



Munich Personal RePEc Archive

## **Saving and the Real Interest Rate in Developing Countries**

Reinhart, Carmen and Ostry, Jonathan

University of Maryland, College Park, Department of Economics

December 1995

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/13733/>

MPRA Paper No. 13733, posted 03 Mar 2009 13:49 UTC

## **El ahorro y la tasa de interes real en los paises en desarrollo**

Jonathan Ostry y Carmen M. Reinhart\*

Finanzas y Desarrollo, Vol. 32, No. 4,

(Washington DC: Fondo Monetario Internacional, Diciembre 1995)

*El aumento de las tasas de interes reales suele mencionarse como una forma de incrementar el ahorro privado y proporcionar asi recursos para el crecimiento. Sin embargo, es posible que este no sea un enfoque viable en los paises en desarrollo mas pobres, donde la mayoria de la gente vive al nivel de subsistencia.*

¿Cómo responde el ahorro privado a los cambios en las tasas de interes reales en los paises en desarrollo? La respuesta influirá en parte en los juicios sobre la eficacia de diversas políticas. La liberalización financiera incrementará el ahorro únicamente si la sensibilidad del consumo y del ahorro al aumento de las tasas de interes es significativo. Igualmente, cuando la adopción de políticas fiscales drásticas produce cambios en las tasas de interes reales, el efecto en la cuenta corriente externa dependerá de la sensibilidad del ahorro privado a los cambios en las tasas de rentabilidad reales.

Es improbable que el aumento de las tasas de interes con miras a estimular el ahorro de resultados en los paises en desarrollo mas pobres, donde las decisiones de consumo dependen mucho de factores relacionados con la subsistencia. Los datos indican que la sensibilidad del ahorro a las tasas de rentabilidad reales aumenta con el ingreso del país. Las mismas políticas aplicadas en diferentes paises podrían así dar resultados muy distintos, dependiendo del nivel de desarrollo del país.

\*Jonathan D. Ostry,  
canadiense, es economista principal del Departamento del Asia Sudoriental y del Pacifico del FMI

Carmen M. Reinhart,

estadounidense, es economista en el Departamento del Hemisferio Occidental del FMI

### *Sensibilidad del ahorro*

En algunos trabajos empiricos se ha concluido que, en muchos paises en desarrollo, no parece haber ninguna relación sistematica entre las tasas de rentabilidad y el comportamiento relativo al consumo y al ahorro, en tanto que en otros se sugiere que podria haber grandes variaciones regionales de la elasticidad. Esto puede deberse a la inexactitud de los datos y, mas concretamente, a que la significación económica y el contenido de los datos sobre las tasas de rentabilidad reales varian mucho. La falta de sofisticación y profundidad de los mercados financieros o la reglamentación directa pueden producir tasas de interes que no reflejan bien las expectativas acerca de los aspectos económicos fundamentales. En muchos paises en desarrollo de ingreso bajo hay pocos bancos y las posibilidades de que el mercado determine verdaderamente las tasas de interes son escasas; todo esto puede reducir la sensibilidad del ahorro a las tasas de interes.

Es posible tambien que no se haya detectado un efecto significativo de las tasas de interes en el ahorro de las unidades familiares en los paises en desarrollo porque, en particular en los mas pobres, los factores de subsistencia probablemente determinan el nivel de consumo. Dado que las unidades familiares deben alcanzar primero un nivel de consumo de subsistencia, la sensibilidad del ahorro privado a las tasas de interes sera cercana a cero en los paises en que gran parte de la población vive al nivel de subsistencia o cerca de este. Un modelo de subsistencia indicaria efectivamente una relación no lineal entre el comportamiento relativo al ahorro y el nivel de desarrollo. Por

supuesto, la sensibilidad del ahorro a las tasas de interés podría también ser baja en los países de ingreso mediano si la distribución del ingreso estuviera suficientemente sesgada y gran parte de la población viviera al nivel de subsistencia o cerca de este.

Un indicador que suele usarse para determinar la importancia del consumo de subsistencia en el presupuesto de las unidades familiares es la proporción destinada a los alimentos. Como se indica en el Cuadro 1, en promedio los alimentos representan el 13% del gasto total en los países de ingreso alto. En los países de ingreso mediano, como México y Tailandia, la proporción suele ser del 30% a 40%. En los más pobres esta proporción es por encima del 50%, y en algunos, como Sierra Leona y Sudán, llega al 60% o 70%. Estas grandes diferencias en el gasto en alimentos indican que los factores de subsistencia son importantes para entender el comportamiento frente al ahorro, especialmente en los países en desarrollo de ingreso bajo.

Cuadro 1  
**Los alimentos como proporción  
del gasto <sup>1</sup>**  
(1990)

Grupos de países	Porcentaje <sup>2</sup>
De ingreso bajo	55,6
De ingreso mediano bajo	32,1
De ingreso mediano alto	30,5
De ingreso alto	13,0

Fuente: Judith Jones Putnam y Jane A. Allshouse, *Food Consumption, Prices and Expenditures*, Departamento de Agricultura de los Estados Unidos, Statistical Bulletin No. 867.

<sup>1</sup> Gasto en alimentos como porcentaje del gasto personal total. Para más detalles sobre los países incluidos en cada grupo, véase Banco Mundial, *Informe sobre el Desarrollo Mundial 1994: Infraestructura y Desarrollo*, Washington, D.C, 1994.

<sup>2</sup> Los datos corresponden a los promedios para cada grupo de países.

Hay también otras razones que podrían explicar por qué el ahorro puede ser menos sensible a los cambios en las tasas de interés reales en los países de ingreso bajo que en los de ingreso mediano. Algunos han aducido que los países de ingreso bajo suelen tener problemas de liquidez generalizadas, con lo cual los cambios en el consumo estarán muy influidos por los cambios en el ingreso corriente, y menos por las variaciones en las tasas de rendimiento.

### ***Ahorro e ingreso***

Atendiendo a los factores de subsistencia, es posible predecir que las tasas de ahorro aumentarán conforme aumente el nivel de ingreso real en las etapas iniciales de desarrollo, registrándose el mayor incremento al pasar el país de un nivel de ingreso bajo a uno de ingreso mediano. También se puede predecir que el ahorro responderá más a los cambios en las tasas de interés reales a medida que los países se hagan más ricos. Lo primero es resultado directo del papel del consumo de subsistencia en los países en desarrollo de ingreso bajo y del hecho de que el porcentaje del consumo de subsistencia en el consumo total disminuye a medida que aumenta el ingreso. Es posible que la segunda predicción también esté relacionada con factores de subsistencia, dado que los incentivos para ahorrar afectarían solamente al ingreso discrecional.

Entre los países de distintos grupos de ingresos, la evolución de las tasas de ahorro corresponde en general a las predicciones del modelo de subsistencia. Como se indica en el Cuadro 2, el ahorro privado es, en promedio, mucho más bajo en los países en desarrollo más pobres. Esas diferencias también se observan dentro de las regiones. Los datos del Banco Mundial muestran que el ahorro nacional bruto mediano como

porcentaje del PIB (promedio de 1987-91) equivalía a 5,6% en los países de ingreso bajo y a 19% en los de ingreso mediano de Africa. El ahorro nacional bruto medio de ambos grupos equivalía a 7,7% del PIB. Además, la relación entre el nivel de ingreso y la tasa de ahorro parece ser no lineal, y el mayor aumento de esta última se produce en la transición del nivel de ingreso bajo al de ingreso mediano bajo, en que la tasa media de ahorro personal aumenta 5,5 puntos porcentuales. El promedio para los países de ingreso mediano alto es 2,8 puntos porcentuales superior al correspondiente al grupo de ingreso mediano bajo, pero parece haber relativamente poca diferencia entre las tasas de ahorro medias de los países de ingreso alto y los de ingreso mediano alto de la muestra. Cabe señalar que los problemas de liquidez y los motivos para ahorrar como medida de precaución podrían tener el efecto contrario en las tasas de ahorro. Si los consumidores pobres no pueden obtener préstamos y sus ingresos son inciertos, la necesidad de ahorrar como medida precautoria aumenta. En consecuencia, según esta hipótesis, serían los consumidores más pobres quienes más ahorrarían.

Sin embargo, hay grandes diferencias en las tasas de ahorro que no pueden atribuirse a factores de subsistencia. Por ejemplo, en la muestra estas tasas tienden a ser más altas en los países de Asia que en los de América Latina con niveles de ingreso similares. Es posible que la distribución más equitativa de los ingresos que caracteriza a los países asiáticos y los mecanismos institucionales, que son importantes en varios países de esa región, contribuyen al aumento del ahorro.

El papel de las tasas de interés reales en el comportamiento del ahorro es más difícil de medir. Un problema especialmente importante en África es que los

mercados financieros son poco activos y los gobiernos suelen fijar las tasas de interés en niveles que no corresponden al mercado. No obstante, hay indicios de que el ahorro financiero aumentó al elevarse las tasas de interés reales a raíz de la liberalización de los mercados financieros en los países en desarrollo, tanto en África como en otros lugares. Por ejemplo, ha habido aumentos de las tasas de ahorro asociados con el incremento de las tasas de interés reales en Indonesia y la República de Corea y, más recientemente, en Argentina, Chile y Pakistán. Hay también indicios de que los programas de reforma de África lograron movilizar ahorro interno gracias a que las tasas de interés reales pasaron de un nivel muy negativo a uno ligeramente positivo.

### ***Resultados empíricos***

Si se supone que las unidades familiares maximizan la utilidad, o el bienestar, teniendo en cuenta las limitaciones de recursos, la sensibilidad del ahorro de las unidades familiares a las tasas de interés dependerá de la facilidad con que pueden sustituir el consumo actual por el consumo futuro. Esto se conoce técnicamente como la elasticidad intertemporal de sustitución (EIS) en el consumo. Si un cambio dado en las tasas de interés reales produce variaciones importantes en el consumo, esa elasticidad será también considerable. Se utilizaron datos macroeconómicos de una muestra de países para evaluar la magnitud de la EIS de las unidades familiares en países en desarrollo con distintos niveles de ingreso. Los de ingreso bajo de la muestra eran Egipto, Ghana, India, Pakistán y Sri Lanka y los de ingreso mediano bajo: Colombia, Costa Rica, Côte d'Ivoire, Filipinas y Marruecos. Se incluyeron también tres países de ingreso mediano alto: Brasil, Corea y México.



Ademas de no requerir que la EIS fuera igual en paises con ingresos per capita muy diferentes, la metodologia permitia tener en cuenta los precios relativos en las decisiones de ahorro de las unidades familiares. Por ejemplo, en igualdad de condiciones, una reducci3n temporal de los precios de las importaciones reduce el ahorro, porque la variaci3n de dichos precios a largo-del tiempo afecta los incentivos para consumir ahora o en el futuro.

<b>Cuadro 2</b>		
<b>Ingreso y tasas de ahorro personal</b>		
<b>Grupo de paises</b>	<b>PNB por adulto en d3lares de 1985 (promedio de 1980-87)</b>	<b>Ahorro personal como porcentaje del PIB (promedio de 1985-93)</b>
De ingreso bajo	1.380	11,2
De ingreso mediano bajo	2.806	16,7
De ingreso mediano alto	4.896	19,5
De ingreso alto	16.161	20,0

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la econom3a mundial*, octubre de 1994, y Banco Mundial, *Adjustment Policy Research Report*, Oxford University Press, Nueva York, 1994.

Sin embargo, la estimaci3n de la EIS en paises con ingresos per capita diferentes es un paso intermedio. En ultima instancia, el objetivo es cuantificar la sensibilidad del ahorro a las pol3ticas que modifican las tasas de interes internas. Es posible simular la respuesta del ahorro a los cambios en las tasas de interes reales utilizando estimaciones empiricas de la EIS. Mediante una estimaci3n de la variaci3n de la EIS segun el nivel de ingresos en una muestra de 12 paises, es posible deducir los valores de la EIS fuera de la muestra y simular asi la elasticidad interes del ahorro para una amplia gama de paises. Nuestros resultados (vease el Cuadro 3) indican que con un aumento de un punta

porcentual de la tasa de interes real, la tasa de ahorro deberia aumentar solamente dos decimos de 1% en los 10 paises mas pobres de la muestra. En los mas ricos, el aumento en la tasa de ahorro como reacci3n a un cambio similar en la tasa de interes real equivaldria a alrededor de dos tercios de un punto porcentual. Como se indica en el Cuadro 3, los resultados no son muy sensibles al nivel inicial de la tasa de interes real. En general, las variaciones entre paises son considerables y coinciden con las previsiones del modelo de consumo de subsistencia y con la amplia variaci3n del ingreso en la muestra de paises. Al igual que con las tasas de ahorro, la relaci3n entre el nivel de ingreso de un pais y la elasticidad del ahorro en respuesta a los cambios en las tasas de interes varia a medida que se asciende en la escala de ingresos. Concretamente, en los paises de ingreso bajo, la EIS (y, en consecuencia, la elasticidad-interes del ahorro privado) es cercana a cero. En los paises de ingreso mediano bajo hay un aumento marcado de la EIS, que aumenta tambien en los paises de ingreso mediano alto. La diferencia entre este grupo y el de paises de ingreso alto es pequena.

### ***Conclusiones***

La conclusi3n mas importante es que gran parte de la acusada variaci3n del nivel de ahorro y de la sensibilidad del ahorro alas tasas de interes reales entre paises puede explicarse sistematicamente por el nivel de ingresos del pais. La hip3tesis de que la tasa de ahorro y su sensibilidad a los cambios en las tasas de interes reales son funci3n del

Cuadro 3  
**Sensibilidad-interés del ahorro  
 con arreglo a diferentes  
 situaciones posibles <sup>1</sup>**

Grupos de países	Tasa de Interés real Inicial		
	3 %	4 %	5 %
De ingreso bajo			
Promedio para el grupo	0.312	0.306	0.300
Promedio para los 10 países más pobres	0.177	0.174	0.171
De ingreso mediano bajo	0.532	0.522	0.512
De ingreso mediano alto	0.560	0.549	0.539
De ingreso alto	0.584	0.573	0.562

Fuente: M. Ogaki, J.D. Ostry y C.M. Reinhart, "Saving Behavior in Low and Middle-Income Developing Countries: A Comparison", *IMF Staff Papers* (de próxima aparición).

<sup>1</sup> Los datos se refieren al cambio (en puntos porcentuales) en la tasa de ahorro debida a un aumento de un punto porcentual en la tasa de interés real. Por ejemplo, en los países de ingreso alto, con una tasa de interés real de 3%, un aumento de un punto porcentual en la tasa de interés real elevaría la tasa de ahorro en casi dos tercios de un punto porcentual (0,584 de un punto porcentual). Con un nivel de base más alto de la tasa de interés real, la respuesta del ahorro disminuye ligeramente.

ingreso tiene un apoyo empírico considerable. En particular, nuestros resultados ayudan a explicar por que el incremento de las tasas de interés reales que suele acompañar a la liberalización financiera no ha producido un aumento apreciable del ahorro privado en muchos países. Aunque las políticas de liberalización financiera, y los aumentos resultantes de las tasas de interés, pueden tener varios efectos positivos, los resultados

obtenidos sugieren que es probable que las repercusiones directas de esas políticas en el ahorro de las unidades familiares sean relativamente pequeñas en los países de ingreso bajo. Otras cuestiones de política como, por ejemplo, la relación entre el déficit del gobierno y la cuenta corriente de la balanza de pagos, dependerán también de la sensibilidad del ahorro privado a las tasas de rentabilidad reales, en la medida en que las variaciones del ahorro público modifican las tasas de rentabilidad internas.

En consecuencia, es posible que nuestras conclusiones arrojen alguna luz sobre las marcadas variaciones entre países en la respuesta de la cuenta corriente a los cambios de la política fiscal que alteran las tasas de interés. La falta de respuesta del ahorro a los cambios en las tasas de interés reales en muchos países de ingreso bajo es especialmente problemática, dado que estos son los países que tienen menos acceso a los mercados internacionales de capital y al ahorro externo. Pero incluso para los países en desarrollo que pueden obtener financiamiento externo, el logro o el mantenimiento de niveles de ahorro interno adecuados es esencial para el crecimiento sostenido. Como se comprobó en la crisis de fines de 1994 en México y en otros mercados financieros emergentes, el financiamiento externo puede ser inestable y los cambios pueden ser muy abruptos.

Es posible, en consecuencia, que se necesite otra estrategia para aumentar el ahorro nacional en los países de ingreso bajo. En un estudio reciente del Banco Mundial sobre las economías de alto rendimiento de Asia se pone de relieve que la reducción del déficit del sector público (lograda mediante reducciones de los gastos y no mediante mayores impuestos) contribuye en gran medida a aumentar el nivel

de ahorro nacional. Se considera, además, que la reducción del nivel y de la imprevisibilidad de la inflación y la promoción de la estabilidad macroeconómica general son formas útiles de promover el ahorro. Es posible que los programas de ahorro obligatorio hayan contribuido también a aumentar el ahorro en algunos países de Asia. En contraste con esto, es probable que en los países en desarrollo de ingreso mediano alto la tasa de ahorro de las unidades familiares aumente considerablemente a medida que aumentan las tasas de interés, y tal vez esa respuesta no sea muy diferente de la que se observaría en los países industrializados.

### ***Referencias***

Banco Mundial Adjustment in Africa: Reforms, Results, and the Road Ahead, World Bank Policy Research Report (Nueva York: Oxford University Press, 1994).

Banco Mundial, Informe sobre el Desarrollo Mundial 1994, e Indicadores del desarrollo mundial (Washington, DC: Banco Mundial, 1994).

Ostry, J y C M Reinhart, "Private Saving and Terms of Trade Shocks", IMF Staff Papers, Vol 39, septiembre de 1992, pags. 495 a 517.

Ogaki, M. J Ostry y C M Reinhart, "Saving Behavior in Low and Middle-Income Developing Countries: A Comparison", de próxima aparición en IMF Staff Papers.

Kaminsky, G L y A. Pereira, "The Debt Crisis: Lessons of the 1990s for the 1990s", de próxima aparición en *Journal of Development Economics*.