal problema de los sistemas de contribución definida plenamente financiados sigue siendo la baja cobertura.

Un segundo problema importante para estos sistemas se relaciona con la provisión de un seguro de longevidad. En un sistema de contribución definida, el jubilado puede retirar todos los fondos de una sola vez, programar retiros para el período de jubilación o comprar una renta vitalicia. La única manera en que esté asegurado si sobrevive a sus ahorros es comprar una renta vitalicia, algo que actualmente hacen menos de la mitad de los jubilados en estos sistemas.

En tercer lugar, un problema fundamental consiste en asegurar la eficiencia en términos de los retornos y los costos de administración, lo que en muchos casos depende de la competencia entre proveedores. Debido a la falta de conocimiento sobre cómo funcionan los sistemas y de interés de parte de los aportantes, la mayor competencia entre proveedores privados no necesariamente mejora los retornos o reduce los costos.

Diversos países que lanzaron sistemas de contribución definida en los años noventa han vuelto a los sistemas de reparto/de beneficios

definidos, tanto dentro como fuera de la región (Holzmann, 2013). Los problemas fiscales en algunos países que estaban asumiendo los costos de transición allanaron el camino para estas reversiones. A su vez, a los ciudadanos, los sistemas de contribución definida se les presentaron como una manera de cobrar jubilaciones más altas con tasas de aportes más bajas. El hecho de que los individuos no recibieran beneficios que se correspondiesen con sus expectativas también minó el apoyo necesario para seguir adelante con las reformas.

Otros asuntos pendientes destacados tienen que ver con el financiamiento de los costos de transición; la promoción de mejores inversiones; la mejora de la oferta de productos para la jubilación y los planes de seguros; la necesidad de mejorar el conocimiento general sobre cómo funciona la jubilación para asegurar su legitimidad y generar confianza en los aportantes, y una regulación y supervisión adecuadas.

### ***Los costos de transición***

Si bien es de esperar que las reformas de los años noventa contribuyan a la sostenibilidad a largo plazo de los países, la transición entre sistemas implica altos costos que podrían durar décadas. La situación fiscal a corto plazo es particularmente inquietante. En la transición hacia un sistema de contribución definida con cuentas individuales, los gobiernos en los países dejaban de percibir todos los aportes al antiguo sistema de reparto/de beneficios definidos, o una parte de ellos, mientras que todavía debían enfrentarse a grandes gastos en jubilaciones para aquellos que se habían retirado bajo el sistema vigente antes de las reformas. Chile, Colombia, El Salvador y República Dominicana todavía destinan entre el 1% y el 4% del PIB a pagar por el sistema en transición. En el caso concreto de Chile, que reformó su sistema de reparto hace más de 30 años, todavía se destina el 3% del PIB al año para esta transición. Para evitar problemas de sostenibilidad, es sumamente importante contabilizar los costos de la transición como una parte integral de las reformas.

### ***Inversiones, rentabilidad y costos***

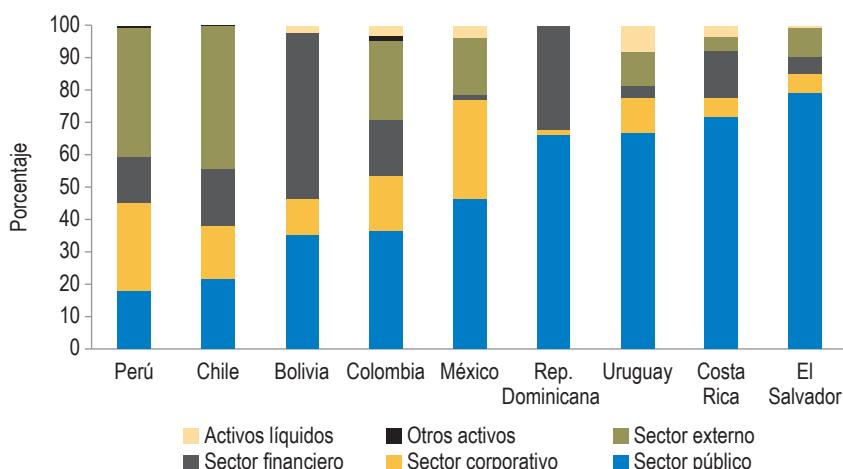
En los sistemas de contribución definida, las jubilaciones dependen de la rentabilidad de las inversiones y del costo de gestión de los fondos. Una rentabilidad del 1% acumulada a lo largo de 40 años se traduce en un aumento del 20% en los pagos de las jubilaciones. Por lo tanto, la calidad

de las inversiones es fundamental, debido al impacto directo de los retornos sobre la capacidad del sistema de pagar mejores jubilaciones (Davis, 2002). También se produce un impacto indirecto a través del efecto que los inversionistas institucionales, como los fondos de pensiones pueden tener en el desempeño económico. Este impacto positivo dependería no solo de *cuánto* invierten estos fondos, sino también de *cómo* invierten.

Por lo tanto, la regulación de las inversiones y la supervisión de los fondos de pensiones son importantes y tienen un impacto en el desempeño de los administradores de los fondos. En realidad, los fondos de pensiones podrían ser una fuente esencial de financiamiento a largo plazo, que podría ayudar a mejorar la productividad de los países. Asegurando siempre que las inversiones de los fondos de pensiones estén bien protegidas y orientadas al financiamiento de las futuras jubilaciones, estructurar productos financieros que favorezcan el crecimiento económico sería una estrategia ganadora (véase el capítulo 4).

Alternativamente, los fondos podrían invertirse en bonos públicos para financiar el gasto corriente del gobierno y, por lo tanto, tendrían escaso impacto en el ahorro agregado y en la promoción del crecimiento. En promedio, casi el 50% de los fondos de pensiones de la región están invertidos en bonos del gobierno; este nivel llega al 80% en países como El Salvador (véase el gráfico 7.3). Las limitaciones a las opciones de inversión de los fondos pueden afectar la eficiencia y

**Gráfico 7.3 Cartera de inversión de los fondos privados**

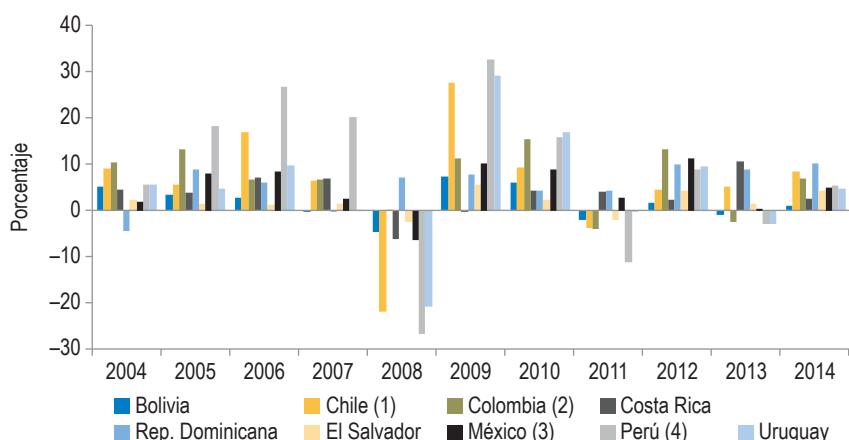


Fuente: Cálculos de los autores basados en las Estadísticas de la Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (FIAP, 2015).

disminuir su retorno para un determinado nivel de riesgo. Las restricciones impuestas para la inversión en instrumentos de renta variable (acciones) y a la inversión extranjera durante los primeros años de la reforma de la década de 1980 en Chile redujeron un 10% las rentas de los fondos de pensiones, en comparación con un escenario sin restricciones (Berstein y Chumacero, 2006). Sin duda, la regulación tiene un rol que desempeñar para alinear los incentivos de los administradores de los fondos de pensiones con los objetivos a largo plazo de dichos fondos. Sin embargo, los reguladores deben tener en cuenta el costo generado (en términos de menores retornos) por la imposición de restricciones a las opciones de inversión.

A pesar de que las carteras de los fondos de pensiones en la mayoría de los países de América Latina y el Caribe que tienen sistemas jubilatorios de contribución definida no están bien diversificadas, las tasas de retorno han sido altas en comparación con otras regiones. Sin embargo, la volatilidad también ha sido elevada, sobre todo durante los últimos años (véase el gráfico 7.4). Los retornos reales entre 2004 y 2014 fueron positivos, en promedio, a pesar de que hubo importantes pérdidas durante y después de la crisis de 2008. Perú tenía la tasa de retorno más alta (8,51%) y Bolivia la más baja (1,81%) seguida de cerca por El Salvador (1,83%). El promedio no ponderado para estos nueve países era cercano al 5%. Entre los países de la OCDE, Chile y México están por

**Gráfico 7.4 Tasa de rentabilidad real de los fondos de pensiones, 2004–14**



Fuente: Cálculos de los autores basados en la Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (FIAP, 2015).

Notas: (1) para Chile, fondo C; (2) para Colombia, fondo moderado; (3) para México, promedio ponderado de SB1, SB2, SB3 y SB4; (4) para Perú, fondo equilibrado.

encima de la media con la séptima y la novena tasa de retorno real más alta entre 2004 y 2014 (OCDE, 2015c). Colombia y República Dominicana superaban a todos los países de la OCDE.

A medida que los fondos de pensiones crezcan y sus activos acumulados representen una parte más grande del PIB, las inversiones deben seguir diversificándose. Cuando se relajen las restricciones cuantitativas a las inversiones, será importante adoptar un enfoque regulatorio de “persona prudente”, e implementar mejores prácticas en términos de gobernanza corporativa, de modo que las responsabilidades en las decisiones de inversión queden bien definidas, y se establezcan y apoyen procesos de toma de decisiones (OCDE, 2009). Además, se debe tener en cuenta que la volatilidad potencialmente significativa en los retornos de las carteras de los fondos de pensiones, que puede tener impactos positivos en términos de rentabilidad, podría afectar negativamente a los contribuyentes que se acercan a la edad de la jubilación. Diferentes fondos con un enfoque de ciclo de vida de las inversiones podrían brindar una mejor protección a los futuros jubilados (Berstein, Fuentes y Villatoro, 2013). Esta estrategia ha sido aplicada en Chile, Colombia, México y Perú.

Los costos de gestión también podrían absorber recursos considerables. Por lo tanto, podría ser conveniente aumentar la eficiencia en la administración de los fondos. Diferentes sistemas jubilatorios tienen diferentes tipos de costos. En los sistemas que son administrados por proveedores privados es posible tener alguna medida de los costos de administración, pero incluso en este caso es difícil comparar los costos entre distintos países. Hay diferencias en los servicios que proporcionan las administradoras de fondos, en la estructura de las comisiones, en los cargos por gestión explícitos e implícitos, y en la madurez de los sistemas jubilatorios en cada país.

A pesar de estas consideraciones, Ionescu y Robles (2014) calculan el peso relativo de los costos de gestión —el porcentaje pagado en comisiones a lo largo de la vida laboral, al final de un período de 20 o 40 años— en 37 países. En general, los cargos por servicios y comisiones son importantes en todos los países de América Latina y el Caribe, con un promedio del 18% para la región.<sup>5</sup> Sin embargo, su peso relativo en los países fuera de la región es aún mayor: 23% para un horizonte de 40 años. Los costos son relevantes, pero varían significativamente entre los países. Dado el impacto de los costos de gestión en las jubilaciones, debería realizarse un esfuerzo para promover la eficiencia en la administración.

Diversos países de la región han intentado aumentar la competencia y reducir los costos. Chile y Perú han incorporado con éxito un proceso de licitación que asigna a los trabajadores que entran en el mercado laboral a la administradora de fondos de pensiones con las comisiones más bajas. En Chile los tres procesos de licitación han disminuido el peso relativo promedio de las comisiones casi un 30%, del 16,4% en 2009 al 11,6% a diciembre de 2015. Otros países, entre ellos Colombia, Costa Rica, El Salvador y República Dominicana, han establecido topes en las comisiones. Allí, el monto efectivamente cobrado por los administradores es equivalente o muy cercano al máximo. Es difícil para los reguladores fijar los topes en un nivel adecuado, dado que esa medida limita la competencia y el tope puede acabar siendo demasiado alto o demasiado bajo.

### *Productos para la jubilación y sistemas de seguros*

A pesar de la rentabilidad promedio relativamente alta, uno de los principales problemas de los sistemas de contribución definida es que no están proporcionando jubilaciones materialmente adecuadas a un gran número de trabajadores. La explicación reside en parte en los escasos ahorros acumulados de numerosos trabajadores que entran y salen del mercado laboral y que no pueden realizar aportes durante largos períodos (véase el capítulo 6). Si estos trabajadores no califican para una jubilación mínima u otro subsidio al cabo de su vida laboral, deben tomar sus ahorros como una suma global única (así lo hace el 82% de los trabajadores que llegan a la edad de jubilación en Colombia [Bosch et al., 2015]), o en pagos mensuales hasta que su financiamiento se agote, como en el caso de Chile.

Incluso cuando los ahorros para una jubilación resultan suficientes, los sistemas de contribución definida plenamente financiados suelen ofrecer al participante la opción entre realizar retiros programados o una renta vitalicia al momento de jubilarse. Por lo tanto, numerosos jubilados que se inclinan por la primera opción no tienen un seguro de longevidad (Bodie, 1990).<sup>6</sup> En aquellos países en los que existe la opción, solo están asegurados contra el riesgo de longevidad el 60% de los beneficiarios en Perú, el 51% en Chile y el 11% en Colombia (Berstein, Morales y Puente, 2015). En el caso de los retiros programados ofrecidos en los sistemas de contribución definida de la región, la jubilación funciona como un autoseguro; se espera que los pagos duren para el resto de la vida del

jubilado. Eventualmente, si los ahorros no son suficientes y si la persona vive más de lo esperado, o si los retornos son inferiores a lo esperado, puede que acabe agotando todos sus ahorros antes de fallecer. En cambio, las rentas vitalicias son productos de seguros que reúnen el riesgo idiosincrásico en un fondo común. El monto de la jubilación se fija para toda la vida; los beneficiarios reciben una cierta cantidad al margen de cuánto viven o de las fluctuaciones de las tasas de interés, o incluso, en algunos casos, de las variaciones inflacionarias. Una aseguradora cubre estos riesgos a cambio de una prima (Milevsky, 2013).

A pesar de estas características deseables, las rentas vitalicias presentan grandes dificultades en todo el mundo. En general, los mercados de renta vitalicia son pequeños y dichas rentas son caras. La existencia de información asimétrica suele generar altos costos, lo que a su vez implica que solo los individuos de alto riesgo comprarían el producto y harían subir los costos aún más (Finkelstein y Poterba, 2004). Los sistemas de reparto/de beneficios definidos evitan este problema, porque la entidad que promueve el plan asume el riesgo de longevidad. Sin embargo, en sistemas con anualización obligatoria, los incentivos para realizar aportes serían menores, dado que los contribuyentes tienen menos probabilidades de que se les devuelva lo que hayan aportado durante su vida laboral (Milevsky, 2015). Productos alternativos que permitan la anualización parcial o diferida de los pagos podrían cumplir con el objetivo del seguro de longevidad de una manera más efectiva (véase OCDE, 2012; Berstein, Morales y Puente, 2015).

Otra característica que distingue a los sistemas de contribución definida es que un aportante siempre recibirá el balance actuarial acumulado en la forma de una jubilación, o como una suma global si el balance es demasiado pequeño. Esto difiere de los sistemas de reparto/de beneficios definidos, en los cuales una persona que realizó aportes durante unos pocos períodos o que no cumplió con otros requisitos no recibe un beneficio, o recibe solo un reembolso de la cantidad aportada ajustada por la inflación. Un inconveniente del cobro de sumas globales únicas es que no proporcionan la cantidad de recursos necesaria para un seguro de longevidad; no obstante, al momento del cobro pueden verse atractivas para el jubilado porque parecen grandes en comparación con el pago de una jubilación mensual durante toda la vida. Incluso si la jubilación contiene un subsidio importante (debido al otorgamiento de garantías mínimas presente en algunos sistemas de contribución definida), muchas personas suelen optar por recibir una suma global única.<sup>7</sup>

La mayor longevidad afectará a los sistemas de contribución definida, sobre todo el nivel de las jubilaciones y su forma de financiamiento. El aumento de la esperanza de vida es sin duda una buena noticia, pero ha reducido significativamente una fuente clave de financiamiento de las jubilaciones en el pasado, a saber: los créditos de mortalidad, que son los fondos no gastados que quedan en el sistema cuando alguien fallece. La probabilidad de llegar a la edad de jubilación —que sigue siendo de 60 años en numerosos países— asciende a más del 90% en muchos países. Por lo tanto, la mayoría de las personas que aportan necesitará un beneficio de jubilación y recibirá pagos durante más años que a comienzos de la década de 1930. Después de los 80 o los 85 años, la probabilidad de vivir un año más disminuye y sigue disminuyendo rápidamente a medida que la persona envejece (véase el recuadro 7.3). Por lo tanto, en las edades posteriores a este umbral, un fondo común de riesgo sigue siendo

### **RECUADRO 7.3. EL FINANCIAMIENTO DE LAS JUBILACIONES: LOS CRÉDITOS POR MORTALIDAD**

A comienzos de los años treinta, cuando se crearon los programas de jubilación como el sistema de seguridad social en Estados Unidos, la probabilidad de llegar a los 60 años, la edad normal de jubilación en numerosos países en aquella época, era extremadamente baja. La esperanza de vida al nacer en los países europeos era cercana a los 60 años, y en América Latina y el Caribe era aún mucho menor. Por lo tanto, cuando surgieron los sistemas jubilatorios en todo el mundo, los diseños parecían los de un producto de seguros. Cada trabajador pagaba una prima de seguro durante su vida laboral. En el caso poco probable de que la persona alcanzara la edad de jubilación, el beneficio sustituiría el ingreso laboral hasta su fallecimiento. El período de jubilación promedio para los pocos que llegaban a los 60 años era de 13 o 14 años. Por lo tanto, los aportes realizados por numerosos trabajadores activos podían financiar las jubilaciones de un pequeño número de trabajadores retirados. Una fuente importante de financiamiento la constitúan los créditos por mortalidad: aportes pagados por los miembros que fallecían antes de poder cobrar todo lo que habían pagado al sistema. Esto es lo que suele ocurrir con los seguros. El asegurador cubrirá un riesgo, pero no acabará brindando un beneficio a todos los que pagaron una prima. Esta es la esencia de un fondo común de riesgo, es decir: una manera eficiente de cubrir un riesgo.

Los créditos por mortalidad constituyen una fuente de financiamiento para las jubilaciones, dada la probabilidad decreciente de vivir a medida que una persona envejece. Aquellos que sobreviven más tiempo se benefician de los recursos de los que han fallecido. Esto es básicamente un fondo común de riesgo y una manera de aprovechar la incógnita de quién sobrevivirá más

*(continúa en la página siguiente)*

**RECUADRO 7.3. (continuación)****Gráfico B7.2 Fuentes de financiamiento para una renta vitalicia en Chile para los jubilados de entre 65 y 105 años**

Fuente: Cálculos de los autores.

tiempo. El gráfico B7.2 muestra un pago de renta vitalicia en Chile que comienza a los 65 años, y las fuentes de financiamiento asociadas a lo largo del tiempo. Los créditos por mortalidad se convierten en la fuente más importante después de los 85 años. En este ejemplo, los créditos por mortalidad de 1.000 personas vivas a los 65 años financiarían las pensiones de tres de ellas que sobreviven hasta los 105 años al mismo nivel de las que recibían a los 65 años porque están utilizando los recursos de aquellos que no sobrevivieron.

una fuente importante de financiamiento de los beneficios, como lo fue para las edades de 60 años y más en la década de 1930. Hoy en día la supervivencia para las personas de entre 60 y 80 años es un evento de alta probabilidad y, por ende, se requiere que los ahorros acumulados financien esa etapa; a partir de esa edad, tener un seguro para el muy largo plazo se convierte en algo valioso. Aprovechar los créditos de mortalidad en la edad avanzada podría seguir siendo una fuente fundamental para financiar las jubilaciones, sobre todo a edades avanzadas.

En general, para los sistemas de contribución definida el aumento de la longevidad implicará que se requerirá que se financie una proporción más grande de la jubilación a través del ahorro (acumulación y retornos) en lugar de hacerlo a través de créditos de mortalidad. Si la tasa de aportes y la edad de jubilación siguen sin modificarse, las jubilaciones

que se podrán pagar serán más bajas porque los pagos deberán prolongarse en el tiempo.

### ***Alfabetismo financiero, legitimidad y confianza***

En América Latina y el Caribe la falta de conocimientos financieros está minando la confianza en los sistemas jubilatorios. En general, las personas no esperan vivir tanto como proyectan los índices de esperanza de vida y, por lo tanto, no necesariamente prevén el contar con ahorros suficientes para su vejez. Además, muchos individuos de la región creen que el Estado debería eventualmente ser responsable de financiar las jubilaciones. Debido a estas ideas, es más difícil que las personas entiendan todos los costos que implica pagar jubilaciones y las consecuencias de la volatilidad a corto plazo de los retornos. Por ello, las autoridades supervisoras de diversas jurisdicciones, no solo en la región sino en todo el mundo, se empeñan en mejorar el alfabetismo financiero (véase IOPS, 2011).

Cuando se lanzaron los sistemas jubilatorios de contribución definida, no se otorgó la importancia necesaria al alfabetismo financiero en materia de jubilaciones. Por ejemplo, una encuesta realizada en Chile en 2002 —unos 21 años después de la reforma de 1981— llegó a la conclusión de que un 78,4% de los encuestados no sabía cómo se determinaba su jubilación. Entre aquellos que declararon saberlo, el 34% pensaba que dependía del salario de su último año. El alfabetismo financiero no variaba de manera significativa entre los distintos grupos etarios. Hubo que esperar hasta 2005 para que el ente regulador requiriera que los administradores de los fondos de pensiones transmitieran a los clientes las proyecciones jubilatorias, de manera que estos estuvieran mejor informados y adoptaran las medidas que considerasen oportunas para mejorar sus jubilaciones. Incluso en 2009, casi 30 años después de la reforma, la encuesta de protección social mostró que la mayoría de los trabajadores no sabía cuánto estaban aportando para sus jubilaciones. Casi el 75% de los participantes con estudios primarios y el 50% con formación superior desconocían las tasas de los aportes para su jubilación. Entre aquellos que declararon saberlo, menos del 10% de cualquier nivel educativo daba la respuesta correcta sobre la tasa de aportes.

Se han puesto en marcha iniciativas para promover la educación financiera en Chile, Costa Rica, México y República Dominicana, entre otros países. En Chile, poco después de que los administradores de los fondos de pensiones empezaran a enviar periódicamente a sus clientes

las proyecciones de los ahorros, estos empezaron a ahorrar más (Fajnzylber, Plaza y Reyes, 2009; Miranda Pinto, 2013). México estableció una Estrategia de Educación Financiera y Previsional de cinco años (2013-18). El organismo regulador de las jubilaciones en México (la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro, CONSAR) rediseñó la declaración periódica de los balances de las jubilaciones para facilitar la comprensión, lanzó un nuevo sitio web y, como en Chile, empezó a comunicar las proyecciones individualizadas de las jubilaciones. Costa Rica y República Dominicana están adoptando medidas similares.

La falta de comprensión general sobre cómo funciona el sistema y el poco interés de los aportantes impiden que la competencia entre proveedores desempeñe el rol que debería para promover la disciplina de mercado. Muchos aportantes no son conscientes de las diferencias en precios ni retornos entre los administradores de fondos de pensiones, algo que podría tener un enorme impacto en su rentabilidad. De hecho, la mayoría de las personas ni siquiera sabe cuánto se les cobra. En Chile, país que implementó el primer sistema privado en la región, el 93% de los clientes en 2002 no conocía la comisión que se les cobraba.<sup>8</sup> Ante este panorama, los agentes de ventas cumplen un rol crítico. Berstein y Cabrita (2007) descubrieron que los trabajadores no cambian por iniciativa propia a administradores con costos menores sino que lo hacen cuando se los aconseja un agente de ventas. Esto es un costo adicional en esta industria.

### ***Regulación y supervisión adecuadas***

En un sistema de contribución definida, las decisiones individuales impactan en la jubilación final. La toma de buenas decisiones requiere contar con información e instrumentos adecuados, pero también que haya una regulación que mitigue los riesgos. Dado que estos sistemas están administrados por el sector privado, uno de los principales roles del gobierno consiste en infundir confianza en el sistema a través de una regulación y supervisión adecuadas con el fin de mitigar la toma excesiva de riesgos.

En los sistemas donde los individuos pueden elegir sus propias inversiones, las alternativas que se ofrecen a los trabajadores pueden implicar que se asuman riesgos importantes. Por ejemplo, Chile tiene cinco fondos diferentes. En el de mayor riesgo, el Fondo A, se puede invertir hasta

el 80% en renta variable; en el fondo más conservador, el Fondo E, dicho porcentaje desciende hasta el 5%. Hay tres fondos entre estos extremos (los Fondos B, C y D) que reducen progresivamente la exposición a la renta variable con la edad entre un 60% y un 20%, siguiendo un enfoque de ciclo de vida como estrategia básica. Estos fondos actúan como opciones automáticas. El Fondo A no está disponible para los trabajadores que se encuentran cerca de la jubilación, y los fondos A y B no se permiten cuando los participantes se han jubilado. Sin embargo, no hay restricciones para cambiar entre un fondo y otro. Por lo tanto, los aportantes que se encuentran cerca de la jubilación pueden cambiar del Fondo E al B y viceversa, en la medida en que intentan paliar los déficits y maximizar la rentabilidad; esto también podría aumentar su riesgo justo cuando no pueden permitirse pérdidas.

Colombia, México y Perú también ofrecen una variedad de fondos, pero con menos alternativas y más restricciones para los cambios. Cada país tiene su propia opción automática. ¿Cuál es la opción automática adecuada? ¿Cuántas alternativas deberían ofrecerse? ¿Cuánta libertad debería darse a los individuos para cambiar de fondos? Todos estos son aspectos que los sistemas de contribución definida deben abordar.

Cualquiera sea la estructura regulatoria, la supervisión tiene que ser eficiente y efectiva. Un enfoque supervisor basado en el riesgo permite que los recursos se asignen efectivamente, evita problemas que tendrían un impacto en los beneficiarios y mejora proactivamente el desempeño de la industria de las jubilaciones. Los supervisores de diferentes jurisdicciones de países de la OCDE miembros y no miembros han acordado 10 principios para orientar la supervisión adecuada de los fondos de pensiones. Estos son comunes a diferentes sistemas jubilatorios y se aplican tanto a los sistemas privados como públicos (IOPS, 2010).

### ***Recomendaciones***

El cambio de un sistema de reparto/de beneficios definidos a un sistema de contribución definida plenamente financiado por sí solo no necesariamente aumenta ni la cobertura previsional ni los ahorros acumulados. En América Latina y el Caribe, la cobertura insuficiente sigue siendo un problema clave. Es necesario adoptar otras medidas para que los países puedan financiar de manera sostenible el envejecimiento de su población. He aquí algunas recomendaciones generales para mejorar los sistemas de contribución definida.

- *Encontrar maneras de aumentar la rentabilidad y reducir los costos administrativos*

La regulación tiene que ser dinámica y se deben implementar las reformas de los mercados de capitales que permitan que los fondos de pensiones inviertan en instrumentos que contribuyan al crecimiento económico. Una mejor gobernanza corporativa para asegurar buenas decisiones de inversión también es importante; esto podría fortalecer el sector financiero en general. A medida que los sistemas jubilatorios maduran, las inversiones en el exterior ofrecen a los países una alternativa para alcanzar una diversificación adecuada. Los países de la región han intentado controlar los costos; el impacto de estos esfuerzos debe ser evaluado y puede que se requieran más innovaciones.

- *Repensar los parámetros y los productos para la jubilación*

A medida que las personas viven más, el nivel de las jubilaciones irá disminuyendo si la edad de jubilación sigue siendo la misma. Por lo tanto, será necesario aumentar los ahorros para la jubilación o bien la edad mínima requerida para la jubilación. También se requieren reformas de los parámetros para asegurar la suficiencia de las jubilaciones. Los productos para la jubilación deben ser consistentes con el objetivo fundamental de un sistema jubilatorio, que consiste en brindar seguridad en el ingreso durante la etapa del retiro laboral. En algunos casos, puede que sea necesario combinar los pilares contributivo y no contributivo de los sistemas jubilatorios para ofrecer una protección adecuada. En el caso de los aportantes que han ahorrado suficiente para acceder a una jubilación, las opciones que permiten cobrar sumas globales únicas y los retiros programados no proporcionan una protección de la longevidad a largo plazo y no aprovechan los créditos de mortalidad como fuente de financiamiento para la vejez. Por lo tanto, es necesario desarrollar los mercados de renta vitalicia y se podrían contemplar otros esquemas de seguros de longevidad para combinar el ahorro y los seguros como sostén efectivo en la vejez.

- *Brindar información concreta y capacitación financiera para los participantes*

La información y la educación son instrumentos clave para que los trabajadores gestionen sus futuras jubilaciones. Los administradores de los fondos de pensiones deberían aconsejar a los

aportantes durante su vida laboral, mientras tienen tiempo y oportunidades para añadir y mejorar los retornos de sus ahorros para la jubilación. Los administradores deben actuar en pos del mejor interés de sus clientes comunicándose con ellos oportunamente.

- *Mejorar la regulación y la supervisión para mitigar riesgos y promover jubilaciones adecuadas*

La regulación y la supervisión deberían mejorarse y revisarse de manera constante. La regulación debería abordar las alternativas y las opciones de inversión disponibles en los sistemas de contribución definida. Deberían instaurarse opciones automáticas adecuadas para aquellos participantes de los fondos de pensiones que no quieren o no tienen los conocimientos para tomar decisiones. Las estrategias automáticas de inversión que tienen en cuenta un ciclo de vida con menos exposición al riesgo a medida que el trabajador envejece han demostrado ser adecuadas (Berstein, Fuentes y Villatoro, 2013). Las opciones automáticas también deberían utilizarse cuando se llega a la edad de retiro para impulsar el uso de algún producto jubilatorio específico (que por ejemplo permita mitigar los riesgos de la longevidad) y para otras decisiones que deben tomarse a lo largo de la vida de un cliente.

Las autoridades que fiscalizan las jubilaciones deberían orientarse según los principios de supervisión de las jubilaciones privadas (IOPS, 2010). Es necesario contemplar el uso y la implementación de mejores prácticas. Es fundamental impedir aquellos eventos capaces de dañar la confianza en los sistemas jubilatorios. Desafortunadamente, es inevitable que surjan problemas, de modo que los supervisores deben tener las facultades para adoptar las medidas adecuadas cuando sea necesario, lo que incluye imponer sanciones a los administradores de los fondos de pensiones.

- *Promover el ahorro voluntario*

Fomentar el ahorro complementario a través de aportes voluntarios a los fondos de pensiones puede ayudar a mejorar las jubilaciones futuras. El diseño de los sistemas puede influir significativamente en los resultados. El empadronamiento automático en programas de ahorro ha demostrado ser efectivo en Estados Unidos, Nueva Zelanda y Reino Unido. Estos mecanismos podrían ayudar a los trabajadores a contribuir menos aportes voluntarios cuando los ingresos se reducen. La tecnología también puede

ayudar a fomentar el ahorro voluntario. Numerosos países africanos están utilizando la tecnología de la telefonía celular para facilitar los aportes voluntarios. Hay aspectos de estas experiencias que se pueden aplicar en América Latina y el Caribe.

## Cuando todo lo demás falla: las pensiones no contributivas

La reforma de los actuales sistemas de jubilaciones basados en aportes obligatorios (regímenes contributivos) no será suficiente. Es indispensable que haya una mayor participación en los sistemas jubilatorios a fin de prepararse para la transición demográfica. Sin embargo, si la cobertura ha de ser adecuada, puede que las pensiones no contributivas (PNC) sean inevitablemente parte de la respuesta. Estas deben ser diseñadas cuidadosamente con el fin de no amenazar la sostenibilidad de los beneficios.

¿Por qué tan pocas personas en la región contribuyen a los sistemas jubilatorios? El consenso apunta a una combinación de al menos cuatro factores.<sup>9</sup> En primer lugar, los empleos no son lo suficientemente productivos para pagar por todo el paquete de beneficios formales (que debe cubrir, entre otros, no solo las jubilaciones sino también la atención sanitaria y otros aportes laborales). En segundo lugar, los trabajadores no valoran los aportes jubilatorios, e intentan evitarlos. En tercer lugar, las empresas intentan no pagar los aportes porque la vigilancia del cumplimiento es escasa. En cuarto lugar, una parte importante de los trabajadores de la región es autoempleada (alrededor de una tercera parte de la fuerza laboral de la región y hasta un 70% en algunos países); para los autoempleados, los aportes jubilatorios son voluntarios o difíciles de supervisar.<sup>10</sup>

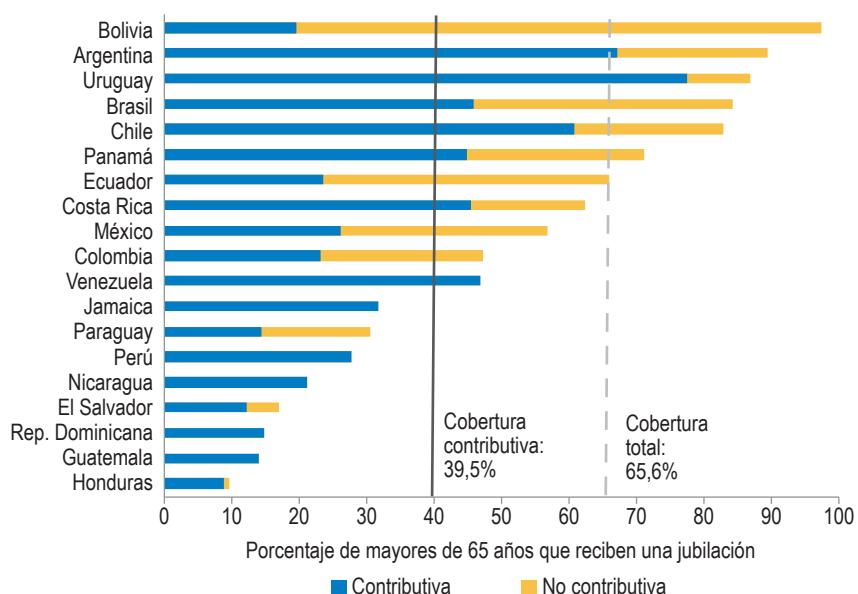
En respuesta a la imposibilidad de que los sistemas obligatorios proporcionen una cobertura adecuada, las llamadas PNC se han vuelto cada vez más populares. Este tipo de jubilación no se basa en aportes sino en criterios de elegibilidad como la edad, el ingreso y la zona de residencia. El beneficio se financia en su mayor parte con los impuestos generales (aunque algunos países, como Colombia, financian ese tipo de jubilación a través de aportes a un fondo solidario).

Las PNC equivalen a un sistema de reparto/de beneficios definidos sin aportes directos del beneficiario. Por lo tanto, también estarán sujetas a las presiones de la transición demográfica y a las consideraciones de sostenibilidad fiscal que se han expuesto en las secciones anteriores.

Este tipo de esquema no es nuevo. La mayoría de los países avanzados proporciona algún tipo de asistencia jubilatoria para aliviar la pobreza en la vejez, independientemente de si las personas aportan al sistema. Su importancia en la región está aumentando, y en las últimas dos décadas se ha convertido en el principal instrumento para ampliar la cobertura jubilatoria. Actualmente, las PNC representan una tercera parte de la cobertura jubilatoria en la región y en varios países las personas reciben más PNC que jubilaciones contributivas (gráfico 7.5).

Quizás el desafío más relevante sea cómo financiar las PNC sin generar grandes distorsiones en los sistemas de aportes obligatorios. Actualmente, el diseño y el alcance de estos sistemas varían considerablemente en la región. Algunos países, como Bolivia, han optado por programas universales. Otros han establecido programas relativamente modestos en función de los medios del usuario focalizándolos en los sectores pobres. La generosidad de los beneficios exhibe grandes

**Gráfico 7.5 Cobertura contributiva y no contributiva en 19 países de América Latina y el Caribe, circa 2013**



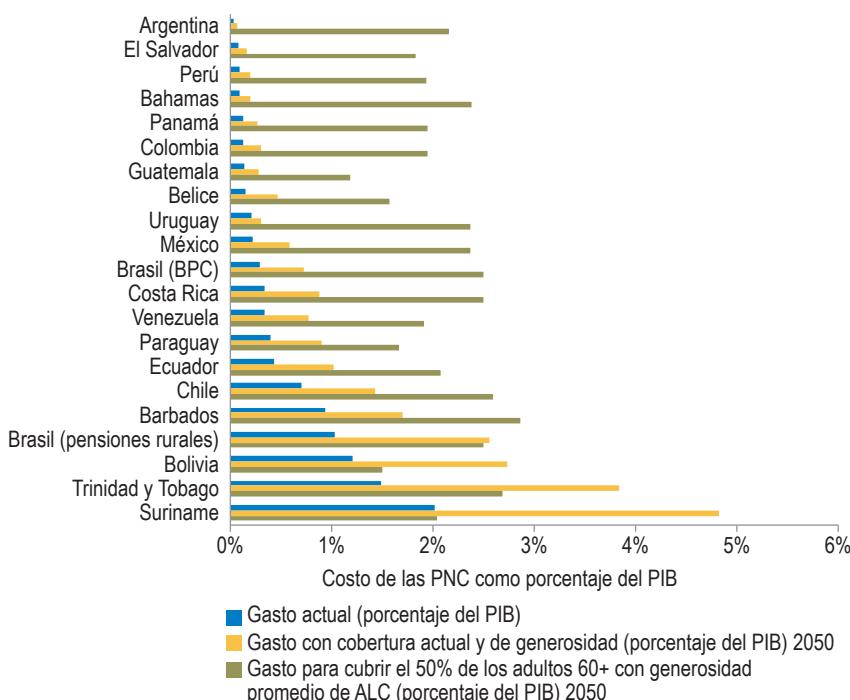
Fuente: Cálculos de los autores a partir de la base de datos de los Indicadores de Mercados Laborales y Seguridad Social del BID.

Nota: La división entre jubilaciones contributivas y pensiones no contributivas en Argentina, Brasil y Uruguay se obtuvo dividiendo el número de beneficiarios de estos programas por el número de adultos mayores de 65 años. Esto podría ser una medida imperfecta en países donde el beneficiario puede comenzar a cobrar una jubilación a una edad menos avanzada.

variaciones, y oscila entre un nivel muy bajo (entre el 5% y el 7% del ingreso per cápita) en Colombia, México, Panamá y Perú, y programas generosos (alrededor del 30% del ingreso per cápita) en Argentina, Brasil, Paraguay y Trinidad y Tobago.

La elección del diseño será crucial para asegurar la cobertura y la sostenibilidad fiscal. Actualmente, las PNC con la mayor cobertura cuestan entre el 0,7% y el 1% del PIB. Este costo aumentará en más del doble hacia 2050 si la generosidad y la cobertura permanecen constantes, solo para responder a los cambios demográficos. Si los programas tuvieran que proporcionar beneficios a los adultos de 60 años en adelante al nivel promedio de la región (17% del ingreso per cápita, que en numerosos países se sitúa justo por encima de la jubilación de la línea de pobreza), el costo sería de entre el 2% y el 3% del PIB en 2050 (gráfico 7.6). Resulta evidente que las PNC son absolutamente necesarias para aumentar la cobertura previsional. Sin embargo, en un mundo

**Gráfico 7.6 Costos fiscales actuales y futuros de las pensiones no contributivas, 2015–50**



Fuente: Elaboración de los autores basada en HelpAge International (2015) y cálculos propios.

que envejece, absorberán recursos cada vez máspreciados. Los países deben repensar maneras de financiarlas.

También cabe considerar los posibles efectos de las PNC en los incentivos para ahorrar de los trabajadores. Con la llegada de este tipo de jubilaciones, las decisiones de los hogares comienzan a cambiar. La expansión de estas jubilaciones ha generado algunas evidencias relevantes y novedosas de cómo los individuos y los hogares reaccionan a los cambios en los beneficios (véase el recuadro 7.4). Las PNC disminuyen las tasas de participación de los beneficiarios en los sistemas contributivos y, en algunos casos, su ahorro. También reducen las transferencias que los hogares beneficiarios reciben de otros miembros del hogar. Por ejemplo, Juárez (2009) llega a la conclusión de que por cada peso que el gobierno asigna a un adulto de edad avanzada en Ciudad de México, las transferencias privadas disminuyen en 87 centavos.

#### **RECUADRO 7.4. EL AHORRO DE LOS HOGARES Y LAS PENSIONES NO CONTRIBUTIVAS**

En la última década, la reforma más radical en el mundo de las jubilaciones en América Latina ha sido relativamente silenciosa. Los programas de pensiones no contributivas (PNC) actualmente proporcionan cobertura a más del 25% de las personas de edad avanzada. Estos programas han mejorado en gran medida el bienestar de los adultos mayores en algunos casos (Galiani, Gertler y Bando, 2014). Sin embargo, existe la inquietud de que las PNC pueden reducir la necesidad de las personas mayores de ahorrar por motivos precautorios y, por lo tanto, alterar los incentivos para trabajar más años o realizar aportes para la jubilación, a la vez que generan aumentos del consumo y trastornan las decisiones de ahorro, de manera muy similar a cómo lo hacen las jubilaciones mínimas (Jiménez-Martín, 2014). A estas alturas, hay evidencia de sobra de que las PNC facilitan la jubilación en la región (Bosch, Melguizo y Pagés, 2013) pero, en algunos casos, los aportes al sistema obligatorio han disminuido (Bosch y Oliveri, 2015).

El impacto de las PNC en el ahorro ha sido mucho menos estudiado y la evidencia es diversa. En Argentina y México, los beneficiarios de las PNC ahorraron menos (entre un 3% y un 4%) después de la ampliación de las PNC (González-Rozada y Ruffo, 2015). Sin embargo, en Bolivia, en algunos grupos específicos de población (por ejemplo, hombres frente a mujeres) aumentaron los ahorros de los hogares (Hernani-Limarino y Mena, 2015). En México no se encontró ningún efecto significativo cuando se analizaron los programas de PNC federales y estatales (Alonso, Amuedo-Dorante y Juárez, 2015).

## *Recomendaciones*

Para aumentar la participación en los sistemas de jubilación obligatorios, se requerirá un enfoque integrado que aborde las numerosas causas de la informalidad laboral. Incrementar la cobertura sin afrontar los problemas descritos en las secciones anteriores podría empeorar los problemas de adecuación, redistribución y sostenibilidad.

Las PNC serán un instrumento esencial para luchar contra la pobreza en la vejez y redistribuir los recursos a los más necesitados en la región. Son necesarias para elevar la cobertura y reducir las desigualdades del sistema jubilatorio. Sin embargo, no constituyen la solución ante el cambio demográfico, sobre todo si están destinadas a algo más que reducir la pobreza (Holzmann y Hinz, 2005). El diseño y la implementación de las PNC se pueden mejorar en tres aspectos básicos: instituciones, incentivos y financiamiento.

- *Las instituciones*

Hay que crear instituciones apropiadas e integrarlas plenamente en los sistemas jubilatorios. En algunos casos, esto requerirá rediseñar las instituciones que administran las prestaciones de los fondos y monitorean la sostenibilidad fiscal de los sistemas. También será necesario ajustar la generosidad de los beneficios y la edad de elegibilidad para que estas instituciones sean fiscalmente sostenibles.

- *Los incentivos*

Las jubilaciones contributivas y pensiones no contributivas deberían servir a un objetivo común, y la interacción entre ambas debería tenerse en cuenta explícitamente, sobre todo en lo que se refiere a los incentivos. Se debería evitar la competencia entre ambas, por ejemplo, permitiendo que las PNC se combinen con beneficios contributivos de manera que se complementen mutuamente. Condicionar la elegibilidad de las PNC únicamente para aquellos que no tienen un beneficio contributivo probablemente generará más distorsiones en el sistema jubilatorio.

- *El financiamiento*

Se deben encontrar maneras adecuadas para financiar el sistema. Las PNC se financian en gran parte a través de los impuestos generales. A medida que los gastos aumenten en el futuro, se necesitarán fuentes complementarias de financiamiento.

## Las jubilaciones importan

El déficit jubilatorio es esencialmente un déficit del ahorro. La cobertura previsional es demasiado baja, los hogares no ahorrarán lo suficiente para la jubilación y algunos de los que ya se han retirado no reciben una jubilación adecuada. A medida que la región avance en su transición demográfica, la situación está destinada a empeorar. Se requieren importantes reformas que deben basarse en una profunda reflexión sobre los objetivos fundamentales de los sistemas jubilatorios y sobre cómo financiarlos. Los países con sistemas de reparto/de beneficios definidos tendrán que crear fondos de ahorro (acumulando el exceso de aportes) mientras el número de jubilados todavía es bajo en comparación con la población en edad de trabajar. También deberán establecer mecanismos para adaptarse a la transición demográfica. En ocasiones esto implicará decisiones difíciles en lo que se refiere a las condiciones de jubilación. En los países que han cambiado —o que están pensando hacerlo— a sistemas de contribución definida basados en cuentas individuales, hay diversas cuestiones pendientes que ponen en duda la capacidad de estos sistemas para proporcionar jubilaciones adecuadas. Asegurar a los participantes contra los riesgos de la longevidad, aumentar los retornos al ahorro y mejorar la confianza en sus sistemas son todos objetivos igual de importantes. Desde luego, la cobertura es y será una de las preocupaciones principales de todos los sistemas. La importancia de los sistemas jubilatorios no hará más que aumentar en un mundo que envejece. El diseño adecuado, implementado de manera oportuna, podría marcar la diferencia.

Incrementar el ahorro para las jubilaciones es un paso necesario para resolver el déficit de ahorro de la región, pero no es suficiente. A medida que la población envejezca, habrá que desafiar a las fuerzas demográficas y aumentar los retornos para poder proporcionar más con menos. Con las jubilaciones, como sucede con otras formas de ahorro, la región necesita *más y mejores* ahorros. En este caso particular, “mejor” significa que el ahorro acumulado debe invertirse bien, generar el mayor retorno posible a los jubilados y elevar la productividad y el crecimiento de la economía. No es una tarea fácil, pero es fundamental. Los gobiernos tienen la responsabilidad última de proporcionar una regulación y supervisión adecuadas a fin de fomentar un mejor ahorro para las jubilaciones.

## Notas

- <sup>1</sup> Para este ejercicio se utiliza el gasto en jubilaciones derivado las encuestas de hogares.
- <sup>2</sup> Hacia 2100, las jubilaciones podrían llegar hasta casi el 50% del PIB si Brasil mantiene el mismo gasto per cápita en este rubro.
- <sup>3</sup> Véase Bosch et al. (2015) para el caso de Colombia.
- <sup>4</sup> El ITG se compone de dos subíndices, a saber: el Índice de Transparencia (IT) y el Índice de Gobernanza (IG). El primero incluye cinco elementos: sitio web, informe anual, comunicación, completitud de la información y nombre de la persona responsable. El segundo comprende seis: órgano de gobierno, selección y nombramientos, control externo, comité de inversión, expertos de mercado y código de conducta (véase Musalem y Souto [2009] para una descripción detallada de cada uno de estos componentes). Los datos utilizados corresponden a 2007.
- <sup>5</sup> Las comisiones sobre los activos finales totales representan una parte más grande del fondo cuando la estructura de comisiones es un porcentaje anual del fondo y se considera un período más largo. Esto se debe a que cuando el administrador del fondo de pensiones cobra la misma comisión anual por los activos administrados y los activos acumulados son mayores, el monto total se vuelve muy importante. Se podría esperar razonablemente que estas comisiones disminuyan a lo largo del tiempo. Para este análisis se supone que son constantes.
- <sup>6</sup> El riesgo de longevidad cubre a un trabajador/asegurado que vive más tiempo de lo esperado y corre el riesgo de agotar los fondos acumulados.
- <sup>7</sup> En Bosch et al. (2015) se describe esta situación para el caso de Colombia.
- <sup>8</sup> Subsecretaría de Previsión Social (2002).
- <sup>9</sup> Véanse Rofman y Oliveri (2012); Bosch, Melguizo y Pagés (2013).
- <sup>10</sup> Para un análisis más detallado, véanse Bosch, Melguizo y Pagés (2013) y Alaimo et al. (2015).

# 8

# Una forma mejor de impulsar el ahorro público

Para aumentar el ahorro nacional, es necesario que todos colaboren, incluso el gobierno. Tradicionalmente, las políticas para aumentar el ahorro público se han centrado en subir los impuestos para incrementar la recaudación o bien en recortar el gasto público total, o en ambas políticas. Sin embargo, en América Latina y el Caribe hoy esa estrategia no es viable. La caída de los precios de las materias primas, el aumento de las tasas de interés en el mundo y una recesión global prolongada han acentuado el deterioro de las cuentas fiscales y externas de los países, y han redundado en un bajo o nulo crecimiento en la mayor parte de la región. Pedir a las personas y las empresas que contribuyan más en impuestos y reciban menos en servicios públicos sería poner sal en las heridas de estas economías que enfrentan grandes desafíos. No obstante, el gobierno puede ahorrar de otras maneras. Esencialmente, la idea es que gaste mejor con el fin de ahorrar más.

Al igual que los individuos, los gobiernos ahorrarán aplazando el consumo. El ahorro público es la parte del ahorro nacional que está bajo el control directo del gobierno. La contribución del ahorro público al ahorro total varía según el país y la región. En América Latina y el Caribe, el sector público contribuye al total del ahorro nacional con aproximadamente un 15% en promedio (cifra equivalente a alrededor de 3 puntos porcentuales del producto interno bruto [PIB]). Esto se sitúa a medio camino entre Asia emergente, donde el ahorro público es cercano al 23% del ahorro nacional (8% del PIB), y las economías avanzadas, donde dicho ahorro asciende a alrededor del 7% del ahorro nacional (1,5% del PIB) (véase el capítulo 2).

El ahorro público es el ingreso total del gobierno menos su consumo. Cabe señalar que no todo el gasto público es consumo. Los gastos del

gobierno se dividen en gastos corrientes y gastos de capital. Los gastos corrientes incluyen los salarios de los empleados públicos, las transferencias corrientes realizadas por el gobierno (por ejemplo, para pagar programas sociales y subsidios) y el gasto del gobierno para proporcionar servicios públicos como educación, salud y seguridad. Los gastos corrientes constituyen el consumo del gobierno. En cambio, los gastos de capital (inversión pública) son los recursos reales que el gobierno utiliza para construir el *stock* de capital de un país; un ejemplo de gastos de capital son las inversiones en infraestructura. Los gastos de capital forman parte de la inversión de un país, no del consumo. Por lo tanto, forman parte del ahorro público (el ingreso del gobierno que no se emplea para el consumo corriente).

Para fortalecer la sostenibilidad fiscal y apoyar el crecimiento a largo plazo en la región, es necesario aumentar el ahorro público. El crecimiento más lento de los países avanzados y la caída de los precios de las materias primas han significado un golpe para el desempeño económico de la región, y han provocado un aumento de los déficits fiscales estructurales a partir de 2009. En numerosos países el ahorro público tiene que incrementarse para garantizar la solvencia fiscal.

Hay tres maneras de generar ahorro público: elevando el ingreso del gobierno, reduciendo los gastos corrientes o subiendo los gastos de capital. Cuando se trata de aumentar el ingreso del gobierno, las opciones de política pública son limitadas, sobre todo en América Latina y el Caribe. La mayoría de los ingresos del gobierno provienen de la recaudación de impuestos; sin embargo, en la mayoría de los países de América Latina, subir los impuestos para incrementar el ahorro público no es una opción fácil, ya sea porque la presión fiscal ya es alta o porque muchos países ya han emprendido reformas tributarias, lo cual convierte al alza de los impuestos en un asunto políticamente más problemático.<sup>1</sup>

Además de las dificultades prácticas de elevar los impuestos, la política tributaria puede tener consecuencias negativas en el ahorro, más allá del aumento de los ingresos públicos (véase el recuadro 8.1). Concretamente, los impuestos pueden distorsionar los incentivos para el ahorro privado. Por lo tanto, aunque añadan recursos a las arcas públicas, puede que tengan escaso efecto en el ahorro total si deprimen el ahorro de los hogares y de las empresas. El principio rector de la política tributaria en relación con el ahorro debería ser el diseñar un sistema tributario que evite perjudicar los incentivos de ahorro de las personas y las empresas, que son las principales fuentes de ahorro de la economía (véase el capítulo 1).

### RECUADRO 8.1. EL EFECTO DE LOS IMPUESTOS EN EL AHORRO

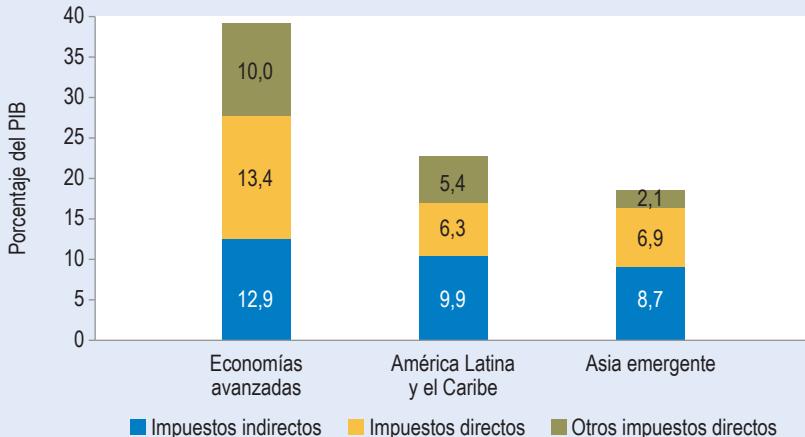
Los impuestos tienen un impacto negativo directo en el ahorro privado porque reducen el ingreso disponible de los hogares y las empresas que pagan impuestos. Al mismo tiempo, los impuestos tienen un impacto positivo directo en el ahorro público porque son la principal fuente de ingresos del gobierno. Comparada con otras regiones, América Latina y el Caribe tiene una carga tributaria promedio relativamente alta para los contribuyentes que cumplen, pero una recaudación tributaria promedio relativamente baja (como porcentaje del PIB).<sup>a</sup> Esta es la peor combinación posible para el ahorro, a saber: un sistema tributario con tasas impositivas muy altas (lo que distorsiona las decisiones de ahorro privado) y con escasa recaudación (lo cual añade poco al ingreso público y potencialmente nada al ahorro). Esta anomalía se ve agravada por los tipos de impuestos pagados y por quiénes son los que los pagan en la región.

Los impuestos influyen en las decisiones de ahorro privado y en la composición del ahorro por diversas vías. Los impuestos sobre la renta desincentivan el ahorro privado al gravar tanto el ingreso del que se deriva el ahorro como la rentabilidad de los ahorros acumulados (intereses y dividendos). En cambio, los impuestos indirectos (por ejemplo, el impuesto al valor agregado [IVA]) son menos dañinos para el ahorro personal porque no distorsionan la tasa de rentabilidad del ahorro, siempre que las tasas impositivas permanezcan constantes a lo largo del tiempo.

La región de América Latina y el Caribe deriva una mayor parte de sus ingresos tributarios de los impuestos indirectos (“amigos del ahorro”) que de los impuestos directos sobre la renta (“enemigos del ahorro”). La contribución de los impuestos indirectos al ingreso total en América Latina y el Caribe (46% del ingreso total) y Asia emergente (49% del ingreso total) es mayor que en las economías avanzadas (35,5% del ingreso total). La contribución de los impuestos directos puros en América Latina (29% del ingreso) es menor que en Asia emergente y en las economías avanzadas (39% y 37% del ingreso total, respectivamente) (gráfico B8.1).

Sin embargo, en la práctica, determinar quién paga el impuesto sobre la renta y, por lo tanto, conocer la estructura de los impuestos directos, importa en lo que se refiere a su posible impacto en el ahorro. En este aspecto, América Latina penaliza el ahorro más que otras regiones. América Latina y el Caribe y Asia emergente obtienen una parte relativamente más alta de los ingresos de los impuestos directos del impuesto a la renta corporativa que del impuesto sobre la renta personal (gráfico B8.2). La mayor dependencia del impuesto a la renta corporativa penaliza el ahorro. Las empresas generan la mayor parte del ahorro privado en la economía (véase el capítulo 2); por lo tanto, gravar las ganancias de las empresas significa gravar directamente la

<sup>a</sup>El país “promedio” oculta la diversidad entre los países. Algunos, como Guatemala y México, registran un bajo esfuerzo fiscal, mientras que otros, como Argentina, Brasil y Uruguay, muestran un alto esfuerzo fiscal, cercano al de las economías avanzadas.

**RECUADRO 8.1. (continuación)****Gráfico B8.1 Recaudación tributaria como porcentaje del PIB por impuestos indirectos, directos y otros impuestos directos, 2012**

Fuente: Base de datos BID-CIAT Tax y *Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI.

Nota: Otros impuestos directos incluyen impuesto sobre la nómina, impuestos comerciales, impuestos a la propiedad e impuestos a las transacciones financieras.

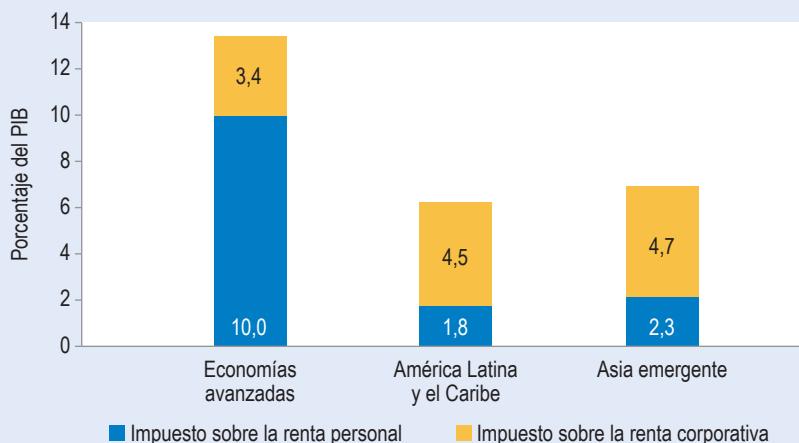
principal fuente de ahorro en la economía. A su vez, hay más evidencia empírica robusta de que los cambios en el impuesto a la renta corporativa influyen en el ahorro de las firmas de la que hay sobre el hecho de que los impuestos a la renta personal perjudican el ahorro de los hogares.<sup>b</sup> En Chile, por ejemplo, las reformas que bajaron el impuesto a la renta corporativa a mediados de los años ochenta generaron un aumento de 12 puntos porcentuales en el ahorro privado entre 1985 y 2012 (véase Cerda et al., 2015).

Además, las tasas impositivas del impuesto a la renta corporativa en América Latina y el Caribe (cerca del 26%) son más altas que en Asia emergente (21%) y que en las economías avanzadas (alrededor del 24%). Sin embargo, la recaudación por el impuesto a la renta corporativa (como porcentaje del PIB) es menor en América Latina que en las otras dos regiones (gráfico B8.2). Esto refleja una alta evasión tributaria (gran informalidad y escasa supervisión de la ley) y una base tributaria más pequeña (más exenciones tributarias y grandes gastos tributarios) en América Latina en comparación con otras regiones.<sup>c</sup> La combinación de altas tasas del impuesto a la renta corporativa con una alta

<sup>b</sup> Véase Callen y Thimann (1997); Djankov et al. (2010); Corbacho, Fretes Cibils y Lora (2013); Cerda et al. (2015).

<sup>c</sup> Los gastos tributarios del impuesto a la renta corporativa equivalen a alrededor de un 0,9% del PIB, en promedio, lo cual es más de una cuarta parte de la recaudación real del impuesto a la renta corporativa, pero demuestran ser bastante poco efectivos cuando se trata de incentivar la inversión. La evasión tributaria en promedio equivale a alrededor del 52% de la recaudación tributaria potencial en América Latina (Corbacho, Fretes Cibils y Lora, 2013).

**Gráfico B8.2 Recaudación del impuesto sobre la renta proveniente del impuesto sobre la renta corporativa y del impuesto sobre la renta personal, 2012**



Fuente: Base de datos tributarios BID-CIAT y *Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI.

evasión y una base tributaria pequeña arroja como resultado una mayor carga tributaria para los contribuyentes que cumplen. Por lo tanto, la tasa efectiva del impuesto a la renta corporativa en América Latina y el Caribe (18,3% de las ganancias) es superior a la de Asia emergente (14,1%) y a la de los países avanzados (15,5%) (Banco Mundial y PwC, 2015). Cuando se tienen en cuenta todos los impuestos sobre las ganancias (impuestos sobre el volumen de negocios, impuestos a las transacciones financieras e impuestos a la nómina de los empleados), la carga de los impuestos en una típica empresa formal de América Latina llega aproximadamente al 51% de las ganancias, en comparación con un 28% en Asia emergente y cerca de un 41% en las economías avanzadas.<sup>d</sup>

Por lo tanto, si bien la razón de los ingresos derivados de los impuestos directos en relación con el PIB en América Latina es baja según los estándares internacionales, las tasas efectivas que pagan los contribuyentes que cumplen son altas. Esto tiene implicaciones negativas importantes para el ahorro privado por dos motivos. En primer lugar, la carga tributaria relativamente alta sobre los contribuyentes que cumplen (empresas formales) reduce su capacidad de ahorro. En segundo lugar, la estructura tributaria que penaliza a las empresas formales promueve la informalidad (dado que las firmas intentan evadir las altas cargas tributarias) y por lo tanto distorsiona la asignación

<sup>d</sup> Esta tasa impositiva efectiva es para un tipo de empresa que se describe en la base de datos de Doing Business (Banco Mundial y PwC, 2015).

### RECUADRO 8.1. (continuación)

eficiente de los recursos económicos, disminuye el crecimiento de la productividad, y reduce los retornos del ahorro y de la inversión.<sup>e</sup>

Por último, los sistemas tributarios pueden influir no solo en cuánto ahorran personas y empresas, sino también en cómo lo hacen. La estructura de incentivos que forma parte de los sistemas tributarios de toda la región genera distorsiones. Por ejemplo, la tasa impositiva sobre las ganancias de capital efectivas para la vivienda asciende a un 23,3% en Asia emergente, a un 17,9% en las economías avanzadas y solo a un 12,2% en América Latina.<sup>f</sup> Y si bien la mayoría de los países de América Latina grava los dividendos y los retornos financieros (intereses), no hace lo propio con los alquileres imputados de las viviendas ocupadas por el propietario. Por lo tanto, el ahorro financiero acaba pagando la tasa impositiva efectiva más alta.<sup>g</sup> Puede que esto desincentive el ahorro financiero a favor de vehículos de ahorro alternativos, como la vivienda, reforzando así otras distorsiones que aumentan la propensión (ya de por sí alta) de algunas personas en América Latina y el Caribe a ahorrar a través de la vivienda, en detrimento de los instrumentos de ahorro financiero.<sup>h</sup>

<sup>e</sup> Véase Pagés (2010).

<sup>f</sup> Elaboración propia sobre la base de *Global Property Guide Research, Contributing Accounting Firms*, disponible en <http://www.globalpropertyguide.com/faq/guide-taxes>.

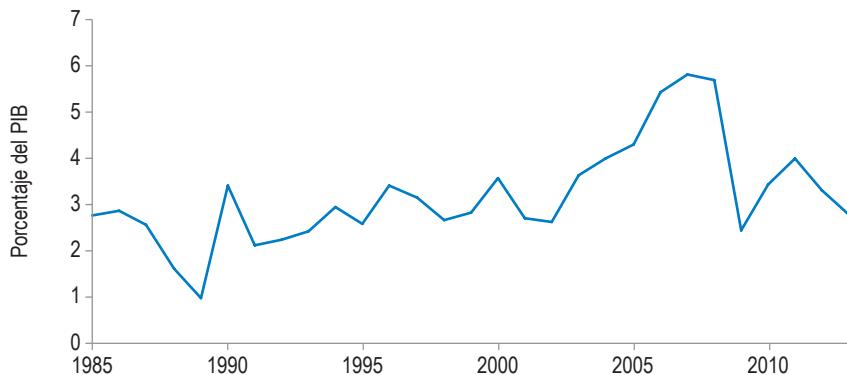
<sup>g</sup> Véase FMI (2009).

<sup>h</sup> Véase Cruces (2016) y Piazzesi y Schneider (2012).

Las medidas para controlar el gasto del gobierno brindan más espacio para aumentar el ahorro público. Desde luego, recortar los gastos no es fácil ni popular. Sin embargo, este capítulo se centra en dos importantes mecanismos de que disponen los gobiernos para incrementar el ahorro público sin necesariamente recortar los gastos en todas las partidas. El primero consiste en cambiar la composición del gasto público total de gastos corrientes a gastos de capital. El segundo, en mejorar la eficiencia del gasto corriente.

### Gastos corrientes versus gastos de capital: mejorar la distribución del gasto

Partiendo de niveles muy bajos, América Latina ha ido aumentando el ahorro público, de forma lenta pero segura, desde un escaso 1% del PIB en 1989 a casi el 6% del PIB en 2007, a medida que los gobiernos reconocieron la necesidad de mejorar la disciplina fiscal (véase el gráfico 8.1). Sin embargo, desde 2009 el ahorro público ha comenzado a disminuir.

**Gráfico 8.1 Ahorro público en América Latina y el Caribe**

Fuente: Cálculos de los autores sobre la base de datos de *Perspectivas de la Economía Mundial* (FMI, 2015).

Así, llegó a un 2,8% del PIB en 2014, en gran parte debido al incremento de los gastos corrientes en respuesta a condiciones externas que lo permitieron, entre ellas los altos precios de las materias primas y las bajas tasas de interés.

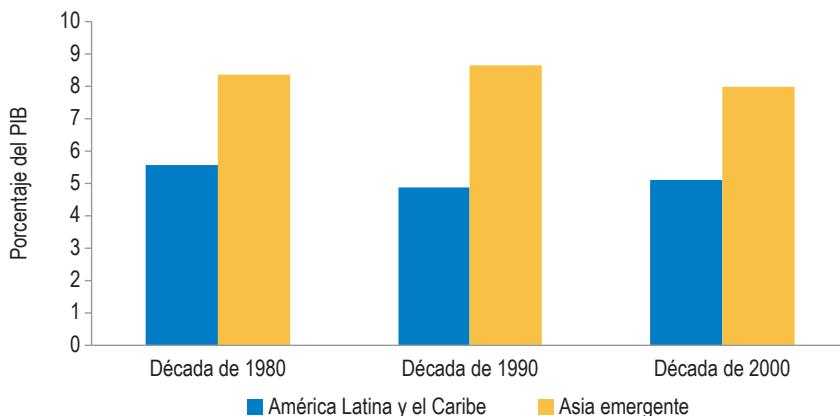
Entre 2007 y 2014 el total del gasto público aumentó 3,7 puntos porcentuales del PIB. Más del 90% de ese aumento fue destinado al gasto corriente y solo un 8% a la inversión pública (gráfico 8.2). Por lo tanto, la inversión pública —un componente fundamental del ahorro público— fue la gran perdedora en términos de asignación del gasto.<sup>2</sup>

Como consecuencia de estas políticas, la inversión pública en la región ha sido insignificante en comparación con otros mercados emergentes, como Asia emergente. A pesar de que en la década del 2000 ha habido un ligero incremento de dicha inversión como porcentaje del

**Gráfico 8.2 Composición del aumento promedio del gasto público primario, 2007–14 (porcentaje del PIB)**

Fuente: Cálculos de los autores en base a datos de presupuestos nacionales.

**Gráfico 8.3 Conducta de la inversión pública en América Latina y el Caribe vs. Asia emergente**

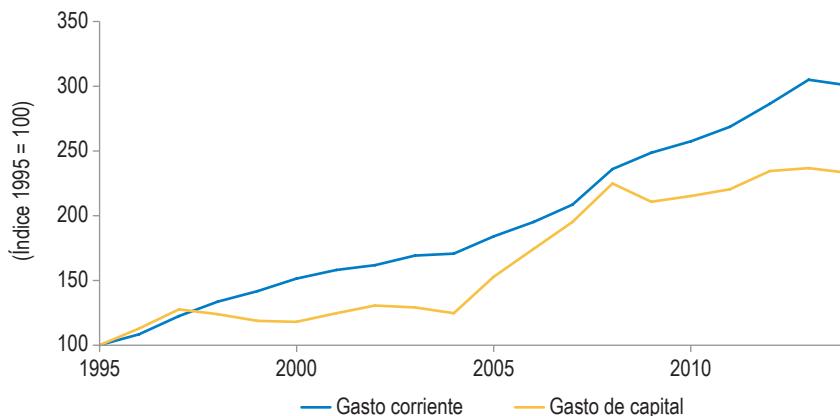


Fuente: Cálculos de los autores en base a datos de presupuestos nacionales.

PIB, la inversión pública en América Latina y el Caribe representa solo el 60% del nivel de la inversión pública en las economías de Asia emergente (gráfico 8.3).

La inversión pública no solo es relativamente baja, sino que también ha ido disminuyendo como porcentaje del gasto total del gobierno. El gráfico 8.4 muestra la evolución del gasto corriente en relación con el gasto de capital entre 1995 y 2014. El gasto corriente ha aumentado de

**Gráfico 8.4 Evolución del gasto corriente y del gasto de capital, promedio de América Latina y el Caribe (índice 1995 = 100)**



Fuente: Cálculos de los autores en base a datos de presupuestos nacionales.

manera sostenida, mientras que el gasto de capital ha tenido sus altibajos: se ha incrementado bruscamente desde 2004 hasta 2008 y se ha estabilizado desde entonces. Mientras que el gasto corriente se ha casi triplicado durante este período, el gasto de capital solo se ha duplicado. El resultado es que la inversión pública se redujo desde casi un 23% en 1995 a solo el 17% del gasto primario del gobierno hacia 2014. El ajuste fiscal de la región en 2015 y 2016 como resultado del empeoramiento de las condiciones externas ha acentuado la tendencia, dado que varios gobiernos optaron por recortar los gastos de capital (ahorro) en lugar de los gastos corrientes (consumo).<sup>3</sup>

Diversos factores pueden explicar el bajo nivel de inversión pública en comparación con el gasto corriente en América Latina y el Caribe. En primer lugar, numerosos países han creído erróneamente que los factores externos favorables de comienzos de la década del 2000 eran permanentes y, por lo tanto, han canalizado una mayor proporción de los ingresos extraordinarios, devenidos de los altos precios de las materias primas, hacia el consumo (aumentando los gastos corrientes) en lugar de canalizarlo hacia el ahorro.

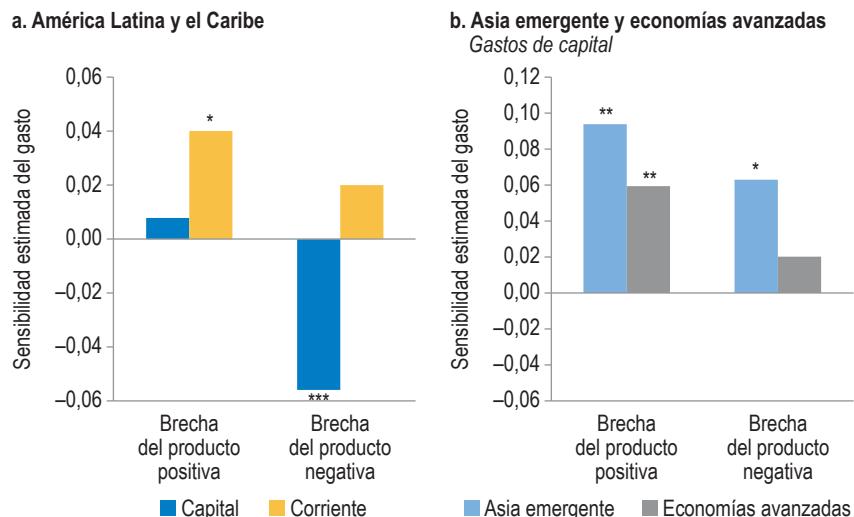
Sin embargo, los bajos niveles de inversión también pueden reflejar un problema de economía política. Utilizando un modelo de votación probabilística, Izquierdo y Kawamura (2015) demuestran que, en la medida en que las generaciones actuales (en su modelo, los “viejos”) tienen más poder de voto que las generaciones futuras (los “jóvenes”), el gasto corriente puede prevalecer sobre la inversión pública, aun cuando la baja inversión perjudique el crecimiento a largo plazo. Cuanto mayor sea el poder electoral de los viejos, más débiles serán los incentivos para la inversión pública, y a favor de un gasto corriente generoso (transferencias). En otras palabras, dado que las generaciones futuras no votan hoy sobre la asignación preferida del gasto, las generaciones actuales, que necesitan recursos ahora —o que no otorgan prioridad a las necesidades futuras de sus hijos— pueden priorizar la asignación del gasto público hacia el gasto corriente en detrimento del gasto de capital.<sup>4</sup> Esta descripción refleja la situación de América Latina y el Caribe, donde —por ejemplo— las encuestas demuestran que las personas no ahorrarán lo suficiente para la jubilación porque esperan que otros (o el gobierno) cubran sus necesidades cuando se retiren (véase el capítulo 6).

Otro motivo que explica este sesgo hacia el gasto corriente a expensas de la inversión reside en la respuesta típica del gobierno al ciclo económico. Las mejores prácticas sugerirían aumentar el gasto

de capital en los malos tiempos y reducirlo en los buenos, es decir, utilizar el gasto de capital para gastar de manera contracíclica. Sin embargo, si los gobiernos tienen que ajustar sus presupuestos en los malos tiempos —dejando así de lado las políticas contracíclicas y forzando recortes en el gasto— puede que les sea más fácil aplicar recortes en inversión pública en lugar de restringir los salarios o las transferencias, lo que podría generar inestabilidad política. Sin embargo, una vez que se haya reducido el gasto de capital en tiempos de crisis, los gobiernos deberían incrementar la inversión pública en los buenos tiempos. Normalmente, esto no es lo que ha ocurrido en América Latina y el Caribe.

Ardánaz e Izquierdo (2016) evalúan la prociclicalidad de los gastos corrientes y de capital en América Latina, y analizan si los dos tipos de gasto responden de manera diferente a los cambios en el ciclo económico.<sup>5</sup> Si el gasto real creciera a una tasa constante —por ejemplo, la tasa de crecimiento a largo plazo del producto real— no debería verse afectado por las fluctuaciones cíclicas. Sin embargo, los autores llegan a la conclusión de que los gastos corrientes y de capital reaccionan al ciclo económico de maneras diferentes. Los primeros aumentan en los buenos tiempos pero no disminuyen en los malos. Lo opuesto rige para el gasto de capital real, que se reduce en los malos tiempos, pero que no se recupera en los buenos. Estos impactos estimados y su relevancia se describen en el panel (a) del gráfico 8.5, que ilustra claramente esta respuesta asimétrica. Las implicaciones son graves: los gastos corrientes tienden a aumentar como porcentaje del gasto total, lo cual confirma el sesgo a favor del gasto corriente a expensas del gasto de capital y, por extensión, a expensas del ahorro público.

En relación con este tema, hay un marcado contraste entre América Latina, por un lado, y las economías de Asia emergente y avanzadas, por otro (gráfico 8.5, panel b), donde los gastos de capital no reaccionan negativamente en los malos tiempos. Por el contrario, si algo ocurre, es que los países de Asia del Este aumentan su gasto de capital en tiempos difíciles. Por lo tanto, el sesgo contra el gasto de capital es más marcado en América Latina y el Caribe que en otras regiones. Los gobiernos de la región deberían ajustar sus políticas fiscales para remediar este sesgo. La clave consiste en diseñar e implementar reglas de política fiscal que reduzcan la discreción en la asignación del gasto público a lo largo del ciclo económico y contribuyan a superar el sesgo contra los gastos de capital que actualmente caracteriza la conducta del gasto. Cambiar la

**Gráfico 8.5 Sensibilidad del gasto en relación con las brechas del producto**

Fuente: Cálculos de los autores en base a datos de presupuestos nacionales.

Nota: Estimaciones propias sobre la base de Ardáñaz e Izquierdo (2016). Ardáñaz e Izquierdo aplican regresiones del tipo  $\Delta g = a + b^* \text{Ciclo positivo} + c^* \text{Ciclo negativo} + \epsilon$ , donde  $\Delta g$  es el cambio en el gasto real, ciclo positivo es el valor del componente cíclico del producto cuando es positivo y ciclo negativo es el valor del componente cíclico cuando es negativo. Los valores reportados en el eje Y corresponden al coeficiente estimado que mide la sensibilidad del gasto en relación con el componente cíclico.

Rótulo eje y: \*\*\*p<0,01, \*\*p<0,05, \* p<0,1.

distribución de gastos corrientes y gastos de capital puede aumentar el ahorro sin afectar el nivel del gasto público total.

### La eficiencia: un camino hacia el ahorro

Los gobiernos también pueden aumentar el ahorro público incrementando directamente los gastos de capital. Es de esperar que una mayor inversión pública ayude a elevar la productividad del sector privado y, por lo tanto, a impulsar el crecimiento en la región (véase el capítulo 4). ¿Cómo pueden generar espacio los gobiernos en sus presupuestos para subir los gastos de capital? Una manera es cambiando la composición de gastos, como se ha descrito más arriba. Otra manera consiste en endeudarse en el exterior para aumentar la inversión pública. Sin embargo, esta opción es de alcance limitado, sobre todo en un entorno externo menos favorable para la región como el actual. Además, endeudarse externamente tiene sus propios riesgos (véase el capítulo 5). Una tercera forma implica reducir los gastos corrientes.

Realizar dicha reducción puede entrañar un proceso doloroso. Sin embargo, conocer la composición del gasto público e identificar las ineficiencias en el mismo puede ser muy útil para reducir el costo del ajuste. Este proceso se conoce como “ajuste inteligente”. En lugar de recortar los gastos en todas las partidas presupuestales —como se ha hecho a menudo en el pasado— es preferible dividir el presupuesto por sectores y eliminar las ineficiencias que se puedan detectar. Sin embargo, ¿cómo se pueden identificar estas ineficiencias?

Un instrumento clave para reducir las ineficiencias es una focalización apropiada del gasto corriente. En muchas partidas presupuestales, los gastos se asignan a un grupo objetivo. Por ejemplo, los subsidios a la energía para las familias de bajos ingresos o los programas sociales para los pobres. Sin embargo, en la práctica numerosos beneficiarios de estos subsidios no forman parte de la población objetivo. Por ejemplo, un subsidio a la electricidad que abarque el consumo de los primeros 150 kWh para toda la población de un país bien podría llegar a los hogares de bajos ingresos que consumen menos de 150 kWh, pero también se aplicará a hogares de ingresos más altos para los primeros 150 kWh de su consumo. La recepción del subsidio en el hogar de ingresos más altos se consideraría una filtración y una ineficiencia porque estarían recibiendo el beneficio personas ajena al grupo focalizado. O, por ejemplo, piénsese en una exención del impuesto al valor agregado para los alimentos, también llamado “gasto tributario”. Normalmente, esta medida pretende que ciertos alimentos sean más asequibles para los hogares de bajos ingresos. Sin embargo, también favorece a los hogares de más altos ingresos que no deberían ser receptores de la exención y, por lo tanto, una parte de ese gasto constituye una ineficiencia. También se puede pensar en las transferencias condicionales destinadas a las familias pobres: en muchos casos, entre los beneficiarios de estos programas puede haber familias que están en condiciones suficientemente buenas de financiar lo que la transferencia pretende subsanar. En este caso, el beneficio estaría mal focalizado y constituiría una fuente de ineficiencia.

Un elemento clave que hay que definir desde el comienzo cuando se trata de identificar las filtraciones de gasto es la población objetivo que se pretende atender. En el ejercicio que se describe más abajo, la población focalizada abarca a los pobres, definidos como aquellos individuos cuyo ingreso se sitúa por debajo del umbral nacional de pobreza.<sup>6</sup>

El concepto de filtración se puede aplicar fácilmente a partidas del presupuesto público que trabajan con poblaciones focalizadas, como

en el caso de los subsidios a la electricidad, los programas sociales o los gastos tributarios. Sin embargo, dos sectores clave del gasto corriente del gobierno que dan cuenta de una parte importante del presupuesto —salud y educación— pretenden tener cobertura universal. En estos sectores del gasto no existe el problema de las filtraciones. Por lo tanto, definir la ineficiencia en ellos es mucho más difícil.

En estos sectores, el establecimiento de parámetros (*benchmarking*) constituye un instrumento para determinar posibles ineficiencias. Los países que tienen éxito proporcionando dichos servicios —es decir, que obtienen buenos resultados con la menor cantidad de insumos— pueden servir como una referencia con la que se pueden comparar otros países.<sup>7</sup> Sin embargo, este enfoque inevitablemente suscita objeciones, ya que hay otros factores —muchos de los cuales son difíciles de medir de manera consistente— que pueden influir en los resultados de la educación y la salud.<sup>8</sup>

En estos sectores con cobertura universal, las ineficiencias en el gasto se deben no solo a la cantidad de insumos (es decir, el número de maestros o médicos) sino también a su costo. Por ejemplo, si para un determinado empleo calificado, los salarios son mucho más altos en el sector público que en el privado, seguramente hay espacio para mejorar la eficiencia. Por ende, tanto el uso de insumos como de diferenciales salariales en ambos sectores son indicativos de posibles ineficiencias en sectores de cobertura universal como la educación y la salud.

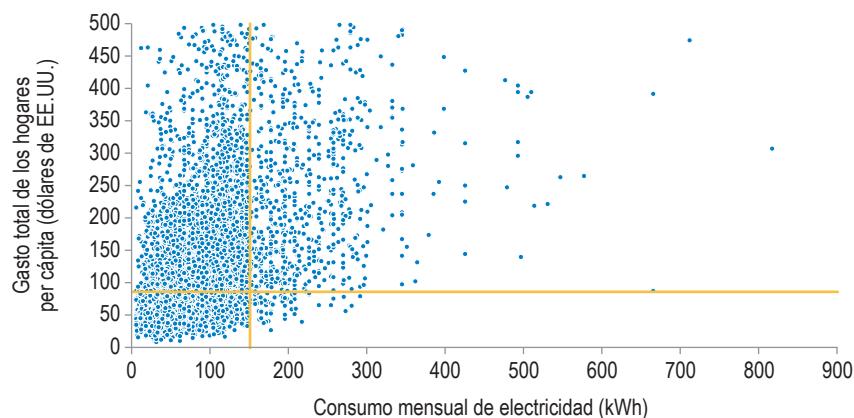
En la próxima sección se analizan ineficiencias en cinco sectores: energía, programas sociales, gastos tributarios, educación y salud. Estos cinco sectores equivalen a alrededor de la mitad del gasto público primario en el país promedio de América Latina. Antes de avanzar con el análisis, cabe destacar que la región se ha esforzado de forma admirable para aumentar el bienestar de sus ciudadanos incrementando la prestación de estos importantes servicios. Sin embargo, la eficiencia y la focalización de los gastos es esencial si se desea aprovechar todo su potencial.

### ***La energía***

En el caso de los subsidios a la energía para las familias de bajos ingresos, los gobiernos a menudo fijan los precios para el consumo en un nivel que no cubre los costos operativos de generación y distribución. La Tarifa Dignidad en Bolivia y la Tarifa Social Baixa Renda en Brasil

son buenos ejemplos. Utilizando encuestas sobre el gasto de los hogares, es posible evaluar en cuántos beneficiarios se focalizó inicialmente el programa. Por ejemplo, en el caso de los subsidios a los precios para el consumo de electricidad inferior a 150 kWh de las familias de bajos ingresos, cualquier hogar con un consumo superior a esa cantidad, o cuyo ingreso superase la línea de pobreza, no debería recibir el subsidio. El gráfico 8.6, basado en microdatos de encuestas de hogares de

**Gráfico 8.6 Ejemplo de filtración (error de inclusión) en los subsidios a la electricidad en Nicaragua**



**Focalización de subsidios: errores de inclusión y exclusión (porcentaje)**

Bloques tarifarios (kWh)	Hogares en cada bloque (porcentaje)	Intervalo de consumo (MWh anual)	Deciles 1–4 (porcentaje)	Deciles 5–10 (porcentaje)
0–25	5%	0,8	0,5	0,3
26–50	23%	8,8	5,3	3,5
51–100	33%	23,9	10,7	13,2
101–150	26%	32,1	7,6	24,5
151–500	12%	27,7	1,6	26,0
501–1000	1%	4,7	0,0	4,7
+1000	0%	2,0	0,0	2,0
Total	100%	100	25,7	74,3
Error de inclusión (MWh)		63,3%		
Error de exclusión (MWh)		2,5%		

Fuente: Cálculos de los autores sobre la base de Izquierdo, Loo-Kung y Navajas (2013).

un país representativo, ilustra con claridad esta cuestión: todos los puntos por debajo de la línea de pobreza y a la izquierda de la frontera de 150 kWh son hogares que deberían estar incluidos en la política de subsidios. Sin embargo, muchos hogares que no son pobres pero que consumen menos de 150 kWh perciben el subsidio. Este grupo constituye lo que suele llamarse “error de inclusión” o filtración. El total de los subsidios que se proporcionan a estos hogares dan una medida de la filtración en los subsidios de la electricidad.

Cuando las políticas son generalizadas, de modo que todos los hogares reciben un subsidio —como la política de fijar el precio minorista de la gasolina por debajo de su costo de producción—, la filtración puede estimarse como el costo de esta política para la institución pública que cubre el déficit. Sin embargo, no todo el déficit constituye una filtración, dado que una parte llegará a los hogares pobres. Las encuestas sobre gasto pueden contribuir a estimar la fracción de un subsidio de combustibles (por ejemplo, de la gasolina) que beneficia a los hogares que se encuentran por encima de la línea de pobreza. El tamaño de la filtración es el producto de esa fracción por el monto total gastado por el organismo gubernamental para cubrir el déficit entre el precio de la gasolina y su costo de producción.<sup>9</sup> Se puede aplicar un enfoque similar a otros subsidios de la energía, entre ellos los del fueloil, el gas natural y el gas licuado de petróleo.<sup>10</sup>

El cuadro 8.1 muestra los subsidios del gobierno al sector de la energía en cada uno de los 18 países de América Latina con información disponible en 2013 (no se cuenta con datos para Venezuela, que es el mayor productor de energía de la región y ofrece grandes subsidios al consumo local de gasolina). Aunque varían de manera significativa según los países, en promedio los subsidios a la energía consumen cerca del 1% del PIB, y abarcan desde países con altos subsidios, como Bolivia (3,3% del PIB) y Argentina (2,1% del PIB) hasta países sin subsidios, como Chile y Perú. Lo importante es que más de dos terceras partes de estos subsidios se filtran a hogares que no son pobres y que no forman parte de la población focalizada. La magnitud de esta ineficiencia —y, por lo tanto, del margen para mejorar— es enorme.

Este análisis se llevó a cabo con información de hasta finales de 2013. Con la brusca caída de los precios de la energía (y sin grandes modificaciones en la estructura de subsidios), el tamaño de los subsidios en los diferentes subsectores de la energía (gasolina, fueloil, gas natural

**Cuadro 8.1 Subsidios a la energía y filtraciones, 2013 (porcentaje del PIB)**

País	Total subsidios	Subsidios residenciales	Resto de subsidios	Filtración residencial <sup>a</sup>	Resto de filtraciones <sup>a</sup>	Total filtraciones <sup>a</sup>
Bolivia	3,29	0,91	2,37	0,76	1,92	2,68
Argentina	2,06	0,85	1,21	0,79	1,15	1,94
Honduras	1,85	0,90	0,95	0,55	0,71	1,25
El Salvador	1,75	1,39	0,36	0,91	0,30	1,21
República Dominicana	1,38	0,65	0,73	0,43	0,62	1,05
México	1,29	0,53	0,77	0,33	0,49	0,82
Nicaragua	1,11	0,86	0,25	0,60	0,21	0,81
Panamá	0,81	0,51	0,30	0,47	0,30	0,77
Brasil	0,80	0,24	0,56	0,21	0,50	0,71
Colombia	0,37	0,27	0,10	0,19	0,08	0,27
Guatemala	0,33	0,33	0,00	0,22	0,00	0,22
Uruguay	0,12	0,02	0,09	0,02	0,09	0,11
Paraguay	0,05	0,04	0,01	0,02	0,01	0,04
Perú	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Belice	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Costa Rica	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Chile	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Jamaica	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Promedio	0,85	0,42	0,43	0,31	0,35	0,66

Fuente: FIEL y BID a partir de datos de encuestas de hogares, fiscal y de energía.

<sup>a</sup> Filtraciones a hogares no pobres.

y gas licuado de petróleo) puede ser menor. La sensibilidad de los precios en estos subsectores en relación con los precios internacionales del petróleo varía de un país a otro, y puede ser grande o no de acuerdo con cada caso específico. El precio del petróleo ha caído un 50% en promedio entre 2013 y 2015; por lo tanto, el monto total de la filtración puede haber disminuido. Sin embargo, esta reducción no le resta importancia al análisis sobre la eficiencia de los gastos en subsidios a la energía. Dado que es posible que los precios de la energía vuelvan a subir, la filtración podría retornar a los niveles de años anteriores si la estructura actual de los subsidios se mantiene intacta.

### *Los programas sociales*

El gasto en programas sociales, definidos como un gasto para garantizar un nivel básico de bienestar económico y social, se puede analizar de manera similar. A diferencia de los pagos de las jubilaciones contributivas, las transferencias de los programas sociales no requieren que los individuos aporten para recibir beneficios (de ahí que dichas transferencias sean “no contributivas”). La población focalizada suele incluir individuos, familias, comunidades o grupos que se consideran vulnerables y requieren una atención especial, como los pobres, los niños, o las personas de edad avanzada.<sup>11</sup>

Los dos principales gastos de los programas sociales son las transferencias condicionales (TC) y las pensiones no contributivas (PNC). Ambas se consideran programas de transferencias monetarias. El principal objetivo de las TC consiste en reducir la transmisión intergeneracional de la pobreza invirtiendo en capital humano. Así, proporcionan dinero a familias con hijos menores de 18 años y/o mujeres embarazadas — normalmente de forma mensual— de acuerdo con el cumplimiento de requisitos concretos, como matricularse en la escuela y someterse a controles de salud. Estos programas, que surgieron en los años noventa en la forma de experiencias pioneras, como el programa Progresa de México y Bolsa Escola de Brasil, se han generalizado en toda América Latina.

Las PNC son un fenómeno más reciente que desde el año 2000 ha venido aumentando de manera significativa en varios países de la región para abordar el problema de las numerosas personas que llegan a la edad de retirarse sin suficientes aportes formales a ningún sistema jubilatorio contributivo (véase el capítulo 7). Como se discutió en el capítulo anterior, esta situación puede afectar la decisión de las personas más jóvenes de participar en los mercados laborales formales y de ahorrar a largo plazo, porque las PNC pueden generar un incentivo a favor de la informalidad y pueden disminuir el ahorro. Este capítulo analizará solo el aspecto de focalización del gasto en las PNC.

El cuadro 8.2 muestra la evolución de los gastos de los programas sociales desde 2003 hasta 2013. El gasto aumentó sostenidamente en la mayoría de los países, y en algunos de ellos se triplicó. En general, esta tendencia es bienvenida, porque ha contribuido a reducir la pobreza y la desigualdad en la región.

Sin embargo, no todo el gasto en programas sociales se ha focalizado de manera correcta en los pobres. El cuadro 8.3 muestra la filtración

**Cuadro 8.2 Gasto en programas sociales (porcentaje del PIB)**

País	2003–06	2007–10	2011–13
Argentina	1,1	2,3	3,6
Paraguay	0,1	1,1	1,9
Uruguay	0,9	1,8	1,7
Bolivia	1,3	1,6	1,6
Costa Rica	0,9	1,1	1,4
Brasil	0,8	1,0	1,2
Honduras	0,6	0,9	1,1
Chile	0,5	0,7	1,1
Belice	n.d.	n.d.	1,0
Colombia	0,7	0,9	1,0
El Salvador	0,4	0,5	0,8
Guatemala	0,5	0,7	0,7
República Dominicana	1,3	1,1	0,7
México	0,3	0,7	0,7
Nicaragua	0,9	0,7	0,6
Jamaica	0,3	0,5	0,5
Panamá	0,0	0,2	0,5
Perú	0,6	0,5	0,5
Promedio	0,7	1,0	1,1

Fuente: FIEL y BID en base a datos de presupuestos nacionales.  
n.d. = no se dispone de datos.

estimada de los programas de transferencias monetarias —transferencias condicionales y PNC— y también de otros programas sociales, como porcentaje del PIB. Estas representan en promedio aproximadamente el 0,5% del PIB; sin embargo, las variaciones entre los países son considerables. La filtración tiende a ser menor en Centroamérica, con un promedio de 0,3% del PIB. En estos países, el gasto social es más reducido y las poblaciones son relativamente más pobres, lo cual deja un menor margen de error. En los países de América del Sur, la filtración es mucho más alta, con un promedio del 0,8% del PIB. Una vez más, la característica llamativa del gasto en programas sociales es la magnitud de las filtraciones como porcentaje de los gastos totales, que en la región asciende a un promedio del 45% (52% en los países de América

**Cuadro 8.3 Indicadores de filtraciones en los programas sociales (porcentaje del PIB)**

País	En programas de transferencias monetarias	En otros programas	Total filtraciones	Filtraciones como porcentaje de los gastos de los programas sociales
Argentina	1,9	0,1	2,0	56,2
Paraguay	0,2	0,9	1,1	58,2
Uruguay	0,7	0,4	1,1	62,4
Bolivia	0,7	0,1	0,8	50,9
Chile	0,6	0,1	0,7	65,2
Brasil	0,4	0,2	0,6	51,8
Costa Rica	0,3	0,3	0,6	42,1
Colombia	0,1	0,4	0,5	50,6
Belice	0,0	0,4	0,4	39,0
El Salvador	0,1	0,3	0,4	46,3
Jamaica	0,2	0,2	0,4	66,6
República Dominicana	0,1	0,2	0,3	44,3
Panamá	0,2	0,1	0,2	48,0
México	0,1	0,1	0,2	28,9
Nicaragua	0,0	0,2	0,2	31,7
Guatemala	0,1	0,1	0,2	24,3
Perú	0,1	0,0	0,2	35,1
Honduras	0,1	0,0	0,1	8,2
Promedio	0,3	0,2	0,6	45,0

Fuente: FIEL y BID sobre la base de encuestas de hogares y datos de presupuestos nacionales.

del Sur y 35% en Centroamérica). Esto es así a pesar de que por diseño estos programas están focalizados y por ende deberían ser menos propensos a filtraciones.

### ***Los gastos tributarios***

En lugar de transferir recursos directamente a los hogares que lo necesitan a través del gasto presupuestario, los gobiernos a menudo ofrecen desgravaciones tributarias y, por lo tanto, transfieren recursos de manera

indirecta a través de las exenciones fiscales. Con el objetivo de proteger a los pobres, en muchos países están exentos de impuestos numerosos bienes y servicios que tienen un fuerte peso en la canasta de consumo de esa fracción de la población, como alimentos, medicamentos y hasta alquiler de viviendas. Esta política es una de las que más se presta a la filtración, dado que la mayor parte de lo que no se recauda en impuestos (o sea, el “gasto tributario”) termina beneficiando a personas más acomodadas que normalmente gastan más que los pobres en términos absolutos en cada una de las categorías que son exentas de impuestos.

**Cuadro 8.4 Gasto tributario en IVA en alimentos, medicamentos, vivienda y filtraciones asociadas (porcentaje del PIB)**

País	Total gasto tributario en IVA	Gasto tributario en alimentos, medicam. y vivienda	Filtración	Filtración (porcentaje del gasto tributario)
Nicaragua	4,5	2,3	1,8	75,3
República Dominicana	3,2	2,2	1,5	65,6
Costa Rica	3,4	2,0	1,8	87,2
Colombia	4,9	1,3	1,1	84,6
México	1,5	1,2	0,6	52,7
Uruguay	2,2	1,1	0,9	82,5
Panamá	2,3	0,8	0,7	81,2
Guatemala	1,4	0,8	0,4	52,0
Jamaica	3,5	0,8	0,7	88,8
Brasil	3,0	0,7	0,6	91,7
Perú	1,3	0,4	0,4	85,2
Argentina	1,0	0,4	0,4	90,1
El Salvador	1,0	0,5	0,3	65,3
Chile	0,8	0,2	0,2	78,3
Bolivia	0,0	0,0	0,0	n.d.
Belice	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Honduras	3,6	n.d.	n.d.	n.d.
Paraguay	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Promedio	2,3	1,0	0,7	77,2

Fuente: Estimaciones de FIEL y BID sobre la base de datos nacionales y otros estudios.

n.d. = no se dispone de datos.

El impuesto al valor agregado (IVA) es el principal impuesto utilizado en estos casos. La mayoría de los países en América Latina ofrece ya sea reducciones del IVA o exenciones en alimentos, medicamentos y alquileres, independientemente del ingreso del consumidor. La mayoría de los países también produce estimaciones de los gastos tributarios, que sirven como referencia para calcular la filtración.<sup>12</sup> Luego se utilizan las encuestas de hogares y ciertos estudios específicos sobre los gastos fiscales en la región para estimar cuánto consumen quienes están por encima de la línea de pobreza en alimentación, medicamentos y alquiler. Esta información permite estimar la filtración en los gastos tributarios.<sup>13</sup>

En promedio, el total de los gastos tributarios equivale a un 2,3% del PIB (véase el cuadro 8.4) en aquellos países para los que se cuenta con información. De este total, el gasto fiscal en alimentos, medicamentos y vivienda representa casi el 1% del PIB. Casi tres cuartas partes del gasto tributario en estas partidas benefician a los hogares que no son pobres: esto equivale a un 0,73% del PIB. En algunos países, la filtración llega al 1,8% del PIB. En general, es probable que los gastos tributarios sean la partida más regresiva en la agenda de los subsidios.

### ***La educación y la salud***

La estimación de las ineficiencias del gasto en los sectores que ofrecen cobertura universal, como salud y educación, requiere una metodología diferente y plantea diversas preguntas. Por ejemplo, ¿debería centrarse el foco en buscar los países con mejores prácticas que proporcionan la mejor educación posible con el menor número de alumnos por maestro? o ¿deberían estimarse las ineficiencias en relación con el éxito de cada país en el logro de los resultados deseados para el sector? Puede que la segunda variante sea más atractiva, pero responder a esa pregunta requiere un conocimiento en profundidad a nivel de país de la estrategia particular para el sector, e incluso entonces puede que la estrategia no esté bien definida en numerosos países, o puede que no sea lo suficientemente ambiciosa. Además, por esa vía, las comparaciones entre países pueden ser muy difíciles. Por tales motivos, en este capítulo se utiliza el primer enfoque, que compara todos los países con datos disponibles en relación con una referencia común que está determinada por el país que obtiene el mejor resultado en cada sector. Desde luego, esta metodología tiene sus defectos. Supone que la tecnología empleada por

el país que tiene el mejor resultado se puede replicar en otros países, una cuestión que es objeto de debate entre los profesionales de esos sectores.

El primer paso consiste en identificar un país de referencia. Un instrumento que se suele usar para obtener ese parámetro es el Análisis Envolvente de Datos (DEA, por sus siglas en inglés), que supone una frontera de producción a partir de datos de distintos países sobre los insumos y sus correspondientes productos.<sup>14</sup> Con esta frontera como referencia, se identifica el país que produce los mejores resultados con la menor cantidad de insumos asociados.

El debate que sigue supone que los trabajadores del sector —ya sean maestros si se trata de educación o médicos y enfermeras si se trata de salud— constituyen el principal factor de producción que genera los resultados en ese sector: por ejemplo, las puntuaciones de las pruebas estandarizadas en educación, o la esperanza de vida en salud. Desde luego, puede que otros factores influyan en los resultados, como la dieta o el hábito de fumar, en el caso de la salud. Sin embargo, los estudios sobre atención sanitaria, por ejemplo, señalan que el gasto del sector es un factor principal que influye en los resultados relacionados con la esperanza de vida.<sup>15</sup> A su vez, dado que el pago de los salarios constituye la mayor parte del gasto en cada sector, el análisis deberá centrarse en ambos componentes de los salarios —el número de trabajadores y los salarios— para identificar las potenciales ineficiencias.

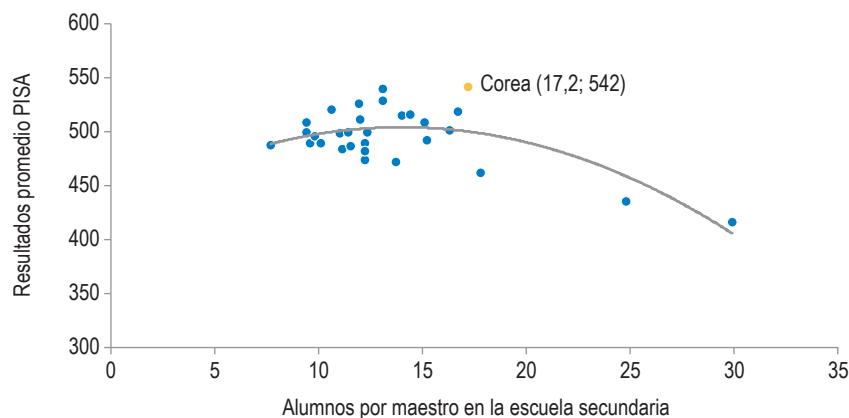
A pesar de la validación que proporcionan los estudios del DEA para seguir este camino, los análisis de ineficiencia que siguen representan tan solo un primer intento en el ejercicio sumamente complejo de capturar las ineficiencias en sectores con cobertura universal. Un análisis completo debería neutralizar el efecto de otros factores idiosincrásicos que influyen en las variables de resultado que, debido al alcance de este estudio y a las limitaciones de la disponibilidad de datos, no se tendrán en cuenta. Sin embargo, estas salvedades no quitan relevancia al análisis: hasta la fecha, no hay ningún análisis comparativo de las ineficiencias en estos sectores en los países de América Latina. Las estimaciones que siguen deberían ser útiles para iniciar un debate sobre la eficiencia del gasto público en dos sectores clave. A partir de esto, se deberían elaborar otros indicadores de desempeño y de calidad que permitan una estimación más detallada de las ineficiencias más sobresalientes.

### *La educación*

En educación suelen utilizarse parámetros internacionales para evaluar resultados. Una referencia común la constituye el Programa para la Evaluación Internacional de Alumnos (PISA, por sus siglas en inglés), una encuesta internacional trienal cuyo objetivo es evaluar los sistemas educativos en todo el mundo mediante pruebas de destrezas y conocimientos de los estudiantes de 15 años. El gráfico 8.7 muestra la proporción de alumnos secundarios por maestro en contraste con las puntuaciones promedio de las pruebas PISA en un grupo de países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).<sup>16</sup>

En este grupo de países de alto desempeño, la República de Corea destaca como el país con la puntuación más alta para una de las cantidades más bajas de insumos (los maestros). Con la República de Corea como país de referencia, la proporción de alumnos/maestros, tanto a nivel de la escuela primaria como de la secundaria, se compara con la de los países de América Latina que tienen datos disponibles con el fin de trazar una hoja de ruta para mejorar la eficiencia del gasto en educación. En el caso típico, esto implica reducir el número de maestros destinando al mismo tiempo un importante caudal de inversiones a la formación docente con el fin de alcanzar los estándares de la OCDE. Sin dudas, se trata de una tarea muy grande.<sup>17</sup>

**Gráfico 8.7 Resultados promedio en PISA en matemáticas, comprensión lectora y ciencia vs. proporción de alumnos por maestro, países de la OCDE, 2012**

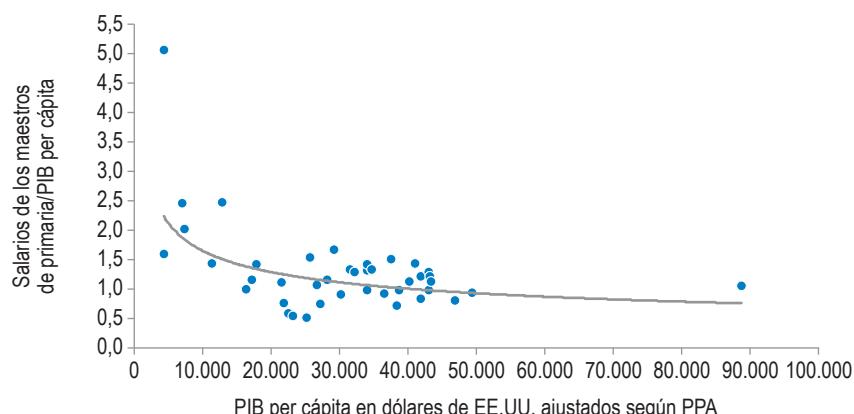


Fuente: Cálculos de los autores sobre la base de OCDE.  
PISA = Programa para la Evaluación Internacional de Alumnos.

El segundo factor que influye en la eficiencia en este sector son los salarios de los maestros. El tema salarial es un asunto espinoso, dado que los salarios deberían reflejar la productividad, que en la práctica es difícil de medir. Un método directo consiste en comparar los salarios de los maestros de escuelas públicas con los de colegios privados para determinar su competitividad relativa. Otra opción radica en ajustar una curva describiendo la razón entre los salarios de los maestros del sector público (sobre el PIB per cápita de ese país), en relación con los niveles del PIB per cápita. Las grandes desviaciones de esta relación pueden verse como evidencia de un salario excesivo (cuando está por encima de la curva) o un salario insuficiente (cuando está por debajo de la curva). El gráfico 8.8 muestra la conducta de esta relación para un grupo de países de la OCDE y de América Latina. Los casos que se hallan muy por encima de los valores ajustados (casos atípicos) corresponden a aquellos países donde podría lograrse el ahorro.

Si se considera simultáneamente el número de maestros (insumos) y el desvío salarial, se llega a una aproximación que permite evaluar los salarios observados en relación con un salario eficiente (que es hipotético). En particular, la masa salarial “eficiente” corresponde a una fuerza laboral de maestros consistente con la proporción de alumnos por maestro definida por el país de referencia (que es el mismo para todos), y los salarios que se sitúan dentro de niveles aceptables de la razón salario/PIB per cápita. Las diferencias entre la masa salarial observada y la eficiente se toman como un indicador aproximado de la ineficiencia del

**Gráfico 8.8 Salario relativo de los maestros de primaria vs. PIB per cápita, 2011**



Fuente: OCDE (2013) para los países de la OCDE y BID para los países de América Latina.

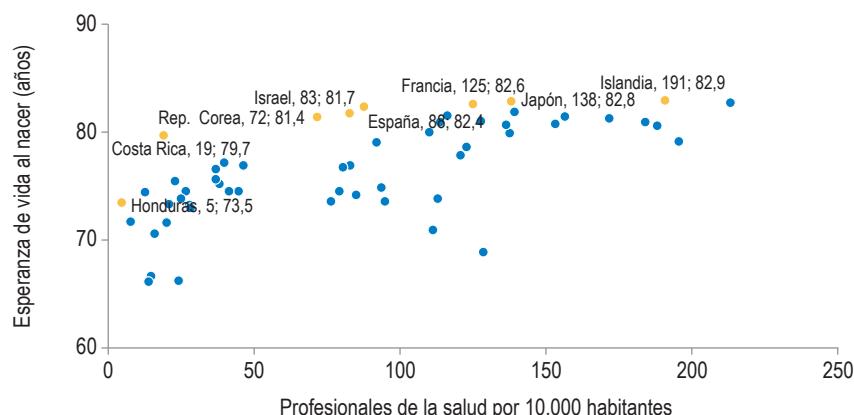
gasto en el sector y, por lo tanto, constituyen un indicio de los ahorros potenciales en ese sector.<sup>18</sup>

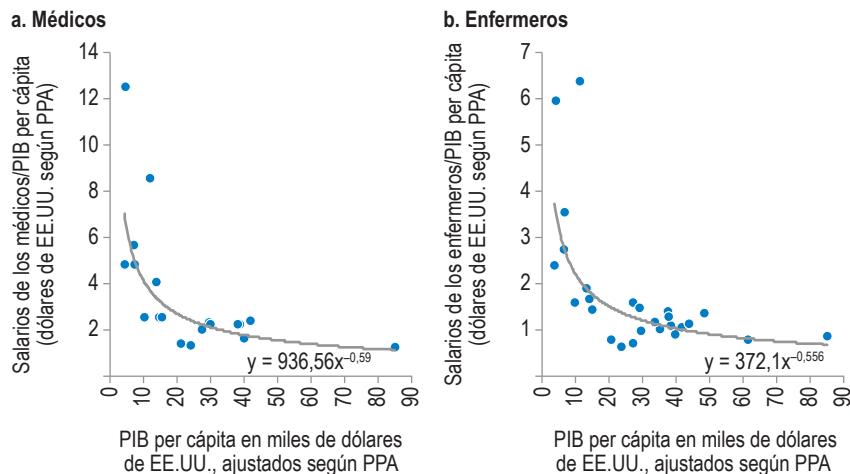
Este análisis se basa en datos de 13 países de la región: Belice, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá, Perú, República Dominicana y Uruguay. En este grupo, el ahorro promedio generado al situar la masa salarial del sector educación en niveles “eficientes” equivale a un 0,7% del PIB. Sin embargo, hay variaciones considerables entre los países. La mayoría de estos ahorros proviene de los diferenciales de salarios más que de diferencias en la proporción de alumnos por maestro. Las cifras son solo indicativas, debido a las salvedades de las metodologías usadas para generarlas, y a la importancia que tiene conservar los incentivos para atraer a maestros calificados y recompensar su desempeño. Sin embargo, las magnitudes estimadas apuntan a la necesidad de evaluar la masa salarial en educación para asegurar la eficiencia del gasto.

### *La salud*

El sector de la salud se evalúa de manera similar. El gráfico 8.9 presenta el DEA y la frontera asociada obtenida al comparar la esperanza de vida con el número de profesionales de la salud empleados en el sector. La frontera de eficiencia se muestra a partir de los países señalados con puntos amarillos. La mayoría de los países ubicados en la parte superior

**Gráfico 8.9 Profesionales de la salud por cada 10.000 habitantes vs. esperanza de vida al nacer**



**Gráfico 8.10 Salario relativo de los profesionales de la salud vs. PIB per cápita**

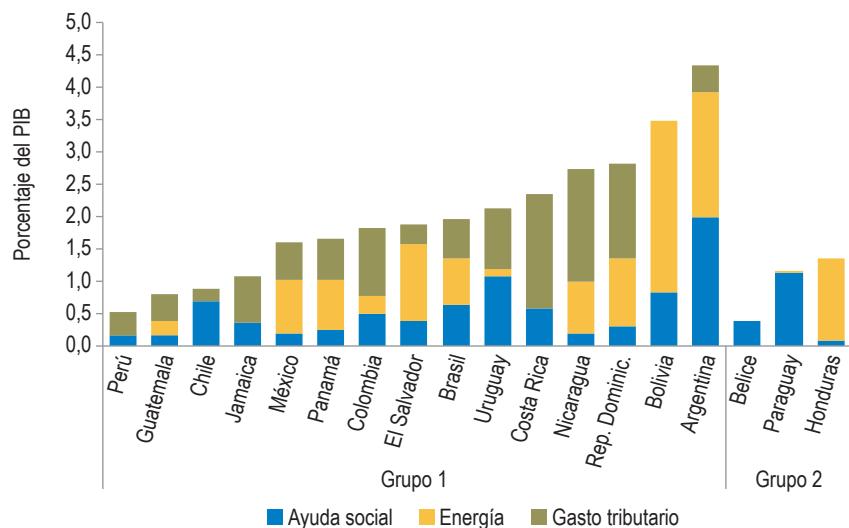
Fuente: OCDE (2013) para los países de la OCDE y BID para los países de América Latina.

de la frontera tienen una esperanza de vida aproximada de 80 años. A su vez, el gráfico muestra que se necesitan muchos más profesionales de la salud para obtener solo aumentos marginales de la esperanza de vida más allá de los 80 años. Por otro lado, los estudios llevados a cabo por la Organización Mundial de la Salud (OMS) recomiendan una cifra de 22,8 personas del equipo de salud (médicos y enfermeras) por cada 10.000 habitantes en los sistemas del sector público (OMS, 2006). Este nivel coincide con el número más bajo de profesionales de la salud asociados con una esperanza de vida de aproximadamente 80 años mostrada en la frontera de eficiencia del gráfico 8.9. Por lo tanto, la cifra de la OMS se ha tomado como parámetro de referencia para el número de trabajadores.

En cuanto a los salarios, se sigue el mismo enfoque que en educación. Los paneles (a) y (b) del gráfico 8.10 muestran la razón entre los salarios (sobre el PIB per cápita) de un país en relación con los niveles de PIB per cápita para médicos y enfermeras. Los valores ajustados se utilizan como referencia para contrastarlos con los salarios observados a fin de determinar el ahorro potencial que se podría generar en cada caso (si los salarios fueran iguales a los que surgen de la relación).

Combinando los dos componentes (número de trabajadores y salarios) se puede determinar la *proxy* de masa salarial eficiente (hipotética), que a su vez se puede contrastar con la masa salarial observada, para establecer el ahorro potencial total en el sector de la salud en cada

**Gráfico 8.11 Ahorro potencial en el gasto focalizado (programas sociales, energía y gasto tributario)**



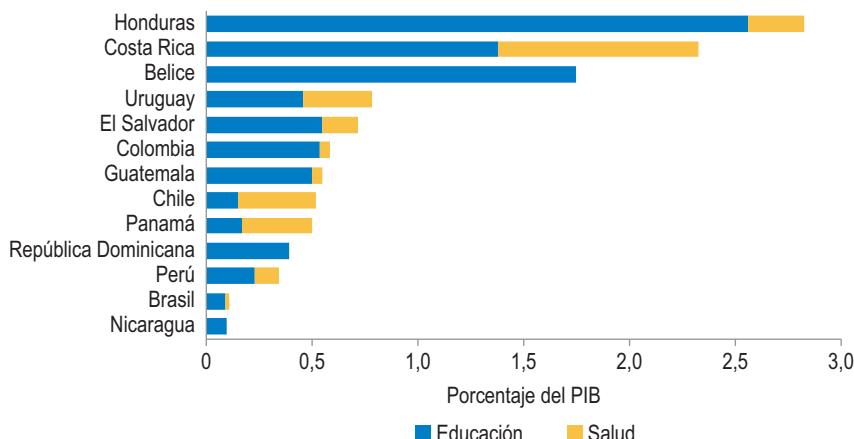
Fuente: Elaboración de los autores basada en estimaciones propias.

Nota: Para fines de comparabilidad, se han dividido los países en dos grupos. El Grupo 1 contiene estimaciones de filtraciones en países con datos para los tres sectores, mientras que el Grupo 2 no cuenta con estimaciones sobre filtraciones del gasto tributario.

país de América Latina. Para este análisis, se utilizaron los mismos países que para el caso de la educación, con la excepción de Belice, ya que no se cuenta con datos disponibles para este país. El ahorro potencial es menor que el de otros sectores, con un promedio del 0,2% del PIB. Sin embargo, en algunos países el ahorro podría llegar hasta el 0,9% del PIB.

### Todo suma

Los números hablan por sí solos. Aumentar la eficiencia del gasto público puede generar ahorros significativos. En sectores focalizados como los subsidios a la energía, los programas sociales y los gastos tributarios, el ahorro total podría llegar hasta el 2% del PIB en el país promedio, y hasta el 4,3% del PIB en los casos más agudos. El gráfico 8.11 presenta el ahorro total en sectores con gastos focalizados y su desglose por sector en los 18 países de América Latina y el Caribe incluidos en la muestra. No es sorprendente que la filtración sea algo menor en los programas sociales que en el gasto en energía y en los gastos tributarios, dado que los programas sociales están focalizados por diseño y, por ende, deberían

**Gráfico 8.12 Ahorro potencial en educación y salud (porcentaje del PIB)**

Fuente: Estimaciones de los autores.

Nota: Belice no incluye estimaciones sobre filtraciones en salud.

ser menos propensos a las filtraciones. Esto a su vez implica que el ahorro de las filtraciones en energía y gastos tributarios puede ser mayor y más fácil de implementar. El desafío de los gobiernos consiste en eliminar las filtraciones en el gasto sin dejar desprotegidos a los pobres. No es una tarea fácil, ya que los gobiernos tienen que saber quiénes son los pobres y dónde viven, y asignarles transferencias directas con el fin de reemplazar los subsidios a los precios (que son propensos a la filtración) con transferencias de ingresos enfocadas específicamente en dicha población.

El gráfico 8.12 presenta un desglose del ahorro potencial en educación y salud en países seleccionados de la región. Juntas, las ineficiencias estimadas equivalen a un promedio de alrededor del 1% del PIB, aunque en algunos países dichas cifras pueden llegar hasta el 2,8% del PIB. El promedio de las ineficiencias estimadas es de un 0,7% del PIB en educación, y cerca de un 0,2% del PIB en salud. Una vez más, hay variaciones sustanciales entre países: las ineficiencias pueden llegar al 2,6% del PIB en educación y al 0,9% del PIB en salud.

La estimación de las ineficiencias del gasto en sectores con cobertura universal es una tarea muy difícil. Idealmente, una evaluación completa tendría en cuenta todos los factores que influyen en los resultados, como las puntuaciones de las pruebas internacionales en educación o la esperanza de vida en salud. Sin embargo, debido al alcance de este libro y a las limitaciones en la disponibilidad de datos, en este capítulo

solo se consideró en cada caso la masa salarial. Desde el punto de vista práctico, al implementar reformas tendientes a aumentar la eficiencia del gasto, hay que intentar reducir las ineficiencias sin comprometer los incentivos que atraen personal de calidad a la enseñanza y a la atención sanitaria. Las salvedades son fundamentales, pero no quitan relevancia al análisis: se trata del primer análisis comparativo de ineficiencias en estos sectores en los países de América Latina. Estas estimaciones constituyen una *proxy* útil de los ahorros potenciales en estos sectores sobre la base de desviaciones respecto de los parámetros de referencia seleccionados.

Las estimaciones presentadas en este capítulo conforman un punto de partida útil para el debate sobre las políticas públicas con el fin de mejorar la eficiencia, tanto de la gestión como del gasto público, en sectores importantes como la educación y la salud. A partir de aquí, el debate debería ampliarse e incluir otros indicadores de desempeño y de calidad que permitan una evaluación más detallada de las ineficiencias existentes.

Reducir las ineficiencias de los cinco sectores aquí examinados podría ser el equivalente, en promedio, de ahorros potenciales cercanos al 3% del PIB. Este ahorro potencial es verdaderamente valioso, sobre todo en las economías que necesitan asegurar la solvencia fiscal y a su vez generar los recursos necesarios para realizar inversiones productivas.

### El ahorro, de arriba hacia abajo

Aumentar el ahorro público no es tarea fácil y hacerlo mediante el incremento de los impuestos o el recorte de los gastos no es solo una medida impopular a nivel político, sino que además puede resultar contraproducente. Por ejemplo, elevar los impuestos puede desincentivar el ahorro privado, mientras que los recortes generalizados del gasto público pueden afectar a la tan necesaria inversión pública y poner en peligro el progreso social logrado en años recientes. Sin embargo, los gobiernos tienen otras opciones. La primera alternativa consiste en corregir el sesgo, tan arraigado en el gasto público, en contra de los gastos de capital (que es ahorro) y a favor de los gastos corrientes (que es consumo). Dicho sesgo se produce a expensas de diversas distorsiones presupuestarias y de economía política. Reconocerlas y crear en las reglas fiscales mecanismos para superar dicho sesgo puede contribuir a aumentar el ahorro público a través del cambio en la asignación del gasto, en lugar de la reducción del mismo.<sup>19</sup>

Por otro lado, el gobierno puede ahorrar más gastando mejor. Las tasas de ahorro público en América Latina y el Caribe son, en promedio, 5 puntos porcentuales del PIB más bajas que en Asia del Este. El análisis efectuado en este capítulo sugiere que cerca de la mitad de esta brecha se puede cerrar focalizando mejor el gasto público en sectores como energía, programas sociales y gastos tributarios, y mejorando la eficiencia en salud y educación. Hacerlo requiere estudiar las filtraciones en el presupuesto, mediante un escrutinio del gasto por sectores y una búsqueda de aumento potencial de la eficiencia.

El ahorro público no es el componente que más contribuye cuantitativamente al ahorro nacional, pero es de todos modos un componente clave. Los gobiernos que deseen promover más ahorro en el sector privado deberían dar el ejemplo utilizando los instrumentos de los que disponen para incrementar el ahorro público. Después de dos décadas de reformas fiscales en América Latina y el Caribe que han mejorado de manera significativa la sostenibilidad fiscal en la región, ha llegado el momento de profundizar las reformas presupuestarias que pueden generar un aumento permanente de las tasas de ahorro público. Ahorrar para el desarrollo es responsabilidad de todos, empezando por el gobierno.

## Notas

- <sup>1</sup> Para una evaluación completa de la política fiscal en América Latina y el Caribe, véase Corbacho, Fretes Cibils y Lora (2013).
- <sup>2</sup> Casi la mitad del incremento se asignó a subsidios y transferencias, y una cuarta parte a sueldos y salarios. Esto señala mayores inflexibilidades en el gasto del gobierno, ya que es mucho más difícil revertir el aumento del gasto en salarios, subsidios y transferencias directas, si fuera necesario, que la inversión pública.
- <sup>3</sup> El hecho de que la inversión pública sea baja y que el gasto corriente esté aumentando como porcentaje del presupuesto también tiene implicaciones perniciosas para la sostenibilidad fiscal por al menos dos motivos. En primer lugar, cualquier ajuste necesario será cada vez más difícil de implementar, dado el carácter inflexible de gran parte del gasto corriente. En segundo lugar, una menor inversión pública podría conducir a un menor crecimiento, subiendo así la vara de un superávit primario necesario en el futuro.
- <sup>4</sup> A medida que las sociedades envejecen, puede que este efecto se vuelva más fuerte.
- <sup>5</sup> Ardánaz e Izquierdo (2016) siguen un marco similar al utilizado por Balassone y Kumar (2007) para analizar la ciclicalidad del gasto público total. Los autores aplican regresiones separadas para cambios en el gasto corriente (real) y cambios en el gasto de capital (real) en relación con una constante y el componente cíclico del desempeño del producto. Una parte clave de su análisis es que estiman coeficientes separados para el impacto del componente cíclico del producto, teniendo en cuenta los buenos tiempos (períodos en los que el componente cíclico es positivo) en comparación con los malos tiempos (períodos en los que el componente cíclico es negativo).
- <sup>6</sup> El nivel de ingreso individual utilizado para definir la pobreza es neto de cualquier subsidio que dicha población pueda recibir del gobierno. Otra medida popular —consistente con varios estudios— incluye a los individuos clasificados en el 40% más bajo de la distribución del gasto.
- <sup>7</sup> Esto es lo que ocurre en el caso del análisis envolvente de datos, un concepto que será utilizado en este informe.
- <sup>8</sup> Por ejemplo, puede que debido a factores idiosincrásicos una población asigne más importancia a la educación que otros países, como puede ocurrir en algunos países de Asia.

- <sup>9</sup> El supuesto implícito es que los patrones de gasto capturados en las encuestas de gasto no tergiversan ni sobrerepresentan el gasto de los pobres en relación con el de los no pobres.
- <sup>10</sup> Otro caso es el de los subsidios a los clientes no residenciales en otros sectores, que cubren una amplia gama de consumidores y empresas. En esos casos, para determinar la filtración se utiliza el porcentaje del consumo total de los individuos que se hallan por encima de la línea de pobreza. Este enfoque constituye un límite inferior, dado que solo el porcentaje del subsidio a los sectores no residenciales que beneficia a los no pobres se considera filtración. De manera alternativa, se podría suponer que el subsidio en su conjunto es una filtración. Un análisis todavía más detallado podría recurrir a las tablas de insumo/producto de las cuentas nacionales para identificar el impacto de los subsidios en los insumos intermedios de energía a nivel sectorial. Sin embargo, dicho enfoque supera el alcance de este análisis.
- <sup>11</sup> A pesar de que una parte del gasto en salud y educación se puede considerar ayuda social, no se lo incluye en esta última categoría de gasto.
- <sup>12</sup> Sin embargo, no todos los países publican estas estimaciones de una forma desagregada que permita identificar las exenciones por tipo de impuesto y gasto; por lo tanto, también se utilizan otras fuentes.
- <sup>13</sup> Estas estimaciones no consideran si los consumidores recortarían su consumo de estos bienes y servicios si estuvieran sujetos a impuestos. Por lo tanto, constituyen estimaciones de equilibrio parcial a propósito de la recaudación tributaria adicional que se obtendrían una vez eliminadas las exenciones.
- <sup>14</sup> El DEA fue utilizado por primera vez por Farrell (1957). Para una buena introducción de la metodología DEA, véase Coelli, Rao y Battese (1998) y Thanassoulis (2001).
- <sup>15</sup> Véase Joumard, André y Nicq (2010).
- <sup>16</sup> Esta cifra actualiza el trabajo de Afonso y St. Aubyn (2005). Los datos sobre la proporción de alumnos por maestro corresponden a 2008, cuatro años antes de que los estudiantes pasaran su examen en 2012, y corresponden a la proporción de alumnos por maestro en la escuela secundaria que prevalecía en el momento en que los alumnos de primaria estaban acabando la escuela primaria y antes de que empezaran la secundaria.
- <sup>17</sup> Como tal, puede que los ahorros calculados aquí no sean tan altos porque el ahorro en términos del personal quizás tenga que verse

parcialmente compensado por gastos en capacitación y otras actividades que podrían aumentar la productividad de los maestros hasta el nivel de referencia.

- <sup>18</sup> Otra fuente potencial de ineficiencia es un contingente excesivo de personal administrativo en la educación pública. Se podría utilizar un enfoque similar para obtener diferencias entre el gasto actual en personal administrativo y el gasto eficiente en dicho personal.
- <sup>19</sup> Perú constituye un buen ejemplo en la región. Este país estableció una simple regla fiscal que combina los techos del déficit y del gasto corriente, creando un espacio fiscal para aumentar la inversión pública. Véase Carranza, Daude y Melguizo (2014).



# 9

# El ahorro empieza por casa

El ahorro es la suma de todas las partes; por ende, en última instancia, la baja tasa de ahorro de América Latina lleva indefectiblemente a los hogares de la región. ¿Por qué los hogares ahorran —o no— y cómo lo hacen? Responder a esta pregunta no es tarea fácil. Comprender cómo las personas toman sus decisiones de ahorro exige más que un análisis de la forma en que el sistema financiero interactúa con los ahorristas individuales. Requiere, además, una mirada en profundidad dentro de sus comunidades, sus hogares, e incluso su manera de pensar.

Las tasas de ahorro en América Latina y el Caribe son bajas en comparación con otras regiones (véase el capítulo 2). Este capítulo se centra en los hogares para entender por qué las personas ahorran tan poco en la región. Se evalúan algunas de las dificultades a las que se enfrentan cuando intentan ahorrar, se analizan los efectos de estas restricciones en sus carteras financieras y se definen estrategias que pueden incrementar las tasas de ahorro de los hogares.

## **Las restricciones para el ahorro**

Diversos factores pueden limitar las decisiones de ahorro de los hogares. Estas limitaciones pueden influir ya sea en la decisión de ahorrar formalmente o, en términos más generales, en la conducta de ahorro.<sup>1</sup>

### ***¿Es demasiado difícil ahorrar formalmente?***

En la vida nada es gratis, y el ahorro no constituye una excepción. Cuando el ahorro se realiza a través de una institución financiera formal, los costos monetarios de gestionar una cuenta de ahorro llevan a los hogares a pensárselo dos veces antes de abrir o utilizar la cuenta, sobre todo

cuando los retornos ofrecidos no compensan estos costos.<sup>2</sup> Debido a los altos costos de transacción —que abarcan desde comisiones de apertura y requisitos mínimos de saldo hasta comisiones sobre las operaciones y extracciones—, numerosos hogares consideran que recurrir a los servicios de una institución financiera sencillamente es demasiado caro.

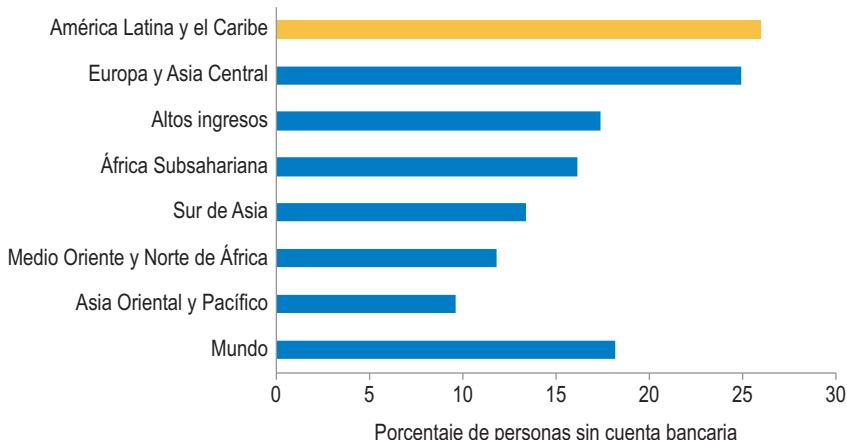
En otras partes del mundo, reducir los costos monetarios ha demostrado ser un camino efectivo para estimular a las personas a utilizar productos formales de ahorro. Por ejemplo, la evidencia experimental muestra que los subsidios destinados a recortar el costo de apertura y de mantenimiento de una cuenta bancaria arrojaron índices de participación (es decir, la apertura de nuevas cuentas entre aquellos a los que se les ofreció la posibilidad) de hasta un 82% en Nepal (Prina, 2015) y de entre un 47% y un 62% en Kenia (Dupas et al., 2016; Dupas y Robinson, 2013a). En Filipinas los programas que reducen los costos de transacción también han tenido efectos positivos, aunque más modestos, para alentar a las personas a abrir cuentas de ahorro formales (Ashraf, Karlan y Yin, 2006). En cambio, las intervenciones que solamente mejoran las condiciones financieras, como aumentar los retornos al ahorro a través de la tasa de interés, han tenido un efecto limitado en el uso de cuentas de ahorro formales por parte de los hogares en Chile (Kast, Meier y Pomeranz, 2012) y Filipinas (Karlan y Zinman, 2014). Incluso cuando las instituciones financieras ofrecen intereses subsidiados, la respuesta de las personas a estos incentivos es a menudo escasa.

En los últimos años, diversos países de América Latina y el Caribe han logrado grandes avances regulatorios para promover las cuentas básicas o simplificadas de ahorro con bajos costos de transacción. Otras innovaciones interesantes para recortar costos incluyen la ampliación del ámbito de acción de los corresponsales no bancarios y el uso de tecnologías virtuales para extender el alcance de las instituciones financieras formales y llegar a zonas geográficas donde la cobertura escasea. A pesar de su enorme potencial y de su creciente popularidad en varios países, los problemas regulatorios y otras barreras siguen limitando su expansión. Por un lado, los marcos regulatorios que autorizan el uso de los corresponsales no bancarios en la región se han desarrollado muy lentamente. Por otro, surgen varios problemas cuando se trata de regular las billeteras móviles, la banca telefónica y otras tecnologías virtuales. En varios países de América Latina y el Caribe la regulación disuade del uso de estas tecnologías, dado que solo las instituciones financieras autorizadas pueden captar depósitos del público.<sup>3</sup>

Las regulaciones creíbles y bien diseñadas también pueden contribuir a lidiar con otra gran barrera para el ahorro formal, a saber: la falta de confianza en los bancos. El largo historial de crisis financieras y corridas bancarias en América Latina ha quedado grabado en la memoria de los ahorristas. Después de la “falta de dinero”, la “falta de confianza en los bancos” es el segundo motivo que aducen los encuestados para no tener una cuenta formal, según se recoge en la base de datos de inclusión financiera global de Global Findex (Demirguc-Kunt y Klapper, 2012). En términos globales, América Latina y el Caribe ocupa el primer lugar entre las regiones en términos de esta barrera, muy por delante de Asia del Este y el Pacífico (véase el gráfico 9.1). A la fecha, no hay evidencia causal que vincule la falta de confianza en los bancos con el bajo nivel de ahorro formal de una economía. Esto no debe ser sorprendente; puesto que la confianza tarda años en construirse, y puesto que se basa en el historial personal y social, así como en otros factores contextuales, aislar su efecto en las tasas de ahorro formal resulta complicado.

Sin embargo, puede que la tortuosa historia de crisis financieras de la región no sea el único motivo que explica la falta de confianza de las personas en los bancos. Los culpables también podrían ser las brechas de información o de conocimiento sobre cómo opera el sistema financiero. Al fin y al cabo, es difícil pedirle a alguien que confíe en algo que no conoce o que apenas entiende.

**Gráfico 9.1 La falta de confianza como barrera para abrir una cuenta bancaria formal**



Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos de Global Findex (Demirguc-Kunt y Klapper, 2012).

El estado actual del alfabetismo financiero en la región es decepcionante. Según una encuesta de García et al. (2013), la mayoría de la población en Chile, Colombia, Guatemala, México y Perú no entiende el término “tasa de interés”. La inflación es otro concepto ampliamente mal entendido y, por lo tanto, muy pocas personas comprenden cómo incluirla en sus cálculos sobre el poder adquisitivo del dinero.

En teoría, reducir las brechas de información debería aumentar el uso de los productos de ahorro formal. Sin embargo, puede que el efecto observado en la práctica sea decepcionante. Los experimentos de las encuestas llevadas a cabo en Perú, México y Brasil (descritas en el capítulo 2) evaluaron el impacto de proporcionar a los hogares pobres y de ingresos medios información sobre productos bancarios y los rendimientos en el caso hipotético de que decidieran abrir una cuenta de ahorros formal (Frisancho y Karver, 2016). En todos los casos, el resultado fue tan solo modesto. En general, la efectividad de las intervenciones para mejorar la alfabetización financiera es decepcionante, con unas pocas excepciones notables (véase Fernandes, Lynch y Netemeyer, 2014). Sin embargo, puede que el problema sea que las intervenciones tradicionales en educación financiera no estén fallando debido a su contenido, sino debido a las estrategias utilizadas para transmitir su contenido a la población objetivo. Los métodos de transmisión de información y conocimiento en un contexto de aula estándar no han funcionado bien, pero otras intervenciones más sencillas y más ágiles en materia de educación financiera parecen prometedoras. Drexler, Fischer y Schoar (2014) comparan dos programas de alfabetización financiera diferentes destinados a microempresarios en la República Dominicana. El primero siguió los módulos tradicionales de la educación financiera en un entorno similar al de un salón de clases. El segundo fue un programa simplificado con “reglas mnemotécnicas”. Mientras que el programa tradicional no tuvo casi ningún efecto en los resultados financieros ni en las ganancias de las empresas, el programa simplificado redundó en mejores prácticas contables y en un aumento de las ganancias de los microempresarios.

En resumen, la evidencia sugiere que la política más efectiva para aumentar el acceso a los instrumentos formales de ahorro consiste en reducir los costos transaccionales. Sin embargo, si bien las intervenciones de políticas que contribuyen a reducir los costos de transacción suelen ser efectivas para persuadir a las personas de que abran una cuenta bancaria, lo son mucho menos para convencerlas de que las utilicen con frecuencia (véase Frisancho, 2016). Por ello, es muy probable

que otros factores influyan en las decisiones de ahorro de los hogares de manera más general. Entender esta parte del problema requiere estudiar la mentalidad de los ahorristas de América Latina y analizar sus sesgos culturales y personales, lo cual constituye una tarea de grandes proporciones.

### ***En el corazón y en la mente de los ahorristas***

#### *Lo primero es la familia y los amigos*

Es difícil decir que no a un familiar que necesita ayuda, sobre todo en una cultura como la de América Latina, que otorga un gran valor a la familia extendida. A pesar de los beneficios que pueden ofrecer las amplias redes de familia y amigos, estas también representan un costo en términos de tiempo y recursos y, eventualmente, también imponen demandas sobre su *stock* de ahorros. Estas demandas son particularmente altas en América Latina, donde las transferencias privadas entre los hogares representan, en promedio, un 36% del ingreso laboral per cápita (Lee y Mason, 2011a).<sup>4</sup> La alta tasa de transferencias privadas también puede explicar los pequeños saldos acumulados de ahorros, a pesar de los importantes flujos de dinero que gestionan las personas relativamente pobres (véase el capítulo 2). Además, los hogares gastan sumas considerables en bodas, fiestas y funerales, celebraciones que a menudo incluyen a la familia extendida y/o la red social de amigos y vecinos (Collins et al., 2010; Banerjee y Duflo, 2007). La presión social para compartir los ingresos y los activos puede desincentivar la acumulación de ahorros, promover una rápida transferencia de recursos o incluso generar conductas onerosas, como recurrir a préstamos estratégicos para ocultar los recursos y evitar las demandas de transferencias (Baland, Guirkinger y Mali, 2011).

América Latina no es la única región donde la presión social influye en la asignación de la cartera de ahorros (Jakiela y Ozier, 2016). En un experimento realizado en Kenia, a los aldeanos se les adjudicó al azar una suma inicial de dinero y se les pidió que colocaran ese dinero ya fuese en una cuenta de ahorro con saldos privados o en una cuenta de inversión. En el caso de las cuentas de inversión, la información acerca de sus retornos podía ser pública o privada, o se podía pagar un cargo para mantener la información privada. Las mujeres se mostraron dispuestas a renunciar a un ingreso previsto con el fin de conservar en

secreto sus retornos frente a otros habitantes del pueblo. No fue así en el caso de los hombres. Las mujeres que administraban más cantidades de dinero pero que mantuvieron los retornos públicos invirtieron un 6,5% menos en oportunidades comerciales que las mujeres con menos dinero que podían mantener sus retornos en el dominio de lo privado. Esencialmente, el estudio llega a la conclusión de que las mujeres se enfrentan a un impuesto promedio de “parentesco” cercano al 4% del ingreso.<sup>5</sup>

La carga que una red social impone puede ser difícil de eludir. El temor a la vergüenza social y al ostracismo, así como a la reciprocidad, puede ser muy intenso, sobre todo en comunidades donde los lazos son muy estrechos. En India, la intensidad con la que los hogares se brindan ayuda financiera unos a otros y, por lo tanto, proporcionan una seguridad interpersonal, varía con la proximidad social (Chandrasekhar, Kinnan y Larreguy, 2012). Entre los hogares con relaciones estrechas, el nivel de transferencias no varía cuando se ofrece un instrumento de ahorro. Básicamente, las familias y los amigos priman sobre el ahorro personal y la inversión. Por lo tanto, las demandas de las redes sociales limitan el stock de ahorro que pueden acumular los individuos (sobre todo los más pobres) y desvían recursos de los usos más productivos.

Además de la presión entre los hogares, las tensiones entre los miembros del mismo hogar también pueden restringir el ahorro. Más de una pareja ha vivido tensiones cuando uno de los cónyuges es el que toma las decisiones monetarias relativas al hogar. Los motivos de esta tensión se deben a diferencias entre los cónyuges en términos de su poder de negociación, a preferencias intertemporales (Schaner, 2015; Browning, 2000), a la tolerancia al riesgo, o incluso a los gustos en materia de bienes de consumo (Anderson y Baland, 2002).

Las diferencias en los objetivos de ahorro de un hogar se pueden explicar por diferencias en la tasa a la cual maridos y mujeres descuentan el futuro. Dado que las mujeres viven más que los hombres y tienden a ser más jóvenes que sus maridos, puede que también tengan tasas de descuento más bajas (Browning, 2000). Las perspectivas de un periodo de jubilación más largo y sin sus maridos llevan a las mujeres a querer ahorrar más para la vejez. Estas diferencias pueden conducir a conductas estratégicas de parte de los cónyuges que resulten en decisiones de ahorro ineficientes.

En América Latina y el Caribe, las mujeres viven un promedio de 73 años, mientras que los hombres viven solo 68,9 años. Esta brecha es aún mayor en los países más desarrollados de la región, con un

promedio de 77,7 años para las mujeres y de 71 para los hombres.<sup>6</sup> Además, las mujeres en América Latina tienden a casarse con hombres de mayor edad. En el caso de las parejas cuyos maridos tienen entre 30 y 50 años, al margen del número de hijos, más o menos la mitad de los hogares de Brasil está compuesta por maridos que tienen cuatro años o más que sus mujeres, casi el doble del porcentaje de hogares con mujeres que tienen la misma edad o más que sus maridos (véase el cuadro 9.1). La diferencia de edad es similar en México y algo menos pronunciada en Perú, pero todavía relativamente grande.

Pensar en los hogares como conjuntos de individuos contribuye también a explicar los acuerdos de reparto del riesgo que tienen lugar al interior de la unidad familiar. Por definición, los hogares de dos personas se enfrentan a menos riesgo del ingreso que los hogares unipersonales que dependen de una sola fuente de ingresos. Si alguien en el hogar pierde su empleo, los hogares de dos personas tienen que ajustar su consumo menos que los hogares unipersonales. En la misma línea, los hogares de dos personas se ven menos afectados por la ausencia de un seguro público, como el seguro de desempleo, tanto en términos de ahorro como de la acumulación de activos. Los hogares de múltiples personas pueden efectivamente asegurar a sus miembros tomando decisiones estratégicas en materia de oferta laboral (quién trabajará en el hogar, qué tipos de trabajo tendrá y cuándo), en función de la generosidad del seguro social disponible.<sup>7</sup>

En resumen, la toma de decisiones tanto *dentro* como *entre* los hogares y los mecanismos de seguro intrahogares pueden llevar a decisiones de ahorro subóptimas. Aunque es difícil lidiar con estos problemas, en la medida en que restringen el ahorro, corresponde considerarlos en el

**Cuadro 9.1 Diferencias de edad entre maridos y mujeres (porcentaje de hogares)**

Diferencia de edad	Perú		México		Brasil	
	Sin hijos	Con hijos	Sin hijos	Con hijos	Sin hijos	Con hijos
Mujer mayor	24,1	16,4	16,2	17,9	17,9	16,5
Misma edad	12,9	12,9	10,5	10,4	6,8	8,4
Marido 1–3 años mayor	26,3	26,8	33,1	31,3	26,5	26,3
Marido 4–5 años mayor	12,1	13,9	12,7	13,5	15,5	13,5
Marido más de 5 años mayor	24,5	30	27,5	26,9	33,3	35,2

Fuente: Cálculos propios a partir de la Encuesta de la Base de la Pirámide (BoP).

diseño de los servicios financieros y de los programas de atención social. Por ejemplo, en contextos donde hay una gran presión para compartir con otros miembros de la familia o amigos, las cuentas de ahorro con restricciones para el retiro de fondos pueden ser instrumentos útiles para los hogares que quieran acumular un mayor stock de ahorro (Brune et al., 2015).

#### *La visión desde la economía del comportamiento*

Aunque no hubiera limitaciones para ahorrar formalmente, los niveles de ahorro podrían resentirse si los sesgos de comportamiento individuales influyeran en las decisiones de ahorro. En última instancia, ahorrar es una decisión personal sujeta a las necesidades de un individuo, sus deseos e incluso su personalidad.

#### *La inclinación por la gratificación instantánea*

Tanto la literatura de la economía como de la psicología han documentado la importancia de las preferencias a través del tiempo en las decisiones de ahorro (Frederick, Loewenstein y O'Donoghue, 2002; DellaVigna, 2009). A los individuos en cuyas preferencias influye un sesgo hacia el presente les resulta sumamente difícil aplazar el consumo, aunque sea a expensas de su bienestar futuro. Por lo tanto, consumen en lugar de ahorrar. Cuanto más inmediata la recompensa, más difícil es para ellos aplazar el consumo, es decir, puede que sus preferencias no tengan consistencia intertemporal. Las preferencias de este tipo llevan a las personas a procrastinar en diversos aspectos de su vida como, por ejemplo, comenzar una dieta, redactar un informe aburrido o renovar el permiso de conducir. Les resulta particularmente difícil ahorrar cuando los mecanismos de autocontrol no están incorporados en sus procesos decisoriales.

Varios estudios recientes han intentado medir la correlación entre las preferencias con sesgo hacia el presente y el bajo ahorro. Dichos estudios suelen utilizar muestras de tamaño pequeño en experimentos controlados aleatorios o en estudios de casos. Una excepción digna de mención es el trabajo de Wang, Rieger y Hens (2011), quienes miden la impaciencia y el factor de descuento temporal en 55 países, aunque siguen dependiendo de muestras pequeñas de alumnos universitarios (véase el recuadro 9.1).

Las preferencias a través del tiempo pueden variar por país o región. Utilizando datos representativos a nivel nacional en el ámbito urbano para

Brasil, México y Perú, Frisancho y Karver (2016) miden las preferencias a través del tiempo pidiendo a los individuos que elijan hipotéticamente entre una pequeña recompensa hoy y una recompensa más grande dentro de un mes. Luego comparan sus respuestas a la misma pregunta pero con un marco temporal más distante, a un plazo de seis o siete meses. En el caso de los individuos que eligen la recompensa más pequeña ahora en lugar de esperar para obtener una recompensa mayor dentro de un mes, pero que a su vez sostienen que si tuvieran que tomar la misma decisión en seis meses, entonces sí estarían dispuestos a esperar el mes adicional para obtener una recompensa mayor, se considera que tienen preferencias que son inconsistentes en el tiempo.<sup>8</sup> Cerca de un 40% de la población urbana de Brasil, México y Perú tiene preferencias que no son consistentes en el tiempo. Y lo que es aún más importante: cerca de una tercera parte de la población urbana de estos países puede considerarse que posee preferencias hiperbólicas, es decir: son personas que penalizan el paso del tiempo con más intensidad hoy que en el futuro (para más detalles, véase Frisancho y Karver, 2016).

Las personas con preferencias hiperbólicas son quienes tienen más dificultades para ahorrar debido a que sus preferencias tienen un fuerte sesgo hacia el presente. Puede que también sea más probable que pidan prestado cada vez que necesitan dinero. Según las encuestas encaradas por Frisancho y Karver (2016), en Perú, las personas con preferencias hiperbólicas tienen un 14% menos de probabilidades de ahorrar que las personas cuya preferencia intertemporal no cambia a lo largo del tiempo. En México, las personas con preferencias hiperbólicas tienen un 10% más de probabilidades de estar endeudados que aquellos que ejercen la paciencia de manera consistente. En Brasil, la probabilidad de ahorrar es ocho puntos porcentuales menos en el caso de las personas con preferencias hiperbólicas que en el de las personas que son siempre igual de pacientes.

En resumen, esta evidencia sugiere que un porcentaje alto de la población de América Latina y el Caribe podría beneficiarse de mecanismos de compromiso que les ayuden a ahorrar. Aquellos individuos que son conscientes de que sus preferencias tienen un sesgo hacia el presente podrían demandar activamente productos financieros que les ayuden a ejercer un autocontrol, como las personas que encuentran un compañero de gimnasio para que las motive a hacer ejercicio. Quienes no son plenamente conscientes de estos sesgos también podrían beneficiarse si se les ofrecen instrumentos de inscripción automática, o que requieren una acción concreta para activar la opción de salida

(DellaVigna y Malmendier, 2006). Ya existen precedentes de esto. Por ejemplo, los planes de jubilación con aportes obligatorios constituyen esencialmente una manera que las sociedades encontraron para lidiar con la tendencia de los individuos a aplazar el ahorro para el retiro.

Ayudar a las personas a lidiar con sus problemas de autocontrol es efectivo cuando el objetivo es aumentar el ahorro.<sup>9</sup> Dado que los individuos que tienen preferencias que son inconsistentes en el tiempo viven una desconexión entre su yo presente y su yo futuro, necesitan un mecanismo de compromiso para seguir con su plan de ahorro inicial. Dicho mecanismo puede incluir penalizaciones, como por ejemplo reducciones de la tasa de interés o comisiones si se producen retiros anticipados. Un influyente estudio de Thaler y Benartzi (2004) muestra que la economía del comportamiento puede usarse de manera efectiva para diseñar políticas públicas prescriptivas: al ofrecer a las personas la opción de comprometerse por anticipado a destinar una parte de sus aumentos salariales en el futuro al ahorro para la jubilación, el programa “Save More Tomorrow™” aumentó las tasas de ahorro de un 3,5% a un 13,6% en un período de 40 meses.

Otro ejemplo es un mecanismo de compromiso ofrecido por un banco de Filipinas que permitía que los ahorristas eligieran entre productos de ahorro que eran pagables después de un determinado tiempo, o logrado un determinado monto de ahorro. Entre los que abrieron una cuenta con esas características, el saldo del ahorro aumentó en más de un 300% en relación con el grupo de control. No es sorprendente que el ahorro creciera más entre aquellos individuos inicialmente identificados como poseedores de preferencias inconsistentes en el tiempo. Estas personas son precisamente aquellas cuyas preferencias tienen más probabilidades de limitar su capacidad de ahorro en ausencia de un mecanismo de compromiso (Ashraf, Karlan y Yin, 2006).

En contextos donde la oferta de productos formales es limitada, los mecanismos de compromiso pueden adoptar la forma de acuerdos informales, como asociaciones de ahorro y crédito rotativo (ROSCA, por sus siglas en inglés).<sup>10</sup> Los miembros de las ROSCA tienen que cumplir con contribuciones regulares de un monto global que reúnen en un fondo común y que entregan a un miembro de la asociación en cada reunión. Estas asociaciones suelen formarse dentro de una red social existente, lo que garantiza que el compromiso impuesto sea vinculante. En Chile estos grupos de autoayuda entre pares se implementaron entre los microempresarios como un mecanismo de compromiso para estimular el ahorro

por motivos precautorios (Kast, Meier y Pomeranz, 2012). El número de depósitos se elevó en alrededor de un 350% y los saldos de los ahorros casi se duplicaron entre los clientes del grupo de tratamiento.

¿Cuán vinculantes deberían ser los compromisos? Al imponer limitaciones de acceso al ahorro demasiado estrictas se corre el riesgo de asustar a los participantes (Ashraf, Karlan y Yin, 2006). El equilibrio entre compromiso y flexibilidad es un problema recurrente en el diseño de productos y servicios financieros. Aunque existe una demanda de productos que atan las manos para el futuro de manera de ayudar a que el ahorrista logre sus objetivos de ahorro, los shocks inesperados pueden obligar a los hogares a romper su compromiso. En esos casos, puede que los mecanismos de compromiso muy exigentes reduzcan el bienestar. Es difícil lograr un equilibrio adecuado entre compromiso y flexibilidad, y esto depende tanto del contexto como de los motivos específicos para ahorrar de la población focalizada y de su exposición a riesgos no asegurados. Por ejemplo, las cuentas con muchas restricciones pueden ser más adecuadas para ahorrar cuando existe un objetivo específico de ahorro o para financiar un gasto futuro o inversión planificada en lugar de servir sencillamente para asegurarse contra shocks negativos (Dupas y Robinson, 2013b).

Los productos comerciales de compromiso que se desarrollan en la región usualmente contienen un contrato que especifica un plan de ahorro con un objetivo que debe alcanzarse en un número fijo de cuotas. Se suelen ofrecer incentivos adicionales a aquellos que respetan su plan, como tasas de interés preferenciales o participación en sorteos. Aunque también se pueden usar sanciones para disuadir a los individuos de retrasarse en las cuotas, dichas sanciones rara vez se aplican, sobre todo cuando el producto acaba de lanzarse. Mientras que ciertos productos implican un compromiso social, otros pueden depender de compromisos y/o fórmulas individuales para ayudar a los usuarios a seguir adelante con su plan de ahorro.<sup>11</sup>

El Fondo Multilateral de Inversiones (Fomin) ha promovido en la región cuentas de ahorro individuales programadas con diversos grados de compromiso y recompensas.<sup>12</sup> Los resultados preliminares sugieren que las tasas de utilización de los mecanismos de compromiso son elevadas, pero que el uso tiende a disminuir con el tiempo. La procrastinación o la falta de atención reducen los incentivos para realizar depósitos a lo largo del tiempo. Por lo tanto, puede que las personas necesiten incentivos adicionales incorporados en el producto de ahorro para asegurar

que seguirán realizando los depósitos. Utilizar recordatorios o aprovechar algunos de los sesgos de conducta en la solución de los problemas que se exponen en la próxima sección, como la inercia, pueden ser instrumentos eficaces para aumentar el saldo de los ahorros en los hogares de la región.<sup>13</sup>

#### *La inercia y la atención limitada: no necesariamente malo*

La mayoría de los modelos económicos asume que las personas procesan toda la información disponible de una manera racional y óptima. Sin embargo, en la vida real los individuos a veces toman malas decisiones y son conscientes de ello. ¿Significa esto que no son agentes racionales que optimizan?

No necesariamente. Los sesgos psicológicos o cognitivos también influyen en las decisiones. A veces las personas utilizan menos información de la disponible porque esta es difícil de procesar, sobre todo cuando una decisión es urgente. En otras ocasiones, puede que las personas actúen siguiendo corazonadas, solo porque tienen demasiada confianza en su propia opinión sobre un determinado asunto. En otras palabras, los individuos tienden a tomar decisiones basándose en reglas mentales empíricas o en la heurística (Kahneman, Slovic y Tversky, 1982).<sup>14</sup>

Hay dos sesgos psicológicos de este tipo que son determinantes para la conducta de ahorro, a saber: la inercia y la atención limitada. La primera se debe a una preferencia por el *statu quo*, es decir el estado actual se percibe como un punto de referencia y cualquier desviación de él se percibe como una pérdida. Cada vez que adoptar una medida impone algún tipo de costo de transacción, las personas que prefieren el *statu quo* (una tendencia a la inercia cognitiva) tendrán más dificultades para incurrir en ese costo.

Las preferencias que se caracterizan por la inercia producen hábitos. Por ejemplo, algunas personas tienden a ir a los mismos lugares y pedir los mismos platos cada vez que salen a comer. Estas son decisiones seguras; las personas las repiten porque representan el *statu quo* y su resultado les satisface. Encontrar un nuevo lugar para comer o probar un plato diferente significa incurrir en un costo de búsqueda y plantea el riesgo de que la nueva opción no sea de su gusto, de manera que hay una tendencia a no cambiar. Este es el motivo por el que los planes de participación automática han tenido éxito en diversos contextos, sobre todo en los mercados de consumo. Abundantes campañas promocionales ofrecen bienes o servicios a una tasa reducida durante un período

breve, después del cual la participación automática toma el relevo con la tasa regular. Es sorprendente que a muchas personas les resulte más fácil seguir pagando un precio más alto que cancelar el servicio.

La atención limitada también puede llevar a malas decisiones si, debido a ella, se descarta información que podría ayudar a tomar mejores decisiones. Por ejemplo, en muchos países los comercios minoristas deben anunciar el precio final de sus productos, incluyendo impuestos. Se trata de una práctica habitual porque los consumidores tienden a olvidar añadir el costo adicional de los impuestos cuando adquieren un producto.

Cuando los individuos adolecen de atención limitada o selectiva, son más propensos a cometer errores o a distorsionar sus decisiones. Ello se debe a que muchas personas tienen problemas para prever sus gastos en el futuro, lo cual puede influir en su conducta de ahorro. Los instrumentos de planificación que obligan a tener una lista de todos los elementos de la canasta de consumo del hogar, por ejemplo, pueden ayudar a las personas a prestar atención a detalles que suelen pasar por alto cuando se trata de la proyección de su consumo. Frisancho y Karver (2016) presentan evidencia que ilustra este punto. A los hogares se les formularon dos preguntas: “¿Usted u otra persona en el hogar ahorría regularmente?” Y “¿En los últimos meses usted u otra persona en el hogar ahorró utilizando [...] *instrumentos formales/informales de ahorro...*?” Los hogares responden de manera muy diferente a estos interrogantes. Cuando se les pregunta si ahorran en general, los hogares no reflejan en sus respuestas su verdadero nivel de ahorro. Entre aquellos que declaran no ahorrar en general, un 15%, un 23% y un 39% de los hogares de Brasil, México y Perú, respectivamente, señalan ahorrar cuando se les pregunta si utilizan cada posible instrumento, uno a la vez.

A pesar de los potenciales problemas que generan, la inercia y la atención limitada no tienen que funcionar en contra del ahorro. Al contrario, pueden ser utilizadas precisamente para aumentar los niveles de ahorro. En primer lugar, aprovechando la inercia, se puede hacer del nivel óptimo de ahorro el nivel inicial. Las personas que tienden a preferir el *status quo* tienen más dificultades para dejar de ahorrar. De esta manera, la inercia se convierte en un aliado para que la persona continúe ahorrando. Los aportes automáticos o los depósitos directos pueden contribuir a movilizar el ahorro en contextos donde los flujos de ingreso, como los salarios, están intermediados por algún individuo o institución que no sea el ahorrista. Los aportes a los planes jubilatorios intermediados a través

del empleador aprovechan esta oportunidad para ayudar a las personas a ahorrar para cuando se retiren. Los bancos en los mercados más desarrollados financieramente han incorporado esta característica en varios productos comerciales: un ejemplo lo constituyen las deducciones automáticas destinadas al ahorro de los individuos que reciben sus salarios a través de transferencias bancarias.

La escasa utilización de las transacciones electrónicas como medio de pago en los países en desarrollo limita la posibilidad de utilizar mecanismos automáticos para promover el ahorro. Sin embargo, en la región se observan iniciativas recientes centradas en los beneficiarios de transferencias que reciben el dinero a través de un depósito directo en una cuenta bancaria. Los mecanismos automáticos vinculados a las remesas constituyen otra manera efectiva de aprovechar la inercia, dado que los receptores de estos beneficios tienden a recibir transferencias internacionales de manera regular. Cuando el ingreso fluye a través de una cuenta bancaria, se pueden vincular a esta otras cuentas ilíquidas para permitir que el receptor elija los descuentos automáticos destinados al ahorro.

El potencial de ahorro de estos mecanismos ha sido destacado por un estudio reciente sobre los efectos de la oferta de depósitos directos de los ingresos por la venta de las cosechas de cultivos comerciales en cuentas bancarias en zonas rurales de Malawi (Brune et al., 2015). Casi 300 agrupaciones de campesinos, cada una con 10 o 20 miembros, fueron asignadas aleatoriamente a un grupo de control o a uno de dos grupos de tratamiento: una cuenta de depósitos directos o una cuenta de ahorro con compromiso. El segundo grupo ofrecía la cuenta de depósito directo pero añadía una cuenta ilíquida adicional que permitía a los campesinos especificar la cantidad que querían transferir, así como una fecha de vencimiento. Los dos grupos de tratamiento contribuyeron a aumentar el saldo del ahorro total, dado que todos los ingresos en efectivo de los cultivos comerciales se ahorraron automáticamente. Sin embargo, la cuenta con compromiso tuvo un efecto mucho mayor: mientras que la cuenta de depósito directo incrementó los saldos totales en un 280%, el ahorro subió un 620% con la cuenta con compromiso.

La inercia también se puede aprovechar promoviendo hábitos de ahorro entre los niños y los jóvenes. La transmisión de hábitos de ahorro a una edad temprana puede generar nuevos puntos de referencia o un *statu quo* que incorpore el ahorro en las decisiones de consumo. Mostrar a los jóvenes el valor de aplazar la gratificación podría ser una estrategia prometedora para promover un aumento del ahorro en América Latina

y el Caribe, donde las preferencias temporales tienen un sesgo hacia el presente más marcado que en otras regiones.

La educación financiera de los jóvenes puede generar importantes efectos indirectos más allá de los conocimientos, las actitudes y los resultados en materia de finanzas. En primer lugar, los buenos hábitos financieros también están vinculados a mejores resultados en la escolarización, el empleo y los niveles de vida. En segundo lugar, los jóvenes pueden ser agentes del cambio en sus hogares, compartiendo con sus padres y hermanos los conocimientos que hayan adquirido (Bruhn et al., 2013).

Un programa de educación financiera de las escuelas secundarias públicas de Brasil aumentó el alfabetismo financiero. Y lo que es más destacable aún: el programa parece haber beneficiado a todos los alumnos, independientemente de su nivel inicial de desempeño en un examen de conocimientos financieros. Los estudiantes del grupo de tratamiento tenían en promedio un 12,5% más de probabilidades de ahorrar que los del grupo de control. La intervención también mejoró la conducta del gasto: los alumnos del grupo de tratamiento tenían más probabilidades de comparar precios, o negociar precios o métodos de pago al comprar, así como de elaborar presupuestos mensuales. Por último, el programa también parece tener efectos de “filtración hacia arriba”, es decir: los padres de los alumnos del grupo de tratamiento obtuvieron una puntuación más alta en un examen de alfabetismo financiero y demostraron más probabilidades de ahorrar (Bruhn et al., 2013).

Un experimento reciente realizado con jóvenes dueños de cuentas bancarias en Colombia permitió analizar los roles de la información limitada, el autocontrol limitado y la atención limitada en la conducta del ahorro, con una campaña de información financiera trasmisida a través de SMS (Rodríguez y Saavedra, 2015). El experimento de campo a gran escala incluía tres grupos de tratamiento, además de un grupo de control; una campaña de educación financiera con mensajes mensuales, y dos tratamientos con recordatorios mensuales y bimestrales para ahorrar. Los recordatorios para ahorrar mejor focalizados, al margen de su frecuencia, tuvieron importantes efectos en los saldos de las cuentas, sobre todo en la disminución de los retiros. En cambio, la campaña de alfabetismo financiero no tuvo un efecto significativo en los saldos de las cuentas, lo que sugiere que las limitaciones de información y conocimientos no eran importantes en esta muestra.<sup>15</sup>

La falta de atención también puede ser tratada con recordatorios y avisos oportunos que ayuden a las personas a lograr sus objetivos

de ahorro. En la vida diaria, los individuos que saben que tienen mala memoria o no prestan atención recurren a trucos sencillos para recordarse a sí mismos ciertos acontecimientos o tareas: ponerse un elástico en la muñeca, escribirse recordatorios en la mano o el brazo, pegar notas autoadhesivas en el espejo del cuarto de baño o redactar listas de las cosas que deben hacer. Cuando se trata del ahorro, pueden funcionar estrategias parecidas. En Bolivia, Filipinas y Perú los recordatorios con diversos contenidos ayudaron a alcanzar un aumento del 6% en los saldos de ahorro y un incremento de tres puntos porcentuales en la probabilidad de alcanzar un determinado objetivo de ahorro (Karlan et al., de próxima publicación).<sup>16</sup>

La programación y frecuencia de los recordatorios también puede ser relevante. Puede que ciertos momentos del mes o del día sean mejores que otros para recordar a las personas que ahorren. Si, por ejemplo, el hogar recibe el recordatorio cuando el dinero es escaso, el impacto será débil. Puede que haya mejores horas del día para recordar a las personas acerca de sus gastos excesivos y de sus objetivos de ahorro, como la hora del almuerzo o de la cena. En algunos casos, un recordatorio único quizás no sea suficiente; entonces, ¿cuál es el número más efectivo de recordatorios? Encontrar el equilibrio preciso entre muy pocos recordatorios y un potencial “acoso” es otro terreno clave para futuras investigaciones.

### Recomendaciones de políticas: lo que realmente importa

En este capítulo se han sugerido tres grandes estrategias para promover el ahorro de los hogares. En primer lugar, hay una clara necesidad de innovación de productos financieros en la región para fomentar el ahorro, sobre todo mediante canales formales. Por ejemplo, en el diseño de los servicios financieros es preciso tener en cuenta las presiones sociales que pueden afectar el ahorro. Además, a dicho diseño deberían incorporarse los sesgos de conducta individuales, que también limitan el ahorro de una gran parte de la población.

En segundo lugar, las instituciones formales pueden y deben aprender de los mecanismos informales que actualmente cubren las necesidades financieras de los hogares más pobres. Estos sistemas informales han surgido para cubrir las necesidades no satisfechas de los excluidos (y de los que se autoexcluyen) de los servicios financieros formales. La formalización de los mecanismos informales cuando sea posible o a través de

asociaciones potenciales con instituciones formales puede contribuir a atraer el ahorro al sistema financiero formal.

En tercer lugar, el centrarse en los niños y jóvenes puede promover hábitos de ahorro positivos y alberga el potencial de influir en preferencias que podrían aumentar las tasas de ahorro en el futuro. Dado que algunos de los rasgos que limitan las decisiones de ahorro son maleables a edades más tempranas y difíciles de modificar en los adultos, las intervenciones tempranas pueden tener más impacto en las preferencias temporales y en la conducta de ahorro. Debido a lo limitado de la evidencia empírica, se requiere más investigación que incorpore aportes de otros campos, como la neurociencia y la psicología.

### *La innovación de productos*

#### *El valor de la sencillez*

“Cuanto más sencilla una tarea, más probable es que se lleve a cabo”, concluyen Karlan, Ratan y Zinman (2014). El papeleo complejo, los cargos ocultos, las largas colas para depositar dinero y los complicados viajes al banco desincentivan a los clientes de abrir una cuenta y/o usar la cuenta que tienen para ahorrar. En una región donde el alfabetismo financiero es particularmente bajo, las instituciones financieras tienen que simplificar los procesos para zanjar la brecha de información que puede limitar la demanda de servicios de ahorro.

#### *Enfrentar los sesgos de conducta*

En alrededor de una tercera parte de la población de zonas urbanas de Brasil, México y Perú se constatan preferencias temporales hiperbólicas (Frisancho y Karver, 2016). Además, según la evidencia experimental de Wang, Rieger y Hens (2011) (véase el recuadro 9.1), la prevalencia de preferencias con sesgo hacia el presente es más alta en América Latina y el Caribe que en otras regiones. Las personas con estos sesgos de conducta se beneficiarían de mecanismos de compromiso que les ayudasen a ahorrar. Los consumidores que son conscientes de estos sesgos de conducta han intentado encontrar maneras informales o idiosincrásicas para lidiar con ellas mediante mecanismos de ahorro informales, como las ROSCA. A los consumidores que tienen preferencias que no son consistentes en el tiempo, los proveedores formales de servicios financieros

### **RECUADRO 9.1. LA IMPORTANCIA DE LOS GENES Y LA CULTURA PARA EL AHORRO**

Diversos estudios han analizado las diferencias en las conductas de ahorro en distintos países y agentes para entender si hay una propensión natural a ahorrar. Una serie de estudios llevados a cabo en los años setenta utilizó modelos específicos (*factor models*) que permitían descomponer la varianza en las pruebas de coeficiente intelectual en sus componentes genéticos y ambientales. Sin embargo, en esta literatura las estimaciones sobre la contribución de los componentes genéticos varían en gran medida y dependen sobre todo de supuestos fuertes y restrictivos sobre las cargas factoriales o sobre la distribución de los componentes genéticos y ambientales.<sup>a</sup>

Un estudio digno de mencionar sobre el rol de la genética en las decisiones de ahorro fue el realizado hace poco por Cronqvist y Siegel (2015) en Suecia. Al analizar las diferencias en los genes que comparten mellizos y gemelos idénticos, el estudio llegó a la conclusión de que las diferencias genéticas explican cerca de una tercera parte de la variación en las tasas de ahorro individuales. Además, el trabajo llega a la conclusión de que las tasas de ahorro guardan una correlación negativa con el hábito de fumar y la obesidad —conductas que también pueden reflejar falta de autocontrol y preferencias sesgadas hacia el presente—, y que esta correlación se explica en gran parte por factores genéticos.

Otra corriente innovadora de la literatura se ha centrado en probar aquello que se denomina la “relatividad lingüística” o la hipótesis de Sapir-Whorf: ¿influye la estructura de una lengua en la manera en que sus hablantes ven el mundo? ¿Puede la lengua influir en la forma de pensar de los hablantes o en su modo de participación en conductas no lingüísticas como el ahorro? Un reciente estudio de Chen (2013) evalúa si los hablantes de lenguas que establecen una disociación entre el presente y el futuro tienen más dificultades para ahorrar. Primero, clasifica las lenguas en aquellas con referencias al futuro (FTR, por sus siglas en inglés) fuertes y débiles, y encuentra que el español y el inglés tienen fuertes FTR, mientras que el chino tiene una FTR débil.<sup>b</sup> En otras palabras, los chinos distinguen las diferencias entre acontecimientos actuales y futuros con menos intensidad que los colombianos, que tienden a hacer una diferenciación muy clara entre ambos.

Con esta codificación de la lengua, Chen (2013) llega a la conclusión de que el grado de RTF intrínseco en cada lengua guarda una fuerte correlación con la manera en que los hablantes enfrentan decisiones intertemporales individuales y de los hogares, como las decisiones relativas a la salud y al ahorro. Además, muestra que la relatividad lingüística puede desempeñar un rol importante en las tasas de ahorro nacional: los países con una lengua de fuertes FTR ahorrar cerca de 5 puntos porcentuales menos al año que los países comparables con lenguas de FTR débiles.

Wang, Rieger y Hens (2011) miden las tasas de descuento a largo plazo ( $\delta$ ) y presentan factores de descuento sesgados hacia el presente ( $\beta$ ) en 45 países en todo el mundo. Cuando  $\delta = 1$ , los individuos otorgan la misma importancia a las ganancias/pérdidas hoy y mañana, es decir: no penalizan eventos futuros.

**Cuadro B9.1 Mediana de factores de descuento a largo plazo y con sesgo hacia el presente**

	Factor de descuento a largo plazo ( $\delta$ )	Factor de descuento con sesgo hacia el presente ( $\beta$ )
Región anglo	0,84	0,76
Medio Oriente	0,80	0,62
Asia Oriental	0,84	0,65
Europa Latina	0,82	0,60
<b>América Latina</b>	<b>0,82</b>	<b>0,59</b>
Germánico-Nórdico	0,84	0,60
África	0,77	0,43
Europa del Este	0,79	0,38

Fuente: Cálculos de los autores sobre la base de Wang, Rieger y Hens (2011).

Nota: La región anglo incluye Australia, Canadá, Estados Unidos, Irlanda, Nueva Zelanda y Reino Unido. Europa Latina incluye España, Francia, Italia y Portugal.

Por lo tanto, los valores bajos de  $\delta$  indican que los individuos descuentan el futuro con más intensidad que el presente. Puede que los individuos también descuenten el futuro en relación con el presente de manera diferente en función de cuándo se toma la decisión. Puede que a alguien le importe una compensación intertemporal entre hoy y dentro de una semana, pero no en cuatro o cinco semanas. Los individuos con  $\beta = 1$  no presentarán sesgos hacia el presente en sus decisiones y evaluarán las compensaciones intertemporales bajo la misma luz, al margen del tiempo que se tarda en recibir la recompensa/castigo.

El cuadro B9.1 resume los resultados del estudio. Cuando se agrupan por comunidades culturales, los valores medios de la tasa de descuento a largo plazo ( $\delta$ ) permanecen bastante estables en todas las regiones, sobre todo en torno a 0,8. La única excepción es África, que tiene un factor de descuento ligeramente menor, de 0,77, lo que señala una actitud menos paciente a largo plazo; esto es consistente con los muy bajos niveles de desarrollo que se vislumbran en el continente. En cambio, hay una gran variación en la tasa de descuento con sesgo hacia el presente ( $\beta$ ) en diferentes grupos culturales. Aunque América Latina y el Caribe y Asia del Este tengan tasas de descuento similares a largo plazo, sus tasas de descuento sesgadas hacia el presente difieren. En el caso de los habitantes de América Latina se observa una mayor prevalencia de las preferencias con sesgo hacia el presente. La diferencia en la  $\beta$  mediana entre América Latina y el Caribe y las culturas anglosajonas es aún mayor: los factores de descuento con sesgo hacia el presente entre estas últimas son casi 30% más altos que en América Latina y el Caribe.

<sup>a</sup> Para un análisis y una crítica exhaustivos de estos estudios, véase Goldberger (1979).

<sup>b</sup> En cambio, en otros países de Asia donde se hablan múltiples lenguas, como Singapur y Malasia, la principal lengua hablada tiene una fuerte referencia al futuro.

podrían proporcionarles productos que les ayuden a mantenerse al día con sus objetivos de ahorro. La programación de planes de ahorro y cuentas de compromiso que equilibren correctamente los incentivos y las penalizaciones podría ser un instrumento eficaz para bancarizar a los no bancarizados y ayudarles a aumentar sus saldos de ahorro.

En el caso de los consumidores que no son conscientes de sus sesgos de conducta, introducir mecanismos automáticos en el desarrollo de los mercados financieros podría ayudarles a alcanzar sus objetivos. Sin embargo, las ventajas de esos mecanismos pueden explotarse mejor en contextos donde los flujos de ingresos están intermediados por sistemas financieros formales. La combinación de políticas públicas para fomentar la bancarización de pagos, con esfuerzos de la banca por proveer productos de ahorro que respondan a las necesidades de los hogares de la región, resultan muy importantes para fomentar el ahorro formal.

### *Incorporar tecnología*

La tecnología puede resultar útil no solo para simplificar procesos y transacciones sino también para ayudar a los individuos a lidiar con sus sesgos de conducta. Por ejemplo, la posibilidad de abrir una cuenta y poder gestionarla en línea puede contribuir a aumentar la tasa de participación y utilización. La telefonía celular e Internet facilitan transacciones que, de otra manera, los individuos con preferencias que no son consistentes en el tiempo podrían aplazar de forma indefinida. Transferir dinero de una cuenta simplificada a una cuenta más ilíquida con un par de clics minimiza el rol que puede desempeñar el sesgo de conducta.

La tecnología también puede brindar asistencia mediante recordatorios. El carácter ubicuo de los teléfonos móviles en la región hace de los mensajes de texto y de las aplicaciones móviles el canal ideal desde el punto de vista de la costo-efectividad para ayudar a las personas a ahorrar.

Sin embargo, la normativa debe ponerse al día con la innovación. Es responsabilidad de los reguladores financieros asegurar que las disposiciones locales no vayan en contra del desarrollo de nuevos productos de ahorro que dependen de la tecnología.

### *Seguir probando*

Los hogares de altos ingresos de América Latina y el Caribe ahorran un porcentaje mayor de sus ingresos que los hogares pobres (véase el

capítulo 2). Esto es particularmente inquietante porque los hogares de bajos ingresos se enfrentan a una mayor exclusión de los mercados de crédito y de seguros, a una mayor volatilidad del ingreso y a una mayor vulnerabilidad ante los shocks imprevistos al ingreso. Los pobres también están relativamente más limitados que los ricos en su acceso a los productos de ahorro formales debido a los elevados costos monetarios asociados a su uso o al hecho de tener un nivel más bajo de alfabetismo financiero.

Sin embargo, desarrollar y probar prototipos de los productos formales de ahorro para llegar a los más pobres y para que estos los utilicen quizás no sea una empresa atractiva para las instituciones financieras tradicionales, y puede que resulte sumamente costoso para las instituciones de microfinanzas sin fines de lucro que luchan por sobrevivir. Al fin y al cabo, los ahorros que los pobres pueden movilizar equivalen a montos totales modestos. Esta brecha de conocimientos ha sido más o menos tratada por la comunidad académica, cuyo interés en los prototipos está aumentando, y en todo el mundo en desarrollo se han realizado numerosos experimentos controlados. Sin embargo, los incentivos de los académicos para publicar y la urgencia de los profesionales para encontrar soluciones prácticas que puedan probarse de manera rápida y a bajo costo pueden limitar el alcance de la experimentación.

En los últimos años han surgido algunas acciones para coordinar estos dos conjuntos de actores. La organización Innovations for Poverty Action (IPA) se ha mostrado activa en la promoción de la inclusión financiera. Ha lanzado diversas iniciativas para poner en contacto a los responsables de las políticas con los profesionales (reuniones de emparejamiento), y promueven una investigación oportuna para fundamentar las actividades de inclusión financiera del mundo en desarrollo. El Fomin también ha servido como laboratorio para probar productos y servicios financieros en la región, con un mayor énfasis en los productos de ahorro en los últimos años. A medida que la región y el mundo en su conjunto siguen cambiando, estas iniciativas serán cruciales para fundamentar la acción de los responsables de las políticas públicas, los profesionales y las instituciones financieras.

### ***Zanjar la brecha entre mecanismos informales y formales***

Los hogares excluidos de los mercados financieros formales (que en proporciones mayores son los pobres) satisfacen su demanda de servicios

financieros apelando a mecanismos informales que a menudo están vinculados a redes sociales. Aunque estos servicios informales a menudo cobran tarifas muy altas y, en algunos casos, son inseguros y poco fiables, siguen siendo populares. Puede que algunos hogares prefieran incluso los servicios informales en lugar de los formales por diversos motivos, como la conveniencia, la facilidad del uso, y la fiabilidad (Lee, Ainslie y Fathallah, 2012). Los proveedores de instrumentos informales de ahorro o crédito suelen estar presentes en el entramado social de los clientes, de modo que el acceso a ellos es muy conveniente. Además, las transacciones tienden a producirse sin todo el papeleo ni contratos complicados, y su cumplimiento suele estar sujeto a las normas sociales. A pesar del riesgo implícito en estas transacciones no reguladas, los hogares parecen percibirlas como más seguras que las de los sistemas financieros formales. Estas preferencias pueden reflejar su desconfianza en los bancos y/o la confusión y falta de información a propósito de las regulaciones y las estructuras de comisiones.

En realidad, los instrumentos informales pueden ser muy costosos o poco seguros debido a las demandas de la familia y los amigos y a la alta probabilidad de pérdida o robo. Además, los mecanismos informales tienden a ser muy ilíquidos, como en el caso de las asociaciones de ahorro o ROSCA, en cuyo caso el ahorrista debe esperar hasta que la suerte o un programa previamente definido de pagos determinen si ha llegado su turno de recibir el dinero.

Más allá de su proximidad, los servicios informales pueden tener otras ventajas diversas cuando se trata de llegar a los no bancarizados. Tienden a ser muy flexibles e innovadores, dado que emergen y se adaptan a las necesidades específicas de la población que cubren (Pagura, 2008). Por ejemplo, los recaudadores *susu* de África cobran una comisión por captar depósitos muy pequeños a lo largo de un mes (a veces a diario) y los mantienen a buen recaudo. Los hogares demandan estos servicios —que tienen costos prohibitivos para una institución formal— como una manera de autoimponerse un mecanismo de compromiso para ahorrar o mantener los ahorros lejos de las manos de la familia o los amigos.

A pesar de que los esfuerzos a favor de la inclusión financiera tienden a centrarse en proporcionar servicios *formales*, las instituciones financieras formales están empezando a vincularse con proveedores informales a fin de acercarse a clientes que de otra manera sería muy difícil cubrir debido a la falta de infraestructura y conocimientos locales.

La “informalización” de los servicios financieros formales se está produciendo en todo el mundo. En Ghana dos bancos privados están utilizando recaudadores *susu* para movilizar ahorros, mientras que en Jamaica, el Workers Bank creó un producto que imita a las ROSCA. En Filipinas los bancos del sector formal otorgan préstamos a prestamistas informales, creando un sistema de superposición del crédito que les permite aumentar su alcance en los entornos rurales y reducir problemas de información, monitoreo y supervisión del cumplimiento (Floro y Ray, 1997). En Bolivia una institución de microfinanzas no regulada que proporciona servicios no financieros a sus clientes creó más de 20 vínculos con diversos actores, entre ellos empresas del sector privado, como Western Union, y compañías de servicios. Por lo tanto, la institución de microfinanzas fue un medio efectivo para que las instituciones formales llegaran a las poblaciones rurales (González-Vega y Quirós, 2008).

Aunque bancarizar a las poblaciones de bajos ingresos no sea rentable en sí, los bancos están cayendo en la cuenta de que proporcionar otros instrumentos financieros como créditos y seguros es una oportunidad de negocio muy atractiva. La capacidad de cubrir a los pobres a gran escala puede, por lo tanto, volverse rentable. Al fin y al cabo, los pobres constituyen una parte importante de la población de América Latina y el Caribe: entre el 60% y el 70% de la población vive con menos de US\$10 por día (en términos de la paridad del poder adquisitivo [PPA]).

Los proveedores formales dispuestos a ir más allá pueden aprender de las experiencias exitosas de los proveedores informales de servicios financieros. En primer lugar, los bancos pueden aprovechar la oferta existente de los servicios financieros informales. Esta estrategia puede contribuir a generar confianza entre los clientes no bancarizados, lo que constituye una importante barrera de acceso en la región.

En segundo lugar, las instituciones financieras formales pueden encontrar maneras de ampliar su alcance asociándose con o patrocinando a otros proveedores informales que tienen ventajas comparativas en el mercado. La formalización de estos proveedores puede contribuir a reducir los riesgos y las inseguridades asociadas con los mecanismos informales. Estas alianzas también pueden ayudar a las instituciones formales a rebajar los costos iniciales de información y de investigación que entraña la bancarización.<sup>17</sup> Las asociaciones con instituciones informales, que ya han asumido los costos hundidos de bancarizar a una persona (lo que incluye capacitar al cliente y crear un historial de crédito), pueden disminuir el costo de los proveedores formales que intentan llegar a los no bancarizados.

Por último, el diseño de productos formales debería inspirarse en los productos informales que se ofrecen actualmente y que han sido directamente configurados por la demanda de las personas a lo largo del tiempo.

### ***Comenzar temprano***

Dada la importancia de los sesgos de conducta en el ahorro, las intervenciones dirigidas a los niños tienen sentido. Influir en la conducta de los pequeños es ciertamente más fácil que modificar los malos hábitos de los adultos. La evidencia de la psicología del desarrollo y la neurociencia (Henrichs y Van den Bergh, 2015) señala que la autorregulación o el autocontrol están gobernados por la corteza prefrontal, cuyo desarrollo comienza ya en el útero y se prolonga hasta el comienzo de la edad adulta. Los factores ambientales pueden influir tanto en la expresión de los genes como en la especialización neural (Meaney y Szyf, 2005; Henrichs y Van den Bergh, 2015); esto abre la posibilidad de llevar a cabo intervenciones tempranas entre los niños y los jóvenes, mientras la corteza prefrontal todavía se está desarrollando. El autocontrol es un rasgo fundamental de los humanos en numerosas dimensiones de sus vidas, más allá de las decisiones de ahorro. Por lo tanto, es urgente investigar sobre las intervenciones que tienen éxito para mediar en los efectos perversos de las predisposiciones genéticas.

Sin embargo, todavía hay escasa evidencia empírica sobre las intervenciones que pueden ya sea generar entornos de apoyo a los jóvenes con una mayor propensión a ahorrar o minimizar los efectos de las predisposiciones genéticas para ahorrar poco. Se encuentran algunas excepciones en Jamison, Karlan y Zinman (2014), Karlan y Linden (2014) y Berry, Karlan y Pradhan (2012), pero sus resultados distan mucho de ser prometedores.

En el contexto de la Estrategia Nacional para la Educación Financiera (ENEF), Brasil incluye educación financiera en el programa de las escuelas públicas secundarias. Los resultados iniciales son prometedores (Bruhn et al., 2013), y varios gobiernos de América Latina y el Caribe están imitando la iniciativa. Los ministros de Educación todavía tienen que analizar la mejor manera de desarrollar el componente específico de alfabetismo financiero que debe incluirse en los programas de la enseñanza pública secundaria, así como los materiales didácticos adecuados.

La modificación de preferencias en el tiempo o de actitudes ante el ahorro para aumentar la propensión a ahorrar no es una tarea fácil.

Se sabe poco acerca de cuál es el mejor momento para empezar (si con niños más pequeños en la escuela primaria y/o niños mayores en la escuela secundaria); de la duración de la exposición a los entornos que favorecen el desarrollo del autocontrol, o de las experiencias que moderan las propensiones a ahorrar, entre otras cuestiones.

Algunas instituciones de microfinanzas sin fines de lucro de la región están llevando a cabo un trabajo pionero en este sentido, entre ellas FINCA Perú y ADRA Perú (véase el recuadro 9.2). El monitoreo, las evaluaciones y la experimentación en el contexto de estas iniciativas resultan fundamentales para entender mejor el impacto que pueden tener las intervenciones tempranas en las decisiones de ahorro. Se requiere más

#### **RECUADRO 9.2. EN PERÚ NUNCA SE ES DEMASIADO JOVEN PARA AHORRAR**

Las instituciones de microfinanzas de América Latina y el Caribe a menudo han promovido el desarrollo de hábitos de ahorro entre sus clientes, que son sobre todo mujeres microempresarias. En los últimos años algunas instituciones han ampliado su alcance a los niños y nietos de esas mujeres, ofreciendo programas y productos diseñados para ayudar a los pequeños a ahorrar. Por ejemplo, FINCA Perú ha implementado un programa creado por la organización no gubernamental Aflatoun en zonas rurales, para alumnos de primaria y secundaria, y ofrece instrumentos de ahorro a los hijos de sus clientes.

Otro ejemplo en las zonas periurbanas y rurales de Perú es el programa bancario para los pueblos de la Agencia Adventista de Desarrollo y Recursos Asistenciales (ADRA). Después de unos cuantos años como programa piloto, la institución lanzó un producto diseñado para enseñar a los niños hábitos de ahorro ayudándoles directamente a ahorrar. El producto se ofrece a los hijos y nietos de sus clientes de entre 0 y 18 años. Los niños que participan eligen un determinado objetivo de ahorro, tienen a su disposición una alcancía proporcionada por ADRA con ese objetivo, y comienzan un ciclo de depósitos mensuales durante las reuniones del banco del pueblo. Los pequeños no pueden retirar sus fondos hasta que no haber alcanzado su objetivo. Entretanto, cobran intereses, dado que los fondos se pueden utilizar para otorgar préstamos a los miembros del banco. Las alcancías ayudan a los niños a alcanzar sus metas y evitar la tentación de retirar los fondos entre un depósito y otro. ADRA también ofrece un componente de formación para las madres y las abuelas de los niños, que pone de relieve el rol crucial que estas desempeñan en promover hábitos de ahorro en sus hijos o nietos.

Aunque el efecto del programa no ha sido evaluado, la rápida ampliación de la cartera de clientes jóvenes es estimulante. Entre diciembre de 2012 y junio de 2015, el número de niños del programa aumentó de 882 a 3.831, y el ahorro total acumulado por estos jóvenes clientes creció seis veces. En junio de 2015 el stock promedio de ahorro por niño ascendía a alrededor de US\$28.

investigación sobre los puntos de intersección de la economía, la neurociencia y la psicología para comprender mejor los efectos de los factores ambientales en los rasgos genéticos.

### Una redefinición de la inclusión financiera

La inclusión financiera a menudo ha sido considerada de manera estrecha como la capacidad de los hogares para obtener acceso al crédito. Por ejemplo, durante décadas las instituciones de microfinanzas focalizaron sus esfuerzos en la relajación de las limitaciones al crédito de los hogares más pobres que carecían de acceso a sistemas financieros formales (Angelucci, Karlan y Zinman, 2015; Banerjee et al., 2015; Banerjee, Karlan y Zinman, 2015). Sin embargo, en los últimos años, el concepto de inclusión financiera se ha ampliado. Hoy en día las iniciativas de inclusión financiera reconocen el rol del ahorro como un instrumento de desarrollo y entienden que los hogares se enfrentan a grandes restricciones para ahorrar.

El foco inicial de las políticas de inclusión financiera consistía en eliminar las restricciones por el lado de la oferta, intentando ampliar el uso de servicios financieros formales entre los no bancarizados. Con ese fin, en el mundo en desarrollo los gobiernos promovieron enérgicamente las cuentas simplificadas de ahorro.<sup>18</sup> Estas iniciativas han contribuido a bancarizar a los no bancarizados. Sin embargo, las restricciones por el lado de la demanda también obstaculizan la capacidad de los hogares para ahorrar, sobre todo a través de instrumentos formales. Incluso cuando los hogares tienen una cuenta bancaria, puede que sean incapaces de alcanzar sus metas de ahorro debido a las limitaciones del lado de la demanda, como la presión social para prestar dinero a los amigos y a la familia, la falta de conocimiento y/o de información, y los sesgos de conducta.

Cualquier estrategia de inclusión financiera nacional que pretenda ir más allá de meramente calcular el número de nuevas cuentas abiertas debe considerar los factores que restringen el ahorro de los hogares. Por un lado, las instituciones financieras formales deben seguir diseñando productos de ahorro sencillos y fáciles de usar que satisfagan las demandas de los hogares. Por otro, los servicios financieros deben tener en cuenta la interacción entre las restricciones al ahorro y al crédito en un determinado mercado, y sus efectos en las carteras financieras de los hogares y en su demanda de servicios financieros. A pesar de que

el crédito y el ahorro suelen verse como cosas opuestas, en realidad son dos caras de la misma moneda: los hogares deciden ahorrar y pedir prestado al mismo tiempo. Cuando los hogares necesitan dinero, tanto los instrumentos de ahorro como los de crédito proporcionan un medio para financiar gastos de sumas fijas, dado que los dos requieren un programa regular de depósitos y facilitan un único retiro en un determinado momento (Afzal et al., 2015).

Remover las barreras al ahorro es aún más difícil que ampliar la cobertura de los bancos. Las limitaciones por el lado de la demanda requieren intervenciones de políticas públicas bien diseñadas y capaces de alterar la conducta. Influir en las creencias y preferencias de las personas no es una tarea sencilla, pero los retornos potenciales de esas intervenciones pueden ser importantes, tanto para los individuos y los hogares como para el desarrollo de sus países.

## Notas

- <sup>1</sup> Frisancho (2016) resume evidencia experimental reciente sobre las intervenciones que lidian con diversas restricciones para ahorrar debatidas en esta subsección, lo que incluye costos de transacción, falta de confianza y de regulación, brechas de información y conocimiento, presión social y sesgos de conducta.
- <sup>2</sup> Véanse los capítulos 3 y 11 para un panorama general de los principales factores que aumentan los costos bancarios en América Latina y el Caribe.
- <sup>3</sup> Véase el capítulo 11 para otros temas relacionados con las barreras regulatorias.
- <sup>4</sup> Casi dos terceras partes (65%) del consumo anual de las personas menores de 24 años en América Latina y el Caribe están financiadas por otros miembros del hogar, según los datos de las cuentas nacionales de transferencias (NTA, por sus siglas en inglés). Por otro lado, las personas de edad avanzada renuncian al 12% de su consumo anual bajo la forma de transferencias privadas (véase el enlace <http://www.ntaccounts.org/doc/repository/NTA%20Data%20Sheet.pdf>).
- <sup>5</sup> Estas conclusiones se basan en un experimento en Kenia de Jakielo y Ozier (2016). Los resultados preliminares de un experimento similar en Senegal confirman estos patrones (Boltz, Marazyan y Villar, 2015).
- <sup>6</sup> Datos de los Indicadores de Desarrollo Mundial del Banco Mundial.
- <sup>7</sup> Véase Ortigueira y Siassi (2013) para más detalles sobre el modelo de seguridad intrahogar.
- <sup>8</sup> Una llamada de cautela viene al caso. Janssens, Kramer y Swart (2015) debaten en detalle los problemas que surgen cuando se miden las preferencias hiperbólicas a través de decisiones hipotéticas en una única sección transversal. Sostienen que el nivel de paciencia de los agentes puede cambiar porque sus preferencias son inestables a lo largo del tiempo y no debido a un sesgo hacia el presente. Para medir la inconsistencia en el tiempo adecuadamente, los autores recomiendan un diseño longitudinal que permita desentrañar la estacionalidad, la consistencia en el tiempo y la inexistencia de varianza en el tiempo. En la medida en que los agentes incorporan la probabilidad de entornos cambiantes en sus respuestas a experimentos únicos, en el futuro los esfuerzos para medir la inconsistencia en el tiempo deberían trabajar con datos longitudinales cuando sea posible.

- <sup>9</sup> Véase John (2014), para un modelo que demuestra por qué los individuos con preferencias hiperbólicas no pueden alcanzar su nivel de ahorro predeterminado y cómo los mecanismos de compromisos son útiles para ellos (y cuán caros).
- <sup>10</sup> En toda América Latina y el Caribe existen versiones de este modelo, que ostentan diversos nombres: *pandero* o *pandeiro* en Perú y Brasil, *juntas* en la República Dominicana, *tandas* en México y *quiniela* en varios otros países.
- <sup>11</sup> Para un estudio de los productos de ahorro de compromiso disponibles en la región y sus desafíos actuales, véase Martin (2014).
- <sup>12</sup> El programa Pro-Ahorros (ProSavings) del Fomin ha financiado el desarrollo de grupos de ahorro así como cuentas de ahorro individuales programadas en la región, centrándose especialmente en los beneficiarios de programas de transferencias y en los receptores de remesas del exterior.
- <sup>13</sup> Save More Tomorrow™ de Thaler y Benartzi (2004) hace exactamente esto: no solo se les da a los empleados la posibilidad de comprometerse para ahorrar por adelantado sino que la permanencia en el programa se convierte en la opción automática. El diseño tiene en cuenta el rol del sesgo del *status quo*. Debido a ello, el programa ha alcanzado altas tasas de supervivencia: ocho de cada 10 participantes todavía están ahorrando después de cuatro aumentos salariales.
- <sup>14</sup> Mullainathan y Shafir (2014) destacan que la pobreza también puede tener un impacto en la capacidad de los individuos para procesar información, gestionar su tiempo de manera eficiente o resistir ante las tentaciones, lo que limita su capacidad de tomar decisiones financieras solventes, prever o planificar para el futuro.
- <sup>15</sup> Esto no es sorprendente dado que se trata de una muestra seleccionada de personas que ya habían ingresado en el sistema financiero formal.
- <sup>16</sup> El proyecto de mensajes de Innovations for Poverty Action (IPA) prueba rigurosamente varios contenidos y métodos de transmisión de recordatorios que promueven las iniciativas de inclusión financiera.
- <sup>17</sup> Las externalidades que disuaden a las instituciones financieras de otorgar el primer préstamo a un individuo o grupo pobre sin anterior historial crediticio se describen en Lanuza (2004). Una vez que se lleva a cabo la inversión para otorgar un préstamo a un cliente, otros proveedores del mercado tienen incentivos para captar a ese cliente y evitar así los costos iniciales pagados por el primer prestamista.

<sup>18</sup> Un ejemplo en India es el Programa de Salud del Pueblo del Primer Ministro (Pradhan Mantri's Jan-Dhan Yojana), que planeó abrir 75 millones de cuentas en una primera fase, concluida en agosto de 2015. Asimismo, Cuenta RUT en Chile, una cuenta de ahorro simplificada ofrecida por el Banco Estado, se ha posicionado como el principal medio de pago y de cuentas de depósitos en el país. Numerosos gobiernos de América Latina y el Caribe también están pagando transferencias condicionales a través de cuentas bancarias básicas, promoviendo la bancarización de los segmentos más pobres de la población. Sin embargo, hay un intenso debate en curso a propósito de los efectos no previstos de los programas de ayudas sociales en las decisiones de ahorro formales y la confianza en el sistema financiero formal. Por ejemplo, en Argentina y Brasil los fondos depositados en la cuenta formal de los hogares beneficiarios se retiran cuando el hogar no consume el monto total de la transferencia durante un determinado período. Para un debate sobre este tema, véase el capítulo 11.

# 10 La productividad de las empresas como motor del ahorro

Las tasas de ahorro son relativamente bajas en América Latina y el Caribe. También lo es el crecimiento de la productividad. ¿Están relacionados estos dos hechos? En gran parte de este libro se ha argumentado que, en efecto, existe una relación y que la dirección de causalidad va del ahorro a la productividad, siendo la inversión la variable que los conecta. Se ha argumentado que las bajas tasas de ahorro limitan la inversión en infraestructura, por ejemplo caminos, puertos y telecomunicaciones, lo que a su vez impacta negativamente en el crecimiento de la productividad total de los factores (PTF). Sin la infraestructura necesaria, las empresas no pueden ser plenamente eficientes en sus procesos de producción. Por lo tanto, las bajas tasas de ahorro son un condicionante del crecimiento de la productividad y de ese modo también contribuyen a un pobre desempeño económico.

Sin embargo, hay un segundo canal que liga las decisiones de ahorro con el crecimiento de la productividad, y lo hace en el sentido opuesto. Este capítulo presenta —y, lo que es más importante aún, evalúa cuantitativamente— la idea de que el crecimiento de la productividad no solo es un motor fundamental del crecimiento económico a largo plazo sino que, de manera decisiva, también constituye un determinante clave de las decisiones de ahorro.

¿Cómo funciona esta conexión entre productividad y ahorro? Esencialmente, a través de los incentivos. Los individuos responden a los incentivos que los convencen de aplazar el consumo hoy con el fin de ahorrar más y aumentar su bienestar el día de mañana. Las economías con un bajo crecimiento de la PTF tienden a ser economías en las que el retorno a la inversión (y por ende al ahorro) es bajo. Ante esta perspectiva, las empresas tienen escasos incentivos para invertir, y los hogares para ahorrar. Por

lo tanto, las tasas de ahorro también serán bajas. De esta manera, el magro crecimiento de la PTF, que conlleva un bajo retorno esperado a la inversión, ofrece incentivos más débiles para invertir y para ahorrar. Esto podría ser otro factor determinante de las bajas tasas de ahorro que se observan en la región. En la primera mitad de este capítulo se exploran los mecanismos que subyacen a esta idea, se aporta evidencia empírica a su favor, y se cuantifica el mecanismo en algunos países de América Latina.

El sistema financiero es un intermediario clave en el vínculo causal entre el crecimiento de la PTF y el ahorro. La PTF agregada es un promedio ponderado de la productividad de las empresas individuales. Una economía en la que las firmas productivas pueden aumentar la inversión y contratar más mano de obra es una economía con un alto crecimiento de la PTF agregada. Sin embargo, para invertir, las empresas tienen que tener acceso a los mercados financieros. Si, por el contrario, hay fricciones financieras que limitan el acceso a financiamiento adecuado a las firmas, algunos empresarios productivos se verán obligados a seguir siendo pequeños hasta que puedan ahorrar lo suficiente para expandirse. Acumular ahorros propios (a nivel de la firma) requiere tiempo; por lo tanto, este proceso desacelera el crecimiento de la productividad agregada. En la segunda parte de este capítulo, se analizan la distribución del ahorro privado en la economía y la conducta del ahorro de las empresas, y se provee evidencia de que en la región las fricciones financieras distorsionan los incentivos para ahorrar.

### De Japón al mundo: el vínculo empírico entre la PTF y el ahorro

El rol del crecimiento de la productividad como motor del ahorro ha sido documentado en el caso de Japón en el siglo XX. Chen, İmrohoroğlu e İmrohoroğlu (2006) muestran que el crecimiento de la productividad agregada entre 1956 y 2000 en dicho país explica la mayor parte de los cambios que tuvieron lugar en la tasa de ahorro durante ese período.

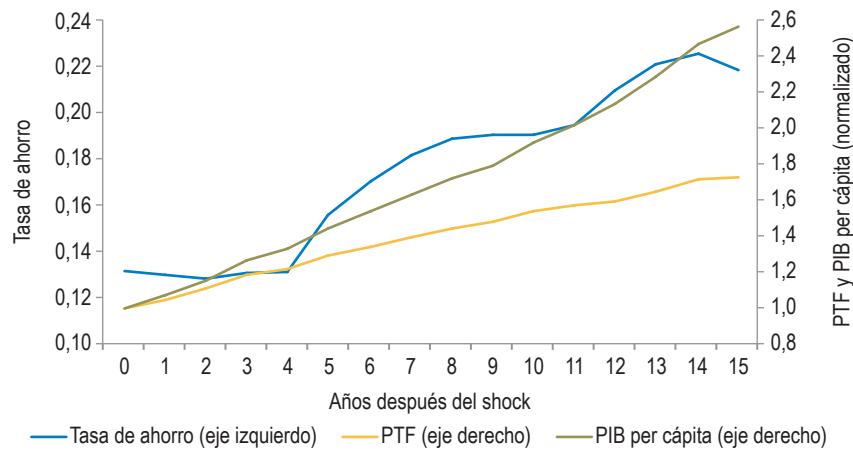
Si bien la evidencia de Japón es convincente, la verdadera pregunta es si este patrón se observa en otros países del mundo y en otros momentos en el tiempo. Un análisis de los datos contenidos en las Penn World Tables, una base de datos de panel con información anual de 167 países que cubre el período entre 1950 y 2011, aporta más evidencia sobre la relación entre el ahorro y el crecimiento de la PTF.<sup>1</sup>

La evidencia analizada muestra que a lo largo de este período, los episodios de gran crecimiento de la PTF se han visto acompañados de

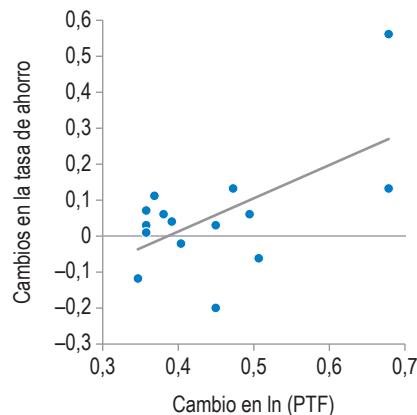
incrementos en las tasas de ahorro. Si se consideran 15 episodios de crecimiento importante y sostenido de la PTF, 11 de ellos fueron acompañados por un aumento de la tasa de ahorro. El panel (a) del gráfico 10.1 ilustra

**Gráfico 10.1 Episodios de aumento de la PTF**

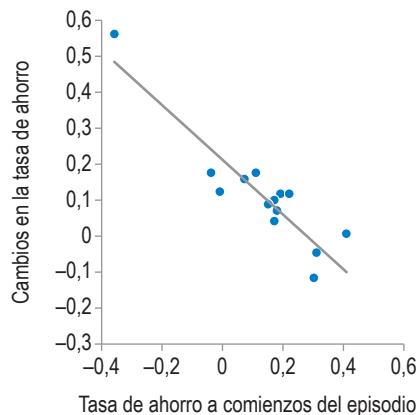
a. Episodios de aumento de la PTF: dinámica promedio



b. Episodios de aumento de la PTF: cambios en la tasa de ahorro y PTF



c. Episodios de aumento de la PTF: cambios en la tasa de ahorro y tasa de ahorro inicial



Fuente: Cálculos de los autores y Penn World Tables.

Nota: En el panel (a), los números recogidos son promedios a lo largo de los episodios. La PTF y el PIB real per cápita están normalizados para ser 1 el primer año del episodio. El eje horizontal representa los años desde el comienzo de cada episodio. Para una lista de los episodios individuales y para los detalles metodológicos para definirlos, véase Busso, Fernández y Tamayo (2016). Los paneles (b) y (c) grafican el cambio en la tasa de ahorro durante el episodio de PTF en relación con el cambio en la PTF (log) y la tasa inicial a comienzos de cada uno de los 15 episodios identificados, respectivamente. El R al cuadrado ajustado de la regresión lineal simple en el panel (b) es de 0,31, y la pendiente positiva tiene un coeficiente de 1,05 con un valor-p de 0,018. El R al cuadrado ajustado de la regresión lineal simple en el panel (c) es de 0,82 y la pendiente negativa tiene un coeficiente de -0,84 con un valor-p de 0,001.

PTF = productividad total de los factores.

este fenómeno al representar la evolución de la PTF, el producto real per cápita y la tasa de ahorro durante estos episodios. Quince años después del inicio del episodio, en promedio, la PTF se había casi duplicado, el producto per cápita se había multiplicado por un factor de 2,6 y la tasa de ahorro se había casi duplicado, pasando de alrededor del 12% al 22% del PIB. Cabe señalar que el incremento en la tasa de ahorro no comparte la misma evolución en el tiempo con las otras dos variables, ni sigue la misma tendencia. Al contrario, el alza en la tasa de ahorro se produce cinco años después del comienzo del episodio de crecimiento de la PTF.

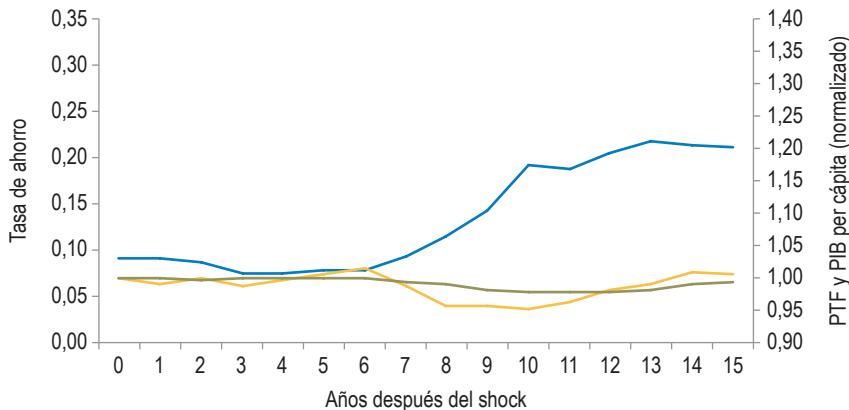
Si bien la evidencia en el panel (a) apoya la hipótesis de que la productividad puede ser un factor determinante del ahorro, no implica que sea el único. El panel (b) confirma una relación positiva entre las dos variables: en promedio, los episodios en los que la PTF aumentó más también fueron los que experimentaron la mayor suba de la tasa de ahorro. Sin embargo, conviene notar que el panel (b) también revela que los incrementos de la PTF no son el único factor determinante del ahorro, ni una condición suficiente para aumentar la tasa de ahorro. En cuatro de los 15 episodios de crecimiento significativo de la PTF, la tasa de ahorro disminuyó.

Por último, el panel (c) presenta el cambio en la tasa de ahorro en cada episodio de aumento de la PTF en relación con el nivel de la tasa de ahorro observada a comienzos de cada episodio. Así, se revela una fuerte relación negativa entre las dos variables: los episodios de aumento de la PTF en los que la tasa de ahorro tuvo mayores aumentos se caracterizan por una tasa de ahorro menor al comienzo del episodio. Los cuatro episodios en los que la tasa de ahorro disminuyó cuando la PTF se incrementó fueron aquellos con una tasa de ahorro relativamente alta (superior al 20%) al inicio del episodio.

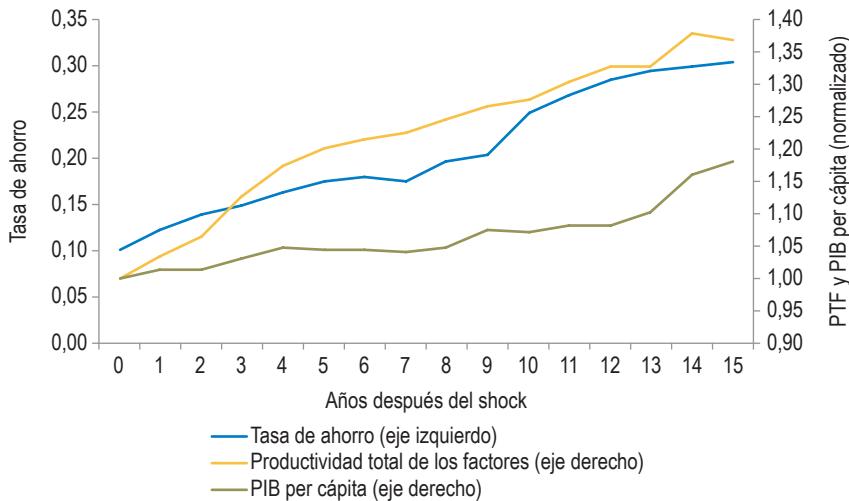
Otra conclusión que se desprende del análisis de los datos es que no todos los aumentos de la tasa de ahorro acaban produciendo un alza del producto per cápita. Al parecer, que un incremento de la tasa de ahorro se vea acompañado de subas en el producto per cápita depende de si aumenta o no la PTF. Esta relación se ilustra en los paneles (a) y (b) del gráfico 10.2, donde se analizan 22 episodios de aumentos grandes y sostenidos de la tasa de ahorro. Los episodios se dividen entre aquellos en los que la PTF subió menos del 10% en una década (panel a) y aquellos en los que la PTF aumentó más del 10% (panel b). En los episodios de incrementos del ahorro que se caracterizan por un alto crecimiento de la PTF, la tasa de ahorro se triplica, pasando del 10% a casi el 30% en 15 años, mientras que la PTF y el ingreso per cápita aumentan en un

### Gráfico 10.2 Episodios de aumentos de la tasa de ahorro

#### a. Episodios de aumentos del ahorro con bajo crecimiento de la PTF



#### b. Episodios de aumentos del ahorro con alto crecimiento de la PTF



Fuente: Cálculos de los autores y Penn World Tables.

Nota: Los números son promedios a lo largo de 22 episodios de aumentos de la tasa de ahorro. La PTF y el PIB real per cápita están normalizados para ser 1 el primer año del episodio. El eje horizontal representa los años desde que comenzó cada episodio. El panel (a) grafica los promedios en 10 episodios en los que la PTF aumentó menos del 10% en una década. El panel (b) grafica los otros dos episodios en los que la PTF aumentó en más que eso.

PTF = productividad total de los factores.

factor de 1,4 y 1,2 respectivamente. En cambio, en los episodios de incremento del ahorro que se caracterizan por un bajo crecimiento de la PTF, tanto el ahorro como el ingreso per cápita prácticamente se estancaron.

Este análisis deja una importante lección: si el ahorro y la productividad pueden fomentar la inversión y el crecimiento, no deberían

estudiarse por separado. Los datos señalan que el crecimiento de la productividad es una variable a tener en cuenta cuando se trata de entender la conducta del ahorro y su contribución al crecimiento económico y al bienestar. Esta conclusión coincide con dos hallazgos que han sido documentados de forma empírica para América Latina: sus bajas tasas de ahorro (véase el capítulo 2) y el persistentemente bajo crecimiento de la productividad (Pagés, 2010).

## Incentivos para ahorrar

¿Por qué las decisiones de ahorro dependen del retorno de la inversión? El mecanismo puede entenderse en el marco del modelo neoclásico de crecimiento, y tiene dos pilares clave. En primer lugar, los hogares deciden cuánto consumir y cuántas horas trabajar con el fin de maximizar su bienestar a lo largo de la vida. En segundo lugar, las empresas combinan capital y trabajo, con diversos grados de eficiencia técnica (productividad). Cuando el capital es relativamente escaso, las empresas querrán invertir más, aumentando el retorno de la inversión. El mayor retorno de la inversión luego se traspasa a los hogares, a los que se induce a aplazar el consumo e incrementar el ahorro. De esta manera, las decisiones de ahorro de los hogares están en gran parte determinadas por el retorno de la inversión, que a su vez depende de diversos factores. Uno de esos factores es el crecimiento de la PTF.

Piénsese en un caso en el que en una economía los individuos prevén un mayor crecimiento de la productividad. Esto implica que serán capaces de extraer cantidades cada vez mayores de producto de cada unidad de capital, aumentando efectivamente el retorno esperado de las inversiones. En este caso, los individuos aplazarán el consumo con el fin de ahorrar, invertir y disfrutar de los beneficios del crecimiento de la productividad cuando se produzca. La tasa de ahorro de la economía se elevaría por encima del nivel en el cual, de otra manera, se habría situado.<sup>2</sup> Además de la productividad, hay otros factores que también pueden influir en el retorno de la inversión y en la conducta de ahorro. En primer lugar, una mayor depreciación del stock de capital puede reducir el retorno neto de la inversión, porque una parte más grande del capital invertido se deprecia. En segundo lugar, los impuestos sobre la renta del capital pueden limitar los incentivos para ahorrar, dado que reducen el retorno de la inversión después de impuestos. En tercer lugar, un mayor consumo del gobierno también puede reducir los recursos disponibles

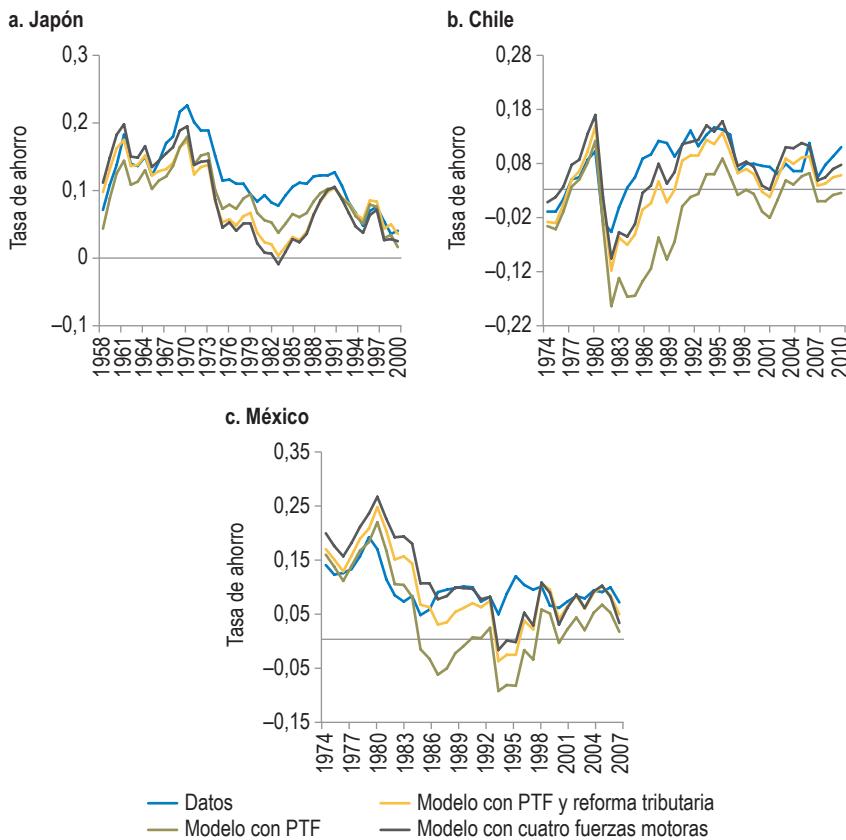
para el ahorro. Por último, un mayor crecimiento de la población requiere más esfuerzos de ahorro a largo plazo. La importancia relativa del crecimiento de la PTF como motor del ahorro en comparación con estos otros factores es una pregunta abierta. En la próxima sección se cuantifica cuánto contribuye cada uno de estos elementos para explicar la tasa de ahorro en tres estudios de casos, dos de ellos de América Latina.

### **La cuantificación del vínculo entre productividad y ahorro**

Para cuantificar el impacto del crecimiento de la productividad en el ahorro, Chen, İmrohoroğlu e İmrohoroğlu (2006) utilizan una versión del modelo descrito más arriba, ajustado a los datos de Japón. Las tasas de ahorro se simulan alimentando el modelo con la dinámica observada del crecimiento de la PTF, así como otras fuerzas motoras que pueden influir en el retorno de la inversión, a saber: el crecimiento de la población, las tasas efectivas del impuesto sobre la renta del capital y el consumo del gobierno. Los resultados de este ejercicio se exhiben en el gráfico 10.3 bajo el rótulo “modelo con cuatro fuerzas motoras”. Además, el gráfico presenta otras dos tasas de ahorro simuladas. Una de ellas utiliza la serie de crecimiento de la PTF y las tasas de los impuestos sobre la renta del capital, y deja constantes el gasto del gobierno y el crecimiento de la población (“modelo con PTF e impuestos”). Por último, bajo el rótulo “modelo con PTF”, solo se usa el crecimiento de la PTF para simular la tasa de ahorro, mientras se mantienen constantes las otras tres fuerzas. La principal conclusión es que la tasa de ahorro simulada que emplea solo el crecimiento observado de la productividad sigue adecuadamente la evolución de la tasa de ahorro observada de Japón.

¿Se replica este resultado en América Latina? Para responder a esta pregunta, el modelo se ajusta a México y Chile, como se hizo para Japón. Estos países proveen ejemplos en la región de dos experiencias contrastantes de crecimiento de la productividad y de la dinámica de la tasa de ahorro. En Chile y México la productividad aumentó y cayó de manera repentina con la “crisis de la deuda” de comienzos de la década de 1980.<sup>3</sup> A partir de mediados de esa década, tanto el crecimiento de la productividad como la tasa de ahorro se recuperaron en Chile pero no lo hicieron en México.

Además del crecimiento observado de la PTF, el modelo es alimentado con las tasas impositivas, el consumo del gobierno y el crecimiento de la población, primero en forma conjunta y luego secuencial. Las tasas

**Gráfico 10.3 Predicciones de las tasas de ahorro del modelo neoclásico**

Fuente: Cálculos de los autores y Chen, İmrohoroğlu e İmrohoroğlu (2006).

Nota: Para México, la parametrización del modelo sigue de cerca a Kehoe y Meza (2011), que estudiaron la experiencia de crecimiento de dicho país durante la posguerra. "Modelo con cuatro fuerzas motoras" = crecimiento de la PTF, crecimiento de la población, consumo del gobierno y tasa impositiva del 53% para 1970-88 y de 22% después. "Modelo con PTF y reforma tributaria" = consumo del gobierno y crecimiento de la población en los promedios de la muestra pero incluye la "reforma tributaria" de 1987. "Modelo con PTF" utiliza la tasa impositiva anterior a la reforma (55%) para todo el período. El razonamiento para incluir una disminución significativa en la tasa impositiva proviene de la principal reforma del impuesto a la renta corporativa en México introducido en 1987 (Urzúa, 1993). En el caso de Chile, la parametrización del modelo sigue de cerca a Bergoeing et al. (2002). Debido a la falta de datos fiables, las tasas de impuestos al capital se fijaron en un 55% entre 1960 y 1987, y en un 12% después (Bergoeing et al. 2002). Hsieh y Parker (2007) presentaron evidencia convincente de que las tasas del impuesto a la renta corporativa disminuyeron en estas magnitudes aproximadas en torno a 1986-87.

de ahorro simuladas para tres escenarios diferentes (es decir, igual que en el caso de Japón) se recogen en los paneles (b) y (c) del gráfico 10.3; y a su vez dichas tasas de ahorro simuladas son contrastadas con las tasas de ahorro observadas para cada país. De este ejercicio surgen unas cuantas observaciones destacadas.

En primer lugar, en el caso de México, el crecimiento de la PTF y las tasas de impuestos sobre la renta del capital generan una tasa de ahorro simulada que replica cercanamente la evolución de la tasa de ahorro observada en la realidad. Concretamente, el modelo con estas dos fuerzas motoras (“modelo con PTF y reforma tributaria”) es capaz de dar cuenta del auge y de la caída de la tasa de ahorro en el momento de la crisis de la deuda y de su posterior estancamiento.<sup>4</sup> En segundo lugar, si bien el crecimiento de la productividad contribuye a explicar la *dinámica* de las tasas de ahorro a lo largo de este período (ver “modelo con PTF”), las tasas del impuesto sobre la renta del capital desempeñaron un rol clave en la determinación del *nivel* de las tasas de ahorro después de la crisis de la deuda. En el modelo, las tasas del impuesto sobre la renta del capital sirven como indicador aproximado de las múltiples potenciales distorsiones que existen para la inversión en la economía. Por ende, los resultados muestran que, para replicar la evolución de la tasa de ahorro observada en México, se requieren tanto el crecimiento de la PTF como de estas distorsiones a la inversión.

En el caso de Chile, el modelo predice un aumento y luego una caída drástica de la tasa de ahorro alrededor del momento de la crisis de la deuda a comienzos de los años ochenta. La serie rotulada “modelo con cuatro fuerzas motoras” muestra que la tasa de ahorro simulada puede reproducir las principales tendencias de la tasa de ahorro en Chile, incluso mejor que para México. En marcado contraste con el caso mexicano, en Chile la tasa de ahorro aumentó de manera sostenida en los años posteriores a la crisis, y a lo largo de los años ochenta y comienzos de los noventa. Para determinar el principal motor de este aumento, en el gráfico 10.3 se comparan tres tasas de ahorro producidas por el modelo. Los resultados muestran que el fuerte crecimiento de la PTF después de la crisis de comienzos de los años ochenta fue la principal fuerza motora detrás de la conducta de ahorro observada (ver “modelo con PTF”).<sup>5</sup> Una vez más, los impuestos sobre el capital (es decir, un indicador aproximado de distorsiones más amplias a la inversión) son cruciales para determinar el *nivel* de la tasa de ahorro, quizás en mayor medida que para México.

Para resumir, este análisis deja tres grandes lecciones. En primer lugar, como en Japón, la dinámica de la productividad contribuye a explicar las grandes tendencias de las tasas de ahorro en México y Chile. En segundo lugar, las simulaciones tanto para Chile como para México apoyan la hipótesis de que los incentivos al ahorro (generados por el

retorno de la inversión) tienen importancia en las decisiones de ahorro. Por último, y este quizá sea el aspecto más sobresaliente, otros factores asociados con las distorsiones a la inversión, desempeñan un rol más central para explicar el *nivel* de las tasas de ahorro en Chile y México que en el caso de Japón. En el mundo real, estas distorsiones van más allá de los impuestos sobre la renta del capital; también incluyen, por ejemplo, las distorsiones en los mercados financieros que aumentan el costo del crédito para las empresas. Estos aspectos serán tratados con mayor profundidad en la segunda parte del capítulo.

### **Aspectos complementarios de la relación productividad-ahorro**

Aunque el mecanismo descrito en la sección anterior puede contribuir a racionalizar un vínculo causal que va del crecimiento de la productividad al ahorro, tiene dos limitaciones potenciales.<sup>6</sup> En primer lugar, el modelo asume un contexto de economía cerrada. En un contexto de economía abierta, en principio el crecimiento de la productividad importaría menos para el ahorro nacional, ya que los países podrían sustituir el ahorro nacional por el ahorro externo. En una economía abierta pequeña, el capital extranjero debería ingresar al país ante un mayor crecimiento de la productividad aprovechando los altos retornos a la inversión. En ese caso, la inversión doméstica se vería desacoplada del ahorro nacional. Sin embargo, en la práctica la evidencia de este posible desacoplamiento ha sido esquiva (véanse Feldstein y Horioka [1980], y los capítulos 4 y 5).<sup>7</sup>

En segundo lugar, un trabajo reciente de Gourinchas y Jeanne (2013) llega a la conclusión de que los flujos de capital de los países ricos a los países pobres no solo son exiguos (como sostiene Lucas, 1990) sino que su asignación en los países en desarrollo no se condice con lo predicho por la versión de economía abierta del modelo descrito más arriba. No solo no se observa en los datos la fuerte correlación positiva entre crecimiento de la productividad y entradas del capital extranjero sino que, de hecho, hay una correlación negativa entre los dos, fenómeno conocido como “el enigma de la asignación”.

¿Por qué el capital no fluye hacia los países con un mayor crecimiento de la productividad para aprovechar los retornos esperados más altos a la inversión? Gourinchas y Jeanne (2013) sostienen que, dado que los individuos pueden ahorrar no solo a nivel local a través de la inversión en capital físico, sino también a través de la adquisición de activos financieros en el exterior, los impuestos a los retornos sobre el capital físico

(por ejemplo, los impuestos a la renta corporativa) no son suficientes para explicar la relación entre ahorro nacional y flujos netos de capital. En particular, distorsiones específicas a la acumulación de la riqueza (o sea, al ahorro nacional) explican el particular patrón de flujos netos de capital observados en América Latina (en contraste, por ejemplo, con países de Asia que, de hecho, subvencionan el ahorro nacional). En otras palabras, en una economía cerrada, el impuesto sobre la renta del capital es lo mismo que un impuesto sobre el ahorro nacional. En una economía abierta, esto no necesariamente es así, y por ende las distorsiones específicas al ahorro nacional desempeñan un rol independiente de las distorsiones a la inversión y ambos inciden sobre el ahorro y los flujos de capital. Esto a su vez reafirma la importancia de analizar por separado las distorsiones a la inversión a las que se enfrentan las empresas en América Latina, un ejercicio que se abordará en la próxima sección.

Por otra parte, el modelo supone que todas las empresas son homogéneas. Esto implica que el modelo analiza el consumo, el trabajo y las decisiones de ahorro desde la perspectiva de un agente representativo (es decir, sin distinguir entre empresas u hogares). Concretamente, quien ejecuta las decisiones de ahorro es irrelevante en el sentido de que se llega a los mismos resultados ya sea que ahorren las empresas o los hogares. Reconocer que los agentes varían en diversas dimensiones –por ejemplo, en términos de riqueza y productividad– tiene dos consecuencias fundamentales. En primer lugar, el crecimiento de la productividad agregada pasa a ser el resultado de la combinación de los niveles y las tasas de crecimiento de las productividades individuales de todas las firmas (véase Busso, Fernández y Tamayo, 2016). En segundo lugar, la asignación eficiente de los recursos en una economía requiere la presencia de instituciones eficientes, en particular mercados financieros que funcionen bien, para que los ahorros fluyan desde quienes lo generan hacia las empresas más productivas. Es decir, con agentes heterogéneos, es importante determinar quién ahorra y cuánto ahorra cada agente.<sup>8</sup> Por este motivo, el resto de este capítulo se centra en la heterogeneidad de las empresas y en las distorsiones que interfieren en las decisiones de ahorro-inversión.

### Un análisis sobre el ahorro de las empresas

Dado que los empresarios, por naturaleza, tienen diferentes ideas y capacidad para organizar los procesos de producción, las firmas en las

economías tienen distintos niveles de productividad. Por ello, para entender el nivel y evolución de la productividad agregada se debe analizar qué empresas producen y cuánto produce cada una. Si un empresario altamente productivo se enfrenta a numerosos obstáculos en los mercados financieros (también conocidos como fricciones financieras) y, por lo tanto, no puede obtener el crédito necesario para financiar proyectos de inversión, el crecimiento de la firma se verá limitado, dado que necesitará tiempo para acumular fondos internos (ahorro). Estos obstáculos generarán como resultado un crecimiento más bajo de la productividad agregada a largo plazo.

Como ya se señaló, el bajo crecimiento de la productividad proporciona escasos incentivos en la economía para ahorrar. Sin embargo, a pesar de que las fricciones financieras limitan el crecimiento de la productividad y, por lo tanto, reducen el ahorro agregado, al mismo tiempo inducen a las empresas productivas a ahorrar (es decir, a acumular fondos internos), con el fin de superar las restricciones que les impone la falta de acceso al crédito. Por lo tanto, y paradójicamente, las fricciones financieras impulsan el ahorro de las empresas como un paliativo. En esta sección se muestra que el análisis de la distribución del ahorro privado en la economía, así como de los patrones del ahorro de las firmas, proporciona evidencia de que las fricciones financieras distorsionan las señales de precios y los incentivos para ahorrar.

¿Por qué ahorran las empresas?<sup>9</sup> En primer lugar, deben satisfacer de manera regular las necesidades de efectivo en el curso normal de los negocios. Dado que resulta costoso convertir con frecuencia en efectivo los activos no financieros para efectuar pagos, las empresas deben guardar efectivo para realizar esos pagos. Además de este motivo transaccional, hay un motivo de ahorro de carácter precautorio, a saber: las firmas ahorran para poder reaccionar más rápido ante shocks adversos o ante oportunidades de inversión cuando el acceso a los mercados financieros es oneroso o requiere tiempo. Por último, y esto quizás sea lo más importante, las empresas ahorran para financiar la inversión actual y futura.

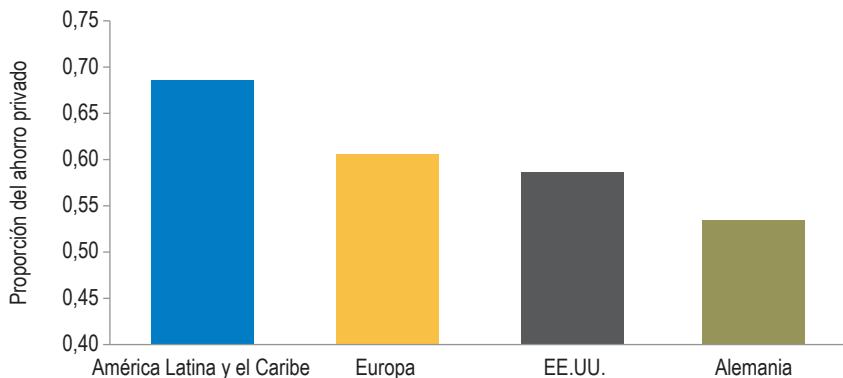
Al contrario de los hogares, que ahorran para aumentar el consumo en el futuro, las firmas determinan cuánto ahorrar e invertir para maximizar sus ganancias en función de los costos relativos de las fuentes de financiamiento internas y externas.

En una economía sin costos de transacción, sin costos de bancarrota y sin costos de agencia, sin impuestos distorsivos, con información

simétrica y con mercados eficientes, la estructura de financiamiento del capital de la empresa sería irrelevante para determinar el valor de la misma (Modigliani y Miller, 1958). En esa economía ideal, las firmas no tendrían motivos para ahorrar. Si necesitaran financiamiento para construir nuevas plantas, comprar maquinaria nueva o superar caídas inesperadas en las ventas o aumentos en los gastos, podrían endeudarse y pagar las deudas en el futuro. En una economía de este tipo, el costo de endeudarse (la tasa de interés) sería igual al costo de los fondos internos. En un mundo con información simétrica, los bancos, sabiendo todo lo que la empresa hace, proporcionarían esos recursos si la firma lo estimara rentable a largo plazo; de otra manera la empresa no estaría dispuesta a pedir dinero prestado.

Sin embargo, el mundo real está plagado de costos de transacción, bancarrota y costos de agencia. Hay impuestos distorsivos e información asimétrica, y los mercados financieros no funcionan de manera eficiente. En aras de la sencillez, estos impedimentos se denominan “fricciones financieras”. Estas fricciones hacen que el financiamiento externo (o sea, el crédito) sea relativamente más caro que el interno (o sea, el ahorro propio de la empresa), con lo cual aumentan los incentivos para que las empresas ahorren en lugar de pedir prestado. Por ejemplo, las asimetrías de información pueden disuadir a las empresas de buscar endeudamiento anticipando los altos costos que deben asumir los prestamistas que deben evaluar la viabilidad de los proyectos de inversión. El proceso de evaluación en presencia de asimetrías de información aumenta el costo del financiamiento externo alejando a las empresas de ahorrar. La llamada teoría de la jerarquía de las fuentes de financiamiento (Myers y Majluf, 1984) predice que, sobre la base del costo relativo del financiamiento para las empresas, es más conveniente para ellas utilizar primero sus propios ahorros, luego utilizar deuda y, finalmente, como último recurso, emitir acciones.

Por lo tanto, en la mayoría de las economías de todo el mundo el porcentaje de ahorro privado que es generado por las empresas suele ser más bien grande (véase el capítulo 2). Pero en algunos países el fenómeno es más acentuado. El gráfico 10.4 muestra la proporción del ahorro de las empresas en relación con el ahorro privado total, calculado utilizando los datos de las cuentas nacionales (Bebczuk y Cavallo, 2016). En el gráfico se representa la información para un subconjunto de países de América Latina para los que hay datos disponibles, y para tres países/regiones de comparación: Alemania, Estados Unidos y

**Gráfico 10.4 Ahorro de las empresas (como proporción del ahorro privado)**

Fuente: Cálculos de los autores sobre la base de Bebczuk y Cavallo (2016).

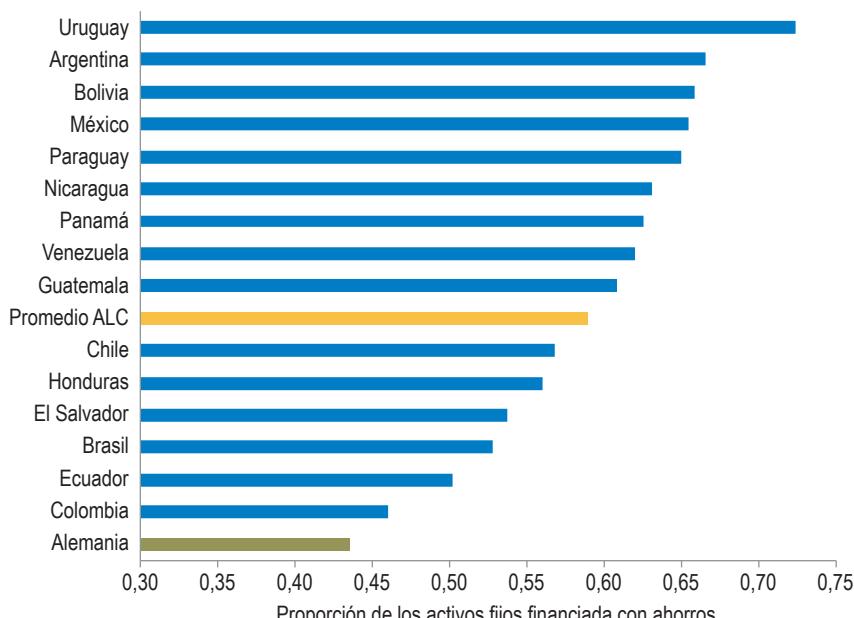
Nota: América Latina y el Caribe se refiere a Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Guatemala, Honduras y México. Europa se refiere a Austria, Bélgica, España, Francia, Italia, Países Bajos, Portugal, Reino Unido y Suiza. Los datos corresponden a 2008-12. El ahorro privado es la suma del ahorro de los hogares y de las empresas.

Europa Occidental (excluyendo Alemania). Las firmas de estos países/regiones explican más del 50% del ahorro privado, mientras que en América Latina la proporción las empresas en ahorro privado asciende a un 68%.

Es posible afirmar que en la mayoría de las economías la empresa promedio financia una gran parte de sus proyectos de inversión utilizando sus propios ahorros. Las firmas en América Latina siguen esta norma, y financian entre el 45% y el 75% de sus necesidades de capital con sus propios ahorros (véase el gráfico 10.5). Incluso en Alemania, un país con un sistema financiero más desarrollado que América Latina, la empresa promedio financia el 44% de sus activos fijos con ahorros propios.<sup>10</sup>

¿Por qué las empresas en ciertas economías parecen depender en mayor medida de los ahorros propios para financiar su stock de capital? Una probable explicación es que sus sistemas financieros están menos desarrollados. Es lógico suponer que las firmas que se enfrentan a menos restricciones financieras dependan menos de los fondos internos para financiar su inversión de capital. Estas firmas suelen enfrentarse a requisitos de garantías menos estrictos (Beck, Demirgürç-Kunt y Maksimovic, 2005, 2008) y, dado que en promedio son más grandes, entonces suelen estar sujetas a asimetrías de información menos severas. Por ende, estas firmas tienen más fuentes de

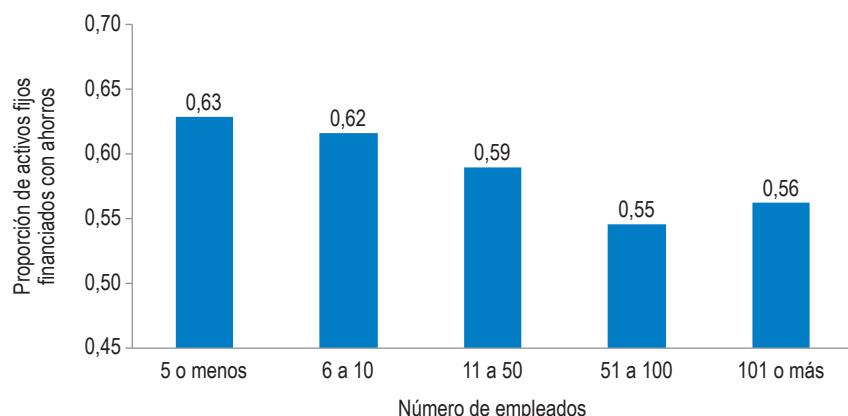
**Gráfico 10.5 Financiamiento de las empresas con ahorros propios, Alemania y países seleccionados de América Latina y el Caribe**



Fuente: Cálculos de los autores sobre la base de las Encuestas de Empresas del Banco Mundial. Véase Busso, Fernández y Tamayo (2016) para más detalles.

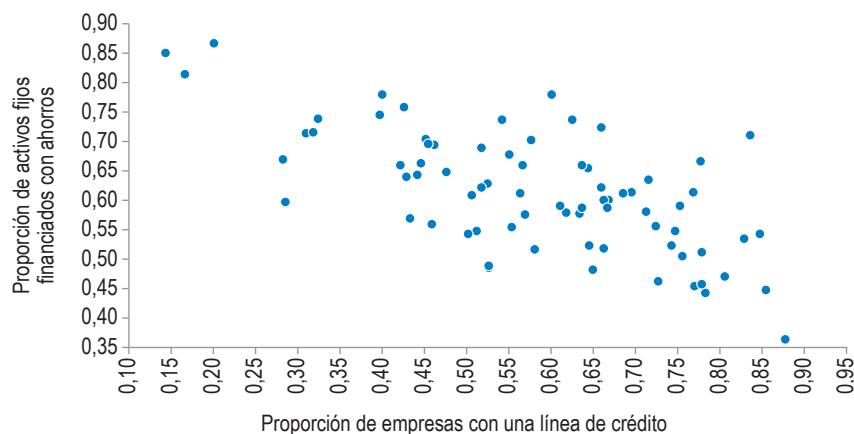
Nota: El ahorro de las empresas se define en términos de fondos internos o ganancias retenidas. ALC = América Latina y el Caribe.

**Gráfico 10.6 Proporción de activos fijos financiados con ahorros, por tamaño de empresa**



Fuente: Cálculos de los autores sobre la base de las Encuestas de Empresas del Banco Mundial. Véase Busso, Fernández y Tamayo (2016) para más detalles.

Nota: El ahorro de las empresas se define en términos de fondos internos o ganancias retenidas.

**Gráfico 10.7 Activos fijos financiados con ahorros y acceso al crédito**

Fuente: Elaboración propia sobre la base de las Encuestas de Empresas del Banco Mundial. Para una lista de países y otros detalles, véase Busso, Fernández y Tamayo (2016).

Nota: Cada punto representa una combinación país-tamaño de celda.

financiamiento disponibles (Diamond y Verrecchia, 1991). El gráfico 10.6 muestra que la proporción de fondos internos para financiar la inversión disminuye con el tamaño de la firma; en particular, el uso de fondos propios para financiar inversión es proporcionalmente menor para las empresas más grandes, las cuales probablemente se enfrentan a menos restricciones financieras.

En el gráfico 10.7 se utiliza una medida más directa al analizar el acceso al crédito de las empresas. En la gráfica de dispersión, cada punto representa un país y, en particular una combinación entre porcentaje de la inversión financiada con ahorros propios y porcentaje de las firmas con acceso al crédito. Este gráfico confirma que cuanto mayor es el acceso al crédito, menor es la proporción de la inversión de las empresas que es financiada con sus ahorros.

Las fricciones financieras parecen ser un problema particularmente grave en las economías de América Latina, donde el desarrollo financiero es bajo. Fernández y Tamayo (de próxima publicación) estudian las causas institucionales de la falta de desarrollo financiero. Los autores resaltan las débiles instituciones de América Latina, uno de cuyos resultados, por ejemplo, es la escasa protección del acreedor en los contratos financieros. Cabe señalar que el escaso desarrollo financiero inhibe la asignación eficiente de recursos en la economía, un tema que será tratado en más detalle en el capítulo 11.

## El ahorro de las empresas: un salvavidas para las firmas productivas

El ahorro de las empresas es un remedio imperfecto para la falta de desarrollo financiero. El ahorro puede ayudar a las firmas a superar las fricciones financieras porque les permite acumular recursos propios para que puedan crecer. De esta manera, el ahorro se relaciona con la productividad a nivel de la empresa y el crecimiento de la PTF agregada. Las firmas suelen empezar a pequeña escala con ideas, bajos niveles de capital y solo unos pocos empleados. Las empresas pequeñas aprenden a organizar su negocio y sus prácticas y, con el tiempo, saben si son productivas o no. Sin embargo, no todas nacen en igualdad de condiciones.

Las pequeñas empresas improductivas tienen bajos productos marginales de capital y mano de obra. No tienen motivo, necesidad ni capacidad para ampliarse. Dependiendo de la competencia y la distorsión de precios a las que se enfrentan en su sector, pueden sobrevivir con bajos niveles de capital. Por consiguiente, tampoco tienen necesidad de ahorrar demasiado para invertir y ampliar su capital. Su probabilidad de salir del mercado en el que funcionan un año cualquiera es elevada (Davis, Haltiwanger y Schuh, 1996). En América Latina, estas firmas suelen ser pequeñas, informales y de propiedad familiar, y sobreviven sobre todo porque las distorsiones les permiten pagar costos de insumos más bajos o cobrar precios más altos.

Sin embargo, para las pequeñas empresas productivas sería deseable crecer contratando más mano de obra y adquiriendo más capital físico. Este proceso de crecimiento suele requerir inversiones a largo plazo bajo la forma de nuevas y más amplias instalaciones que implican recursos sustanciales y que solo rinden progresivamente a lo largo del tiempo. Aun cuando el monto de la inversión requerida sea pequeño en relación con el flujo potencial de futuras ganancias, la empresa podría prever que los montos requeridos serán altos en comparación con las ganancias de una planta pequeña. Por ende, ahorrar para poder financiar inversiones podría ser la única manera de crecer; sin embargo, el proceso de generación de recursos propios a través del ahorro es un proceso que podría tardar mucho tiempo.

Por lo tanto, las fricciones financieras tienen consecuencias tanto en el crecimiento de la PTF agregada como en el nivel y el tipo de ahorro que se genera en la economía. Para entender por qué, las firmas se pueden clasificar en tres tipos: empresas pequeñas e improductivas que

siguen siendo pequeñas o eventualmente salen del mercado; empresas pequeñas y productivas que querrían crecer pero no pueden debido a las restricciones financieras, y empresas que ya han dado el salto a una escala más grande.

En una economía con escasas fricciones financieras, las firmas pequeñas y productivas pueden endeudarse en montos considerables para modernizar y ampliar sus instalaciones. Por lo tanto las empresas pequeñas y productivas crecen rápido; esto aumenta la demanda de capital y mano de obra, lo cual se traduce en salarios y retornos más altos sobre la acumulación de capital. Estos cambios en los precios relativos traen aparejadas numerosas consecuencias. En primer lugar, los salarios más altos eventualmente convencen a algunos empresarios pequeños e improductivos de cerrar sus empresas y convertirse en empleados asalariados. Dado que las firmas productivas crecen rápido, la proporción de empresas pequeñas y productivas es mínima, y prácticamente no hay firmas improductivas. A su vez, las empresas que ya son grandes invierten para mantener su capital físico. Por lo tanto, una economía de este tipo tiende a tener una proporción significativa de empresas grandes. Dado que la PTF de la economía es una suma ponderada de la productividad de las empresas individuales, esta economía disfruta de un mayor crecimiento de la productividad agregada. Además, un mayor retorno sobre la inversión se traduce en más incentivos para que los individuos (hogares) ahorren. Por ende, el ahorro agregado también aumenta.

Al contrario, piénsese en una economía con muchas fricciones financieras que encarecen el crédito, suponiendo la misma distribución de la productividad de las empresas mencionadas anteriormente. Las firmas pequeñas y productivas no pueden pedir prestado para modernizar las instalaciones y deben ahorrar una parte mayor de los recursos requeridos para invertir; por lo tanto, siguen siendo pequeñas durante más tiempo. La demanda de mano de obra no se incrementa y los salarios siguen siendo bajos. Tampoco aumenta la demanda de capital y el retorno sobre la acumulación del capital sigue siendo bajo también. En una economía de este tipo, la combinación de empresas es muy diferente. Hay una menor proporción de firmas grandes, una proporción mayor de empresas pequeñas y productivas que quieren crecer pero no pueden, y una mayor proporción de firmas pequeñas e improductivas. El crecimiento de la productividad agregada y del ahorro agregado es más bajo. La proporción del ahorro de las empresas en relación con los hogares es mayor porque el ahorro de las empresas es la única manera

que tienen las firmas productivas de generar los recursos que necesitan para crecer. En ese sentido, cuando las empresas ahorrar más, ponen de manifiesto que el sistema financiero está escasamente desarrollado.

Es sugestivo que, de acuerdo a los datos, en promedio, las firmas más productivas tienden a ahorrar más. Y lo que es más importante aún: las empresas productivas que no tienen acceso al crédito tienden a ahorrar más que las improductivas (véase Busso, Fernández y Tamayo, 2016). Esta correlación es aún más notable entre las firmas que postularon a un crédito pero todavía no lo han asegurado. En otras palabras, manteniendo constante la distribución del tamaño de las firmas, las empresas más productivas tienden a ahorrar más. Esto es porque requieren financiamiento para crecer, pero no logran acceder al crédito.

Hay una literatura reciente relativamente extensa que modela de manera formal la relación entre las fricciones financieras, la productividad de la empresa, el ahorro y el crecimiento de la PTF agregada siguiendo las líneas descritas. Por ejemplo, Midrigan y Xu (2014) utilizan datos a nivel de la empresa para calibrar un modelo para Corea del Sur (una economía con bajas fricciones financieras), China y Colombia (dos economías con altas fricciones financieras). Los autores muestran que sin el ahorro de las empresas, los costos (en términos de inefficiencia en la asignación de recursos) del bajo desarrollo financiero serían mucho mayores a los observados. Las restricciones financieras tienen un efecto negativo en el número y la escala de productores que operan en la economía. El ahorro de las empresas permite eventualmente sortear los obstáculos impuestos por las restricciones financieras al crecimiento de las firmas productivas. Sin embargo, la capacidad de ahorro de las firmas pequeñas es limitada y demanda tiempo, y por lo tanto el ahorro de las empresas no es un remedio total para las consecuencias de las fricciones financieras.<sup>11</sup>

### Un enfoque productivo de las políticas públicas

Hay dos conclusiones generales que se derivan de este análisis. En primer lugar, al estudiar las políticas públicas para promover el ahorro, los responsables de las políticas no deberían ignorar las reformas económicas que promueven el crecimiento de la productividad. No es una coincidencia que los episodios de rápido crecimiento de la PTF se hayan visto acompañados de incrementos de la tasa de ahorro agregada y del crecimiento del producto interno bruto (PIB), mientras que los

episodios de aumento del ahorro sin crecimiento de la PTF no generaron una suba sostenida del PIB. El vínculo entre el crecimiento de la PTF y el ahorro es sumamente importante: un mayor ahorro puede aumentar el crecimiento económico solo si el ahorro adicional se invierte en proyectos que generan altos retornos y, por lo tanto, incrementan el crecimiento de la productividad. Desafortunadamente, el crecimiento de la productividad ha sido esquivo en América Latina. En Pagés (2010) se debaten las políticas para promover el crecimiento de la productividad en la región, incluidas aquellas destinadas a mejorar la asignación de los recursos, a promover la competencia y a fomentar la innovación en las empresas.

En segundo lugar, dado que la productividad agregada es un promedio ponderado de la productividad de las empresas individuales, cuáles son las firmas que llegan a producir y cuánto producen son cuestiones que influyen en el crecimiento de la productividad agregada resultante y, por lo tanto, resultan cruciales para generar incentivos para el ahorro. En particular, las severas fricciones del mercado financiero en la región desaceleran significativamente la dinámica de las empresas productivas, ya que estas tienen que ahorrar antes de poder crecer. Si bien esto fomenta el ahorro de las empresas productivas como antídoto para las restricciones impuestas por las fricciones financieras, también arroja como resultado pérdidas debido a la mala asignación de los recursos, un menor crecimiento de la PTF y tasas de ahorro agregadas más bajas. Además, las distorsiones del mercado laboral y del mercado de productos podrían interactuar con las distorsiones generadas por las fricciones financieras y exacerbar el costo de la falta de desarrollo financiero para la productividad (estas interacciones se analizan en el recuadro 10.1).

Por lo tanto, las políticas para lidiar con las causas subyacentes de las fricciones financieras pueden contribuir a mejorar la asignación de recursos, aumentando así el retorno sobre la inversión y los incentivos para ahorrar. A su vez, es probable que reformas destinadas a impulsar la inversión productiva tengan un efecto más fuerte y más rápido en el crecimiento si van acompañadas de medidas destinadas a reducir las fricciones financieras, tema que constituye el punto central del próximo capítulo. En la búsqueda de más ahorro y, sobre todo, de un mejor ahorro en América Latina y el Caribe, la reducción de las fricciones financieras puede tener un impacto cuantitativamente significativo.

### **RECUADRO 10.1. AHORRO, INFORMALIDAD, DISTORSIONES Y MALA ASIGNACIÓN DE LAS EMPRESAS**

América Latina tiene una gran cantidad de empresas pequeñas, informales e improductivas que funcionan con costos de insumos más bajos o precios de producto más altos porque la vigilancia del cumplimiento de los impuestos y las regulaciones es inadecuada (Busso, Fazio y Levy, 2012). Al distorsionar los precios, la informalidad puede generar incentivos para que las empresas improductivas crezcan cuando, de otra manera, no lo harían. La capacidad de las firmas para ahorrar podría amplificar las ineficiencias económicas generadas por estas distorsiones laborales y de los impuestos.

Piénsese en un hogar dueño de una firma pequeña y relativamente improductiva, y que, por lo tanto, extrae escaso producto de la mano de obra y del capital. Supóngase que solo existen distorsiones del mercado laboral. Esta empresa informal es menos productiva que una empresa formal en el mismo sector; no paga impuestos laborales y, por lo tanto, tiene costos laborales más bajos. En aras de la sencillez, supóngase que el capital es un complemento de la mano de obra. Ambas firmas contratan mano de obra y capital hasta que los productos marginales de estos insumos son iguales a su costo. La empresa informal, que funciona con costos laborales más bajos, contrataría más mano de obra y capital que si los recursos estuvieran asignados de manera eficiente. En una economía con fricciones financieras, es probable que la empresa informal se enfrente a mayores costos de financiamiento externo que la formal. Estas distorsiones del mercado financiero disminuyen la mala asignación provocada por las distorsiones del mercado laboral.

Este argumento ignora el hecho de que los empresarios pueden superar las dificultades financieras a través del ahorro. Si hubiera fricciones financieras y no hubiese distorsiones del mercado laboral, las empresas pequeñas, informales e improductivas no tendrían motivo para ahorrar porque no sería necesario crecer. Sin embargo, con las distorsiones del mercado laboral, sus costos laborales disminuirían y esto podría favorecer potencialmente el interés de dichas firmas en ahorrar con el fin de adquirir capital (complemento del trabajo).

Por lo tanto, en un contexto de distorsiones previamente existentes, el ahorro de las empresas puede crear una ineficiencia adicional permitiendo que las firmas pequeñas e informales burlen las restricciones financieras y, por lo tanto, capturen más recursos (mano de obra y capital) de lo que harían normalmente. Sin dichas distorsiones, este costo (en términos de ineficiencia en la asignación de recursos) generado por los ahorros no sería un factor. Aumentar la productividad agregada disminuyendo la mala asignación de recursos requiere reducir las distorsiones previamente existentes en lugar de impedir que las empresas ahorren, lo que probablemente no es viable.

El costo adicional de la mala asignación del ahorro de las empresas depende críticamente del monto de capital que demandan las firmas pequeñas,

**RECUADRO 10.1. (continuación)**

informales e improductivas. Sin embargo, la evidencia sugiere que este no es un problema de primer orden. Para estimar el tamaño de la distribución del capital en la economía, se requiere un censo económico que cubra todas las firmas en esa economía. El único país en la región que tiene esos datos es México. Busso, Fazio y Levy (2012) utilizan el censo económico de México de 2008 y llegan a la conclusión de que el 90% de los establecimientos tiene menos de cinco empleados y contrata el 38% de la fuerza laboral de la economía, pero solo dispone del 13% del capital. Por otra parte, las firmas más grandes, con 50 empleados o más, emplean más del 70% del capital disponible de la economía. Los datos de la Encuesta Nacional de Micronegocios de México confirman que las empresas pequeñas no utilizan demasiado capital: la firma pequeña media tiene un valor de *stock* de capital inferior a US\$1.000. Esto es consistente con la evidencia experimental que llega a la conclusión de que las empresas pequeñas e informales tienen un producto marginal del capital muy alto para niveles muy bajos de capital (véase de Mel, McKenzie y Woodruff, 2008) y que disminuye bruscamente a medida que las empresas acumulan pequeñas cantidades adicionales de capital (McKenzie y Woodruff, 2006).

Por lo tanto, aunque las distorsiones tributarias y del mercado laboral son grandes y pueden redundar en una mala asignación de los recursos —cobrándose un alto precio sobre la productividad de los países en desarrollo (Hsieh y Klenow, 2009; Restuccia y Rogerson, 2008)—, estas no parecen aumentar debido al ahorro de las empresas.

## Notas

- <sup>1</sup> Véase Busso, Fernández y Tamayo (2016) para más detalles acerca de los datos y la metodología utilizados en esta sección, el criterio específico empleado al identificar estos episodios y una lista completa de los mismos.
- <sup>2</sup> Busso, Fernández y Tamayo (2016), trabajo que sirve como apéndice en línea de este capítulo, presentan una descripción matemática exhaustiva de cómo funciona el modelo neoclásico, así como una simulación después de un aumento futuro previsto de la productividad.
- <sup>3</sup> Tanto México como Chile sufrieron crisis de la deuda y crisis financieras severas durante este período, las cuales se manifestaron en un colapso de la productividad. El ejercicio asume esto como un elemento dado. El objetivo principal consiste en evaluar cómo estos episodios determinaron las decisiones de ahorro durante dicho período.
- <sup>4</sup> Sin embargo, cuando se compara con el desempeño del modelo en Chen, İmrohoroglu e İmrohoroglu (2006), el modelo parece perder parte de la dinámica a corto plazo. Esto es de esperar debido a los mejores datos con los que pudieron trabajar Chen, İmrohoroglu e İmrohoroglu (2006), ya que contaban con series temporales completas de las tasas del impuesto sobre la renta del capital y series de depreciación elaboradas rigurosamente, provenientes de Hayashi (1989).
- <sup>5</sup> Cerdá et al. (2015) muestran que una disminución brusca de las tasas impositivas sobre las ganancias retenidas (de alrededor del 50% en 1985 al 10% en 1988) proporcionó grandes incentivos para el ahorro durante esos años.
- <sup>6</sup> También hay explicaciones alternativas para el vínculo entre crecimiento de la productividad y ahorros. De hecho, Aghion et al. (2009) postulan que la propia baja productividad puede verse reforzada por bajas tasas de ahorro nacional. Según su modelo, el crecimiento de los países pobres es el resultado de innovaciones que permiten que los sectores locales se pongan al día con la frontera tecnológica. Sin embargo, para hacerlo se requiere la cooperación de un inversionista extranjero familiarizado con la frontera y un empresario nacional familiarizado con las condiciones locales. El ahorro nacional permite al empresario local tomar una participación de capital en esta empresa cooperativa, mitigando así potenciales problemas de agencia.

- <sup>7</sup> El capítulo 5 aporta evidencia a propósito de la sustituibilidad imperfecta entre el ahorro nacional y el ahorro externo. Además, de la Torre e Ize (2015), que argumentaban la presencia de costos de transacción que harían del ahorro externo e interno sustitutos imperfectos, han confirmado recientemente esto para América Latina.
- <sup>8</sup> Debe notarse que, con mercados financieros perfectos, la heterogeneidad no tiene un efecto real, dado que todas las empresas podrían pedir prestado libremente para alcanzar rápidamente su tamaño óptimo. De la misma manera, los mercados financieros imperfectos sin heterogeneidad nos devuelven al mundo neoclásico (véase Busso, Fernández y Tamayo, 2016).
- <sup>9</sup> Véase Bebczuk y Cavallo (2016) para un tratamiento completo de este tema.
- <sup>10</sup> Este resultado es similar al que se presenta en Kawamura y Ronconi (2015). La principal diferencia es que en este capítulo los datos de la WBES están reponderados con el fin de mantener constante el tamaño de la distribución de las empresas en diferentes países. Esto se hace con el fin de impedir que las diferencias en el marco muestral de cada país influyan en los resultados. Para más detalles, véase Busso, Fernández y Tamayo (2016).
- <sup>11</sup> Buera, Kaboski y Shin (2011) utilizan un modelo similar para explicar la relación entre PTF agregada y desarrollo financiero en diferentes países. Los autores suponen que después de la producción los empresarios podrían incumplir los contratos de préstamo. Esta supervisión imperfecta del cumplimiento de los contratos introduce una fricción financiera que distorsiona la asignación de capital entre las firmas así como sus decisiones de entrada/salida, lo que reduce el crecimiento de la productividad agregada. En su modelo, el autofinanciamiento con miras al futuro (es decir, el ahorro) puede mitigar la mala asignación resultante. Sin embargo, es más difícil autofinanciarse a mayor escala con mayores necesidades financieras. Por lo tanto, los sectores de gran escala (como las manufacturas) se ven más afectados por las fricciones financieras que los sectores de escala más pequeña (como los servicios). La variación en el desarrollo financiero explica un 80% de la diferencia en la producción por trabajador entre México y Estados Unidos.

# 11 Romper el círculo vicioso: políticas financieras para un ahorro de alta calidad

Este libro sostiene que América Latina y el Caribe adolece de dos problemas ligados entre sí, a saber: el ahorro es magro y esos escasos ahorros se usan de manera ineficiente. Ambos problemas están conectados y se ven reforzados por el sistema financiero, que es el conjunto de instituciones de la economía a través de las cuales se canalizan los recursos desde los ahorristas a los inversionistas.

El gráfico 11.1 sigue la huella de estas relaciones. Para empezar, el bajo ahorro de la región significa que escasos recursos están disponibles para las empresas y las personas que necesitan invertir. Esta oferta restringida de fondos prestables a su vez limita el tamaño de la industria financiera, lo que arroja como resultado altos costos unitarios para canalizar fondos entre prestamistas y prestatarios (el proceso de intermediación financiera). Los altos costos del proceso de canalización de fondos se suman a otras distorsiones en los mercados financieros, como la mala calidad de la información crediticia y la escasa protección de los derechos de propiedad. Como resultado, hay una mala asignación de los ahorros disponibles en la economía. Por ejemplo, las empresas que reciben créditos de los bancos no son necesariamente las más productivas, ni las que tienen el mayor potencial productivo, sino más bien aquellas que pueden ofrecer más colateral. La mala asignación de los ahorros disponibles es sinónimo del uso ineficiente de los recursos en la economía, y constituye un factor determinante crucial de la baja productividad de la región (Pagés, 2010). Por último, la baja productividad es la otra cara de la moneda de los bajos retornos sobre la inversión y el ahorro (véase el capítulo 10). Por lo tanto, no tiene nada de sorprendente que, debido al bajo retorno sobre

**Gráfico 11.1 El círculo vicioso de bajo ahorro e intermediación financiera ineficiente**



Fuente: Elaboración propia.

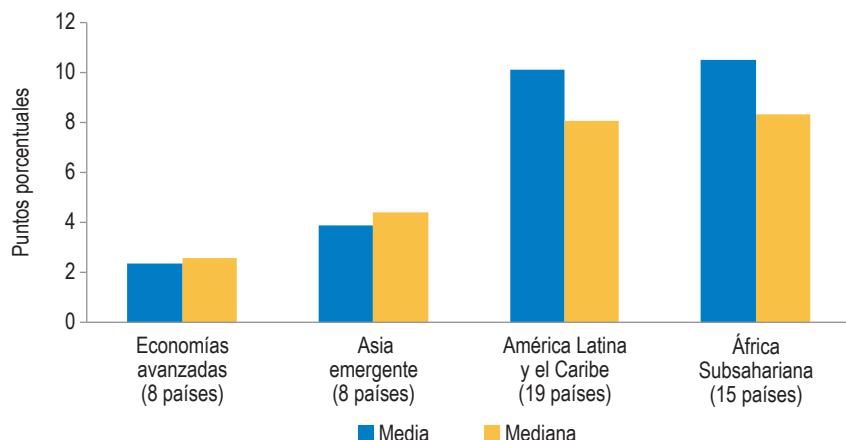
el ahorro que predomina en la región, también sean escasos el ahorro y la intermediación financiera de los ahorros disponibles.

El círculo acaba ahí donde empieza: América Latina y el Caribe es una región con una baja tasa de ahorro y con sistemas financieros escasamente desarrollados. Romper este círculo vicioso requiere acciones de política pública concertadas para mejorar la intermediación financiera. Este capítulo describe dos vías a través de las cuales las políticas pueden contribuir a romper el círculo: 1) reducir las fricciones del mercado financiero para mejorar la eficiencia de la intermediación y 2) impulsar un uso más amplio de los instrumentos de ahorro del sistema financiero formal para reducir los costos unitarios de operación.

### Hacia un sistema financiero eficiente

En un mundo ideal, con mercados financieros competitivos y sin distorsiones, los recursos fluyen hacia los proyectos de inversión más productivos y los retornos de esos proyectos se reflejan en la tasa de interés que se paga a los ahorristas. Es decir, idealmente, los mercados financieros desarrollados y competitivos generan el mayor retorno

**Gráfico 11.2 Diferencial de tasas de interés entre préstamos y entre préstamos y depósitos, diversas regiones, 2006–13 (porcentaje promedio)**



Fuente: Cálculos propios a partir de la base de datos Global Financial Development del Banco Mundial.

Nota: El diferencial de la tasa de interés es la tasa de interés cobrada por los bancos por préstamos a los clientes del sector privado menos la tasa de interés pagada por bancos comerciales o similares por demanda, tiempo o depósitos de ahorro. Sin embargo, los términos y condiciones adjuntos a esas tasas difieren por país, lo cual limita su comparabilidad. Véase la nota 3 del capítulo 2 para la lista de países de cada grupo.

posible sobre la inversión, y a su vez los bajos diferenciales de la tasa de interés entre préstamos y ahorro aseguran que ese retorno sea capturado por los ahorristas. Por el contrario, la baja productividad del capital<sup>1</sup> y los márgenes muy altos de la tasa de interés entre lo que se cobra a los prestamistas y lo que los depositantes reciben ilustran cuán lejos se encuentra la región de ese mundo ideal (véase el gráfico 11.2).<sup>2</sup> Los sistemas financieros de toda la región no son intermediarios eficientes de los ahorros; por el contrario, son pequeños y están fragmentados entre instituciones formales e informales (véase el capítulo 3).

Las distorsiones del mercado financiero y la baja productividad están ligadas entre sí porque las “fricciones financieras” obstaculizan la asignación eficiente de los ahorros. La mala asignación de los recursos disminuye la productividad de la región a alrededor de la mitad de su potencial (Pagés, 2010). Como se argumentó en el capítulo 10, si la productividad fuera mayor, no solo se utilizarían de manera más eficiente los ahorros acumulados, sino que el ahorro también se acumularía más rápido como respuesta a los retornos más altos generados por el incremento de la productividad.

En la región abundan al menos dos tipos de fricciones financieras, las cuales reducen el incremento de la productividad. En primer lugar, los intermediarios financieros carecen de información de buena calidad acerca de los potenciales prestatarios. Al tener escasa información para fundamentar sus decisiones, los prestamistas están prácticamente a ciegas. Por lo tanto, aumentan los márgenes de la intermediación financiera cobrando más para cubrir sus riesgos. Dado que los problemas de información asimétrica pueden desviar los ahorros de sus usos más productivos, las reformas destinadas a perfeccionar los mecanismos para compartir información deberían mejorar la asignación de recursos y la eficiencia. Aunque la región ha logrado importantes progresos en este sentido —sobre todo al ampliar la cobertura de las oficinas de crédito—, la calidad y prontitud de la información disponible a través de estas oficinas es relativamente baja en algunos países.<sup>3</sup> Si bien la información crediticia en algunos países es abundante, en otros escasea, porque el contexto legal no favorece el almacenamiento e intercambio de este valioso recurso (véase Frisancho, 2012). En promedio, el marco regulatorio (es decir, las reglas que determinan el alcance, la accesibilidad y la calidad de la información crediticia disponible a través de registros de crédito públicos o privados) lleva a que la información se comparta menos en América Latina y el Caribe que en otras regiones del mundo (véase el cuadro 11.1).

Una segunda limitación para el desarrollo de los mercados financieros y el crecimiento de la productividad en la región está relacionada con el costo de asegurar el cumplimiento de los contratos financieros.

**Cuadro 11.1 Indicadores del mercado de crédito institucional (promedio 2014–16)**

Región	Índice de información sobre la profundidad del crédito <sup>a</sup> (0–8)	Índice de solidez de los derechos legales <sup>b</sup> (0–12)
América Latina y el Caribe	5,8	4,4
Economías avanzadas	6,7	6,1
Otros países emergentes	6,4	5,0

Fuente: Cálculos de los autores basados en Banco Mundial (2016).

<sup>a</sup> El índice de la profundidad de la información crediticia mide las reglas que afectan el alcance, la accesibilidad y la calidad de la información crediticia disponible a través de registros de créditos públicos o privados. El índice oscila entre 0 y 8, y los valores más altos señalan la disponibilidad de más información crediticia, ya sea de un registro público o de una oficina privada, para facilitar las decisiones de los préstamos.

<sup>b</sup> El índice de solidez de los derechos legales mide el grado en que las leyes de garantías y quiebras protegen los derechos de los prestatarios y prestamistas y, por lo tanto, facilitan los préstamos. El índice oscila entre 0 y 12, y las puntuaciones más altas señalan que estas leyes están mejor diseñadas para ampliar el acceso al crédito.

Véase la nota 3 del capítulo 2 para la lista de países de las economías avanzadas y América Latina y el Caribe. La categoría “Otros países emergentes” incluye economías de Asia emergente y África Subsahariana.

Para que las relaciones financieras puedan prosperar, las obligaciones de cada parte deben ser explícitas, y se debe contar con un agente supervisor imparcial dispuesto a actuar si fuera necesario. Desafortunadamente, la protección efectiva de los derechos de propiedad de los contratos financieros en la región es escasa. La columna 2 del cuadro 11.1 ilustra cómo América Latina y el Caribe está rezagada en relación con las economías avanzadas y otros países de mercados emergentes en lo que respecta al control del cumplimiento de los derechos legales, hecho que genera mayores costos de intermediación financiera en la la región. También produce desconfianza en el sistema financiero, porque la escasa protección de los derechos de propiedad afecta tanto a acreedores como a deudores.<sup>4</sup> Si deben presentarse activos como garantía para avalar la solvencia financiera con el fin de enfrentar los problemas relacionados con el control del cumplimiento o con brechas en la información, puede que tengan acceso al financiamiento empresarios acaudalados pero improductivos, y que en cambio queden excluidos o mal cubiertos por los mercados crediticios los empresarios con menores recursos pero que pueden desarrollar actividades más productivas (Buera, Kaboski y Shin, 2011).

Para abordar las distorsiones subyacentes, es necesario aplicar reformas regulatorias e institucionales. Y América Latina ha avanzado en la introducción de reformas exitosas en la región. Las reformas de la ley de quiebras en Brasil (2004-05), Colombia (2011) y, más recientemente, Chile (2014) parecen estar reduciendo los costos del control del cumplimiento de los contratos financieros. Al menos en el caso de Brasil, las reformas han aumentado el acceso al crédito, sobre todo para las empresas más pequeñas (Araujo, Ferreira y Funchal, 2012). De la misma manera, la reciente creación de registros de garantías de los activos mobiliarios en algunos países aspira a romper el vínculo entre riqueza y acceso al financiamiento, porque favorecen que se presente como garantía el capital de trabajo y otras categorías de ingreso y activos de las empresas. En 2006 Perú promulgó legislación sobre las garantías respecto de los bienes muebles y Colombia también aprobó una ley en ese sentido en 2013-14. Estas políticas han ayudado a las empresas (sobre todo a las más pequeñas y nuevas) a tener acceso al financiamiento bancario en mejores términos (Love, Martínez Pería y Singh, 2016).

Los altos costos fijos que caracterizan a los mercados financieros también crean barreras para una intermediación financiera eficiente. Tales

costos crean incentivos naturales para la concentración de la industria financiera, que pueden llevar a prácticas no competitivas. Si bien hay abundante evidencia de que se ha producido un proceso de consolidación en la industria financiera en América Latina durante las últimas décadas, no hay evidencia convincente de que dicha consolidación haya reducido la competencia (Gelos y Roldós, 2004; BID, 2004; Levy Yeyati y Micco, 2007). Las medidas estándar para medir “poder de mercado” muestran que, al menos en algunos países, el poder de monopolio en los mercados de préstamos y depósitos ha disminuido a lo largo del tiempo (Williams, 2012). Sin embargo, la concentración en la industria bancaria parece en efecto atentar contra el principio de costo-eficiencia (Tabak, Fazio y Cajueiro, 2011). Estas ineficiencias solo pueden persistir en el tiempo si hay factores que impiden que otros proveedores entren en el mercado. En el capítulo 3 se introduce un debate sobre cómo la combinación de altos costos fijos en la industria y desigualdad de los ingresos puede limitar el tamaño del sistema financiero en América Latina y el Caribe porque los bancos se instalan solo en zonas donde hay suficientes clientes que puedan pagar los (altos) costos de los servicios. Por lo tanto, una manera de debilitar el vínculo entre altos costos fijos de operación y concentración de la industria consiste en ampliar la base de clientes. Un número mayor de clientes contribuiría a reducir los costos unitarios de las operaciones, volviéndolas más rentables para que otras instituciones financieras ingresen en la industria.

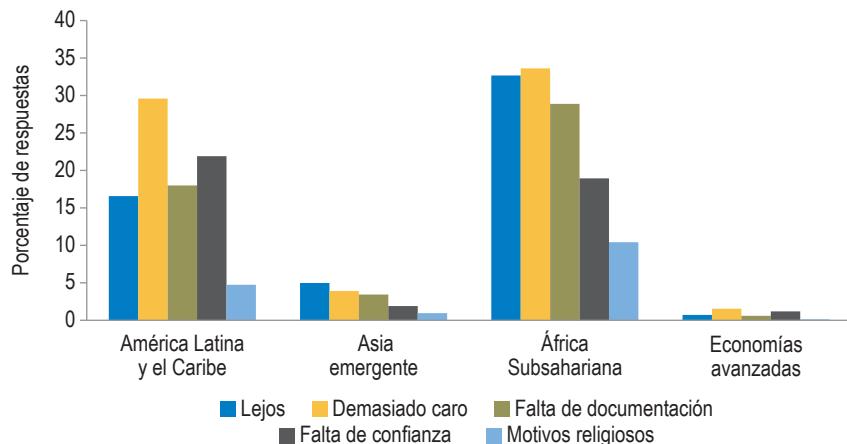
### Ampliar la base de clientes

En la región los ahorros se canalizan a través de una diversidad de vehículos formales e informales (véase el capítulo 3). Debido a esta variedad, los esfuerzos de inclusión financiera se han centrado en el acceso, es decir, en abrir cuentas bancarias para las personas no bancarizadas. Este es un primer paso necesario, pero no suficiente, para promover el ahorro formal (financiero).

Cerca del 55% de la población adulta todavía no tiene una cuenta en instituciones financieras formales. ¿Por qué no? Según la base de datos de Global Findex 2014 (Banco Mundial, 2014b) para numerosos individuos dichas cuentas resultan muy caras, se requiere demasiada documentación para abrirlas, o bien son provistas por un sistema financiero en el que no confían (véase el gráfico 11.3).

Entre quienes ya tienen una cuenta, solo el 31% la utiliza para depositar parte de sus ahorros, y solo el 26% para depositar todos sus ahorros.

**Gráfico 11.3 Motivos por los que las personas no tienen una cuenta bancaria formal, diversas regiones, 2014**



Fuente: Cálculos de los autores a partir de Banco Mundial (2014b).

Nota: Las barras muestran el porcentaje del total de respuestas que indican no tener una cuenta en una institución financiera y por qué. Los porcentajes suman más de 100% en algunas regiones debido a que algunos encuestados declararon más de un motivo. Véase la nota 3 del capítulo 2 para la lista de países de cada grupo.

¿Por qué las personas no ahorrarán más a través del sistema financiero formal? La cobertura física limitada de las redes bancarias, la falta de confianza en los bancos y los altos cargos y comisiones de los servicios constituyen importantes restricciones para el ahorro formal (véase el capítulo 9). Estos factores actúan como costos pecuniarios y no pecuniarios que reducen el retorno efectivo a los ahorristas formales. Con esos limitados retornos, no es de extrañar que los ahorristas se alejen del sistema financiero formal como vehículo preferido para el ahorro. ¿Cómo se pueden resolver estos problemas?

### Reducir los costos de los servicios

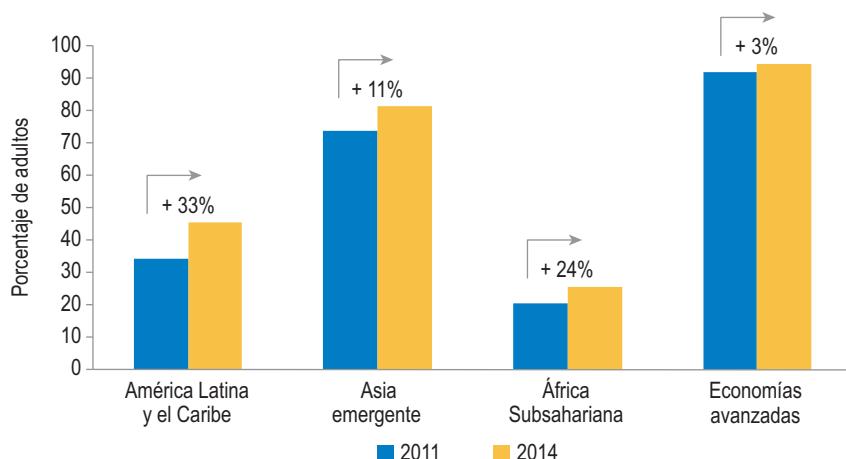
Las instituciones financieras traspasan los altos costos operativos (unitarios) a sus clientes, con lo cual reducen el retorno efectivo que reciben los ahorristas. En la industria de los servicios financieros, la escala de operación tiene importancia: si los proveedores de servicios financieros pueden repartir los costos fijos (por ejemplo, de la red de sucursales físicas, las reservas necesarias para cumplir con los requisitos regulatorios de capital, etc.) entre un mayor volumen de usuarios, los costos unitarios disminuyen.<sup>5</sup>

Actualmente, solo los hogares de altos ingresos pueden costear los elevados costos de los servicios financieros de la región. Al excluir a una gran parte de los clientes potenciales se refuerza el problema de la “pequeñez”, y se crea así un círculo vicioso formado por una base limitada de clientes, altos costos unitarios y exclusión financiera.

Tradicionalmente, los gobiernos de todo el mundo han buscado que la demanda por sí misma impulse el crecimiento del sistema financiero. Sin embargo, desde hace poco tiempo —sobre todo en los países en desarrollo— han comenzado a tomar medidas proactivas buscando incorporar usuarios a partir de la canalización de operaciones transaccionales frecuentes y de amplio alcance geográfico y de hogares, como las transferencias públicas, a través del sistema financiero formal.

Puede que estas estrategias hayan tenido éxito en aumentar la cantidad de cuentas bancarias formales. Si bien no existe evidencia causal, los datos revelan que la propiedad de cuentas de ahorro formal subió desde un 34% de la población adulta de la región en 2011 hasta un 45% en 2014, lo cual implica un aumento del 33% (base de datos de Global Findex del Banco Mundial). Este indicador creció más en América Latina y el Caribe que en cualquier otra región del mundo (véase el gráfico 11.4).

**Gráfico 11.4 Penetración de las cuentas de ahorro formales, 2011 vs. 2014**



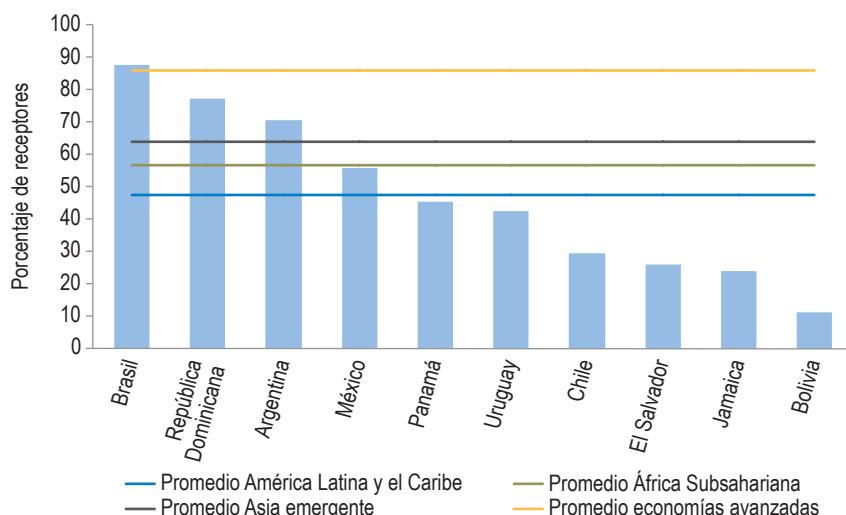
Fuente: Cálculos propios a partir de la base de datos Findex del Banco Mundial.

Nota: La penetración de las cuentas es el porcentaje de encuestados mayores de 15 años que tenían una cuenta en una institución financiera. Véase la nota 3 del capítulo 2 para la lista de países de cada grupo. Los datos disponibles abarcan solo 2011 para los casos de Paraguay, Trinidad y Tobago; Comores, Gabón, Lesoto, Liberia, República Centroafricana y Suazilandia, y corresponden solo a 2014 para Belice, Etiopía, Namibia, Noruega y Suiza.

Las iniciativas para ampliar la base de clientes que operan a través del sistema financiero formal, además de contribuir a reducir los costos unitarios, pueden a su vez ser un incentivo para ahorrar más. La evidencia cuasi experimental demuestra un efecto causal del acceso financiero en la conducta del ahorro. Por ejemplo, las personas que en México recibieron el dinero de sus transferencias condicionales como depósito en su cuenta bancaria incrementaron sus ahorros totales en un promedio del 60%, comparadas con quienes obtuvieron el dinero de dichas transferencias en efectivo (Ubfal, 2013). Este aumento del ahorro total —que incluía instrumentos formales e informales— fue impulsado sobre todo por un crecimiento del ahorro formal.

Pese a los esfuerzos considerables para extender la inclusión financiera, todavía hay espacio para mejorar en diversos frentes. Por un lado, hay todavía margen para canalizar más operaciones de pagos a través del sistema financiero formal. América Latina y el Caribe todavía tiene la fracción más pequeña del mundo en transferencias públicas pagadas a través de instrumentos financieros formales (gráfico 11.5). Inclusive, países como Bolivia, El Salvador y Jamaica, todavía deben recorrer un largo camino para alcanzar el promedio regional.

**Gráfico 11.5 Transferencias del gobierno pagadas a través del sistema financiero (porcentaje)**



Fuente: Cálculos propios a partir de Banco Mundial (2014b).

Nota: La variable denota el porcentaje de receptores de transferencias mayores de 15 años que recibieron transferencias del gobierno en una cuenta en una institución financiera o tarjeta en los últimos 12 meses. Véase la nota 3 del capítulo 2 para la lista de países de cada grupo.

Por otro lado, la mayoría de los beneficiarios de programas sociales a los que se paga a través de cuentas bancarias retiran el dinero de una sola vez, al margen de que lo necesiten o no. Este porcentaje es más alto que en otras regiones. Hasta cierto punto, puede que esta práctica se deba a problemas de diseño de los programas de transferencias y falta de información de los beneficiarios. Por ejemplo, en 2009 el programa colombiano de transferencias condicionales “Familias en Acción” comenzó a pagar a los beneficiarios a través de cuentas bancarias simples en un banco de propiedad estatal. Según los datos de Banca de Oportunidades —el organismo del gobierno a cargo de promover el acceso financiero—, en 2012 más del 90% de los receptores recibía las transferencias a través de una cuenta en el banco de propiedad estatal. Sin embargo, más del 40% de los adjudicatarios de Bogotá, el principal centro urbano, pensaban que el dinero de su subsidio corría peligro si lo dejaban en la cuenta bancaria (cuando, en realidad, no era así). De la misma manera, numerosos beneficiarios ignoraban que la cuenta utilizada para depositar el monto de las transferencias condicionales no tenía comisión por mantenimiento, y la mayoría tampoco sabía que las cuentas redituaban un interés (Maldonado y Tejerina, 2010). Por su parte, en Brasil la mayoría de los beneficiarios de programas sociales recibe las transferencias a través de un instrumento con fines limitados (tarjeta electrónica de débito), que desde 2012 les exige retirar los fondos en un plazo de 60 días después de recibirlos.

Estos ejemplos sugieren que si por un lado se proporciona más información a los receptores de transferencias acerca de cómo funcionan las cuentas bancarias, y por el otro lado se presta también atención al diseño de los programas de transferencias, se puede contribuir a superar la tendencia a retirar todo el dinero de una sola vez. Esto ayudaría a los beneficiarios de los programas a dar un paso más hacia el hábito de utilizar las cuentas bancarias para ahorrar y no solo con fines puramente transaccionales.

## En busca de la sencillez

Los gobiernos de la región han alentado a la industria financiera a diseñar y ofrecer instrumentos de ahorro con combinaciones de prestaciones de servicios, costos y características para hacerlos más atractivos y lograr así expandir la base de usuarios. Como resultado, las versiones simplificadas de la cuenta de ahorro tradicional (a veces llamadas

cuentas simplificadas o cuentas básicas) se están volviendo cada vez más populares. Si bien los rasgos específicos varían de un país a otro, hay tres características que distinguen a estos instrumentos: proporcionan servicios limitados, entre ellos techos en los saldos y límites al número de transacciones permitidas; las instituciones financieras cobran comisiones bajas (o nulas) y requieren saldos mínimos bajos (o nulos); y se solicita menos documentación para su apertura que para las cuentas tradicionales.

Numerosos reguladores en América Latina se han plegado a la iniciativa para popularizar los productos de ahorro siguiendo estas líneas. Sin embargo, antes de implementar más políticas destinadas a influir directamente en las características y el precio de los productos de ahorro que ofrecen las instituciones financieras, los responsables de las políticas públicas deberían realizar un claro diagnóstico para entender por qué la innovación y la reducción de costos no han tenido lugar todavía en la magnitud necesaria. Por ejemplo, si el problema es que estos productos simplificados no son rentables para los bancos, entonces obligar a los bancos comerciales a ofrecerlos requerirá subsidios públicos. Sin los subsidios, los bancos comerciales que fueran obligados a ofrecer estos productos podrían intentar compensar las pérdidas encareciendo otros productos financieros, o bien dificultando la apertura de cuentas simplificadas a los potenciales clientes. De manera alternativa, si el problema se halla en la mala regulación o el papeleo que inhibe el desarrollo de este mercado, entonces habría que introducir reformas regulatorias.

Cada caso específico depende de las circunstancias propias del país. En general, América Latina y el Caribe todavía se encuentra rezagada en relación con otras regiones en cuanto a la facilidad con que las instituciones financieras pueden ofrecer productos de ahorro simples, y los potenciales clientes tienen que cumplir con más requisitos para abrir una cuenta bancaria. Según el *Global Microscope*, una publicación de la Unidad de Inteligencia de *The Economist*, América Latina y el Caribe como región tiene en promedio peores resultados que Asia del Este y África Subsahariana en estos dos aspectos, aunque hay grandes variaciones entre los países.<sup>6</sup>

México se encuentra al frente de las iniciativas de la región para introducir cuentas simplificadas. En 2011 este país puso en marcha un sistema de niveles para los requisitos y costos de abrir y utilizar cuentas bancarias. Los clientes con ahorros y necesidades de transacciones (en volumen) relativamente limitados no tienen que acudir a la sucursal

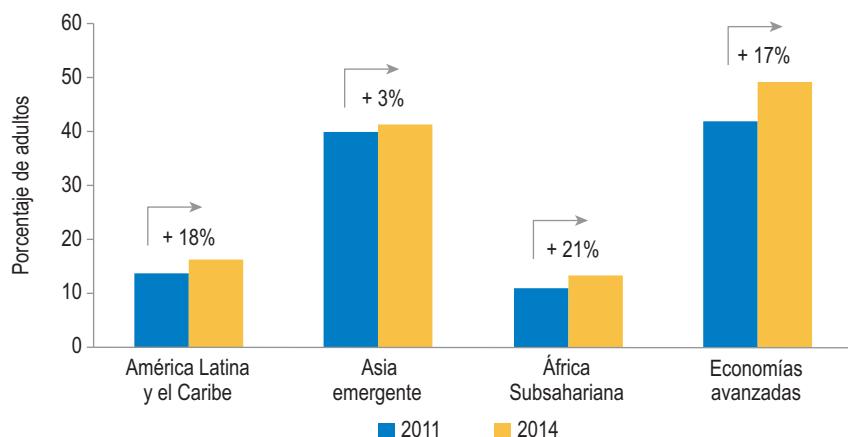
ni presentar ningún tipo de identificación para abrir una cuenta. En dos años el número de cuentas simplificadas en bancos comerciales llegó a 12 millones (Faz, 2013). Otros países de la región siguen el mismo camino. Por ejemplo, en 2015 Costa Rica implementó un sistema de tres niveles de cuentas cuyos costos y requisitos son proporcionales al saldo y a las transacciones permitidas.

A pesar de su potencial, las cuentas simplificadas por sí solas quizás no sean suficientes para estimular un mayor ahorro financiero. Los obstáculos que limitan el acceso a una cuenta bancaria formal pueden ser bastante diferentes de los que limitan su uso como vehículo de ahorro. Además, en algunos casos puede que los productos de ahorro simplificados no sean rentables para los bancos. En esos casos, las instituciones financieras estimarán que merece la pena promoverlos solo si prevén que los usuarios que ingresen al sistema financiero formal a través de cuentas simplificadas eventualmente avancen hacia la utilización de productos financieros más complejos (y redituables).

### Promover una cultura del ahorro

A pesar del aumento del número de cuentas bancarias formales que ha habido en la región en la última década, el incremento del porcentaje de personas que declaran ahorrar a través de instituciones financieras formales ha sido más modesto. El ahorro mediante cuentas formales subió de un 13,9% de los adultos en 2011 a un 16,4% en 2014 (gráfico 11.6), lo que implica un incremento del 18%, según la base de datos de Global Findex del Banco Mundial. Aun así, a pesar del aumento, la región todavía acusa un rezago en relación con Asia emergente y las economías avanzadas, y apenas se halla por delante de África Subsahariana.

Se puede hacer más para promover el ahorro financiero aprovechando los esfuerzos de los gobiernos por promover la inclusión financiera (acceso). Dado que la falta de confianza en los bancos es un problema en la región, las cuentas utilizadas para depositar los pagos de las transferencias pueden complementarse con instrumentos que ayuden a aumentar la confianza de las personas en el sistema. Como se debatió en el capítulo 9, en ocasiones la falta de confianza está vinculada a la falta de información. Por ejemplo, ya que la desconfianza en buena medida refleja la idea de los potenciales clientes de que los saldos pueden desaparecer si no retiran el dinero, a fin de cultivar la confianza de los usuarios a lo largo del tiempo podrían utilizarse instrumentos que

**Gráfico 11.6 El ahorro a través de las cuentas formales, 2011 vs. 2014**

Fuente: Cálculos propios a partir de Banco Mundial (2014b).

Nota: Medido como el porcentaje de encuestados mayores de 15 años que ahorraron en una institución financiera en los últimos 12 meses. Véase la nota 3 del capítulo 2 para la lista de países de cada grupo, limitado en este caso por la disponibilidad de datos. Los datos abarcan solo el año 2011 para los casos de Paraguay, Trinidad y Tobago; Comores, Gabón, Lesoto, Liberia, República Centroafricana y Suazilandia, y solo 2014 para Belice, Etiopía, Namibia, Noruega y Suiza.

permitan consultar los saldos con mayor frecuencia y de forma gratuita, como las tarjetas de débito u otros medios electrónicos.

La evidencia experimental muestra que las personas ahorran más cuando han desarrollado confianza en el sistema. Bachas et al. (2015) estudian una muestra de los beneficiarios del Programa Progresa-Oportunidades que en 2009-11 recibieron una tarjeta de débito asociada a la cuenta corriente en la que se depositaban los pagos. Los beneficiarios que recibieron la tarjeta podían consultar los saldos de sus cuentas con la frecuencia que quisieran, sin pagar por ello. A lo largo del tiempo, la frecuencia de las consultas comenzó a disminuir, así como también las extracciones promedio. Un año después, aquellos beneficiarios que habían recibido la tarjeta de débito, habían reducido el consumo y aumentado el ahorro formal en cantidades similares (lo que significa que todo el nuevo ahorro se canalizaba a través del sistema financiero formal). Con menos efectivo en el bolsillo, los beneficiarios no cedían a la tentación del consumo inmediato, permitiendo el aumento del ahorro.

El pago de las transferencias sociales a través de instrumentos de ahorro a plazo puede contribuir a superar las limitaciones sociales y de conducta relacionadas con el ahorro. Por ejemplo, los responsables de las políticas públicas de Colombia ofrecieron a los receptores

de las transferencias condicionales la opción de destinar una parte del dinero transferido a un depósito a plazo fijo, que podrían retirar al cabo de cierto tiempo. Los hogares a los que se les brindó este instrumento ahorraron más e invirtieron más en salud y educación que aquellos que recibieron las transferencias a través de una cuenta de depósito normal (Barrera, Osorio, et al., 2011).

La educación financiera también es importante. Gracias a ella, combinada con el pago de las transferencias a través de cuentas bancarias, los beneficiarios del programa colombiano Familias en Acción ahorraron más (Núñez Méndez et al., 2012). De manera similar, en 2009 Perú empezó a pagar las transferencias sociales a través de cuentas formales en el Banco de la Nación, de propiedad estatal. Desde el comienzo, la estrategia incluía un módulo de educación financiera que aseguraba a los beneficiarios que los saldos que quedaban en la cuenta bancaria no corrían riesgo. Al cabo de un año la fracción de beneficiarios con bajos saldos disminuyó desde casi un 80% a menos de un 10% (Trivelli, Montenegro y Gutiérrez, 2011). Una reciente evaluación de impacto del programa (Boyd y Aldana, 2015) llegó a la conclusión de que la educación financiera tuvo un efecto positivo y de gran alcance en la probabilidad de ahorrar, y en la probabilidad de ahorrar de manera formal en un banco cercano. El programa también contribuyó a formalizar ahorros previamente existentes, ya que los beneficiarios fueron progresivamente depositando también sus ahorros informales en la cuenta bancaria proporcionada por el programa de transferencias condicionales (Rosen, 2010).

Las remesas internacionales canalizadas por los trabajadores emigrados hacia sus países de origen representan otro mercado transaccional de considerable envergadura que todavía permanece en gran parte fuera del sistema financiero formal. Aunque cada dólar de las remesas debe, en algún momento, pasar por el sistema financiero del país receptor, puede que esta conexión se vea limitada al operador que efectúa la transferencia de dinero y al banco que lleva a cabo la conversión de la moneda. Fomentar la intermediación de las remesas a través del sistema financiero formal puede ayudar a aumentar la eficiencia económica y el bienestar individual a través de diversos canales. Para empezar, el mero tamaño de los flujos de las remesas es una oportunidad para elevar el volumen de recursos y transacciones administrados por los sistemas financieros locales, con lo cual se contribuiría a aumentar la escala de los sistemas y con ello a disminuir los costos unitarios de los servicios financieros.<sup>7</sup>

Otra característica destacada de las remesas es que los pagos están espaciados en el tiempo y, a su vez, en conjunto constituyen grandes sumas (son “abultadas”). Este patrón crea una demanda inherente de ahorros. Los expertos estiman que alrededor del 20% de las remesas a los países en desarrollo, en promedio, se destinan al ahorro o a la inversión. Además, para numerosos remitentes y sus familias, las remesas constituyen el punto de entrada al sistema financiero formal. Los intermediarios financieros pueden utilizar las remesas como base para identificar otras fuentes de ingresos de sus nuevos clientes, lo que a su vez puede inducirlos a aumentar sus préstamos a los clientes.

Los productos y canales innovadores tienen un potencial considerable para convertir las remesas en ahorro financiero. Los bancos comerciales de El Salvador se han esforzado en reducir los costos de transacción y ofrecer maneras flexibles de enviar y cobrar remesas. La evidencia experimental basada en ese país muestra que otorgar a los remitentes un mayor control sobre las cuentas entraña un potencial para elevar el ahorro en más del 50% (Ashraf et al., 2015).

Que los migrantes tengan un mayor control sobre las cuentas de ahorro en sus países de origen (donde finalmente se depositan las remesas) puede aumentar tanto la tenencia de cuentas formales como los saldos acumulados en dichas cuentas. En un experimento controlado, llevado a cabo por Ashraf et al. (2015), a los migrantes salvadoreños del área de la ciudad de Washington que formaron parte del grupo de tratamiento se les asignaron diferentes opciones de cuentas de ahorro en El Salvador, mientras que un grupo de control no recibió ninguna oferta de productos financieros nuevos. Al grupo de tratamiento se le brindaron opciones sobre el grado de control que podían ejercer sobre las nuevas cuentas ofrecidas por los bancos salvadoreños.

Los resultados proporcionaron evidencia de que los migrantes valoran y aprovechan las oportunidades de controlar el uso de sus remesas en su país de origen. Así, se constató que aquellos que eran asignados a la opción que ofrecía una cuenta con mayor grado de monitoreo y control en El Salvador tenían muchas más probabilidades de abrir una cuenta de ahorro, y acumulaban más ahorro en las nuevas cuentas. En un período de 12 meses el ahorro promedio aumentó de US\$186 en el grupo de control a US\$282 en cuentas abiertas a nombre del propio migrante en El Salvador. La evidencia sugiere que este aumento representa incrementos genuinos del ahorro total, más que cambios en los mecanismos de ahorro.

Los bancos en El Salvador también han ideado diversas maneras para ampliar los préstamos hipotecarios a los migrantes en su país de origen. Algunos bancos incluso ofrecen líneas de microcréditos a tasas preferenciales sin más requisito que la prueba de las remesas recibidas.

En resumen, es evidente que para lograr mayores avances que estimulen el ahorro financiero puede que se requiera algo más que simplemente abrir cuentas bancarias (mejorar el acceso). También se necesitarán intervenciones complementarias, como brindar educación financiera, ayudar a generar confianza en las instituciones financieras, e innovar en el diseño de los productos financieros para ayudar a los individuos a ahorrar. El éxito que estas políticas tengan en la generación y el sostén de una cultura del ahorro formal también dependerá del funcionamiento del conjunto del ecosistema financiero.

### **Los bancos: a la vieja usanza**

Las innovaciones tecnológicas y financieras, como por ejemplo la existencia de cuentas simplificadas, pueden facilitar la apertura de cuentas bancarias, pero la disponibilidad de una sucursal donde los potenciales clientes puedan efectuar depósitos y retiros regularmente puede también contribuir a promover la cultura del ahorro. Bruhn y Love (2014) demuestran que la expansión repentina de Banco Azteca hasta convertirse en la segunda red más grande de sucursales en México inspiró un repentino auge de las cuentas de ahorro en los municipios donde dicho banco comenzó sus operaciones. De la misma manera, la expansión en 1993 de la institución financiera de propiedad estatal Patronato del Ahorro Nacional, aumentó la tasa de ahorro de los hogares en más del 3% (desde aproximadamente un 14% a un 17%) y los mayores incrementos se produjeron en los hogares más pobres (Aportela, 1999).

El problema es que la apertura de sucursales físicas, sobre todo en lugares remotos, puede ser muy costosa para las instituciones financieras. Por definición, es probable que en sitios alejados se capte una cantidad relativamente menor de clientes.

A lo largo de los años, los responsables de las políticas públicas han intentado generar incentivos para que las instituciones financieras lleguen a comunidades relativamente pequeñas y distantes. En América Latina el despliegue de infraestructura física (red de sucursales bancarias) ha dependido en gran medida de la expansión de los bancos públicos. Por ejemplo, el Banco del Ahorro Nacional y

Servicios Financieros, Sociedad Nacional de Crédito (Bansefi) de México comenzó en 2002 un programa de US\$150 millones para fortalecer la eficiencia y capacidad de cobertura de 19 instituciones de ahorro y préstamo. Un aspecto central del programa era el desarrollo de un sistema de tecnología de la información que conectara a 180 oficinas de estas instituciones y a las 551 sucursales de Bansefi (Taber, 2004). Esto le permitió a Bansefi aumentar su cobertura de un 28% de los municipios en 2006 a un 98% en 2013. En Chile, cerca del 21% de las sucursales del Banco Estado se encuentran en regiones con menos de 1 millón de habitantes. Y en Colombia, más del 24% de las sucursales del Banco Agrario están situadas en ciudades que también tienen menos de 1 millón de habitantes.

En los años ochenta India emprendió uno de los programas de expansión de sucursales más grandes del mundo. Para obtener una licencia con el fin de abrir una sucursal en una localidad que ya tenía una o más sucursales (una “localidad bancarizada”), un banco debía abrir sucursales en cuatro “localidades no bancarizadas”. Este proceso tuvo un impacto positivo considerable en la movilización del ahorro y la acumulación de capital (Burgess y Pande, 2005), aunque no está claro si los beneficios superaron los costos adicionales asociados a esta política.

Crear incentivos para que las instituciones privadas abran más sucursales no es sencillo, y sus costos pueden ser elevados. La gran desigualdad del ingreso (como se señala en el capítulo 3), la dispersión geográfica de América Latina y la concentración de la industria financiera pueden reforzar la falta de incentivos existente para incrementar la red física de sucursales. Por lo tanto, los gobiernos deberían elaborar un diagnóstico claro de los motivos de la baja penetración física y soportar todas las opciones de políticas, entre ellas los subsidios directos y la implementación de regulaciones que estimulen la competencia, allí donde sea necesario.

### Más allá del enfoque tradicional

Un enfoque complementario a la apertura de sucursales bancarias físicas es la promoción del uso de canales alternativos, como los correspondientes no bancarios. Esta forma de banca sin sucursales tiene el potencial para promover el ahorro financiero a una base más amplia de clientes, proporcionando servicios a un menor costo y con una mayor flexibilidad que la banca tradicional.

Los corresponsales no bancarios son minoristas no financieros que ofrecen servicios financieros básicos bajo el nombre de un proveedor de servicios financieros. Constituyen puntos de acceso al sistema financiero formal. En todo el mundo, los responsables de las políticas públicas buscan nuevas maneras de ofrecer instrumentos de ahorro a través de estos canales. Por ejemplo, en Kenia la Retirement Benefits Authority (RBA) introdujo en 2009 un plan de ahorro para la jubilación destinado a los trabajadores informales, que podían aportar a través de proveedores de dinero móviles, y el plan tuvo éxito en promover el ahorro formal (McKay y Pickens, 2010).

En América Latina la popularidad de los corresponsales no bancarios ha ido aumentando a medida que se han adaptado los marcos regulatorios y que las tecnologías de la información han permitido el uso masivo de aparatos portátiles (teléfonos celulares, terminales portátiles) para llevar a cabo transacciones financieras. La región tiene el mayor número de corresponsales no bancarios “puros” por cada 100.000 habitantes (corresponsales no bancarios que vinculan directamente al cliente con la institución bancaria sin la mediación de un emisor de dinero electrónico ni de una compañía de telecomunicaciones). Brasil lidera la expansión de redes de este tipo, con 208 corresponsales por cada 100.000 habitantes (véase el cuadro 11.2). El camino para que Brasil se convirtiera en el líder regional fue allanado en 1999 con una resolución del Banco Central que creó las relaciones de *correspondente* (corresponsal), que permite que los bancos establezcan acuerdos con empresas no bancarias para proporcionar servicios financieros y de pagos. Con la proliferación de agentes en Brasil, la industria financiera ha sido capaz de entrar en zonas cada vez más remotas y de menor densidad demográfica (Assunção, 2013).

En Chile los corresponsales no bancarios se volvieron muy populares incluso antes de que se introdujera una regulación específica en 2010. Un programa piloto lanzado en 2005 por el Banco Estado, de propiedad estatal, fue el precursor del modelo chileno actual, que hoy en día cuenta con 118 agentes por cada 100.000 habitantes. Colombia introdujo la regulación para los corresponsales no bancarios en 2006 y lanzó un ambicioso programa de subsidios del gobierno en 2007, en el marco del cual los bancos se sometían a una licitación para habilitar corresponsales en ciertos municipios, previa selección realizada por un organismo público (Banca de Oportunidades). Los hogares y pequeños comercios tenían respectivamente un 13% y un 8% más de probabilidades de utilizar los productos de ahorro formal en los municipios cubiertos por el

**Cuadro 11.2 Cobertura de los corresponsales no bancarios, países seleccionados de América Latina y diversas regiones**

	Corresponsales por 100.000 habitantes	Corresponsales por 1.000 km <sup>2</sup>
Brasil	208,2	44,1
Colombia	115,3	43,1
Chile	118,0	23,9
Perú	69,2	14,8
Ecuador	49,2	27,3
Guatemala	43,7	54,7
México	22,7	12,9
Venezuela	10,3	3,1
Paraguay	5,7	0,9
El Salvador	1,0	2,7
Bolivia	0,8	0,1
África Subsahariana	5,2	3,0
América Latina y el Caribe	100,7	26,8
Asia Oriental y Pacífico	32,3	36,3
Europa del Este y Asia Central	25,0	2,7
Medio Oriente y Norte de África	50,2	32,8
Sur de Asia	57,6	221,9
Países desarrollados	18,8	3,7

Fuente: Cálculos de los autores sobre la base de Cámara, Tuesta y Uribiola (2015) e Indicadores de Desarrollo Mundial.

Nota: Los países desarrollados que se incluyen aquí son Australia, Canadá, Estados Unidos, Nueva Zelanda y países de Europa Occidental. Los datos para las regiones corresponden a 2014; los datos para los países individuales son de 2013.

programa, en comparación con sus pares de un grupo de control de otros municipios (Econometría y SEI, 2011).

A pesar de los avances en este campo, quedan brechas importantes y hay un amplio espacio para mejorar. En primer lugar, América Latina es muy grande, y si bien la región ocupa los primeros puestos en el número de corresponsales por cada 100.000 habitantes, tiene relativamente pocos corresponsales no bancarios por cada 1.000 km<sup>2</sup> en comparación con otras regiones en desarrollo. Por lo tanto, numerosas zonas geográficas todavía carecen de cobertura. En segundo lugar, el

uso generalizado de efectivo en la región encarece las transacciones a través de los corresponsales no bancarios; debido a los riesgos y costos de transportar efectivo cuando las distancias son grandes, los bancos que gestionan las redes necesitan sucursales físicas cerca de la zona de influencia de su corresponsal. Esto a su vez sugiere que la mayoría de las redes de corresponsales deben ser gestionadas por los bancos que ya cuentan con una red de sucursales tradicionales.

Para solucionar estos problemas, los responsables de las políticas deberían promover la entrada de redes de corresponsales independientes. Estos pueden llegar a más clientes, sobre todo en zonas remotas, y promover la competencia entre las instituciones financieras (de Olloqui, Andrade y Herrera, 2015). Además, la ampliación de la gama de servicios que los corresponsales pueden prestar, incluyendo pagos minoristas y remesas también puede ayudar a las instituciones financieras a alcanzar una escala sostenible de operaciones.

## El aporte de la tecnología

La adopción generalizada de la tecnología móvil también puede promover la banca sin sucursales.<sup>8</sup> Las cuentas financieras asociadas con un número de celular, o gestionadas exclusivamente a través de teléfonos móviles, suelen ser más sencillas de configurar y más baratas que las cuentas bancarias normales. Una rápida recorrida por las regulaciones de los países de América Latina muestra que las cuentas móviles suelen requerir un depósito o mantener saldos mínimos. Sin embargo no cobran comisiones administrativas ni exigen a los usuarios un determinado número de transacciones al mes (retiro de efectivo, consultas de saldo).

La tecnología móvil contribuye a superar uno de los principales obstáculos a los que se enfrentan actualmente las redes de corresponsales no bancarios en América Latina, a saber: la necesidad de gestionar grupos de agentes a través de sucursales cercanas. Sin embargo, una plataforma paralela de servicios financieros sí tiene costos de transacción asociados con el amplio uso de efectivo en la región. Los potenciales clientes que utilizan efectivo para sus transacciones diarias tienen que convertir ese efectivo en depósitos electrónicos y viceversa (es decir, un proceso conocido como “cash-in-cash-out”, o CICO). Por lo tanto, para que la tecnología móvil sirva en efecto como complemento de los corresponsales no bancarios, los costos de CICO tienen que disminuir. Hacerlo requiere tanto la especialización en la prestación de servicios CICO (por

ejemplo, a través de proveedores expertos que puedan conectar a los usuarios finales con múltiples instituciones financieras) como la reducción del uso de efectivo en las transacciones diarias (de modo que CICO sea menos frecuente).

La buena noticia es que, de acuerdo con los estándares internacionales, la penetración del teléfono móvil en América Latina y el Caribe es alta: en 2014 la cantidad de abonados en la región ascendía a un 52%, de modo que era la más elevada entre las regiones en desarrollo (Almazán y Frydrych, 2015). Sin embargo, América Latina todavía sufre un gran rezago en relación con otras regiones en desarrollo en lo que se refiere al uso de tecnología móvil para los servicios financieros. Con unas pocas excepciones, como México, en la mayoría de los países de la región la propiedad de cuentas móviles es menor de lo que se podría esperar en función de la penetración de la telefonía celular, la cobertura física del sistema financiero y el porcentaje de personas que residen en zonas remotas. Es más: en la mayoría de los países, el uso de estas cuentas para recibir dinero (que es el uso más generalizado en todas partes) es inferior a lo que se podría prever si se contempla la penetración de las cuentas de teléfonos móviles (véase el gráfico 11.7).

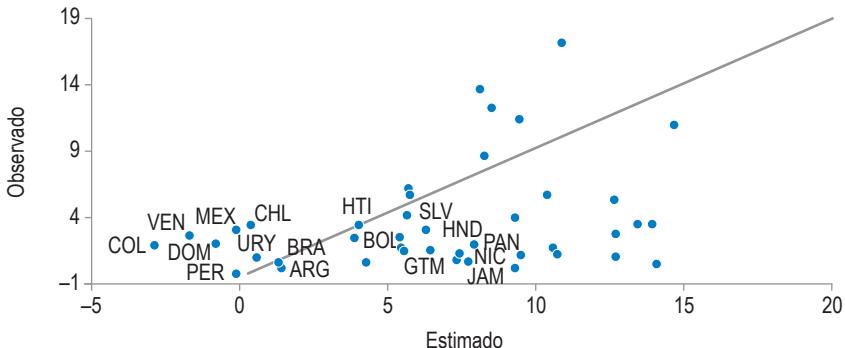
Como se muestra en el gráfico 11.7, en México hay más personas que tienen una cuenta móvil y la utilizan en relación con lo que se podría prever, considerando la penetración de la telefonía celular y la cobertura física actual del sistema bancario. Un factor clave que contribuye a esto es que en 2012 México se convirtió en el primer país del mundo que al implementar las nuevas recomendaciones del Grupo de Acción Financiera contra el Blanqueo de Capitales (GAFI) en los productos de bajo riesgo, relajó las regulaciones relativas a las cuentas bancarias vinculadas a teléfonos móviles (Alonso et al., 2013).

Colombia es un caso digno de mención, porque todavía tiene una baja penetración de cuentas móviles, pero figura entre los primeros países de la región en términos de regulación de los servicios financieros digitales, según el *Global Microscope* 2015.

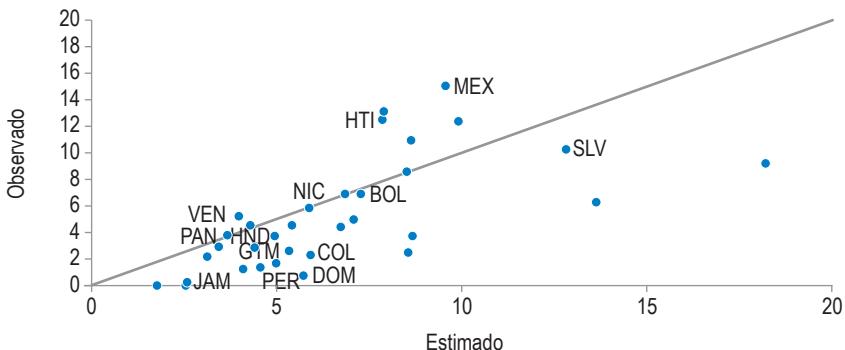
En cuanto a Perú, en 2011 el regulador introdujo un proceso simplificado para abrir productos financieros. Luego, en 2012 se aprobó una ley de dinero electrónico que crea una nueva licencia para los operadores especializados, lo que permite la entrada de proveedores de servicios no financieros y, por lo tanto, aumenta la competencia. Como resultado, en un esfuerzo de coordinación sin precedentes, la Asociación de Bancos del Perú (ASBANC) está construyendo una plataforma única que puede

### Gráfico 11.7 Penetración y uso de las cuentas de teléfonos móviles

#### a. Cuentas de telefonía móvil (como porcentaje de la población mayor de 15 años)



#### b. Recibieron remesas locales a través de un teléfono móvil (como porcentaje de receptores de remesas mayores de 15 años)



Fuente: Cálculos propios a partir de Banco Mundial (2014b) y de los Indicadores de Desarrollo Mundial (Banco Mundial).

Nota: El panel superior presenta los valores observados del porcentaje de adultos con una cuenta de teléfono móvil (penetración) en relación con lo predicho por una regresión lineal utilizando la penetración del teléfono móvil, sucursales bancarias y cajeros automáticos por kilómetro cuadrado y tasa de urbanización. Las predicciones en el panel inferior son para el uso de cuentas móviles (que reciben transferencias locales) con la penetración de la cuenta móvil como único regresor. Los países de la muestra son: Argentina, Benín, Bolivia, Botsuana<sup>a</sup>, Brasil, Burkina Faso, Burundi, Camerún, Chad, Chile, Colombia, El Salvador, Gabón, Ghana, Guatemala, Guinea, Haití, Honduras, Indonesia, Jamaica, Kenia<sup>a</sup>, Madagascar, Malawi, Malasia, Mali, Mauricio, México, Namibia, Nicaragua, Niger, Nigeria, Panamá, Perú, República del Congo, República Democrática del Congo, República Dominicana, Ruanda, Senegal, Sudáfrica, Tanzania<sup>a</sup>, Tailandia, Togo, Uganda<sup>a</sup>, Uruguay, Venezuela, Zambia y Zimbabue.<sup>a</sup>

<sup>a</sup> Estos países están en la muestra pero no aparecen; sus valores previstos u observados son superiores al 20%.

ser usada por todas las partes que intervengan en la provisión de estos servicios, incluidas las compañías de telecomunicaciones.

En Paraguay, una característica novedosa de la regulación es que los saldos de las cuentas móviles que han estado inactivas durante 90 días o más deben transferirse automáticamente a una cuenta de ahorro en una institución financiera formal.

Debería haber otras intervenciones de políticas públicas que apoyen el desarrollo del mercado para la banca móvil y el entorno financiero digital. Estas políticas deberían basarse en los logros del pasado y en las condiciones actuales del mercado. Por lo tanto, puede que varíen de un país a otro. Andrade y Mas (2015) describen al menos cinco escenarios diferentes bajo los cuales debería florecer el mercado de las finanzas digitales. Las distintas acciones de las políticas públicas deberían tener en cuenta aspectos como el de si ya hay un jugador importante que concentra la mayor parte del mercado, lo que requiere una regulación asimétrica (como en Kenia), o si existe un organismo público que ya esté trabajando para reducir el uso de efectivo entre los ahorristas.

Políticas específicas adicionales relacionadas con la organización industrial del mercado de las telecomunicaciones también pueden añadir dinamismo al mercado de las finanzas digitales en el corto plazo. Por ejemplo, promover la interoperabilidad entre plataformas (de modo que los usuarios puedan hacer transferencias desde y hacia cuentas de distintos proveedores de finanzas móviles), así como entre plataformas y proveedores bancarios tradicionales, es un elemento clave en el esfuerzo para aumentar la escala de las operaciones y disminuir los costos de los servicios financieros. Que haya servicios financieros más flexibles y complejos a través de la telefonía móvil también exigirá mejorar las capacidades y confiabilidad de la red móvil.

### El ahorro financiero más allá de los bancos

América Latina tiene un sistema financiero centrado en la banca; sin embargo, como se discutió en el capítulo 3, los bancos y el mercado de capitales son complementos en lugar de sustitutos en los mercados financieros. Por lo tanto, las mismas políticas que fomentan el crecimiento de sistemas financieros centrados en los bancos, también pueden apoyar el desarrollo de mercados de capitales en la región, aunque la manera exacta y el ritmo de crecimiento de cada uno variarán según las idiosincrasias de cada país.

Sin embargo, hay aspectos específicos relacionados con los mercados de capitales que pueden ayudar a romper el círculo vicioso del bajo ahorro y del uso ineficiente de los ahorros existentes (véase el gráfico 11.1).

Uno de ellos son los fondos de pensiones, que están cobrando cada vez más importancia como administradores de activos financieros en numerosos países en toda la región (Bebczuk, 2015b). En Chile (uno de

los primeros países en adoptar fondos de pensiones privados) los activos gestionados por fondos de pensiones superan el 50% del producto interno bruto (PIB). Dichos activos también son altos en Colombia, México y Perú, y se prevé que seguirán creciendo. Aunque estas sumas todavía son exigüas en comparación con los ahorros previsionales acumulados en economías avanzadas, no dejan de tener importancia y pueden ser una fuente fundamental para el financiamiento de inversiones productivas como la infraestructura. Esto es así porque los fondos de pensiones acumulan ahorros de largo plazo en moneda nacional. Sin embargo, los fondos así acumulados no siempre se invierten de forma eficiente. Por ejemplo, el perfil de riesgo de los proyectos de inversión en infraestructura es en principio atractivo para los inversionistas con horizontes de largo plazo, como los fondos de pensiones (véase el capítulo 4). Sin embargo, menos del 2% de la cartera total de fondos de pensiones de América Latina y el Caribe se invierte directamente en proyectos de infraestructura, una cifra mucho menor al 5% (promedio) observado en Australia y Canadá. Por el contrario, en América Latina y el Caribe una fracción muy alta de las carteras de los fondos de pensiones se invierte en bonos del gobierno. En algunos países el problema se ve agudizado por el hecho de que la falta de opciones viables y atractivas para obtener financiamiento aumenta la tentación de los gobiernos para captar los recursos de los inversionistas institucionales con el fin de cubrir sus propias necesidades de financiamiento.<sup>9</sup> Para revertir este patrón, se necesitan dos cambios. En primer lugar, se debe ampliar la oferta de “activos invertibles” a través de reformas regulatorias e institucionales que conviertan a la infraestructura en una clase de activos en la que los fondos puedan invertir con mayor facilidad (véase el capítulo 4). En segundo lugar, los países de la región deberían revisar las normas y regulaciones sobre la asignación de las inversiones de los fondos de pensiones para permitir y promover la diversificación de las carteras de inversión (véase el capítulo 7).

Por otro lado, la falta de desarrollo de los mercados de seguros en la región limita las oportunidades de mejorar el perfil de riesgo-retorno de los proyectos de inversión por parte de los administradores de las carteras de los fondos de pensiones y otros administradores de activos. Un ejemplo es el colapso de los seguros *Monoline*, que proporcionaban garantías a los bonos de infraestructura. Esto ha limitado severamente las oportunidades para que los inversionistas puedan mitigar el riesgo. La profundización y el fortalecimiento de los mercados de seguros

mediante reformas regulatorias e institucionales es otra manera de promover el desarrollo de los mercados de capital en la región.

### Cómo crear un círculo virtuoso

El ahorro en América Latina y el Caribe es bajo, y solo una pequeña fracción del ahorro se canaliza al resto de la economía mediante un sistema financiero eficiente. Los sistemas financieros de toda la región son pequeños e ineficientes. Promover un ahorro financiero eficiente requiere una concertación de iniciativas tanto del lado de la demanda como de la oferta de servicios financieros.

Para ampliar la base de clientes de los servicios financieros, las políticas de inclusión financiera deberían modernizarse, abandonando la perspectiva tradicional de apertura de cuentas bancarias como un fin en sí mismo en pos de un enfoque que promueva el uso del sistema financiero formal como el principal vehículo de ahorro. Sin embargo, promover un mayor ahorro financiero formal no garantiza el uso eficiente de esos ahorros. Los recursos deben canalizarse hacia empresas con un mayor potencial productivo. Las políticas de inclusión financiera deben ir acompañadas de reformas que reduzcan las distorsiones de los mercados financieros para asegurar que los recursos fluyan hacia usos más productivos.

América Latina y el Caribe se encuentra atrapada en un círculo vicioso, pero existe una alternativa. La opción es un círculo virtuoso (gráfico 11.8) que comience con una cultura del ahorro capaz de generar mayores ahorros para que inviertan tanto las empresas como las personas. Una mayor oferta de fondos prestables contribuiría al crecimiento del sistema financiero, que entonces podría bajar sus costos operativos en beneficio de los prestamistas y prestatarios por igual. La reducción de costos unitarios debería complementarse con reformas regulatorias que fortalezcan los derechos de propiedad y amplíen la información crediticia. Eso favorecería que los recursos se asignasen de manera más eficiente a firmas productivas que de ese modo podrían prosperar, emplear a más trabajadores en la economía formal, y contribuirían al crecimiento económico. Las personas con acceso a mejores empleos ganarían más y podrían invertir más en su propia salud y educación, y en la de sus hijos, y prepararse mejor para la jubilación. Una fuerza laboral más sana y más instruida y un sistema financiero capaz de apoyar las necesidades de inversión de una base productiva en expansión

**Gráfico 11.8 El círculo virtuoso de altos ahorros e intermediación financiera eficiente**



Fuente: Elaboración propia.

fomentarían la productividad. Una mayor productividad proporcionaría un retorno más elevado sobre la inversión y el ahorro y, por lo tanto, impulsaría más y mejor ahorro.

A pesar de la desregulación financiera y las reformas de las últimas décadas, los sistemas financieros de América Latina y el Caribe siguen siendo poco profundos cuando se los compara con los estándares internacionales. Es innegable que la región ha logrado un progreso notable en años recientes. Sin embargo todavía dista mucho de iniciar un círculo virtuoso. Reparar el sistema no es una tarea fácil, pero es fundamental. Si América Latina y el Caribe desea crecer y prosperar de manera sostenible y equitativa, sus gobiernos y ciudadanos deben aprender a generar ahorro y a utilizarlo para el desarrollo.

## Notas

- <sup>1</sup> El producto marginal agregado del capital en la región se encuentra por debajo de las economías avanzadas de Asia emergente, según los cálculos que utiliza una metodología que corrige los productos marginales por el efecto del precio relativo del capital (Caselli y Feyrer, 2007). Para el país medio de América Latina, el producto marginal estimado del capital es de un 8,4%, mientras que en las economías avanzadas es de un 11,1% y en Asia emergente de un 9,3%.
- <sup>2</sup> Además de tener que lidiar con las fricciones del mercado financiero y los problemas de competencia, puede que las empresas de la región sean inherentemente más volátiles y riesgosas, lo cual podría justificar los altos diferenciales de la tasa de interés. Si bien este tema no ha sido investigado de forma adecuada, la rentabilidad relativamente alta de la industria financiera en América Latina y el Caribe no parece ser consistente con esta hipótesis.
- <sup>3</sup> La cobertura se mide como el porcentaje de adultos cubiertos por la oficina de crédito. Investigaciones de Martínez Pería y Singh (2014) sugieren que después de la introducción de una oficina de crédito —pero no de un registro de crédito— las empresas pueden tener acceso a préstamos de los bancos más fácilmente, a un coste menor y con vencimientos más largos. Como predice la teoría, los efectos son más pronunciados en las pequeñas empresas, que tienden a ser menos transparentes y tener menos experiencia.
- <sup>4</sup> En Fernández y Tamayo (de próxima publicación) puede hallarse un análisis exhaustivo de las consecuencias de la debilidad de los derechos de propiedad de la intermediación financiera.
- <sup>5</sup> Hay otras formas de reducir costos unitarios. Se pueden alcanzar economías de escala coordinando a los proveedores. Un claro ejemplo de la estructura de costo bajo las cuales funcionan las instituciones financieras es su uso de tecnologías específicas de red. Las sucursales físicas, los cajeros automáticos y las aplicaciones para teléfonos móviles suelen desarrollarse para funcionar con una sola institución o un pequeño conjunto de proveedores. Ampliar la red a otros proveedores (para aumentar el volumen de usuarios) reduciría los costos unitarios; sin embargo, eso requeriría una coordinación tal que todos los proveedores/usuarios contribuyeran con su parte a configurar y mantener el sistema. La falta de coordinación es una falla de mercado que puede justificar la intervención de las políticas públicas.

- <sup>6</sup> Entre muchas otras cosas, el *Global Microscope* pide a los expertos locales que califiquen la facilidad con que se pueden ofrecer los productos de ahorro, basándose en prácticas y regulaciones existentes, como las restricciones sobre la tasa de interés y los requisitos para la apertura de cuentas. Visítese la página [www.eiu.com/microscope2015](http://www.eiu.com/microscope2015).
- <sup>7</sup> En América Latina y el Caribe, las remesas personales recibidas suman cerca del 6% del PIB, en promedio. En algunos países, las remesas (como porcentaje del PIB) son significativamente más altas (Base de datos de los Indicadores de Desarrollo Mundial).
- <sup>8</sup> En Chong (2011) se puede encontrar un análisis exhaustivo de algunos de los temas tratados en esta sección.
- <sup>9</sup> Becerra, Cavallo y Scartascini (2012) muestran que, en los países donde los gobiernos tienen menores capacidades institucionales, es más probable que los gobiernos orienten el crédito hacia el financiamiento de sus propias necesidades de financiamiento, y restrinjan así el crédito al sector privado.

# Referencias bibliográficas

- Aaron, H. 1966. "The Social Insurance Paradox." *Canadian Journal of Economics and Political Science* 32(03) agosto: 371-74.
- Acemoglu, D. y F. Zilibotti. 1997. "Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification, and Growth." *Journal of Political Economy* 105(4) agosto: 709-51.
- Afonso, A. y M. St. Aubyn. 2005. "Non-Parametric Approaches to Education and Health Efficiency in OECD Countries." *Journal of Applied Economics* 8(2) noviembre: 227-46.
- Afzal, U., G. d'Adda, M. Fafchamps, S. Quinn y F. Said. 2015. "Two Sides of the Same Rupee? Comparing Demand for Microcredit and Micro-saving in a Framed Field Experiment in Rural Pakistan." Septiembre. Disponible en <http://web.stanford.edu/~fafchamp/sargodha.pdf>. Consultado en noviembre de 2015.
- Aghion, P., D. Comin y P. Howitt. 2006. "When Does Domestic Saving Matter for Economic Growth?" Documento de trabajo del NBER no. 12275. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Aghion, P., D. Comin, P. Howitt e I. Tecu. 2009. "When Does Domestic Saving Matter for Economic Growth?" Documento de trabajo no. 09-080. Harvard Business School, Boston, MA.
- Aguila, E. 2011. "Personal Retirement Accounts and Saving." *American Economic Journal: Economic Policy* 3(4) noviembre: 1-24.
- Aizenman, J., E. Cavallo e I. Noy. 2015. "Precautionary Strategies and Household Saving." *Open Economies Review* 26(5) noviembre: 911-39.
- Aizenman, J., B. Pinto y A. Radziwill. 2007. "Sources for Financing Domestic Capital: Is Foreign Saving a Viable Option for Developing Countries?" *Journal of International Money and Finance* 26(5) septiembre: 682-702.

- Alaimo, V., M. Bosch, D. Kaplan, C. Pagés y L. Ripani. 2015. *Empleos para crecer*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Allen, F. y D. Gale. 2000. *Comparing Financial Systems*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Almazán, M. y J. Frydrych. 2015. "Mobile Financial Services in Latin America and the Caribbean: State of Play, Commercial Models, and Regulatory Approaches." Informe. GSMA, Londres.
- Alonso, J., C. Amuedo-Dorante y L. Juárez. 2015. "The Effect of Non-Contributory Pensions on Saving in Mexico." Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. Documento inédito.
- Alonso, J., A. Arellano y D. Tuesta. 2015. "Factors that Impact on Pension Fund Investments in Infrastructure under the Current Global Financial Regulation." Documento presentado en la Conferencia de Wharton School, Simposio de 2015: Implications of the New Regulatory Order for Retirement System Risk Management, del 30 de abril al 1 de mayo, Filadelfia, PA.
- Alonso, J., S. Fernández de Lis, C. Hoyo, C. López-Moctezuma y D. Tuesta. 2013. "Mobile Banking in Mexico as a Mechanism for Financial Inclusion: Recent Developments and a Closer Look into the Potential Market." Documento de investigación del BBVA no. 13/20. Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Madrid.
- Anderson, R. W. y K. Jöeveer. 2012. "Bankers and Bank Investors: Reconsidering the Economies of Scale in Banking." Documento de discusión del Financial Markets Group no. 712. Department of Finance, London School of Economics and Political Science, Londres.
- Anderson, S. y J. M. Baland. 2002. "The Economics of ROSCAS and Intra-household Resource Allocation." *Quarterly Journal of Economics* 117(3) agosto: 963-95.
- Andrade, S. G. e I. Mas. 2015. "A Digital Money Grid for Modern Citizenship: Latin American Scenarios, 2015-25." Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC; y Tufts University, Medford, MA. Disponible en [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1725103&download=yes](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1725103&download=yes). Consultado en febrero de 2016.
- Angelucci, M., D. Karlan y J. Zinman. 2015. "Microcredit Impacts: Evidence from a Randomized Microcredit Program Placement Experiment by Compartamos Banco." *American Economic Journal: Applied Economics* 7(1) enero: 151-82.
- Aportela, F. 1999. "Effects of Financial Access on Savings by Low-Income People." Documento. Departamento de Investigación, Banco de

- México, Ciudad de México. Disponible en <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.194.5270&rep=rep1&type=pdf>. Consultado en febrero de 2016.
- Araujo, A. P., R. V. X. Ferreira y B. Funchal. 2012. "The Brazilian Bankruptcy Law Experience." *Journal of Corporate Finance* 18(4) septiembre: 994-1004.
- Ardánaz, M. y A. Izquierdo. 2016. "Cycles and Public Expenditure in Latin America: Current Expenditure Increases for the Good Times but Capital Expenditure Cuts for the Bad Times?" Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. Documento inédito.
- Arrow, K. J. y M. Kurz. 1970. *Public Investment, the Rate of Return, and Optimal Fiscal Policy*. Baltimore, MD y Londres: Johns Hopkins University Press.
- Aschauer, D. A. 1989. "Is Public Expenditure Productive?" *Journal of Monetary Economics* 23(2) marzo: 177-200.
- Ashraf, N., D. Aycinena, C. Martínez A. y D. Yang. 2015. "Savings in Transnational Households: A Field Experiment among Migrants from El Salvador." *Review of Economics and Statistics* 97(2) mayo: 332-51.
- Ashraf, N., D. Karlan y W. Yin. 2006. "Tying Odysseus to the Mast: Evidence from a Commitment Savings Product in the Philippines." *Quarterly Journal of Economics* 121(2) mayo: 635-72.
- Assunção, J. 2013. "Eliminating Entry Barriers for the Provision of Banking Services: Evidence from 'Banking Correspondents' in Brazil." *Journal of Banking and Finance* 37(8) agosto: 2806-11.
- Attanasio, O. P., A. Bonfatti, S. Kitao y G. Weber. 2015. "Global Demographic Trends, Capital Mobility, Saving and Consumption in Latin America and the Caribbean (LAC)". Documento de trabajo del BID no. 586. Departamento de Investigación y Economista Jefe, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Attanasio, O. P. y A. Brugiavini. 2003. "Social Security and Households' Saving." *Quarterly Journal of Economics* 118(3) agosto: 1075-1119.
- Attanasio, O. P., L. Picci y A. E. Scorcu. 2000. "Saving, Growth, and Investment: A Macroeconomic Analysis Using a Panel of Countries." *Review of Economics and Statistics* 82(2) mayo: 182-211.
- Attanasio, O. P. y S. Rohwedder. 2003. "Pension Wealth and Household Saving: Evidence from Pension Reforms in the United Kingdom." *American Economic Review* 93(5) diciembre: 1499-1521.
- Bachas, P., P. Gertler, S. Higgins y E. Seira. 2015. "Banking on Trust: Debit Cards, Cash Transfers, and Savings in Mexico." Documento

- presentado en el Seminario Economics Guest Speaker de la Universidad de San Francisco, 5 de noviembre, San Francisco, CA.
- Bagehot, W. 1873. *Lombard Street: A Description of the Money Market*. Londres: Henry S. King and Co. Disponible en <http://oll.libertyfund.org/titles/128>. Consultado en marzo de 2016.
- Bailliu, J. N. y H. Reisen. 1998. "Do Funded Pensions Contribute to Higher Aggregate Savings? A Cross-Country Analysis." *Review of World Economics (Weltwirtschaftliches Archiv)* 134(4) diciembre: 692-711.
- Baland, J. M., C. Guirkinger y C. Mali. 2011. "Pretending to Be Poor: Borrowing to Escape Forced Solidarity in Cameroon." *Economic Development and Cultural Change* 60(1) octubre: 1-16.
- Balassone, F. y M. S. Kumar. 2007. "Cyclicalities of Fiscal Policy." En M. S. Kumar y T. Ter-Minassian, eds., *Promoting Fiscal Discipline*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- Banco Mundial. 1994. *Averting the Old Age Crisis: Policies to Protect the Old and Promote Growth*. Nueva York, NY: Oxford University Press.
- \_\_\_\_\_. 2011. "Supporting Infrastructure in Developing Countries." Informe. Grupo de trabajo de los bancos multilaterales de desarrollo sobre infraestructura, Banco Mundial, Washington, DC.
- \_\_\_\_\_. 2014a. *Global Financial Development Report 2014: Financial Inclusion*. Washington, DC: Banco Mundial.
- \_\_\_\_\_. 2014b. "Global Findex Database." Base de datos. Banco Mundial, Washington, DC. Disponible en <http://datatopics.worldbank.org/financialinclusion/>. Consultado en febrero de 2016.
- \_\_\_\_\_. 2015a. *Global Financial Development Report 2015-2016: Long-Term Finance*. Washington, DC: Banco Mundial.
- \_\_\_\_\_. 2015b. "Indicadores del desarrollo mundial". Base de datos. Banco Mundial, Washington, DC. Disponible en <http://data.worldbank.org/indicator/NE.GDI.FTOT.CD>. Consultado en febrero de 2016.
- \_\_\_\_\_. 2016. *Doing Business 2016: Measuring Regulatory Quality and Efficiency*. 13<sup>a</sup> edición. Washington, DC: Banco Mundial.
- Banco Mundial y PwC (PricewaterhouseCoopers). 2015. "Paying Taxes 2016." Informe. Disponible en <https://www.pwc.com/gx/en/paying-taxes-2016/paying-taxes-2016.pdf>. Consultado en febrero de 2016.
- Banerjee, A. V. y E. Duflo. 2007. "The Economic Lives of the Poor." *Journal of Economic Perspectives* 21(1) Invierno: 141-68.
- Banerjee, A. V., E. Duflo, R. Glennerster y C. Kinnan. 2015. "The Miracle of Microfinance? Evidence from a Randomized Evaluation." *American Economic Journal: Applied Economics* 7(1) enero: 22-53.

- Banerjee, A., D. Karlan y J. Zinman. 2015. "Six Randomized Evaluations of Microcredit: Introduction and Further Steps." *American Economic Journal: Applied Economics* 7(1) enero: 1-21.
- Banks, J., R. Blundell y S. Tanner. 1998. "Is There a Retirement-Savings Puzzle?" *American Economic Review* 88(4) septiembre: 769-88.
- Barr, N. 2002. "Reforming Pensions: Myths, Truths, and Policy Choices." *International Social Security Review* 55(2) abril-junio: 3-36.
- Barr, N. y P. Diamond. 2006. "The Economics of Pensions." *Oxford Review of Economic Policy* 22(1) Primavera: 15-39.
- \_\_\_\_\_. 2009. "Reforming Pensions: Principles, Analytical Errors and Policy Directions." *International Social Security Review* 62(2) abril-junio: 5-29.
- Barrera-Osorio, F., M. Bertrand, L. L. Linden y F. Pérez-Calle. 2011. "Improving the Design of Conditional Transfer Programs: Evidence from a Randomized Education Experiment in Colombia." *American Economic Journal: Applied Economics* 3(2) abril: 167-95.
- Barro, R. J. 1974. "Are Government Bonds Net Wealth?" *Journal of Political Economy* 82(6) noviembre-diciembre: 1095-1117.
- Baxter, M. y M. J. Crucini. 1993. "Explaining Saving-Investment Correlations." *American Economic Review* 83(3) junio: 416-36.
- Bebczuk, R. 2015a. "Pension Reform and Saving in Latin America and the Caribbean (LAC)." Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. Documento inédito.
- \_\_\_\_\_. 2015b. "Wealth, Financial Intermediation, and Saving in Latin America and the Caribbean." Documento de discusión del BID no. 406. División de Mercados de Capital e Instituciones Financieras, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Bebczuk, R. y E. Cavallo. 2016. "Is Business Saving Really None of Our Business?" *Applied Economics* 48(24): 2266-84.
- Bebczuk, R., L. Gasparini, J. Amendolaggine y N. Garbero. 2015. "Understanding the Determinants of Household Saving: Micro Evidence for Latin America." Nota técnica del BID no. 843. Departamento de Investigación y Economista Jefe, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Bebczuk, R. y A. R. Musalem. 2006. "Pensions and Saving: New International Panel Data Evidence." Documento de trabajo no. 61. Departamento de Economía, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de La Plata, La Plata, Argentina.
- Becerra, Ó., E. Cavallo e I. Noy. 2015. "The Mystery of Saving in Latin America." Documento de trabajo del BID no. 615. Departamento de

- Investigación y Economista Jefe, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Becerra, Ó., E. Cavallo y C. Scartascini. 2012. "The Politics of Financial Development: The Role of Interest Groups and Government Capabilities." *Journal of Banking and Finance* 36(3) marzo: 626-43.
- Beck, T., A. Demirguc-Kunt y V. Maksimovic. 2005. "Financial and Legal Constraints to Growth: Does Firm Size Matter?" *Journal of Finance* 60(1) febrero: 137-77.
- \_\_\_\_\_. 2008. "Financing Patterns around the World: Are Small Firms Different?" *Journal of Financial Economics* 89(3) septiembre: 467-87.
- Beneke, M., N. Lustig y J. A. Oliva. 2015. "El impacto de los impuestos y el gasto social en la desigualdad y la pobreza en El Salvador." Nota técnica del BID no. 775. División de Gestión Fiscal y Municipal, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Berger, A. N. y L. J. Mester. 1997. "Inside the Black Box: What Explains Differences in the Efficiencies of Financial Institutions?" *Journal of Banking and Finance* 21(7) julio: 895-947.
- Bergoeing, R., P. J. Kehoe, T. J. Kehoe y R. Soto. 2002. "A Decade Lost and Found: Mexico and Chile in the 1980s." *Review of Economic Dynamics* 5(1) enero: 166-205.
- Berry, J., D. Karlan y M. Pradhan. 2012. "Evaluating the Efficacy of School-Based Financial Education Programs in Ghana." Presentación brindada en "Impact and Policy Conference: Evidence in Governance Financial Inclusion and Entrepreneurship," 1 de septiembre, Bangkok.
- Berstein, S., M. Bosch y M. L. Oliveri. 2016. "Promised and Affordable Replacement Rates in LAC Pension Systems in 2015 and 2100: Methodology and Determinants." Nota técnica del BID no. 964. Departamento de Investigación y Economista Jefe, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Berstein, S. y C. Cabrita. 2007. "Los determinantes de la elección de AFP en Chile: nueva evidencia a partir de datos individuales." *Estudios de Economía* 34(1) junio: 53-72.
- Berstein, S. y R. A. Chumacero. 2006. "Quantifying the Costs of Investment Limits for Chilean Pension Funds." *Fiscal Studies* 27(1) marzo: 99-123.
- Berstein, S., O. Fuentes y F. Villatoro. 2013. "Default Investment Strategies in a Defined Contribution Pension System: A Pension Risk Model Application for the Chilean Case." *Journal of Pension Economics and Finance* 12(04) octubre: 379-414.

- Berstein, S., G. Larraín, F. Pino y E. Morón. 2006. "Chilean Pension Reform: Coverage Facts and Policy Alternatives [con comentarios]." *Economía* 6(2) Primavera: 227-79.
- Berstein, S., M. Morales y A. Puente. 2015. "Rol de un seguro de longevidad en América Latina: casos de Chile, Colombia, México y Perú." Documento presentado en el XIII Seminario Internacional de la FIAP, Los sistemas de pensiones multipilares: invirtiendo en el futuro, 24 y 25 de septiembre, Montevideo.
- Berstein, S. y A. Puente. 2015. "Sistemas de pensiones: diseños alternativos en América Latina." En Asociación de Aseguradores de Chile, ed., *Nueve miradas expertas: escáner a las rentas vitalicias. Los éxitos, los riesgos y las grandes oportunidades del futuro*. Santiago: Asociación de Aseguradores de Chile, A.G.
- BID (Banco Interamericano de Desarrollo). 2004. *Desencadenar el crédito: cómo ampliar y estabilizar la banca*. Informe de progreso económico y social en América Latina 2005. Washington, DC: BID.
- \_\_\_\_\_. 2008. "Social Protection Surveys in Mexico and Peru." BID, Washington, DC.
- BlackRock. 2015. "Infrastructure Rising: An Asset Class Takes Shape." Nueva York, NY. Disponible en <https://www.blackrock.com/investing/literature/whitepaper/infrastructure-rising-an-asset-class-takes-shape.pdf>. Consultado en diciembre de 2015.
- Bloom, D. E., D. Canning y J. Sevilla. 2001. "Economic Growth and the Demographic Transition." Documento de trabajo del NBER no. 8685. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Blyde, J. S., C. Daude y E. Fernández-Arias. 2010. "Output Collapses and Productivity Destruction." *Review of World Economics (Weltwirtschaftliches Archiv)* 146(2) junio: 359-87.
- Boadway, R. 2015. "Tax Policy for a Rent-Rich Economy." *Canadian Public Policy* 41(4) diciembre: 253-64.
- Bodie, Z. 1990. "Pensions as Retirement Income Insurance." *Journal of Economic Literature* 28(1) marzo: 28-49.
- Boltz, M., K. Marazyan y P. Villar. 2015. "Preference for Hidden Income and Redistribution to Kin and Neighbors: A Lab-in-the-Field Experiment in Senegal." Documento de trabajo de la PSE no. 2015 - 15. París-Jourdan Sciences Économiques (Paris School of Economics), París. Disponible en <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-01157710/document>. Consultado en diciembre de 2015.

- Borio, C. y P. Disyatat. 2011. "Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or No Link?" Documento de trabajo del BPI no. 346. Departamento Monetario y Económico, Banco de Pagos Internacionales, Basilea, Suiza.
- Bosch, M., S. Berstein, F. Castellani, M. L. Oliveri y J. M. Villa. 2015. "Diagnóstico del sistema previsional colombiano y opciones de reforma." Nota técnica del BID no. 825. Unidad de Mercados Laborales y Seguridad Social, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Bosch, M., Á. Melguizo y C. Pagés. 2013. *Better Pensions, Better Jobs: Towards Universal Coverage in Latin America and the Caribbean*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Bosch, M. y M. L. Oliveri. 2015. "Labor Market and Poverty Impacts of Non-Contributory Pensions: The Case of Argentina's Moratorium." Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. Documento inédito.
- Boyd, C. y Ú. Aldana. 2015. "Evaluación del Programa 'Promoción del ahorro en familias JUNTOS'." Documento. Instituto de Estudios Peruanos, Lima. Documento inédito.
- Browning, M. 2000. "The Saving Behaviour of a Two-Person Household." *Scandinavian Journal of Economics* 102(2) junio: 235-51.
- Bruhn, M., L. de Souza Leão, A. Legovini, R. Marchetti y B. Zia. 2013. "The Impact of High School Financial Education: Experimental Evidence from Brazil." Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a políticas no. 6723. Banco Mundial, Washington, DC.
- Bruhn, M. e I. Love. 2014. "The Real Impact of Improved Access to Finance: Evidence from Mexico." *Journal of Finance* 69(3) junio: 1347-76.
- Brune, L., X. Giné, J. Goldberg y D. Yang. 2015. "Facilitating Savings for Agriculture: Field Experimental Evidence from Malawi." Documento de trabajo del NBER no. 20946. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Bucheli, M., N. Lustig, M. Rossi y F. Amábile. 2014. "Social Spending, Taxes, and Income Redistribution in Uruguay." *Public Finance Review* 42(3) mayo: 413-33.
- Buera, F. J., J. P. Kaboski e Y. Shin. 2011. "Finance and Development: A Tale of Two Sectors." *American Economic Review* 101(5) agosto: 1964-2002.
- Buera, F. J. e Y. Shin. 2013. "Financial Frictions and the Persistence of History: A Quantitative Exploration." *Journal of Political Economy* 121(2) abril: 221-72.

- Burgess, R. y R. Pande. 2005. "Do Rural Banks Matter? Evidence from the Indian Social Banking Experiment." *American Economic Review* 95(3) junio: 780–95.
- Busso, M., M. V. Fazio y S. Levy. 2012. "(In)Formal and (Un)Productive: The Productivity Costs of Excessive Informality in Mexico." Documento de trabajo del BID no. 341. Departamento de Investigación y Economista Jefe, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Busso, M., A. Fernández y C. Tamayo. 2016. "Firm Productivity as an Engine of Saving." Nota técnica del BID no. 963. Departamento de Investigación y Economista Jefe, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Butelmann, A. y F. Gallego. 2000. "Ahorro de los hogares en Chile: evidencia microeconómica." *Economía Chilena* [Banco Central de Chile] 3(1) abril: 5–24.
- Cabrera, M., N. Lustig y H. E. Morán. 2015. "Fiscal Policy, Inequality, and the Ethnic Divide in Guatemala." *World Development* 76(diciembre): 263–79.
- CAF (Banco de Desarrollo de América Latina). 2009. *Caminos para el futuro: gestión de la infraestructura en América Latina*. Serie Reporte de economía y desarrollo. Caracas: CAF.
- \_\_\_\_\_. 2013. *La infraestructura en el desarrollo integral de América Latina: IDeAL 2013*. Octubre. Bogotá: CAF.
- Calderón, C. y L. Servén. 2003. "The Output Cost of Latin America's Infrastructure Gap." En W. Easterly y L. Servén, eds., *The Limits of Stabilization: Infrastructure, Public Deficits, and Growth in Latin America*. Palo Alto, CA: Stanford University Press y Washington, DC: Banco Mundial.
- \_\_\_\_\_. 2004. "Trends in Infrastructure in Latin America, 1980–2001." Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a políticas no. 3401. Banco Mundial, Washington, DC.
- \_\_\_\_\_. 2010. "Infrastructure in Latin America." Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a políticas no. 5317. Banco Mundial, Washington, DC.
- Calderón-Madrid, Á. 1998. "Explicaciones de la caída del ahorro privado en México desde tres perspectivas." Documento de trabajo del BID no. R-346. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Callen, T. y C. Thimann. 1997. "Empirical Determinants of Household Saving: Evidence from OECD Countries." Documento de trabajo del FMI no. 97/181. Departamento de Asia y el Pacífico, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.

- Calvo, G. A., A. Izquierdo y R. Loo-Kung. 2006. "Relative Price Volatility under Sudden Stops: The Relevance of Balance Sheet Effects." *Journal of International Economics* 69(1) junio: 231-54.
- Calvo, G. A., A. Izquierdo y L. F. Mejía. 2004. "On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects." *Proceedings* [Banco de la Reserva Federal de San Francisco] 2004(junio).
- Calvo, G. A., L. Leiderman y C. M. Reinhart. 1996. "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s." *Journal of Economic Perspectives* 10(2) Primavera: 123-39.
- Cámara, N., D. Tuesta y P. Urbiola. 2015. "Extendiendo el acceso al sistema financiero formal: el modelo de negocio de los corresponsales bancarios." Documento de investigación del BBVA no. 15/10. Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Madrid.
- Campos, J., T. Serebrisky y A. Suárez-Alemán. 2015. "Porque el tiempo pasa: evolución teórica y práctica en la determinación de la tasa social de descuento." Nota técnica del BID no. 861. Sector de Infraestructura y Medio Ambiente, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Canuto, O. 2014. "Liquidity Glut, Infrastructure Finance Drought and Development Banks." *Capital Finance International* (Otoño): 14-18.
- Carpena, F., S. Cole, J. Shapiro y B. Zia. 2015. "The ABCs of Financial Education: Experimental Evidence on Attitudes, Behavior, and Cognitive Biases." Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a políticas no. 7413. Banco Mundial, Washington, DC.
- Carranza, L., C. Daude y Á. Melguizo. 2014. "Public Infrastructure Investment and Fiscal Sustainability in Latin America: Incompatible Goals?" *Journal of Economic Studies* 41(1): 29-50.
- Caselli, F. y J. Feyrer. 2007. "The Marginal Product of Capital." *Quarterly Journal of Economics* 122(2) mayo: 535-68.
- Catão, L. A. V. y G. M. Milesi-Ferretti. 2014. "External Liabilities and Crises." *Journal of International Economics* 94(1) septiembre: 18-32.
- Cavallo, E., E. Fernández-Arias y M. Marzani. 2016. "Varieties of Saving and Crises." Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. Documento inédito.
- Cavallo, E., E. Fernández-Arias y A. Powell. 2014. "Is the Euro-Zone on the Mend? Latin American Examples to Analyze the Euro Question." *Journal of Banking and Finance* 47(C) octubre: 243-57.
- Cavallo, E. y M. Pedemonte. De próxima publicación. "What Is the Relationship between National Saving and Investment in Latin America and the Caribbean?" *Economía* [LACEA].

- Cavallo, E., A. Powell, M. Pedemonte y P. Tavella. 2015. "A New Taxonomy of Sudden Stops: Which Sudden Stops Should Countries Be Most Concerned About?" *Journal of International Money and Finance* 51(C marzo: 47-70.
- Cavallo, E., G. Sánchez y P. Valenzuela. 2016. "Gone with the Wind: Demographic Transitions and Domestic Saving." Documento de trabajo del BID no. 688. Departamento de Investigación y Economista Jefe, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- CDE (Center for Demography and Ecology), OPS (Organización Panamericana de la Salud), NIA (National Institute on Aging) y CDHA (Center for Demography of Health and Aging). 2002. "Encuesta salud, bienestar y envejecimiento (SABE)." Encuesta. CDE y CDHA, University of Wisconsin-Madison, Madison, WI; OPS, Washington, DC; y NIA, National Institutes of Health, Bethesda, MD. Disponible en <http://www.ssc.wisc.edu/sabe/data.html>. Consultado en febrero de 2016.
- CELADE (Centro Latinoamericano y Caribeño de Demografía). 2015. "Estimaciones y proyecciones de población a largo plazo 1950-2100. Revisión 2015." CELADE, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Santiago. Disponible en <http://www.cepal.org/es/estimaciones-proyecciones-poblacion-largo-plazo-1950-2100>. Consultado en febrero de 2016.
- CEPAL (Comisión Económica de las Naciones Unidas para América Latina y el Caribe). 2014a. "Base de datos de inversiones en infraestructura económica en América Latina y el Caribe, 1980-2012." Santiago. Octubre. Disponible en <http://www.cepal.org/es/notas-informativas/base-de-datos-de-inversiones-en-infraestructura-economica-en-america-latina-y-el>. Consultado en diciembre de 2015.
- \_\_\_\_\_. 2014b. "La nueva era demográfica en América Latina y el Caribe: la hora de la igualdad según el reloj poblacional." Documento presentado en la Primera Reunión de la mesa directiva de la Conferencia Regional sobre Población y Desarrollo en América Latina y el Caribe, del 12 al 14 de noviembre, Santiago.
- \_\_\_\_\_. 2015a. "CEPALSTAT." Bases de datos y publicaciones estadísticas. CEPAL, Santiago. Disponible en [http://estadisticas.cepal.org/cepalstat/WEB\\_CEPALSTAT/Portada.asp](http://estadisticas.cepal.org/cepalstat/WEB_CEPALSTAT/Portada.asp). Consultado en febrero de 2016.
- \_\_\_\_\_. 2015b. "Inversión/Gasto social en América Latina y el Caribe." Base de datos. División de Desarrollo Social, CEPAL, Santiago. Disponible en <http://dds.cepal.org/gasto/indicadores/>. Consultado en febrero de 2016.

- Cerda, R., R. Fuentes, G. García y J. I. Llodrá. 2015. "Understanding Domestic Savings in Chile." Documento de trabajo del BID no. 626. Departamento de Investigación y Economista Jefe, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Cerra, V. y S. C. Saxena. 2008. "Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery." *American Economic Review* 98(1) marzo: 439-57.
- Chandrasekhar, A. G., C. Kinnan y H. Larreguy. 2012. "Informal Insurance, Social Networks, and Savings Access: Evidence from a Lab Experiment in the Field." Consortium on Financial Systems and Poverty, Chicago, IL. Disponible en <http://www.cfsp.org/publications/working-papers/informal-insurance-social-networks-and-savings-access-evidence-lab-exper#.Vm3fpoRq7Og>. Consultado en diciembre de 2015.
- Chen, K., A. İmrohoroğlu y S. İmrohoroğlu. 2006. "The Japanese Saving Rate." *American Economic Review* 96(5) diciembre: 1850-58.
- Chen, M. K. 2013. "The Effect of Language on Economic Behavior: Evidence from Savings Rates, Health Behaviors, and Retirement Assets." *American Economic Review* 103(2) abril: 690-731.
- Chong, A., ed. 2011. *Conexiones del desarrollo: impacto de las nuevas tecnologías de la información*. Serie Desarrollo en las Américas. Nueva York, NY: Palgrave Macmillan y Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Chong, A. y C. Pagés. 2010. "Impuestos y productividad: el juego del escondite". En C. Pagés, ed., *La era de la productividad: cómo transformar las economías desde sus cimientos*. Serie Desarrollo en las Américas. Nueva York, NY: Palgrave Macmillan y Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Clements, B., D. Coady, M. Soto, F. Eich, A. Kangur, J. Kapsoli, K. Kasihwase, M. Nozaki, B. Shang y V. Thakoor. 2011. "The Challenge of Public Pension Reform in Advanced and Emerging Economies." Documento. Departamento de Asuntos Fiscales, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Coelli, T., D. S. P. Rao y G. E. Battese. 1998. *An Introduction to Efficiency and Productivity Analysis*. Nueva York: Springer.
- Coeurdacier, N., S. Guibaud y K. Jin. 2015. "Credit Constraints and Growth in a Global Economy." *American Economic Review* 105(9) septiembre: 2838-81.
- Coeurdacier, N. y H. Rey. 2013. "Home Bias in Open Economy Financial Macroeconomics." *Journal of Economic Literature* 51(1) marzo: 63-115.

- Collins, D., J. Morduch, S. Rutherford y O. Ruthven. 2010. *Portfolios of the Poor: How the World's Poor Live on \$2 a Day*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Comisión sobre Crecimiento y Desarrollo. 2008. "Informe sobre el crecimiento: estrategias para el crecimiento sostenido y el desarrollo incluyente." Informe. Banco Mundial, Washington, DC.
- Committee on International Economic Policy and Reform. 2012. "Banks and Cross-Border Capital Flows: Policy Challenges and Regulatory Responses." Informe. Brookings Institution, Washington, DC.
- Corbacho, A., V. Fretes Cibils y E. Lora, eds. 2013. *Recaudar no basta: los impuestos como instrumento de desarrollo*. Serie Desarrollo en las Américas. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo y Nueva York, NY: Palgrave Macmillan.
- Corbo, V. 1998. "Government Policy, Saving and Growth in Latin America." En S. Borner y M. Paldam, eds., *The Political Dimension of Economic Growth: Proceedings of the IEA Conference Held in San José, Costa Rica*. Volumen 119. Londres: Palgrave Macmillan.
- Coronado, J. L. 1998. "The Effects of Social Security Privatization on Household Saving: Evidence from the Chilean Experience." Finance and Economics Discussion Series Paper no. 1998-12. Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, Washington, DC.
- Cronqvist, H. y S. Siegel. 2015. "The Origins of Savings Behavior." *Journal of Political Economy* 123(1) febrero: 123-69.
- Cruces, J. J. 2016. "Argentina's Residential Real Estate Sector: A Magnet for Savings amidst Mistrust in Traditional Investment Vehicles." Nota técnica del BID no. 911. Departamento de Investigación y Economista Jefe, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Davis, E. P. 2002. "Prudent Person Rules or Quantitative Restrictions? The Regulation of Long-Term Institutional Investors' Portfolios." *Journal of Pension Economics and Finance* 1(02) julio: 157-91.
- Davis, S. J., J. C. Haltiwanger y S. Schuh. 1996. *Job Creation and Destruction*. Cambridge, MA: MIT Press.
- de la Torre, A. y A. Ize. 2015. "Should Latin America Save More to Grow Faster?" Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a políticas no. 7386. Banco Mundial, Washington, DC.
- de Mel, S., D. McKenzie y C. Woodruff. 2008. "Returns to Capital in Microenterprises: Evidence from a Field Experiment." *Quarterly Journal of Economics* 123(4) noviembre: 1329-72.

- de Mello, L. y N. Mulder. 2006. "Fiscal Adjustment in Latin America: Trends and Stylised Facts." En L. de Mello, ed., *Challenges to Fiscal Adjustment in Latin America: The Cases of Argentina, Brazil, Chile and Mexico*. París: Publicación de la OCDE.
- de Olloqui, F., G. Andrade y D. Herrera. 2015. "Inclusión financiera en América Latina y el Caribe: coyuntura actual y desafíos para los próximos años." Documento de discusión del BID no. 385. División de Mercados de Capital e Instituciones Financieras, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Della Croce, R. y S. Gatti. 2014. "Financing Infrastructure—International Trends." *OECD Journal: Financial Market Trends* 2014(1): 123–38.
- Della Croce, R. y J. Yermo. 2013. "Institutional Investors and Infrastructure Financing." Documento de trabajo de la OCDE sobre finanzas, seguros y pensiones privadas no. 36. Publicación de la OCDE, París.
- DellaVigna, S. 2009. "Psychology and Economics: Evidence from the Field." *Journal of Economic Literature* 47(2) junio: 315–72.
- DellaVigna, S. y U. Malmendier. 2006. "Paying Not to Go to the Gym." *American Economic Review* 96(3) junio: 694–719.
- Demirgüç-Kunt, A. y L. Klapper. 2012. "Measuring Financial Inclusion: The Global Findex Database." Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a políticas no. 6025. Banco Mundial, Washington, DC.
- Dewatripont, M. y J. Tirole. 1994. *The Prudential Regulation of Banks*. Cambridge, MA: MIT Press.
- DeYoung, R. 2010. "Scale Economies Are a Distraction." *The Region* [Banco de la Reserva Federal de Minneapolis] 24(3) septiembre: 14–16.
- Diamond, D. W. y R. E. Verrecchia. 1991. "Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital." *Journal of Finance* 46(4) septiembre: 1325–59.
- Diamond, P. A. 1965. "National Debt in a Neoclassical Growth Model." *American Economic Review* 55(5, 1<sup>a</sup> Parte) diciembre: 1126–50.
- Didier, T. y S. L. Schmukler, eds. 2014. *Emerging Issues in Financial Development: Lessons from Latin America*. Washington, DC: Banco Mundial.
- Djankov, S., T. Ganser, C. McLiesh, R. Ramalho y A. Shleifer. 2010. "The Effect of Corporate Taxes on Investment and Entrepreneurship." *American Economic Journal: Macroeconomics* 2(3) julio: 31–64.
- Drexler, A., G. Fischer y A. Schoar. 2014. "Keeping It Simple: Financial Literacy and Rules of Thumb." *American Economic Journal: Applied Economics* 6(2) abril: 1–31.
- Dupas, P., S. Green, A. Keats y J. Robinson. 2016. "Challenges in Banking the Rural Poor: Evidence from Kenya's Western Province." En S. Edwards,

- S. Johnson y D. N. Weil, eds., *African Successes: Modernization and Development*. Volumen 3. Chicago, IL: University of Chicago Press.
- Dupas, P. y J. Robinson. 2013a. "Savings Constraints and Microenterprise Development: Evidence from a Field Experiment in Kenya." *American Economic Journal: Applied Economics* 5(1) enero: 163-92.
- \_\_\_\_\_. 2013b. "Why Don't the Poor Save More? Evidence from Health Savings Experiments." *American Economic Review* 103(4) junio: 1138-71.
- Eckler. 2014. "Review of Cost of Government Pensions in Barbados." Eckler Consultants and Actuaries, Christ Church.
- Econometría y SEI (Sistemas Especializados de Información). 2011. "Evaluación de impacto: acceso a servicios financieros en los municipios intervenidos por el Programa de Inversión Banca de las Oportunidades (2007-2010)." Informe. Gobierno de Colombia, Bogotá.
- Ehlers, T. 2014. "Understanding the Challenges for Infrastructure Finance." Documento de trabajo del BPI no. 454. Departamento Monetario y Económico, Banco de Pagos Internacionales, Basilea, Suiza.
- EIU (Unidad de Inteligencia de *The Economist*). 2014. "Evaluating the Environment for Public-Private Partnerships in Latin America and the Caribbean: The 2014 Infrascope." Índice y estudio. EIU, Nueva York, NY.
- El Mekkaoui de Freitas, N. y J. Oliveira Martins. 2014. "Health, Pension Benefits and Longevity: How They Affect Household Savings?" *Journal of the Economics of Ageing* 3(abril): 21-28.
- Estache, A., T. Serebrisky y L. Wren-Lewis. 2015. "Financing Infrastructure in Developing Countries." *Oxford Review of Economic Policy* 31(3-4) Otoño-Invierno: 279-304.
- Fajnzylber, E., G. Plaza y G. Reyes. 2009. "Better-Informed Workers and Retirement Savings Decisions: Impact Evaluation of a Personalized Pension Projection in Chile." Documento de trabajo no. 31. Superintendencia de Pensiones, Santiago.
- Farrell, M. J. 1957. "The Measurement of Productive Efficiency." *Journal of the Royal Statistical Society: Series A (General)* 120(3): 253-90.
- Fay, M. y M. Morrison. 2007. *Infrastructure in Latin America and the Caribbean: Recent Developments and Key Challenges*. Washington, DC: Banco Mundial.
- Faz, X. 2013. "Mexico's Tiered KYC: An Update on Market Response." Blog. Grupo Consultivo de Ayuda a la Población más Pobre (CGAP),

- Washington, DC. 25 de junio. Disponible en <http://www.cgap.org/blog/mexicos-tiered-kyc-update-market-response>. Consultado en febrero de 2016.
- Feldman, R. J. 2010. "Size and Regulatory Reform in Finance: Important but Difficult Questions." *The Region* [Banco de la Reserva Federal de Minneapolis] 24(3) septiembre: 8–9.
- Feldstein, M. y P. Bacchetta. 1991. "National Saving and International Investment." En B. D. Bernheim y J. B. Shoven, eds., *National Saving and Economic Performance*. Chicago, IL: University of Chicago Press.
- Feldstein, M. y C. Horioka. 1980. "Domestic Saving and International Capital Flows." *Economic Journal* 90(358) junio: 314–29.
- Fernandes, D., J. G. Lynch, Jr. y R. G. Netemeyer. 2014. "Financial Literacy, Financial Education, and Downstream Financial Behaviors." *Management Science* 60(8) agosto: 1861–83.
- Fernández, A. y C. E. Tamayo. De próxima publicación. "From Institutions to Financial Development and Growth: What Are the Links?" *Journal of Economic Surveys*.
- Fernández-Arias, E. y R. Hausmann. 2001. "Is Foreign Direct Investment a Safer Form of Financing?" *Emerging Markets Review* 2(1) marzo: 34–49.
- Fernández-Arias, E. y D. Lombardo. 1998. "Private External Overborrowing in Undistorted Economies: Market Failure and Optimal Policy." Documento de trabajo del BID no. 369. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Ferreira, F. H. G., J. Messina, J. Rigolini, L.-F. López-Calva, M. A. Lugo y R. Vakis. 2013. *Economic Mobility and the Rise of the Latin American Middle Class*. Washington, DC: Banco Mundial.
- FIAP (Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones). 2015. "Estadísticas históricas." Base de datos. FIAP, Santiago. Disponible en [http://www.fiap.cl/prontus\\_fiap/site/edic/base/port/series.html](http://www.fiap.cl/prontus_fiap/site/edic/base/port/series.html). Consultado en febrero de 2016.
- Finkelstein, A. y J. Poterba. 2004. "Adverse Selection in Insurance Markets: Policyholder Evidence from the U.K. Annuity Market." *Journal of Political Economy* 112(1) febrero: 183–208.
- Floro, M. S. y D. Ray. 1997. "Vertical Links between Formal and Informal Financial Institutions." *Review of Development Economics* 1(1) febrero: 34–56.
- FMI (Fondo Monetario Internacional). 2009. "Debt Bias and Other Distortions: Crisis-Related Issues in Tax Policy." Documento. Departamento

- de Asuntos Fiscales, FMI, Washington, DC. Disponible en <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/061209.pdf>. Consultado en febrero de 2016.
- \_\_\_\_\_. 2015. *Perspectivas de la Economía Mundial*. Base de datos. FMI, Washington, DC. Octubre. Disponible en <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/download.aspx>. Consultado en febrero de 2016.
- Foro Económico Mundial. 2006. *The Global Competitiveness Report 2006-2007*. Ginebra, Suiza: Foro Económico Mundial.
- \_\_\_\_\_. 2010. *The Global Competitiveness Report 2010-2011*. Ginebra, Suiza: Foro Económico Mundial.
- \_\_\_\_\_. 2014. *The Global Competitiveness Report 2014-2015*. Ginebra, Suiza: Foro Económico Mundial.
- Franks, J., C. Mayer y L. Renneboog. 2001. "Who Disciplines Management in Poorly Performing Companies?" *Journal of Financial Intermediation* 10(3-4) julio: 209-48.
- Frederick, S., G. Loewenstein y T. O'Donoghue. 2002. "Time Discounting and Time Preference: A Critical Review." *Journal of Economic Literature* 40(2) junio: 351-401.
- Frisancho, V. 2012. "Signaling Creditworthiness in Peruvian Microfinance Markets: The Role of Information Sharing." *B.E. Journal of Economic Analysis and Policy* 12(1) octubre: 1-43.
- \_\_\_\_\_. 2016. "How to Raise Household Savings in LAC: Constraints and Best Practices." Nota técnica del BID no. 962. Departamento de Investigación y Economista Jefe, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Frisancho, V. y J. Karver. 2016. "Financial Inclusion in Latin America and the Caribbean." Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. Documento inédito.
- Galiani, S., P. Gertler y R. Bando. 2014. "Non-Contributory Pensions." Documento de trabajo del NBER no. 19775. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Gandelman, N. 2015a. "A Comparison of Saving Rates: Micro Evidence from Seventeen Latin American and Caribbean Countries." Documento de trabajo del BID no. 602. Departamento de Investigación y Economista Jefe, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- \_\_\_\_\_. 2015b. "Do the Rich Save More in Latin America?" Documento de trabajo del BID no. 588. Departamento de Investigación y Economista Jefe, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.

- García, N., A. Grifoni, J. C. López y D. Mejía. 2013. "Financial Education in Latin America and the Caribbean: Rationale, Overview and Way Forward." Documento de trabajo de la OCDE sobre finanzas, seguros y pensiones privadas no. 33. Publicación de la OCDE, París.
- Gelos, R. G. y J. Roldós. 2004. "Consolidation and Market Structure in Emerging Market Banking Systems." *Emerging Markets Review* 5(1) marzo: 39–59.
- Gill, I. S., T. Packard y J. Yermo. 2005. *Keeping the Promise of Social Security in Latin America*. Palo Alto, CA: Stanford University Press y Washington, DC: Banco Mundial.
- Goldberger, A. S. 1979. "Heritability." *Economica* 46(184) noviembre: 327–47.
- González-Rozada, M. y H. Ruffo. 2015. "Non-Contributory Pensions and Savings: Evidence from Argentina." Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. Documento inédito.
- González-Vega, C. y R. Quirós. 2008. "Strategic Alliances for Scale and Scope Economies: Lessons from FADES in Bolivia." En M. E. Pagura, ed., *Expanding the Frontier in Rural Finance: Financial Linkages and Strategic Alliances*. Rugby, Warwickshire, Reino Unido: Practical Action Publishing.
- Gourinchas, P.-O. y O. Jeanne. 2013. "Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle." *Review of Economic Studies* 80(4) octubre: 1484–1515.
- Granda, C. y F. Hamann. 2015. "Informality, Saving and Wealth Inequality in Colombia." Documento de trabajo del BID no. 575. Departamento de Investigación y Economista Jefe, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Grigoli, F., A. Herman y K. Schmidt-Hebbel. 2014. "World Saving." Documento de trabajo del FMI no. 14/204. Departamento del Hemisferio Occidental, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- . 2015. "Saving in Latin America and the Caribbean: Performance and Policies." Documento de trabajo del FMI no. 15/108. Departamento del Hemisferio Occidental, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Grout, P. A., W. L. Megginson y A. Zalewska. 2009. "One Half-Billion Shareholders and Counting: Determinants of Individual Share Ownership around the World." Documento. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=1364765>. Consultado en enero de 2016.

- Hall, C. D. 2014. "Actuarial Analysis of the Sustainability of the National Insurance Scheme (NIS) in Jamaica." Eckler Consultants and Actuaries, Kingston.
- Hansen, E. y R. Wagner. 2015. "Multinationals Stockpiling Cash: Exploring a Commodity Boom." Documento de trabajo del BID no. 580. Departamento de Investigación y Economista Jefe, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Hayashi, F. 1989. "Is Japan's Saving Rate High?" *Quarterly Review* [Banco de la Reserva Federal de Minneapolis] 13(2) Primavera: 3-9.
- Heller, P. S. 1989. "Aging, Savings, and Pensions in the Group of Seven Countries: 1980–2025." *Journal of Public Policy* 9(02) abril: 127-55.
- HelpAge International. 2015. "Global AgeWatch Index 2015." Base de datos. HelpAge International, Londres. Disponible en [www.helpage.org/global-agewatch/](http://www.helpage.org/global-agewatch/). Consultado en febrero de 2016.
- Henrichs, J. y B. R. H. Van den Bergh. 2015. "Perinatal Developmental Origins of Self-Regulation." En G. H. E. Gendolla, M. Tops y S. L. Koole, eds., *Handbook of Biobehavioral Approaches to Self-Regulation*. Nueva York, NY: Springer-Verlag.
- Hernani-Limarino, W., W. Jiménez y G. Mena. 2015. "Evolution, Importance and Correlates of Household Savings in Bolivia." Documento de trabajo no. 10/2015. Fundación ARU, La Paz, Bolivia.
- Hernani-Limarino, W. y G. Mena. 2015. "Intended and Unintended Effects of Unconditional Cash Transfers: The Case of Bolivia's *Renta Dignidad*." Documento de trabajo del BID no. 631. Departamento de Investigación y Economista Jefe, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Hess, D. 2005. "Protecting and Politicizing Public Pension Fund Assets: Empirical Evidence on the Effects of Governance Structures and Practices." *UC Davis Law Review* 39(1) noviembre: 187- 227.
- Higgins, S. y C. Pereira. 2014. "The Effects of Brazil's Taxation and Social Spending on the Distribution of Household Income." *Public Finance Review* 42(3) mayo: 346-67.
- Holzmann, R. 2013. "Global Pension Systems and Their Reform: Worldwide Drivers, Trends and Challenges." *International Social Security Review* 66(2) abril-junio: 1-29.
- Holzmann, R. y R. Hinz (con H. von Gersdorff, I. Gill, G. Impavido, A. R. Musalem, R. Palacios, D. Robolino, M. Rutkowski, A. Schwarz, Y. Sin y K. Subbarao). 2005. *Old-Age Income Support in the 21st Century: An International Perspective on Pension Systems and Reform*. Washington, DC: Banco Mundial.

- Hopt, K. J. 2011. "Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation." *American Journal of Comparative Law* 59(1) Invierno: 1-73.
- Hsieh, C.-T. y P. J. Klenow. 2009. "Misallocation and Manufacturing TFP in China and India." *Quarterly Journal of Economics* 124(4) noviembre: 1403-48.
- . 2014. "The Life Cycle of Plants in India and Mexico." *Quarterly Journal of Economics* 129(3) agosto: 1035-84.
- Hsieh, C.-T. y J. A. Parker. 2007. "Taxes and Growth in a Financially Underdeveloped Country: Evidence from the Chilean Investment Boom." *Economía [LACEA]* 8(1) Otoño: 1- 53.
- Hurst, E., G. Li y B. Pugsley. 2014. "Are Household Surveys Like Tax Forms? Evidence from Income Underreporting of the Self-Employed." *Review of Economics and Statistics* 96(1) marzo: 19-33.
- Inderst, G. 2013. "Private Infrastructure Finance and Investment in Europe." Documento de trabajo del BEI no. 2013/02. Banco Europeo de Inversiones, Luxemburgo.
- Inderst, G. y F. Stewart. 2014. "Institutional Investment in Infrastructure in Developing Countries: Introduction to Potential Models." Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a políticas no. 6780. Banco Mundial, Washington, DC.
- Infrastructure Canada. 2007. "Infrastructure and Productivity: A Literature Review." Informe. Research and Analysis Division, Infrastructure Canada, Ottawa, ON, Canadá.
- Ionescu, L. y E. A. Robles. 2014. "Update of IOPS Work on Fees and Charges." Documento de trabajo de la IOPS sobre la supervisión efectiva de las pensiones no. 20. Organización Internacional de Supervisores de Pensiones (IOPS), París.
- IOPS (Organización Internacional de Supervisores de Pensiones). 2010. "IOPS Principles of Private Pension Supervision." IOPS, París. Disponible en <http://www.iopsweb.org/principlesandguidelines/IOPS-principles-private-pension-supervision.pdf>. Consultado en febrero de 2016.
- . 2011. "Pension Supervisory Authorities and Financial Education: Lessons Learnt." Documento de información de la IOPS no. 1. IOPS, París.
- . 2012. "Toolkit for Risk-Based Pensions Supervision: Case Study: Netherlands." IOPS, París.

- Izquierdo, A. y E. Kawamura. 2015. "Public Expenditure: Is There a Bias against Public Investment? A Political Economy Explanation." Documento presentado en la Reunión Anual de la LACEA 2015, del 15 al 17 de octubre, Santa Cruz, Bolivia.
- Izquierdo, A., R. Loo-Kung y F. Navajas, coords. 2013. *Resistiendo el canto de las sirenas financieras en Centroamérica: una ruta hacia un gasto eficiente con más crecimiento*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Jakiela, P. y O. Ozier. 2016. "Does Africa Need a Rotten Kin Theorem? Experimental Evidence from Village Economies." *Review of Economic Studies* 83(1) enero: 231–68.
- Jamison, J. C., D. Karlan y J. Zinman. 2014. "Financial Education and Access to Savings Accounts: Complements or Substitutes? Evidence from Ugandan Youth Clubs." Documento de trabajo del NBER no. 20135. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Janssens, W., B. Kramer y L. Swart. 2015. "Be Patient When Measuring Hyperbolic Discounting: Stationarity, Time Consistency and Time Invariance in a Field Experiment." Documento de discusión no. 2015-097/V. Tinbergen Institute, Amsterdam.
- Jaramillo, M. 2014. "The Incidence of Social Spending and Taxes in Peru." *Public Finance Review* 42(3) mayo: 391–412.
- Jeanne, O. y A. Korinek. 2010. "Excessive Volatility in Capital Flows: A Pigouvian Taxation Approach." *American Economic Review* 100(2) mayo: 403–07.
- Jemio, L. C. y O. Nina. 2016. "Saving and Investment Behavior in Bolivia: Evidence from a Flow-of-Funds Analysis." Nota técnica del BID no. 895. Departamento de Investigación y Economista Jefe, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Jiménez, L. F. y S. Manuelito. 2013. "Rasgos estilizados de la relación entre inversión y crecimiento en América Latina y el Caribe, 1980–2012." Serie Macroeconomía del desarrollo no. 136. Comisión Económica de las Naciones Unidas para América Latina y el Caribe (CEPAL), Santiago.
- Jiménez-Martín, S. 2014. "The Incentive Effects of Minimum Pensions." *IZA World of Labor* 2014(agosto) 1-10.
- John, A. 2014. "Just a Few Cents Each Day: Can Fixed Regular Deposits Overcome Savings Constraints? Evidence from a Commitment Savings Product in Bangladesh." Documento de discusión sobre

- organización económica y políticas públicas no. 51. Londres: London School of Economics and Political Science.
- Joumard, I., C. André y C. Nicq. 2010. "Health Care Systems: Efficiency and Institutions." Documento de trabajo no. 769. Departamento de Economía de la OCDE. Publicación de la OCDE, París.
- J.P. Morgan Asset Management y Af2i (Association Française des Investisseurs Institutionnels). 2014. "Guide to Infrastructure Investing." Disponible en [http://www.jpmorganassetmanagement.ch/DE/dms/Guide\\_to\\_infrastructure\\_investing\\_\[MKR\]\\_\[CH\\_EN\].pdf](http://www.jpmorganassetmanagement.ch/DE/dms/Guide_to_infrastructure_investing_[MKR]_[CH_EN].pdf). Consultado en diciembre de 2015.
- Juárez, L. 2009. "Crowding out of Private Support to the Elderly: Evidence from a Demigrant in Mexico." *Journal of Public Economics* 93(3-4) abril: 454-63.
- Kahneman, D., P. Slovic y A. Tversky, eds. 1982. *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*. Cambridge, Reino Unido: Cambridge University Press.
- Karlan, D. y L. L. Linden. 2014. "Loose Knots: Strong versus Weak Commitments to Save for Education in Uganda." Julio. Disponible en <http://www.povertyactionlab.org/publication/loose-knots-strong-versus-weak-commitments-save-education-uganda>. Consultado en enero de 2016.
- Karlan, D., M. McConnell, S. Mullainathan y J. Zinman. De próxima publicación. "Getting to the Top of Mind: How Reminders Increase Saving." *Management Science*.
- Karlan, D., A. L. Ratan y J. Zinman. 2014. "Savings by and for the Poor: A Research Review and Agenda." *Review of Income and Wealth* 60(1) marzo: 36-78.
- Karlan, D. y J. Zinman. 2014. "Price and Control Elasticities of Demand for Savings." Enero. Disponible en [http://karlan.yale.edu/sites/default/files/savingselasticities\\_2014\\_01\\_v9.pdf](http://karlan.yale.edu/sites/default/files/savingselasticities_2014_01_v9.pdf). Consultado en enero de 2016.
- Kast, F., S. Meier y D. Pomeranz. 2012. "Under-Savers Anonymous: Evidence on Self-Help Groups and Peer Pressure as a Savings Commitment Device." Documento de trabajo del NBER no. 18417. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Kawamura, E. y L. Ronconi. 2015. "Firms' Investment and Savings in Latin America: Stylized Facts from the Enterprise Survey." Documento de trabajo del BID no. 638. Departamento de Investigación y Economista Jefe, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.

- Ke, D., L. Ng y Q. Wang. 2010. "Home Bias in Foreign Investment Decisions." *Journal of International Business Studies* 41(6) agosto: 960-79.
- Kehoe, T. J. y F. Meza. 2011. "Catch-up Growth Followed by Stagnation: Mexico, 1950-2010." *Latin American Journal of Economics* 48(2) noviembre: 227-68.
- Kohli, H. A. y P. Basil. 2011. "Requirements for Infrastructure Investment in Latin America under Alternate Growth Scenarios: 2011-2040." *Global Journal of Emerging Market Economies* 3(1) enero: 59-110.
- Kotlikoff, L. J. 1988. "Intergenerational Transfers and Savings." *Journal of Economic Perspectives* 2(2) Primavera: 41-58.
- Kotlikoff, L. J. y A. Spivak. 1981. "The Family as an Incomplete Annuities Market." *Journal of Political Economy* 89(2) abril: 372-91.
- Lane, P. R. y G. M. Milesi-Ferretti. 2007. "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004." *Journal of International Economics* 73(2) noviembre: 223-50.
- Lanuza, P. 2004. "Making Sense of the Commercialization of Microfinance in Latin America: Lessons for Nicaragua." Documento. St. Antony's College, Oxford, Reino Unido. Disponible en <http://www.microfinancegateway.org/sites/default/files/mfg-en-case-study-making-sense-of-the-commercialization-of-microfinance-in-latin-america-lessons-for-nicaragua-2004.pdf>. Consultado en enero de 2016.
- Lasso, F. 2006. "Incidencia del gasto público social sobre la distribución del ingreso y la reducción de la pobreza." Documento presentado en el Seminario semanal de economía del Banco Central de Colombia, 17 y 18 de noviembre, Medellín, Colombia.
- Lee, P., P. Ainslie y S. Fathallah. 2012. "Embracing Informality: Designing Financial Services for China's Marginalized." Informe. Reboot, Nueva York, NY.
- Lee, R. D. y A. Mason. 2011a. "Generational Economics in a Changing World." *Population and Development Review* 37(s1) enero: 115-42.
- \_\_\_\_\_, eds. 2011b. *Population Aging and the Generational Economy: A Global Perspective*. Cheltenham, GL, Reino Unido y Northampton, MA, EE.UU.: Edward Elgar Publishing; y Ottawa, ON, Canadá: International Development Research Centre.
- Levine, R. 2005. "Finance and Growth: Theory and Evidence." En P. Aghion y S. N. Durlauf, eds., *Handbook of Economic Growth*. Volumen 1A. Amsterdam: North-Holland.

- Levy, S. 2008. *Good Intentions, Bad Outcomes: Social Policy, Informality, and Economic Growth in Mexico*. Washington, DC: Brookings Institution.
- Levy Yeyati, E. y A. Micco. 2007. "Concentration and Foreign Penetration in Latin American Banking Sectors: Impact on Competition and Risk." *Journal of Banking and Finance* 31(6) junio: 1633-47.
- Levy Yeyati, E. y J. Zúñiga. 2015. "Varieties of Capital Flows: What Do We Know?" Documento de trabajo de Faculty Research no. 15-025. John F. Kennedy School of Government, Harvard University, Cambridge, MA.
- Llerena Pinto, F. P., M. C. Llerena Pinto, M. A. Llerena Pinto y R. Saá. 2015. "Social Spending, Taxes and Income Redistribution in Ecuador." Documento de trabajo del CEQ no. 28. Center for Inter-American Policy and Research (CIPR) y Department of Economics, Tulane University, New Orleans, LA; y Diálogo Interamericano, Washington, DC.
- Loayza, N., A. M. Oviedo y L. Servén. 2005. "The Impact of Regulation on Growth and Informality: Cross-Country Evidence." Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a políticas no. 3623. Banco Mundial, Washington, DC.
- Loayza, N., K. Schmidt-Hebbel y L. Servén. 1999. "What Drives Private Saving across the World?" Documento de trabajo no. 47. Banco Central de Chile, Santiago.
- López-Murphy, P. y A. R. Musalem. 2004. "Pension Funds and National Saving." Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a políticas no. 3410. Banco Mundial, Washington, DC.
- Lora, E. 2007. "Public Investment in Infrastructure in Latin America: Is Debt the Culprit?" Documento de trabajo no. 595. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Love, I., M. S. Martínez Pería y S. Singh. 2016. "Collateral Registries for Movable Assets: Does Their Introduction Spur Firms' Access to Bank Financing?" *Journal of Financial Services Research* 49(1) febrero: 1-37.
- Lucas, Jr., R. E. 1990. "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?" *American Economic Review* 80(2) mayo: 92-96.
- Lustig, N. y C. Pessino. 2013. "Social Spending and Income Redistribution in Argentina during the 2000s: The Rising Role of Noncontributory Pensions." Documento de trabajo del CEQ no. 5. Center for Inter-American Policy and Research (CIPR) y Department of Economics, Tulane University, New Orleans, LA; y Diálogo Interamericano, Washington, DC.

- Lustig, N., C. Pessino y J. Scott. 2014. "The Impact of Taxes and Social Spending on Inequality and Poverty in Argentina, Bolivia, Brazil, Mexico, Peru, and Uruguay: Introduction to the Special Issue." *Public Finance Review* 42(3) mayo: 287-303.
- Maldonado, J. H. y L. Tejerina. 2010. "Investing in Large Scale Financial Inclusion: The Case of Colombia." Nota técnica del BID no. 197. División de Protección Social y Salud, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Marín, A. G. y R. Schwabe. 2013. "Bank Competition and Account Penetration: Evidence from Mexico." Documento de trabajo no. 2013-14. Banco de México, Ciudad de México.
- Martin, X. 2014. "Inclusive Commitment Savings in Latin America and the Caribbean." Estudio. Fondo Multilateral de Inversiones, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. Disponible en <http://www.pro-savings.org/sites/default/files/CONSOLIDADO%20ingles.pdf>. Consultado en enero de 2016.
- Martínez Pería, M. S. y S. Singh. 2014. "The Impact of Credit Information Sharing Reforms on Firm Financing." Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a políticas no. 7013. Banco Mundial, Washington, DC.
- Mayer, C. 1996. "Corporate Governance, Competition and Performance." Documento de trabajo del Departamento de Economía de la OCDE no. 164. Publicación de la OCDE, París.
- \_\_\_\_\_. 1998. "Financial Systems and Corporate Governance: A Review of the International Evidence." *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 154(1) marzo: 144-76.
- McDonald, K., C. Ansley, A. Coleman, M. Holm, J. McDermott, P. Mersi y S. Toplis. 2011. "Saving New Zealand: Reducing Vulnerabilities and Barriers to Growth and Prosperity." Informe. Tesoro del Gobierno de Nueva Zelanda, Wellington.
- McKay, C. y M. Pickens. 2010. "Branchless Banking 2010: Who's Served? At What Price? What's Next?" Nota Focus no. 66. Grupo Consultivo de Ayuda a la Población más Pobre (CGAP), Washington, DC.
- McKenzie, D. J. y C. Woodruff. 2006. "Do Entry Costs Provide an Empirical Basis for Poverty Traps? Evidence from Mexican Microenterprises." *Economic Development and Cultural Change* 55(1) octubre: 3-42.
- McKinsey Global Institute. 2013. "Infrastructure Productivity: How to Save \$1 Trillion a Year." Informe. McKinsey and Company, Nueva York, NY.

- Meaney, M. J. y M. Szyf. 2005. "Environmental Programming of Stress Responses through DNA Methylation: Life at the Interface between a Dynamic Environment and a Fixed Genome." *Dialogues in Clinical Neuroscience* 7(2) junio: 103-23.
- Meléndez, M. 2014. "CEQ Master Workbook: Colombia." 21 de noviembre. Tulane University, New Orleans, LA.
- Mester, L. J. 2010. "Scale Economies in Banking and Financial Regulatory Reform." *The Region* [Banco de la Reserva Federal de Minneapolis] 24(3) septiembre: 10-13.
- Midrigan, V. y D. Y. Xu. 2014. "Finance and Misallocation: Evidence from Plant-Level Data." *American Economic Review* 104(2) febrero: 422-58.
- Milevsky, M. A. 2013. *Life Annuities: An Optimal Product for Retirement Income*. Charlottesville, VA: Research Foundation of CFA Institute.
- . 2015. *King William's Tontine: Why the Retirement Annuity of the Future Should Resemble Its Past*. Nueva York, NY: Cambridge University Press.
- Miranda Pinto, J. 2013. "Proyección de pensión personalizada en Chile: evaluación de su impacto en la decisión de jubilación." *Estudios de Economía* 40(2) diciembre: 211-45.
- Modigliani, F. y M. H. Miller. 1958. "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment." *American Economic Review* 48(3) junio: 261-97.
- Morton, M., J. Klugman, L. Hanmer y D. Singer. 2014. "Gender at Work: A Companion to the *World Development Report on Jobs*." Informe. Unidad de Género y Desarrollo, Banco Mundial, Washington, DC.
- Mullainathan, S. y E. Shafir. 2014. *Scarcity: The New Science of Having Less and How It Defines Our Lives*. Nueva York, NY: Picador.
- Musalem, A. R. y P. Souto. 2009. "Unveiling the Governance of National Public Pension Funds." Documento de trabajo no. 34. Center for Financial Stability, Nueva York, NY.
- Myers, S. C. y N. S. Majluf. 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have." *Journal of Financial Economics* 13(2) junio: 187-221.
- Naciones Unidas. 2013. "Perspectivas de la población mundial: revisión de 2012." DVD-ROM. División de Población, Departamento de Asuntos Económicos y Sociales, Naciones Unidas, Nueva York.
- . 2015. "Perspectivas de la población mundial: revisión de 2015." Base de datos. División de Población, Departamento de Asuntos

- Económicos y Sociales, Naciones Unidas, Nueva York. Disponible en <http://esa.un.org/unpd/wpp/>. Consultado en febrero de 2016.
- National Academies of Sciences, Engineering and Medicine. 2015. *The Growing Gap in Life Expectancy by Income: Implications for Federal Programs and Policy Responses*. Washington, DC: National Academies Press.
- Núñez Méndez, J., N. Salazar, L. Cuesta, C. Castañeda, G. Rivas y J. Castillo. 2012. "Primer seguimiento de la evaluación de impacto del piloto del Programa de Promoción de la Cultura del Ahorro." Informe. Fedesarrollo, Bogotá.
- OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos). 2007. "Encouraging Savings through Tax-Preferred Accounts." Estudio sobre políticas tributarias de la OCDE no. 15. Publicación de la OCDE, París.
- \_\_\_\_\_. 2009. "OECD Guidelines for Pension Fund Governance." OCDE, París. Disponible en <http://www.oecd.org/pensions/private-pensions/34799965.pdf>. Consultado en enero de 2016.
- \_\_\_\_\_. 2012. "A Policy Roadmap for Defined Contribution Pensions." En *OECD Pensions Outlook 2012*. París: Publicación de la OCDE.
- \_\_\_\_\_. 2013. *Panorama de las administraciones públicas 2011*. París: Publicación de la OCDE.
- \_\_\_\_\_. 2014a. "Pension Markets in Focus: 2014 Edition." Informe anual. OCDE, París. Disponible en <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2014.pdf>. Consultado en febrero de 2016.
- \_\_\_\_\_. 2014b. "Social Expenditure Database (SOCX)." Base de datos. OCDE, París. Disponible en <http://www.oecd.org/social/expenditure.htm>. Consultado en febrero de 2016.
- \_\_\_\_\_. 2015a. "Can Pension Funds and Life Insurance Companies Keep Their Promises?" En *OECD Business and Finance Outlook 2015*. París: Publicación de la OCDE.
- \_\_\_\_\_. 2015b. *G20/OECD Principles of Corporate Governance*. Paris: Publicación de la OCDE.
- \_\_\_\_\_. 2015c. "Pension Markets in Focus: 2015 Edition." Informe anual. OCDE, París. Disponible en <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2015.pdf>. Consultado en febrero de 2016.
- OMS (Organización Mundial de la Salud). 2006. *Informe sobre la salud en el mundo 2006: colaboremos por la salud*. Ginebra, Suiza: OMS.

- \_\_\_\_\_. 2015. *Informe mundial sobre el envejecimiento y la salud*. Ginebra, Suiza: OMS.
- Ortigueira, S. y N. Siassi. 2013. “How Important Is Intra-Household Risk Sharing for Savings and Labor Supply?” *Journal of Monetary Economics* 60(6) septiembre: 650–66.
- Pagés, C., ed. 2010. *La era de la productividad: cómo transformar las economías desde sus cimientos*. Serie Desarrollo en las Américas. Nueva York, NY: Palgrave Macmillan y Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Pagura, M. E., ed. 2008. *Expanding the Frontier in Rural Finance: Financial Linkages and Strategic Alliances*. Rugby, Warwickshire, Reino Unido: Practical Action Publishing.
- Paz Arauco, V., G. Gray Molina, E. Yáñez Aguilar y W. Jiménez Pozo. 2014. “Explaining Low Redistributive Impact in Bolivia.” *Public Finance Review* 42(3) mayo: 326–45.
- Perrotti, D. E. y R. J. Sánchez. 2011. “La brecha de infraestructura en América Latina y el Caribe.” Serie Recursos naturales e infraestructura no. 153. Comisión Económica de las Naciones Unidas para América Latina y el Caribe (CEPAL), Santiago.
- Piazzesi, M. y M. Schneider. 2012. “Inflation and the Price of Real Assets.” Documento. Stanford University, Stanford, CA; y National Bureau of Economic Research (NBER), Cambridge, MA. Disponible en <http://web.stanford.edu/~piazzesi/inflationAP.pdf>. Consultado en febrero de 2016.
- Poterba, J. M. 1987. “Tax Policy and Corporate Saving.” *Brookings Papers on Economic Activity* 18(2): 455–503.
- Powell, A., coord. 2013. *Replantear las reformas: cómo América Latina y el Caribe puede escapar del menor crecimiento mundial*. Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe de 2013. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- \_\_\_\_\_. 2015. “Boring Banks, Safe Economies?” *Ideas Matter* (blog), Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. 25 de junio. Disponible en <http://blogs.iadb.org/ideasmatter/2015/06/25/boring-banks-safe-economies/>. Consultado en enero de 2016.
- \_\_\_\_\_. 2016. “Banks, Financial Markets and Financial Inclusion in Latin America.” Nota técnica del BID. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. Documento inédito.
- Powell, A. y M. Székely. 2015. “Financial Access and Household Behavior: Evidence from Mexico.” Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. Documento inédito.

- Prina, S. 2015. "Banking the Poor via Savings Accounts: Evidence from a Field Experiment." *Journal of Development Economics* 115(C) julio: 16–31.
- Rajan, R. G. y L. Zingales. 2003. "Banks and Markets: The Changing Character of European Finance." Documento de trabajo del NBER no. 9595. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Ramey, G. y V. A. Ramey. 1995. "Cross-Country Evidence on the Link between Volatility and Growth." *American Economic Review* 85(5) diciembre: 1138–51.
- Rancière, R., A. Tornell y F. Westermann. 2006. "Decomposing the Effects of Financial Liberalization: Crises vs. Growth." *Journal of Banking and Finance* 30(12) diciembre: 3331–48.
- Ravallion, M. 2003. "Measuring Aggregate Welfare in Developing Countries: How Well Do National Accounts and Surveys Agree?" *Review of Economics and Statistics* 85(3) agosto: 645–52.
- Restuccia, D. y R. Rogerson. 2008. "Policy Distortions and Aggregate Productivity with Heterogeneous Establishments." *Review of Economic Dynamics* 11(4) octubre: 707–20.
- Rodríguez, C. y J. E. Saavedra. 2015. "Nudging Youth to Develop Savings Habits: Experimental Evidence Using SMS Messages." Documento de trabajo del CESR-Schaeffer no. 2015-018. University of Southern California, Los Angeles, CA.
- Rofman, R. y M. L. Oliveri. 2012. "Pension Coverage in Latin America: Trends and Determinants." Documento de discusión sobre protección social y trabajo no. 1217. Banco Mundial, Washington, DC.
- Röhn, O. 2010. "New Evidence on the Private Saving Offset and Ricardian Equivalence." Documento de trabajo del Departamento de Economía de la OCDE no. 762. Publicación de la OCDE, París.
- Rojas-Suárez, L. y M. A. Amado. 2014. "Understanding Latin America's Financial Inclusion Gap." Documento de trabajo no. 367. Center for Global Development, Washington, DC.
- Rosen, B. 2010. "The Experience of Participants in Both an Incentivized Savings and CCT Program in Rural Peru." Estudio. Proyecto Capital, Instituto de Estudios Peruanos, Lima.
- Ruiz, C. 2013. "From Pawn Shops to Banks: The Impact of Formal Credit on Informal Households." Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a políticas no. 6634. Banco Mundial, Washington, DC.
- Ruiz-Tagle, J. y D. Contreras. 2014. "CEQ Master Workbook: Chile." Agosto. Tulane University, New Orleans, LA.

- Saad, P. M. 2011. "Demographic Trends in Latin America and the Caribbean." En D. Cotlear, ed., *Population Aging: Is Latin America Ready?* Washington, DC: Banco Mundial.
- Samuelson, P. A. 1958. "An Exact Consumption-Loan Model of Interest with or without the Social Contrivance of Money." *Journal of Political Economy* 66(6) diciembre: 467-82.
- Sandoval-Hernández, J. 2012. "The Impact of Pension Reforms on Mexican Household Saving." Documento. College of Charleston, Charleston, SC. Documento inédito.
- Sauma, P. y J. D. Trejos. 2014. "Gasto público social, impuestos, redistribución del ingreso y pobreza en Costa Rica." Documento de trabajo del CEQ no. 18. Center for Inter-American Policy and Research (CIPR) y Department of Economics, Tulane University, New Orleans, LA; y Diálogo Interamericano, Washington, DC.
- Schaner, S. 2015. "Do Opposites Detract? Intrahousehold Preference Heterogeneity and Inefficient Strategic Savings." *American Economic Journal: Applied Economics* 7(2) abril: 135-74.
- Scott, J. 2014. "Redistributive Impact and Efficiency of Mexico's Fiscal System." *Public Finance Review* 42(3) mayo: 368-90.
- SENAMA (Servicio Nacional del Adulto Mayor). 2009. "Estudio nacional de la dependencia en las personas mayores." Informe. SENAMA, Ministerio de Desarrollo Social, Gobierno de Chile, Santiago.
- Serebrisky, T. 2014. "Sustainable Infrastructure for Competitiveness and Inclusive Growth: IDB Infrastructure Strategy." Informe. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Serebrisky, T., D. Margot, A. Suárez-Alemán y M. C. Ramírez. 2015. "La inversión y el ahorro en América Latina y el Caribe: ¿cómo se relacionan?" Documento. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Serebrisky, T., A. Suárez-Alemán, D. Margot y M. C. Ramírez. 2015. "Financiamiento de la infraestructura en América Latina y el Caribe: ¿cómo, cuánto y quién?" Informe. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Sirri, E. R. y P. Tufano. 1995. "The Economics of Pooling." En D. B. Crane, K. A. Froot, S. P. Mason, A. F. Perold, R. C. Merton, Z. Bodie, E. R. Sirri y P. Tufano, eds., *The Global Financial System: A Functional Perspective*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Souto, P. y A. R. Musalem. 2012. "Assessing the Governance and Transparency of National Public Pension Funds." *Review of European Studies* 4(2) junio: 148-67.

- Standard & Poor's. 2015. "Global Infrastructure Investment: Timing Is Everything (And Now Is the Time)." Standard & Poor's Ratings Direct (13 de enero). Disponible en [http://www.tfreview.com/sites/default/files/SP\\_Economic%20Research\\_Global%20Infrastructure%20Investment%20\(2\).pdf](http://www.tfreview.com/sites/default/files/SP_Economic%20Research_Global%20Infrastructure%20Investment%20(2).pdf). Consultado en enero de 2016.
- Subsecretaría de Previsión Social. 2002. "Bases de datos EPS." Base de datos de la Encuesta de protección social. Subsecretaría de Previsión Social, Gobierno de Chile, Santiago. Disponible en [http://www.previsionsocial.gob.cl/subprev/?page\\_id=7518](http://www.previsionsocial.gob.cl/subprev/?page_id=7518). Consultado en febrero de 2016.
- Székely, M., P. Mendoza y J. Karver. 2015. "Understanding Domestic Saving in Latin America and the Caribbean: The Case of Mexico." Documento de trabajo del BID no. 606. Departamento de Investigación y Económista Jefe, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Tabak, B. M., D. M. Fazio y D. O. Cajueiro. 2011. "Profit, Cost and Scale Efficiency for Latin American Banks: Concentration-Performance Relationship." Documento de trabajo no. 244. Departamento de Investigación, Banco Central de Brasil, Brasília.
- Taber, L. (con C. Cuevas). 2004. "Integrating the Poor into the Mainstream Financial System: The BANSEFI and SAGARPA Programs in Mexico." En Grupo Consultivo de Ayuda a la Población más Pobre (CGAP) y Banco Mundial, eds., *Scaling up Poverty Reduction: Case Studies in Microfinance*. Washington, DC: CGAP y Banco Mundial.
- Terry, D. F. y S. R. Wilson, eds. 2005. *Remesas de inmigrantes: moneda de cambio económico y social*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Thaler, R. H. y S. Benartzi. 2004. "Save More Tomorrow™: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving." *Journal of Political Economy* 112(S1) febrero: S164-S187.
- Thanassoulis, E. 2001. *Introduction to the Theory and Application of Data Envelopment Analysis: A Foundation Text with Integrated Software*. Nueva York: Springer.
- Tovar, J. y M. Urrutia. 2014. "Household Savings in Colombia 1997-2011." Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. Documento inédito.
- Trivelli, C., J. Montenegro y M. C. Gutiérrez. 2011. "Un año ahorrando: primeros resultados del programa piloto 'Promoción del Ahorro en Familias JUNTOS'." Documento de trabajo no. 159. Instituto de Estudios Peruanos, Lima.

- Trujillo, V. y S. Navajas. 2014. "Financial Inclusion in Latin America and the Caribbean: Data and Trends." Documento. Fondo Multilateral de Inversiones, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Ubfal, D. 2013. "The Impact of Financial Access for Beneficiaries of Social Programs in Mexico." Documento presentado en la reunión anual de LACEA-LAMES, 2013, 31 de octubre, Ciudad de México.
- Urzúa, C. M. 1993. "Tax Reform and Macroeconomic Policy in Mexico." Documento de trabajo no. X-1993. Centro de Estudios Económicos, El Colegio de México, Ciudad de México.
- Wang, M., M. O. Rieger y T. Hens. 2011. "How Time Preferences Differ: Evidence from 45 Countries." Documento de discusión no. 2011/18. Department of Business and Management Science, Norwegian School of Economics, Bergen, Noruega.
- Williams, J. 2012. "Efficiency and Market Power in Latin American Banking." *Journal of Financial Stability* 8(4) diciembre: 263-76.
- Yang, T. y O. S. Mitchell. 2008. "Public Sector Pension Governance, Funding and Performance: A Longitudinal Appraisal." En J. Evans, M. Orszag y J. Piggott, eds., *Pension Fund Governance: A Global Perspective on Financial Regulation*. Cheltenham, GL, Reino Unido y Northampton, MA, EE.UU.: Edward Elgar Publishing.

# Índice

- Aaron, H., 153  
acceso financiero, 73–6, 301–2  
Acemoglu, D., 78n16  
actividades funcionales de la vida diaria (FADL, por sus siglas en inglés), 146–7, 170n4  
actividades instrumentales de la vida diaria (IADL, por sus siglas en inglés), 146–7, 170n4  
activos fijos, 67, 282–4  
activos no financieros, 280  
activos y pasivos externos brutos, 128–30, 135  
adquisición neta de activos financieros, 65–6  
ADRA, 263  
Afonso, A., 236n16,  
Aghion, P., 120, 291n6  
Águila, E., 21  
ahorristas de bajos ingresos, 5, 42–5  
ahorro  
agenda de políticas para el futuro, 10–7  
componentes del, 8, 17, 19–21, 26–7  
crear una cultura del ahorro, 15–6  
definición del, 26–7  
para el desarrollo, 10–7  
escaso, 7–10, 237, 292  
externo vs. nacional, 20–1  
facetas del ahorro, 17–8  
gasto de capital, 212–4  
de los hogares, 15–6, 18–20, 26, 33–6, 39, 41–3, 164–66, 201  
impulsar el crecimiento de la productividad, 16, 156  
infraestructura, 100, 105–6, 269  
obligatorio vs. voluntario, 20  
nacional, 2, 6–7  
pensiones y, 11–3  
política tributaria, 14–5  
relaciones fundamentales de contabilidad del, 9  
reparar el sistema financiero, 17  
suma de sus partes, 2–6  
véase también la demografía del ahorro  
ahorro de los hogares  
América Latina y, 239–41, 243–5, 258–9  
comienzo temprano en el, 262–4  
cuentas bancarias y, 252–3, 268n18  
diferencia de edad en matrimonios, 245  
familias y, 244, 246, 260, 264  
genética y cultura, 256–7  
mecanismos informales y formales, 259–62  
panorama, 239  
preferencias intertemporales y, 246–7, 257  
problemas de medición, 33–4  
recomendaciones de políticas, 254–64  
redes sociales y, 244, 260  
restricciones para el, 239–254  
sesgos y, 243, 246–7, 250, 254–8  
tecnología y, 258  
tasas por región, 257  
ahorro externo, 6–7, 9, 18, 21, 26, 30–2, 45, 84, 87–9, 100, 112, 114n6, 119–30, 132, 135–8, 139n3, 141n17, 278, 292n7

- ahorro nacional  
 América Latina y, 2, 6–7, 27–9, 31, 45–6, 82–92, 100, 112–3, 137–8, 139n2, 205, 279
- inversión y, 6–11, 13, 16, 18, 20–1, 26–7, 45–6, 82–92, 112–3, 114n8, 121, 130, 134–6, 139n5, 142n25, 278
- véase también* ahorro
- ahorro público  
 América Latina y el Caribe, 205–7, 210–1, 214, 234
- aumento promedio en el, 211
- educación, 206, 217, 227–34, eficiencia, 210, 215–31, 233
- filtración y, 216–9, 220–5, 231–2, 236n10
- gastos corrientes vs. gastos de capital, 206, 210–1, 213–5
- instituciones microfinancieras y, 60
- inversión y, 210–5
- panorama, 205
- Perú y, 219–20, 222–4, 231–2
- programas sociales, 216–7, 221–3, 231, 234
- salud, 217, 225–6, 229–34
- subsidios a la energía, 216–7, 219–20, 231
- véase también* ahorro
- ahorro voluntario, 8, 12, 18, 20–1, 26, 39, 197–8
- ahorro voluntario vs. ahorro obligatorio, 20
- Aizenman, J., 21, 78n18, 89, 136, 139n1, 141n15
- Alaimo, V., 144, 170n3, 204n10
- ALC-7, 28–9, 91, 125, 128–9, 133–4
- alfabetismo financiero, 4, 67, 193–4, 242, 253, 255, 259, 262
- alianzas público-privadas, 96, 99, 116n18
- Allen, F., 77n3 y n4
- Almazán, M., 311
- Alonso, J., 107, 201, 313
- América Latina y el Caribe, ahorros y ahorristas de bajos ingresos, 42–5
- ahorros externos, 31
- edad y, 25, 37–40, 45, 47n2, 48n11
- bono demográfico, 33, 37–9, 45
- carteras financieras de los hogares, 25, 33–6, 39–43, 45, 48n12
- empresas y, 31–3
- ingreso y, 40–4
- panorama, 25
- sector privado, 30–1
- tasas de ahorro agregado, 29, 32, 41
- tasas de ahorro de los hogares por región, 28–9, 30, 38–9
- tasas de ahorro nacional, 27–31, 33, 45
- tasas de ahorro por sector, 30, 33
- tasas de dependencia, 37–8, 45, 48n11
- Análisis Envolvente de Datos (DEA, por sus siglas en inglés), 226, 229, 236n14
- Anderson, R.W., 78n12
- Anderson, S., 244
- Andrade, S.G., 312, 315
- Angelucci, M. 264
- Ardáñaz, M., 214–5, 235n5
- Aportela, F., 80n27, 308
- Araujo, A.P., 297
- Argentina, 29, 54, 60–2, 78n15, 84, 93, 95, 129, 145, 147, 149–50, 154–6, 162–3, 174–8, 180, 199–201, 207, 219–20, 222–4, 231, 268n18, 283, 301, 314
- Arrow, K.J., 115n12
- ASBANC, 313
- Aschauer, D.A., 115n12
- Ashraf, N., 240, 248–9, 307
- Assunção, J., 310
- atención médica, 37, 147–8, 226
- Attanasio, O.P., 21, 115n10, 153, 156–8, 160–1
- austeridad, 8, 13, 21, 96, 213, 215–6
- Bachas, P., 305
- Bailliu, J.N., 21

- Baland, J.-M., 243-4  
 Balassone, F., 235n5  
 Banco Azteca, 308  
 Banco Interamericano de Desarrollo (BID), 40, 43-4, 64, 77n1, 78n11, 162-6, 175, 177, 180, 199, 208-9, 220, 222-4, 228, 230, 298  
 Banco Mundial, 23n5, 57-8, 68, 70, 72, 78n14, 79n25, 82-3, 114n1, 116n19 y n22, 137, 184, 209, 283-4, 295-6, 298-301, 304-5, 314  
 bancos  
     clientes no bancarizados, 67, 69, 71, 256, 259, 262  
     individuos y, 69, 71  
 Banerjee, A.V., 241  
 Banks, J., 170n8  
 Bansefi, 309  
 Barr, N., 152, 170n5  
 Barrera-Osorio, F. 306  
 Barro, R.J., 19  
 Base de la Pirámide, 40, 43-4, 64, 165, 245  
 Baxter, M., 90  
 Bebczuk, R., 20-1, 32-3, 35-6, 41-2, 48n8 y n10, 49n11 y n14, 158, 281-82, 292n9, 315  
 Becerra, Ó., 21, 47n4, 320n9  
 Beck, T., 282  
 Belice, 29, 38, 84, 114n6, 129, 144-5, 154-6, 175, 200, 220, 222-4, 231-2  
 Beneke, M., 175  
 Berger, A.N., 78n12  
 Bergoeing, R., 276  
 Berry, J., 262  
 Berstein, S., 181, 187-90, 194, 197  
 bienes de consumo, 59, 91, 244  
 Bloom, D.E.D., 37, 40  
 Blyde, J.S., 141n12  
 Boardway, R., 23n11  
 Bodie, Z., 189  
 Bolivia, 29, 54, 84, 95, 115n11, 144-5, 149-51, 162-3, 175, 186-7, 189, 199-201, 217, 219-20, 222-4, 231, 254, 261, 283, 301, 311, 314  
 Boltz, M., 266n5  
 bono demográfico, 7, 33, 37-8, 45, 143-5, 164-5, 169, 170n1, 171  
 Borio, C., 130, 141n18  
 Bosch, M., 144, 162-3, 166, 171-2, 180-2, 189, 201, 204n3, n7, n9 y n10  
 Boyd, C., 306  
 Brasil, 17, 29, 40, 43-4, 53-4, 63-4, 68, 79n23, 84, 93-5, 97, 100, 107-10, 129, 145, 147-50, 154-6, 162-5, 175-8, 180, 199-200, 204n2, 207, 217, 220-24, 231-2, 242 245, 247, 251, 253, 262, 283, 297, 301-2, 310-1, 314  
 Browning, M., 244  
 Bruhn, M., 253, 262, 308  
 Brune, L., 246, 252  
 Bucheli, M., 175  
 Buera, F.J., 292n11, 297  
 Burgess, R., 309  
 Busso, M., 271, 279, 283-4, 287, 289-90, 291n1 y n2, 292n8 y n10  
 Butelmann, A., 48n12  
 Cabrera, M., 175  
 Calderón, C., 92-3, 115n16  
 Callen, T., 208  
 Calvo, G.A., 88, 140n6, 141n14  
 Cámara, N., 311  
 Campos, J., 62, 90-1, 97, 99, 102-5, 107, 115n10  
 Canuto, O., 102  
 Carranza, L., 97, 115n16, 237n19  
 Caselli, F., 319n1  
*cash-in-cash-out* (CICO), 312-3  
 Catão, L.A.V., 123-4, 126, 140n10, 141n16  
 Cavallo, E., 20, 23n1, 32-3, 38, 47n4, 48n8, n10 y n11, 78n17, 88-9, 91, 121, 126, 129, 132, 135, 137, 139n1 y n2, 140n7, 141n15, n16 y n19, 142n22 y n24, 164, 281-2, 292n9, 320n9  
 CEPAL, 93, 95, 144, 149-50, 175  
     Véase también Naciones Unidas  
 Cerdá, V., 23n7, 208, 291n5

- Chandrasekhar, A.G., 244  
 Chen, K., 270, 275–6, 291n4  
 Chen, M.K., 256  
 Chile, 17, 21, 23n7, 29, 53–4, 66, 79n23,  
   84, 95, 100, 107–10, 116n21, 129,  
   144–7, 150, 154–6, 162–3, 175,  
   183–9, 192–4, 199–200, 204n8,  
   208, 219–20, 222–4, 231–2, 240,  
   242, 248, 268n18, 275–8, 283,  
   291n1, 297, 301, 309–11, 314–5  
 Chong, A., 320n8  
 Clements, B., 21  
 cobertura de la seguridad social,  
   3–4, 11–2, 20, 157, 160–3, 171–2,  
   174–8, 181–4, 195, 198–203, 217,  
   225–6, 232  
   véase también sistemas  
     jubilatorios  
 coeficiente de Gini, 69–72  
 Coelli, T., 236n14  
 Coeurdacier, N., 88  
 Collins, D., 243  
 Colombia, 17, 21, 23n10, 29, 53–4, 63,  
   78n18, 79n23, 84, 95, 107–10,  
   116n21, 129, 145, 150, 154–5,  
   162–3, 175, 178, 180–1, 185–9,  
   195, 198–200, 204n3 y n8, 220,  
   222–4, 231–2, 242, 253, 283, 287,  
   297, 305–6, 309–11, 313–4, 316  
 Comisión sobre Crecimiento y  
   Desarrollo, 23n1, 83, 114n2  
 Corbacho, A., 23n4 y n8, 208, 235n1  
 Corbo, V., 87, 90  
 Coronado, J.L., 21  
 Costa Rica, 29, 54, 84, 95, 116n21,  
   129, 144–5, 148, 150, 154–5, 162–  
   3, 175, 182, 186–7, 189, 199–200,  
   220, 222–4, 229, 231–2, 304  
 costos de transacción, 75, 87–8,  
   106, 240, 242, 250, 280–1,  
   292n7, 307, 312  
 costos de transición, 11, 158, 185  
 crecimiento de la productividad,  
   4, 10–1, 16, 22, 156, 159–61, 210,  
   269–70, 272–5, 277–80, 286–8,  
   291n6, 292n11, 296  
   crédito, 2, 4, 51, 68, 264–5, 280,  
   284, 286–7, 296–7, 320n9  
 créditos por mortalidad, 191–2, 196  
   véase también sistemas  
     jubilatorios  
 crisis externas, 121, 123–4  
 crisis financiera global, 53, 77n4  
 Cronqvist, H., 256  
 Cruces, J.J., 61–2, 210  
 cuentas de empleados asalariados,  
   172, 286  
 Davis, E.P., 186  
 Davis, S.J., 285  
 de la Torre, A., 139n3, 292n7  
 de Mel, S., 290  
 de Mello, L., 115n16  
 de Olloqui, F., 312  
 DeYoung, R., 78n12,  
 déficit en cuenta corriente (CAD,  
   por sus siglas en inglés), 9  
 Della Croce, R., 107, 116n19  
 DellaVigna, S., 246, 248  
 Demirgüç-Kunt, A., 241, 282  
 demografía del ahorro  
   adultos mayores y, 145–50  
   ahorro de los hogares, 164–6  
   atención de la salud y, 147–8  
   aumentar el crecimiento, 159  
   extensión del bono demográfico,  
   145  
   financiamiento para cambios  
     demográficos, 153–6  
   fuentes de ingreso, 167  
   gasto público, 148–50, 175–6  
   panorama, 143–5  
   pensiones y, 151–2  
   perfiles de edad en América  
     Latina y el Caribe, 146  
   planificación para el futuro, 157–8,  
   159–69  
   productividad y, 160  
   véase también ahorros; sistemas  
     jubilatorios  
 depósitos, 54, 56–7, 59–60, 63,  
   65–7, 77n8, 249–52, 295  
 descalce monetario, 100

- desigualdad, 69–72, 157, 181, 202, 221, 298  
 deuda externa, 2, 6, 88, 122, 140n7  
 Dewatripont, M., 77n10  
 Diamond, D.W., 152, 158, 170n5, 182  
 Didier, T., 77n1, 78n11  
 diferencial (*spread*) de riesgo país, 120, 123, 132  
 distorsiones, 4–5, 10–1, 17, 22, 40, 45–6, 210, 277–9, 289–90, 294–5  
 Djankov, S., 208  
 Drexler, A., 242  
 Dupas, P., 240, 249  
 Ecuador, 29, 54, 66, 84, 95, 116n21, 129, 145, 150, 154–5, 162–3, 175, 199–200, 283, 311  
 Educación, 44, 149, 193–4, 225–9, 232–4, 242, 253, 262, 306  
 Ehlers, T., 102  
 El Mekkaoui de Freitas, N., 160  
 El Salvador, 29, 54, 84, 95, 129, 145, 150, 154–6, 162–3, 175, 178, 185–7, 189, 199–200, 220, 222–4, 231–2, 283, 301, 306–8, 311, 314  
 emprendedores, 5, 23n10, 32, escuelas secundarias, 75–6, 227  
     véase también educación, estabilidad  
     activos y pasivos brutos externos, 128–30, 141n21  
     ahorro externo, 6–7, 87–8, 119, 126, 130, 132, 137–8  
     EPVI, 132, 135, 142n26  
     financiamiento externo, 87–8, 100, 119–23, 135, 141n18  
     fluxos financieros, 2, 130–5  
     integración financiera, 20–1, 119–22, 128–30, 135–7, 142n28  
     panorama, 119  
     protección, 1, 6–7, 60, 130–1  
     riesgo, 119–27, 129–35, 137–8  
     tasa de autofinanciamiento, 89, 136  
 Estache, A., 102  
 Estado de Derecho, 69–70  
 Estados Unidos (EE.UU.), 19, 35–6, 39–40, 52–4, 70, 78n12, 94, 104, 121, 148, 174, 178–9, 191, 197, 281–2, 292n11, estudios actuariales independientes obligatorios, 178–9  
 Fajnzylber, E., 194  
 Farrell, M.J., 235n14  
 Fay, M., 96  
 Faz, X., 304  
 Feldman, R.J., 78n12  
 Feldstein, M., 20, 88, 114n8, 120–1, 137, 141n17, 278  
 Fernández, A., 271, 279, 283–4, 287, 291n1 y n2, 292n8 y n10, 319n4  
 Fernández-Arias, E., 89, 126, 129, 132, 135, 137, 139n1 y n2, 140n7 y n8, 141n12, n15 y n16, 142n22, n23 y n24  
 Filipinas, 240, 248, 254, 261  
 financiamiento directo, 51  
 financiamiento externo, 87, 90, 100, 119–23, 281  
 FINCA, 263  
 Findex, 23n3, 57–8, 68–70, 72, 78n14, 241, 298, 300, 304  
 Finkelstein, A., 190  
 Floro, M.S., 261  
 flujo de recursos, 9, 55, 135, 251, 258, 278–9  
 fluxos de caja, 26–7, 43, 102, 106  
 Fondo Monetario Internacional (FMI), 28–31, 32, 57, 84–7, 89, 108, 110, 123, 140n11, 208–11  
 fondos mutuos, 52–4, 59, 63, 65, 79n23, 106  
 formación bruta de capital fijo (FBCF), 82–7, 99  
 Foro Económico Mundial (FEM), 94–5  
 Francia, 174, 176, 229  
 Franks, J., 77n5  
 Frederick, S., 244  
 Frisancho, V., 242, 247 251, 255, 266n1, 296  
 fuga de capitales, 21, 127, 136, 142n28

- Galiani, S., 201  
 Gandelman, N., 39, 41, 49n12, n13 y  
     n15  
 García, N., 242  
 gasto de capital, 212-4, 235n5  
 Gelos, R.G., 298  
 Gill, I.S., 171  
 Goldberger, A.S., 257  
 González-Rozada, M., 201  
 González-Vega, C., 261  
 Gourinchas, P.-O., 278  
 Granda, C., 23n10  
 Grigoli, F., 19, 32, 47n1 y n4, 48n6,  
     n8 y n11, 49n12, 80n26  
 Grupo de los 20 (G-20), 100, 116n18  
 Grout, P.A., 79n23  
 Hall, C.D., 180  
 Hansen, E., 142n25  
 Hayashi, F., 291n4,  
 Heller, P.S., 160,  
 Henrichs, J., 160  
 Hernani-Limarino, W., 35-6, 40  
 Hess, D., 182  
 Higgins, S., 175  
 hipótesis del ciclo de vida (LCH, por  
     sus siglas en inglés), 33  
 Holzmann, R., 185, 202  
 Hopt, K.J., 77n4  
 Hsieh, C.-T., 144, 276, 290  
 Hurst, E., 36,  
 impuesto al valor agregado (IVA),  
     207, 216, 224-5  
 impuestos  
     corporativos, 10, 14, 23n7 y n9,  
         207-9, 276, 279  
     evasión, 9-10, 207-9  
     gasto tributario, 216, 224-5, 231,  
     PIB e, 10, 207-9  
     tasas impositivas, modelo  
         neoclásico, 276  
 Inderst, G., 101, 116n19  
 India, 94, 114n4, 242, 266n18,  
     309  
 índice de transparencia y  
     gobernanza (ITG), 182, 204n4  
 índice de vulnerabilidad externa  
     (EPVI, por sus siglas en inglés),  
         132, 135, 142n26  
 ingreso, 6, 8-10, 25-7, 34-6, 40-  
     6, 71-2, 82-3, 114n1, 167, 205-8  
 ingreso disponible, 26-7, 34, 36, 67,  
     207  
 informalidad en mercados  
     laborales, 4, 10-1, 20, 22, 40,  
         67-8, 183-4, 202, 208-9, 221,  
         289-90  
     véase *también* mercados  
         laborales  
 infraestructura  
     activos de los fondos de  
         pensiones, 108-10  
     brecha de, 13, 93-4, 96, 98, 110,  
         112  
     catalizador del crecimiento, 92-4  
     como clase de activos, 13, 98-9,  
         105-13, 316  
     deuda y la, 13, 100-5  
     entender el mercado de  
         financiamiento de, 99-105  
     evolución de la inversión en, 93  
     inversión por país/región, 95  
     inversión privada, 98-9, 113  
     inversión pública, 96-7  
     percepción de la calidad, 95,  
         115n14  
 instituciones de microfinanzas,  
     59-60, 263-4  
     véase microfinanzas  
 inversión  
     ahorro nacional y la, 82-6  
     América Latina y la, 84-5, 87,  
         112-3  
     autofinanciamiento, 89  
     crecimiento a largo plazo y la,  
         82-3, 93, 112-3  
     financiamiento de la, 86-90  
     fondos de pensiones y la,  
         107-12  
     formación bruta de capital fijo,  
         82-3, 85-7  
     infraestructura y la, 92-9  
     interna, 87-90, 112

- inversionistas institucionales, 106–112  
 liquidez, 111  
 mejor estrategia de, 112–3  
 panorama, 81  
 políticas y la, 90–1, 96, 106  
 pública vs. privada, 86, 93–98  
 tasas promedio por país, 84  
 transparencia y riesgos, 111  
 valoración de activos, 111  
 inversión extranjera directa (IED), 100, 130–4,  
 Ionescu, L., 188  
 Irlanda, 70, 257  
 Izquierdo, A., 88, 141n14, 213–5, 218, 235n5  
 Jakielo, P., 241, 264n5  
 Jamaica, 29, 54, 84, 114n6, 116n21, 129, 145, 153–5, 162, 175, 178–80, 199–200, 222–4, 231, 301, 314  
 Jamison, J.C., 262  
 Janssens, W., 266n8  
 Jaramillo, M., 175  
 Jeanne, O., 140n8, 278  
 Jemio, L.C., 115n11  
 Jiménez, L.F., 35–6, 40, 82  
 Jiménez-Martín, S., 201  
 John, A., 267n9  
 Joumard, I., 236n15  
 Juárez, L., 23n6, 201  
 jubilación, 3–4, 11–13, 18, 20–2, 39–40, 44, 148–60, 162–8, 171–178, 180–6, 189–203, 248  
*véase también* sistemas jubilatorios  
 Kahneman, D., 250  
 Karlan, D., 240, 248–9, 254–5, 262, 264  
 Karver, J., 35–6, 40, 48n9, 67, 242, 247, 251, 255  
 Kast, F., 240, 249  
 Kawamura, E., 213, 292n10  
 Ke, D., 88,  
 Kehoe, T.J., 276  
 Kenia, 70, 240, 243, 266n5, 310, 315  
 Kohli, H.A., 93  
 Kotlikoff, L.J., 170n9  
 Lane, P.R., 123, 141n21, 142n29  
 Lanuza, P., 267n17  
 Lasso, F., 181  
 Lee, P., 260  
 Lee, R.D., 170n2, 243  
 Levine, R., 51, 77n2 y n7  
 Levy, S., 144, 289–90,  
 Levy Yeyati, E., 122, 142n23, 298  
 Liquidez, 33, 106, 111, 131–2  
 Llerena Pinto, F.P., 175  
 Loayza, N., 47n4, 165  
 López-Murphy, P., 21  
 Lora, E., 23n4 y n8, 115n16, 208, 235n1  
 Love, I., 297, 308  
 Lucas, R.E. Jr., 278  
 Lustig, N., 175  
 mala asignación, 4, 10–1, 287–90  
 Maldonado, J.H., 302  
 Margot, Diego, 90–1, 97, 99, 115n10  
 Martin, X., 267n11  
 Martínez Pería, M.S., 297, 319n3  
 Marzani, M., 89, 126, 129, 132, 135, 137, 139n1 y n2, 141n15 y n 16, 142n22 y n24  
 Mayer, C., 77n4 y n5  
 McDonald, K., 23n11  
 McKay, C., 310  
 McKenzie, D.J., 67–8, 290  
 Meaney, M.J., 262  
 Meléndez, M., 175  
 mercado inmobiliario  
     ahorros y, 60–8  
     residencial, 61–2, 64–6, 82  
 mercados de capitales  
     crecimiento, 52, 196, 315  
     préstamos y depósitos, 54, 57, 101, 295, 298  
 mercados laborales, 4, 10, 20, 22, 67–8, 163, 221  
 Mester, L.J., 78n12  
 México, 29, 43–4, 54, 63–4, 66–8, 84, 95, 107–8, 129, 145, 147–8, 150, 154–5, 162–6, 175, 186–7,

- 199–200, 220, 222–4, 231, 245, 276–8, 283, 301, 311, 314  
 acceso financiero y ahorro, 73–6, 80n 27  
 educación y 44, 193–4  
 instituciones financieras por habitante, 74  
 proceso de desarrollo financiero en, 74  
 microfinanzas, 59, 259, 261, 263–4  
 Midrigan, V., 287  
 Milevsky, M.A., 190  
 Miranda Pinto, J., 194  
 Modigliani, F., 33, 281  
 Morton, M., 144  
 Mullaithan, S., 267n14  
 Musalem, A.R., 182, 204n4  
 Myers, S.C., 32, 281  
 Naciones Unidas, 37–8, 143–6, 148, 170n1, 175, 177  
 Nepal, 240  
 Nicaragua, 29, 84, 87, 94–5, 114n6, 145, 154–6, 162–3, 175, 178, 180, 199, 218, 220, 222–4, 231–2, 283, 314  
 Nueva Zelanda, 197  
 Núñez Méndez, J., 306  
 oferta/demanda, 2, 62, 92, 262  
 Oliveri, María Laura, 182, 201, 204n9  
 Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), 3, 23n11, 56–7, 77n4 y n9, 88, 107, 147, 174–5, 177–8, 183, 187–8, 190, 195, 227–8, 230  
 Organización Internacional de Supervisores de Pensiones (IOPS, por sus siglas en inglés), 183, 193, 195, 197  
 Organización Mundial de la Salud (OMS), 147, 229–30  
 organizaciones no gubernamentales (ONG), 59–60  
 Ortigueira, S., 266n7  
 Pagés, C., 78n11, 144, 162–3, 166, 171–2, 201, 204n9 y n10, 210, 274, 288, 293, 295  
 Pagura, M.E., 260  
 Paraguay, 29, 54, 84, 95, 145, 150, 154–5, 162–3, 175, 199–200, 220, 222–4, 233, 283, 311, 314  
 Paz Arauco, V., 175  
 pensiones no contributivas (PNC), 12, 152, 198–202, 221  
 pensiones sociales (PS), 151  
 Perú, 29, 40, 43–4, 54, 63–4, 68, 84, 95, 107–10, 116n21, 129, 145, 150, 154–6, 162–6, 175, 186–9, 195, 199–200, 219–20, 222–4, 231–2, 237n19, 242, 245, 247, 251, 254–5, 263–4, 297, 306, 311, 313–4, 316  
 Perrotti, D.E., 93  
 Perspectivas de la Economía Mundial, 28–30, 32, 84–7, 89, 208–9, 211  
*véase también* Fondo Monetario Internacional  
 Pessino, Carola, 175  
 Plazzi, M., 210  
 pobreza, 6, 12, 151, 162, 182, 199–200, 202, 216, 218–9, 221, 225, 235n6, 267n14,  
 políticas financieras  
     ahorro financiero más allá de los bancos, 315–17  
     ampliar la base de ahorro, 298–97  
     bancos tradicionales, 308–12  
     cómo crear un círculo virtuoso, 317–8  
     diferencial entre préstamos y depósitos, 295  
     hacia un sistema financiero eficiente, 294–8  
     promover una cultura del ahorro, 304–8  
     panorama, 293–4  
     reducir los costos de los servicios, 299–302  
     simplificar el ahorro, 302–4  
     tecnología y, 312–15  
 posiciones de pasivos externos, 125  
 Poterba, J.M., 19, 190

- Powell, A., 53, 69, 74–6, 80n29 y n32, 140n7
- Prina, S., 240
- principios de supervisión de las jubilaciones privadas, 197  
véase también sistemas jubilatorios
- problema de agencia, 120
- productividad de las empresas
- ahorro de las empresas, 285–7
  - análisis de las decisiones de ahorro, 279–84
  - crédito y, 280, 284, 286–7
  - cuantificación del vínculo entre productividad y ahorro, 275–8
  - enfoque de las políticas públicas, 287–8
  - incentivos para ahorrar, 274–5
  - incrementos en las tasas de ahorro, 273
  - informalidad, distorsiones y mala asignación, 289–90
  - limitaciones de la, 278–9
  - panorama, 269–70
  - vínculo entre PTF y el ahorro, 270–4
- productividad total de los factores (PTF), 16, 90, 161, 269–77, 285–8, 292n11
- producto interno bruto (PIB), 26–7, 48n7, 82, 112, 170n3, 229–30, 271, 273, 287–8
- programas sociales, 4–5, 216–7, 221–25, 231–3, 302
- protección, 1, 6–7, 60, 130–1, 188, 196, 224
- punto de referencia, 83
- quiebras, 17, 296
- Rajan, R.G., 53, 77n6
- Ramey, G., 141n12
- Rancière, R., 122
- Ravallion, M., 36
- regulación, 15–6, 186–7, 194–97, 312–6  
véase también políticas financieras
- Reino Unido, 21, 52, 70, 78n13, 170n8, 174, 177–8, 197, 257, 282
- reparar el sistema financiero, 17
- República de Corea, 53–4, 70, 79, 227, 229, 287
- Restuccia, D., 290
- riesgo, 100, 102, 111, 120–7, 129–35, 157–8, 190–2, 194–5, 197, 245, 316
- Rodríguez, C., 253
- Rofman, R., 204n9
- Röhn, O., 21
- Rojas-Suárez, L., 69
- ROSCA, 248, 255, 260–1
- Rosen, B., 306
- Ruiz, C., 80n27
- Ruiz-Tagle, J., 175
- Rusia, 124
- Saad, P.M., 148, 167
- Samuelson, P.A., 153
- Sandoval-Hernández, J., 21
- Schaner, S., 242
- sector privado, 19–20, 30–1, 113
- Serebrisky, T., 62, 90–1, 97, 99, 102–5, 107, 115n10 y n14
- sesgo nacional, 88, 120–1
- Sirri, E.R., 78n16
- sistema de beneficios definidos (BD), 151–4, 156, 158, 173, 179, 181, 185, 195, 198
- sistema de contribución definida (CD), 151, 158, 184–5, 194–5
- sistemas financieros
- acceso financiero y ahorro, 73–6
  - activos, 51, 54, 65–6, 77n8, 78n15
  - ahorro formal vs. ahorro informal, 56–68
  - buscando a los no bancarizados, 68–72
  - cartera de ahorros, 64
  - crecimiento del mercado de capitales, 52–3
  - desconfianza en los, 7, 67
  - financiamiento directo, 51–2
  - inclusión financiera por región, 58
  - préstamos y depósitos, 57

- gestión de, 51-3
- Méjico y, 53-4, 63-4, 66-8, 73-6
- panorama, 51-2
- tamaño y, 51-52, 56, 59-60, 66, 71
- tipos de instituciones financieras, 59-60
- no bancarizados y, 68-72
- sistemas jubilatorios
  - adecuación y redistribución, 180-1
  - ahorro público y, 179
  - arreglos institucionales, 181-2
  - beneficio de, 189-93
  - costos, 185-9
  - cobertura, 177, 199
  - créditos por mortalidad, 191-2
  - estudios actuariales
    - independientes obligatorios, 179
  - financiamiento, 191-2, 202
  - gasto en, 175-6
  - no financiados, 152, 173, 178-81
  - pensiones no contributivas (PNC) 182, 198-202
  - panorama, 171-2
  - parcialmente financiados, 152, 173-4, 176-80
  - pensiones sociales (PS), 198-203
  - plenamente financiados, 152, 184
  - productos para la jubilación y
    - planes de seguros, 189-93
  - promesas poco realistas, 173-84
  - recomendaciones, 182-3, 195-8, 202
  - reformas, 172, 178-9, 181-3, 196
  - regulación y supervisión de, 186, 197
  - sostenibilidad de, 174-80
  - sistema de beneficios definidos (BD), 172-4, 178-85, 190, 203
  - sistema de contribución definida (CD), 172, 184-98
  - sistema de reparto/beneficios definidos (PAYG/DB, por sus siglas en inglés), 172-4, 178-83
  - tasa de retorno real, 187-8
  - tipos, 172-3
- trabajadores que realizan aportes a, 172
- véase también* cobertura de la seguridad social
- sistemas de reparto/beneficios definidos (PAYG/DB, por sus siglas en inglés), 11-3, 152-6, 158, 173-84, 190, 203
- Souto, P., 182, 204n4
- Suárez-Alemán, A., 62, 102-5, 107
- subsidios,
  - energía, 8, 14, 216-20, 231
  - programas sociales, 4-5, 206, 211, 216, 219-22, 231
- Székely, M., 35-6, 48n9, 67, 74-5
- Tabak, B.M., 298
- Taber, L., 309
- Tamayo, César, 271, 279, 283-4, 287, 291n1 y n2, 292n8 y n10, 319n4
- tarifas, 98, 106, 111, 217-8, 260
- tasas de autofinanciamiento (SFR, por sus siglas en inglés), 89-90, 136
- tasas de dependencia, 7, 37-8, 45, 48n11, 143, 145, 147, 164
- tasas de interés, 121, 153, 157-9, 183, 190, 205, 211, 249
- tecnología, 15-6, 43, 197-8, 225, 240, 258, 309-10, 312-5, 319n5
- tecnología de la telefonía celular, 15-6, 197-8, 240, 258, 310, 312-5, 319n5
- Thaler, R.H., 248, 267n13
- Thanassoulis, E., 236n14
- Tovar, J., 40,
- transferencias monetarias
  - condicionales, 216, 221-2, 268n18
- transparencia, 53, 111, 181-3, 204n4,
- Trivelli, C., 306
- Trujillo, V., 59-60
- Ubfal, D., 301
- Urzúa, C.M., 276
- valoración de activos, 111,

- Venezuela, 29, 54, 84, 129, 145, 149–50, 154–6, 162–3, 175, 199–200, 219, 283, 311, 314  
volatilidad, 6–7, 61, 85, 113, 119, 121, 138, 140n12, 169, 187–8, 193, 259  
Wang, M., 88, 246, 255–7  
Williams, J., 298,  
Yang, T., 182



¿Por qué las personas y las economías deberían ahorrar? Este libro sobre el problema del ahorro en América Latina y el Caribe sugiere que, si bien es fundamental ahorrar para salir adelante en los malos tiempos, lo que realmente importa es ahorrar para prosperar en los buenos. La gente debe ahorrar para invertir en salud y educación, para vivir vidas productivas y placenteras, y para aprovechar al máximo sus años de retiro. Las empresas deben ahorrar para que sus emprendimientos crezcan, para emplear a más trabajadores en mejores trabajos, y para producir bienes de calidad. Los gobiernos deben ahorrar para construir la infraestructura requerida por una economía productiva, para proveer servicios de calidad a sus ciudadanos, y para asegurar una jubilación digna y libre de preocupaciones a sus adultos mayores. En suma, los países deben ahorrar no para la tormenta, sino para días buenos, días en que todos podamos disfrutar los beneficios del crecimiento, la prosperidad y el bienestar.

"América Latina ahorra entre 10 y 15 puntos porcentuales del PIB menos que las principales economías asiáticas. ¿Crecemos lentamente porque ahorraremos demasiado poco, o ahorraremos demasiado poco porque el crecimiento es lento? Este fascinante informe ofrece respuestas a estas y otras preguntas clave. Altamente recomendado para economistas académicos, responsables de las políticas públicas y cualquiera que sienta interés por el futuro económico de América Latina."

Andrés Velasco,  
*ex Ministro de Hacienda, Chile*

"Este año, el informe insignia (DIA) del BID presenta un exhaustivo análisis de un problema clave para el desarrollo, a saber: la dinámica del ahorro y las conductas del ahorro. Se trata de un tema particularmente importante en América Latina, donde las tasas de ahorro han sido tradicionalmente muy bajas. Este libro aborda temas complejos, como la reforma de los sistemas jubilatorios en una región que envejece y las limitaciones a las que se enfrentan las personas para ahorrar. El análisis es riguroso e iluminador. Una lectura obligatoria para los académicos que trabajan en este tema y para los responsables de las políticas públicas."

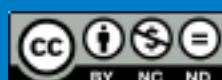
Orazio Attanasio,  
*Profesor de Economía de la Cátedra Jeremy Bentham,  
University College, Londres, Reino Unido*

"Este libro brinda un panorama exhaustivo y pedagógico de los problemas del ahorro en América Latina y analiza por qué la región no ha tenido demasiado éxito ahorrando. Entre sus numerosas visiones concretas e innovadoras, destaca el debate sobre cómo movilizar los ahorros para financiar las inversiones en infraestructura con el fin de que América Latina sea más productiva. Este libro debería ser lectura obligatoria para los investigadores, los ciudadanos interesados y los políticos que se preocupan por sus votantes."

Antonio Estache,  
*Profesor de Economía, Universidad Libre de Bruselas*

**El Banco Interamericano de Desarrollo (BID)** es una institución internacional creada en 1959 para promover el desarrollo económico y social en América Latina y el Caribe.

Excepto cuando se señale lo contrario, este libro tiene licencia en el marco de la Licencia Creative Commons Atribución-No comercial-Sin obra derivada 3.0 IGO. Para ver una copia de esta licencia, consultese <https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/igo/>.



ISBN: 978-1-59782-256-5

A standard linear barcode representing the ISBN number 9781597822565.

9 0 0 0 0

9 781597 822565

Imagen de ilustración de cubierta  
© Dave Cutler/Illustration Source.  
Imágenes usadas bajo una licencia  
CC-BY-NC-ND 3.0  
IGO: <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/igo/>.

Diseño de portada: Dolores Subiza

