

La inversión y el ahorro
en
América Latina y
el Caribe
¿Cómo se relacionan?



La inversión y el ahorro en América Latina y el Caribe ¿Cómo se relacionan?

Diciembre, 2015
Washington DC, USA



Las opiniones expresadas en esta publicación son las de los autores y no reflejan necesariamente la opinión del Banco Interamericano de Desarrollo, de los miembros del Directorio, o de los países que éstos representan.

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

La inversión y el ahorro en América Latina y el Caribe: ¿cómo se relacionan? / Tomás Serebrisky, Diego Margot, Ancor Suárez-Alemán, María Cecilia Ramírez.

p. cm. — (Monografía del BID ; 389)

Incluye referencias bibliográficas.

1. Investment analysis — Latin American. 2. Saving and investment — Latin American. I. Serebrisky, Tomás. II. Suárez-Alemán, Ancor. III. Margot, Diego. IV. Ramírez, María Cecilia. V. Banco Interamericano de Desarrollo. Sector de Infraestructura y Medio Ambiente. VI. Serie.

Código de Publicación: IDB-MG-389

Códigos JEL: E21; E22; E6; N16.

Palabras clave: Inversión; Ahorro; América Latina y el Caribe; Causalidad; Macroeconomía.

Copyright © [2015] 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



Índice

Introducción	7
La literatura sobre el ahorro y la inversión	7
La inversión en América Latina y el Caribe	9
Fuentes de ahorro para la inversión	15
Causalidad: ¿qué tiene lugar primero, el ahorro o la inversión?	19
Conclusiones	23
Referencias	24

Introducción



Aumentar el ahorro —posponer consumo presente— es costoso. Entonces, ¿por qué ahorra la gente? Una respuesta común es que, al ahorrar más, las sociedades disponen de más recursos para invertir. Las economías que ahorran más pueden aprovechar oportunidades de inversión y, como consecuencia, crecer más rápidamente. Por ejemplo, invertir en mejorar el acceso a la educación y a la salud puede impulsar el crecimiento mediante el aumento de la productividad y los ingresos de la población. Invertir en plantas y maquinaria también es importante, dado que este tipo de inversión es indispensable para mantener, ampliar e incorporar el avance tecnológico a las estructuras productivas de los países. La evidencia empírica al respecto de la importancia de la inversión como motor del crecimiento es sólida.

América Latina y el Caribe (ALC) se encuentra atrapada en un mal equilibrio en el cual invierte muy poco. Peor aún, la tasa de ahorro nacional de la región es más baja que la tasa de inversión interna, lo que obliga a la región a depender necesariamente del ahorro

externo. Debe precisarse que el ahorro externo no es malo en sí mismo: por el contrario, constituye un complemento del ahorro nacional que resulta muy necesario para la promoción de la inversión. Sin embargo, la mayoría de las economías del mundo han dependido históricamente del ahorro nacional para financiar su capital nacional, ya que una fuerte dependencia del ahorro externo podría aumentar las vulnerabilidades macroeconómicas.

El presente trabajo examina el ahorro y la inversión en ALC. En la primera sección, se analiza brevemente la literatura sobre la relación entre el ahorro y la inversión y el impacto de la inversión sobre el crecimiento. La segunda sección examina la evolución de la inversión en la región, mientras que la tercera describe las tendencias del ahorro externo y el ahorro nacional. En la cuarta sección, se procura identificar la dirección de la causalidad entre el ahorro y la inversión en la región, abordando la cuestión de si se debe estimular el ahorro nacional con el objeto de generar más inversión. Por su parte la última sección resume qué se necesita en ALC para impulsar el crecimiento.

La literatura sobre el ahorro y la inversión

Si bien la investigación empírica no es enteramente concluyente —los resultados son diversos y dependen en gran medida del enfoque teórico y de la naturaleza de las variables utilizadas— no cabe duda de que la inversión es un elemento fundamental del crecimiento económico tanto a corto como a largo plazo.

La literatura sugiere diversos canales de transmisión. En el corto y mediano plazo, la inversión genera crecimiento mediante el impulso a la demanda agregada. A largo plazo, la inversión incide en el crecimiento a través de la oferta agregada y la estructura productiva: una mayor inversión genera cambios tecnológicos,

permite desarrollar una mayor capacidad productiva y fomenta la reasignación de recursos hacia los sectores más productivos (Jiménez y Manuelito, 2013).

Muchos estudios empíricos demuestran que existe una estrecha relación entre el crecimiento del Producto Interior Bruto (PIB) y la inversión. Levine y Renelt (1992) replicaron una selección de estudios que vinculan el desarrollo económico con distintos indicadores macroeconómicos y de política, y observaron cómo la relación entre el crecimiento del PIB y la inversión es una de las más fuertes de la literatura analizada. Khan y Kumar (1997) llevaron a cabo distintas pruebas empíri-

cas en una muestra de 95 países en vías de desarrollo, y concluyeron que la inversión, tanto pública como privada, es un determinante estadísticamente significativo del crecimiento a largo plazo. Concretamente para el caso de ALC, Gutiérrez (2005) muestra que la inversión física desempeñó un importante papel en el crecimiento de las seis principales economías de la región durante el período 1960-2002¹.

Blomstrom, Lipsey y Zejan (1996) y Lipsey y Kravis (1987) documentaron la existencia de una relación causal inversa entre la inversión y el crecimiento, y de este modo expusieron que el crecimiento económico genera inversión,

y no al revés. En el corto plazo, la causalidad puede ir en esta dirección debido a los desfases temporales entre la planificación de la inversión por parte de los agentes económicos y la evolución del ciclo económico (Schmidt-Hebbel, Servén y Solimano, 1996). El crecimiento presente sirve como indicador de los futuros niveles de demanda, las tasas de interés y restricciones de liquidez, en los cuales se basan tanto las empresas como los gobiernos a la hora de tomar decisiones sobre futuras inversiones.

El debate al respecto de la relación entre el crecimiento y la inversión agregada—especialmente en relación a la causalidad—no ha concluido, principalmente porque el primero constituye un proceso complejo en el cual intervienen simultáneamente una gran cantidad de factores. Ciertamente la inversión es uno de los aspectos centrales del proceso de crecimiento, pero no es el único: el crecimiento económico sostenido también depende de determinadas características específicas de los países, tales como su geografía, el nivel de capital humano, el progreso tecnológico, el marco institucional o la capacidad de innovación, entre muchas otras.



La mayoría de las experiencias exitosas de crecimiento están asociadas a altos niveles de inversión, como resultó ser el caso de Asia Oriental (Schmidt-Hebbel et al., 1996; Young, 1995). Asimismo, se ha demostrado que no todos los tipos de inversión tienen el mismo efecto sobre la productividad y el crecimiento: DeLong y Summers (1991) observan que la más importante es la inversión en equipos; por su parte Sala-i-Martin (1997) confirma que la inversión en equipos tiene un mayor efecto en el crecimiento que otros tipos de inversión; Easterly y Rebelo (1993) muestran que solamente el transporte y las comunicaciones están relacionados estrecha y significativamente con el crecimiento.

Diversos estudios afirman que sólo la inversión de calidad tiene un efecto positivo y significativo sobre el crecimiento. Anderson (1987) señala que la inversión permite predecir el crecimiento cuando se contabiliza correctamente la eficiencia asignativa (medida como la tasa de rentabilidad social). Gupta et al. (2014) observan cómo diversas medidas de calidad de la inversión pública permiten explicar el crecimiento, en particular en países de bajos ingresos. Por su parte, Aschauer (2000) demuestra que la eficiencia con la que un país invierte y la forma en que paga dicha inversión son tan importantes para el crecimiento como la cantidad invertida.

¹ Aschauer fue de los primeros en centrarse exclusivamente en la función que desempeña la inversión pública en el crecimiento. En su estudio de 1989, destacó el efecto positivo del capital público sobre el crecimiento. Estudios posteriores —incluidos Barro (1991); Easterly y Rebelo (1993); Knight, Loayza, y Villanueva (1993); y Miller y Tsoukis (2001)— arrojaron resultados similares.

La inversión en América Latina y el Caribe

En América Latina y el Caribe los niveles de inversión han sido históricamente bajos. Si aceptamos el argumento de que la inversión es un factor determinante del crecimiento económico, la pregunta es, ¿se está invirtiendo lo suficiente en ALC?

CUADRO 1: Inversión y ahorro en las cuentas nacionales

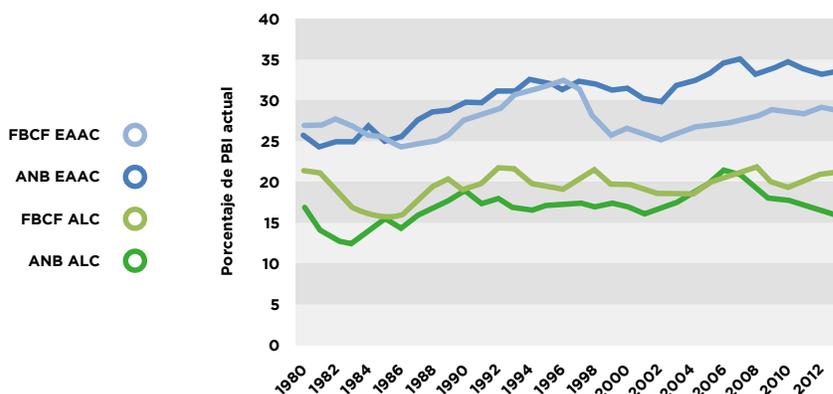
La variable que se utiliza en las cuentas nacionales para medir la inversión es la formación bruta de capital fijo (FBCF). La FBCF es un componente del PIB de un país (junto con el consumo, el gasto público y las exportaciones netas), que incluye las mejoras a la tierra (cercas, zanjas, desagües); la compra de equipos y maquinaria; y la construcción de fábricas, carreteras, vías férreas, y demás infraestructura; así como las escuelas, oficinas, viviendas residenciales privadas, hospitales y edificios comerciales e industriales. La variable empleada para medir el ahorro es el ahorro nacional bruto (ANB), definido como el ingreso disponible menos el gasto de consumo final².

En América Latina y el Caribe, entre 1980 y 2013 la inversión fue mayor que el ahorro nacional en todos los años excepto dos (ver Gráfico 1). Por el contrario, en las economías asiáticas de alto crecimiento (EAAC) —aquellas que más invirtieron—, el ahorro nacional fue mayor que la inversión.



Figura 1

Tasas de inversión y ahorro nacional en América Latina y el Caribe y las economías asiáticas de alto crecimiento, 1980-2013



Nota: ANB = ahorro nacional bruto, definido como ingreso disponible menos gasto de consumo final. EAAC = economías asiáticas de alto crecimiento. FBCF = formación bruta de capital fijo. Incluye las mejoras a la tierra (cercas, zanjas, desagües); la compra de equipos y maquinaria; la construcción de fábricas, carreteras, vías férreas, y demás infraestructura; así como escuelas, oficinas, viviendas residenciales privadas, hospitales y edificios comerciales e industriales. ALC = América Latina y el Caribe.

Fuente: Datos de las Perspectivas de la Economía Mundial.

² El Banco Mundial (2015) describe de manera detallada la formación bruta de capital fijo (<http://data.worldbank.org/indicator/NE.GDI.FTOT.CD>). La definición de ahorro nacional bruto proviene de la base de datos de las Perspectivas de la Economía Mundial del Fondo Monetario Internacional, que la define como el ingreso bruto disponible menos el gasto de consumo final, después del ajuste correspondiente a los fondos de pensión (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/weodata/index.aspx>).³ HGAE include China, Hong Kong; India; Indonesia; the Republic of Korea; Malaysia; Singapore; Sri Lanka; Thailand; and Vietnam.

³ Las EAAC comprenden China, Hong Kong; India; Indonesia; la República de Corea; Malasia; Singapur; Sri Lanka; Tailandia; y Vietnam.



El cálculo del nivel “ideal” de inversión de una región o país resulta complejo y está ciertamente fuera del alcance de este documento. La decisión de invertir se ve fuertemente influenciada por el clima de negocios, que se encuentra a su vez determinado por diversas variables, tales como la disponibilidad de instrumentos de financiamiento, incentivos fiscales, percepciones de riesgo y la seguridad jurídica, entre otros. Sin embargo, en América Latina y el Caribe la inversión ha sido sistemáticamente más baja que en otras regiones a lo largo del tiempo, lo que sugiere que no está invirtiendo lo suficiente.

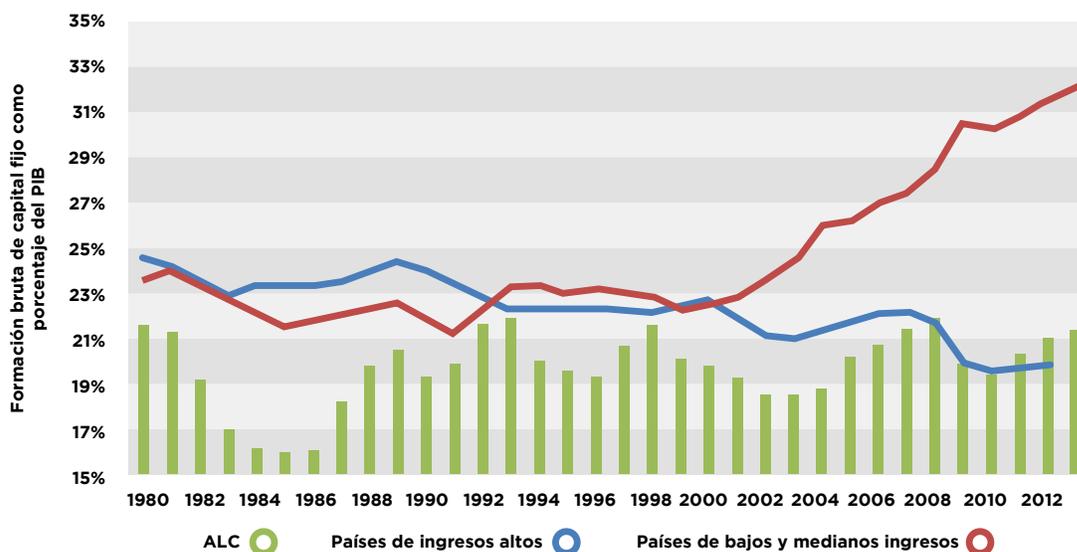
Hasta el año 2000, los países de ingresos bajos y medianos, así como aquellos con mayores ingresos, invirtieron una proporción similar del PIB, alrededor del 22% (ver Gráfico 2)⁴. Sin embargo, a partir de ese año las tendencias se separaron, disminuyendo la proporción de la formación bruta de capital fijo de los países de ingresos altos, mientras que a su vez creció la inversión en los países de medianos y bajos ingresos. Por su parte, el desempeño de ALC fue significativamente distinto del de otros

países con el mismo nivel de ingresos: entre 2000 y 2013 la formación bruta de capital fijo fue de 19%, mucho menor que el promedio de 25% de los países de medianos y bajos ingresos durante el mismo período.



Figura 2

Promedio de las tasas de formación bruta de capital fijo en América Latina y el Caribe, países de altos, bajos y medianos ingresos, 1980-2013



Fuente: Datos de las Perspectivas de la Economía Mundial.

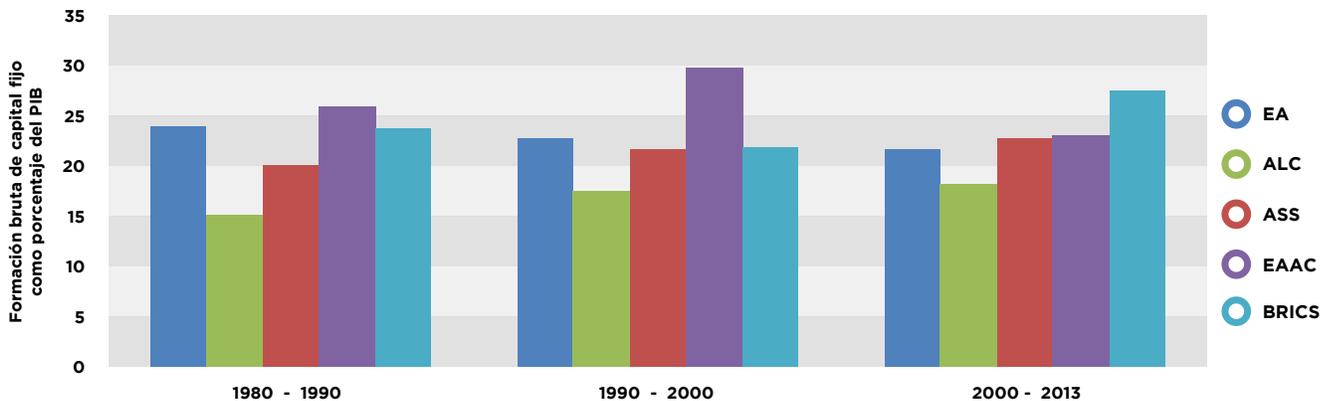
⁴ Los países se categorizan de acuerdo a la clasificación de ingresos de la base de datos del Banco Mundial. Las economías de bajos ingresos se definen como aquellas cuyo ingreso nacional bruto (INB) per cápita se situó por debajo de US\$1.045 en 2013; las economías de medianos ingresos son aquellas cuyo INB per cápita fue mayor a US\$1.045 y menor de US\$12.746; mientras que las economías de ingresos altos son aquellas con un INB per cápita igual o superior a US\$12.746. Por su parte, el límite entre las economías de ingresos medios-bajos y las de ingresos medios-altos se encuentra en el INB per cápita de US\$4.125.

Entre 1980 y 2013, América Latina y el Caribe registró flujos de FBCF más bajos que cualquier otro grupo de países, invirtiendo 10,6 puntos porcentuales del PIB menos que las EAAC (ver Gráfico 3). De este modo, la inversión en ALC debería aumentar un 50% para alcanzar el nivel de las EAAC. La región más cercana a América Latina y el Caribe en términos de inversión es África Subsahariana, pero incluso esta región invirtió 4,5 puntos porcentuales de su PIB más que ALC en este período.



Figura 3

Promedio de las tasas de formación bruta de capital fijo de grupos de países seleccionados, 1980-2013



Nota: EA = economías avanzadas; ALC = América Latina y el Caribe; ASS = África Subsahariana; EAAC = economías asiáticas de alto crecimiento; BRICS = Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica. En la Tabla A1 se presenta la lista de países que integran cada grupo.

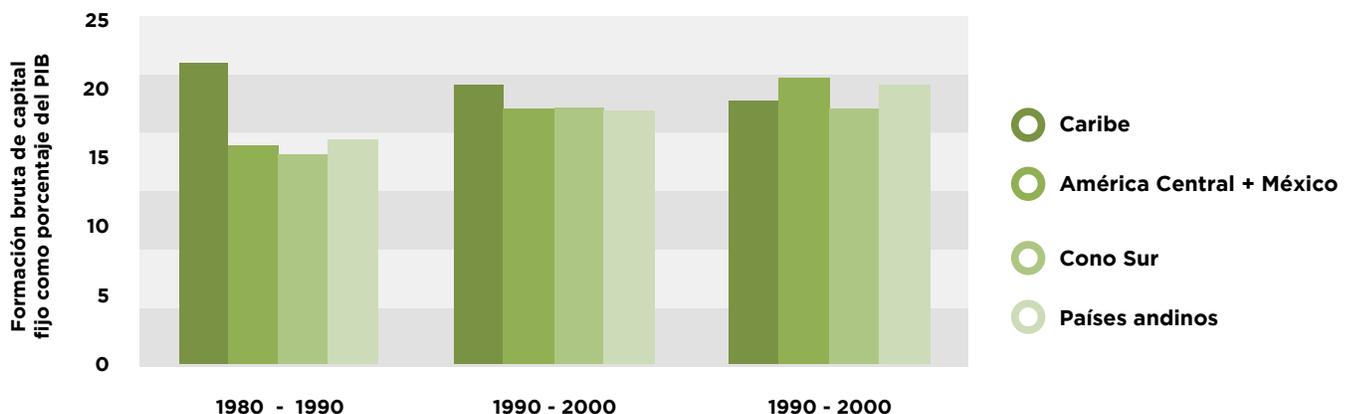
Fuente: Datos de las Perspectivas de la Economía Mundial.

Atendiendo al comportamiento dentro de la región, se observa que este patrón es muy similar para todas las subregiones de América Latina y el Caribe, en particular a partir de la década del '90. Mientras que en los años '80 el Caribe tenía niveles de formación bruta de capital fijo más elevados que el resto de la región, una década más tarde estas diferencias prácticamente desaparecieron (ver Gráfico 4).



Figura 4

Promedio de las tasas de formación bruta de capital fijo en las subregiones de América Latina y el Caribe, 1980-2013



Nota: Caribe: Barbados, Belice, República Dominicana, Guyana, Jamaica, Trinidad y Tobago, Venezuela; América Central: Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá; Cono Sur: Argentina, Brasil, Chile, Paraguay, Uruguay; Países Andinos: Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú.

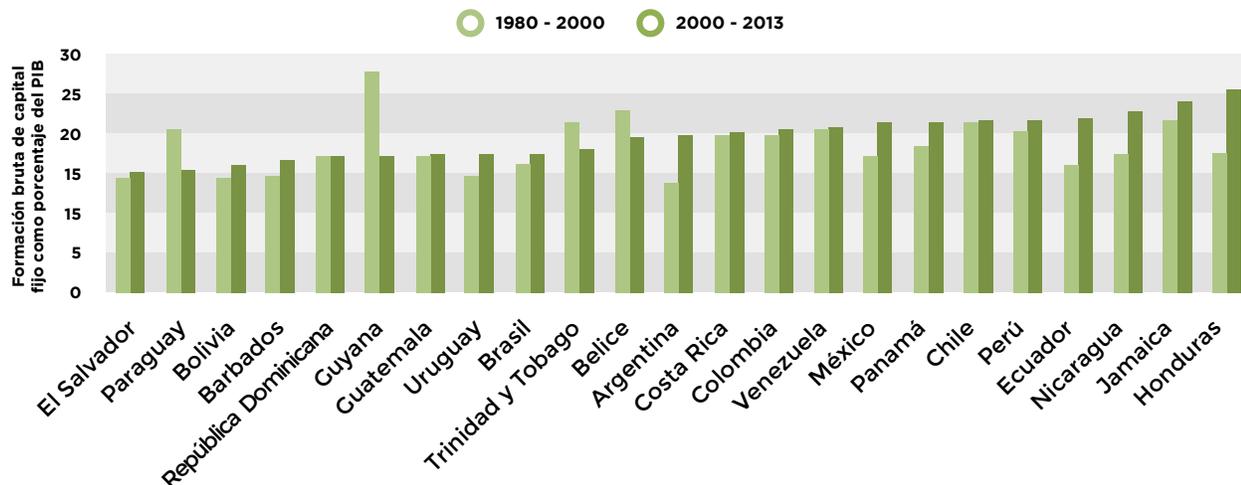
Fuente: Autores, basados en información de las bases de datos de las Perspectivas de la Economía Mundial (WEO) y del Banco Mundial.

La heterogeneidad es mayor a nivel de país, incluso dentro de las subregiones (ver Gráfico 5). El análisis muestra que los países de América Central se encuentran en ambos extremos de la distribución (entre 2000 y 2013 Honduras presentó el mayor nivel de inversión, mientras que El Salvador tuvo el más bajo). Cabe destacar que entre los años 2000 y 2013 aumentó la inversión en la mayoría de los países, en comparación con el período transcurrido entre 1980 y 2000 (a excepción de Belice, Guyana, Paraguay, y Trinidad y Tobago).



Figura 5

Promedio de la formación bruta de capital fijo en países de América Latina y el Caribe, 1980-2000 y 2000-2013



Fuente: Información de las bases de datos de las Perspectivas de la Economía Mundial (WEO) y del Banco Mundial.

Si bien en las últimas décadas la formación bruta de capital fijo de ALC fue generalmente baja, pueden encontrarse durante dicho período determinados casos en los que alcanzó niveles ciertamente elevados. Analizando 24 países de ALC entre los años 1980 y 2013, se observa un alto nivel de inversión (entendido como aquel superior al 25% del PIB) en el 9% de las 736 observaciones. No obstante, estos casos se concentraron en unos pocos países. De hecho, 50 de las 69 observaciones corresponden exclusivamente a seis países, en su gran mayoría pequeños (las Bahamas, Belice, Honduras, Jamaica, y Trinidad y Tobago), con la única excepción de Chile.

En el Gráfico 6, se resume la situación de los países de ALC. Tal como se muestra, 13 de los 24 países de la región invirtieron más del 25% de su PIB al menos una vez entre 1980 y 2013. Las Bahamas encabeza la lista con 11 años, seguido por Belice, Jamaica y Trinidad y Tobago, todos con 9. Los 13 países incluyen países continentales pequeños (Belice y Honduras), islas (Las Bahamas y Jamaica), y países más grandes (Colombia y Venezuela).

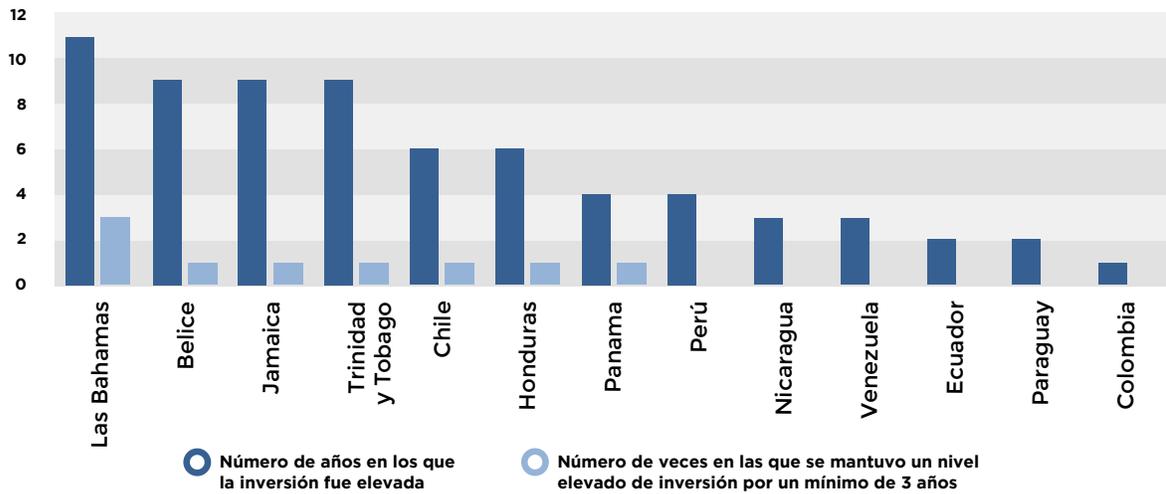
Sin embargo, cabe destacar que ninguno de los tres países más grandes de la región—Argentina, Brasil y México—experimentó episodios de inversión elevada, mientras que en el resto de países no mencionados dichos episodios fueron aislados y dispersos a lo largo de los años. Asimismo, del pequeño número de países que alcanzó un alto nivel de inversión, únicamente siete lo mantuvieron durante un mínimo de tres años consecutivos entre 1980 y 2013 (véase el Gráfico 6). Las Bahamas fue el único país que logró obtener un nivel elevado de inversión en más de una ocasión (1996-2000, 2006-2008, y 2011-2013)⁵. En los 34 años analizados en este estudio, solamente existieron tres casos (sobre 24 países) en los que se mantuvo un alto nivel de inversión durante un mínimo de cinco años consecutivos: las Bahamas (1996-2000), Chile (1993-1998) y Jamaica (2001-2007). El desafío al que se enfrenta ALC consiste en extender estas experiencias exitosas a más países y mantener tasas de inversión elevadas ininterrumpidamente a lo largo de los años.

⁵ Otros países mantuvieron altos niveles de inversión durante por lo menos tres años consecutivos, como fue el caso de Belice (1991-1993), Chile (1993-1998), Jamaica (2001-2007), Honduras (2006-2008), Panamá (2011-2013), y Trinidad y Tobago (1980-1983).



Figura 6

Países de América Latina y el Caribe con tasas de inversión elevadas durante 1980-2013



Nota: La inversión elevada se define como aquella que representa al menos el 25% del PIB.

Fuente: Datos de las Perspectivas de la Economía Mundial (WEO).

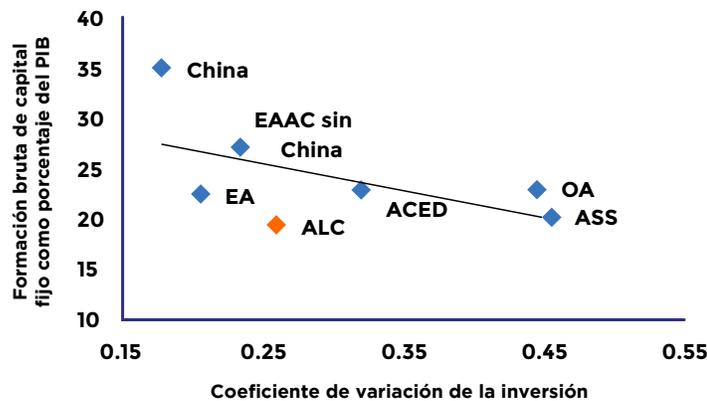
La inversión en América Latina y el Caribe no solo es baja, también es volátil. Atendiendo a los niveles de volatilidad—medida por el coeficiente de variación, esto es, la relación entre la desviación estándar y la media de una serie—las EAAC son las que cuentan con los menores niveles, entre todas las regiones analizadas⁶. Del mismo modo, las economías que tienen la inversión más estable (China y el resto de las EAAC) también presentan los mayores niveles de inversión. Es interesante mencionar que

los países y regiones cuyas series de inversión son más estables también cuentan con niveles de inversión más elevados. En contraste, África Subsahariana—la región más volátil—es, junto con ALC, la que menos invierte. La relación negativa entre una serie y su volatilidad no es realmente nueva en el análisis macroeconómico: Ramey y Ramey (1995) observaron que los países que presentaron una mayor volatilidad del PIB crecieron menos que aquellas economías más estables.



Figura 7

Relación entre el nivel y la volatilidad de la inversión, 1980-2012



Nota: EA = economías avanzadas; ACED = Asia Central y la región de Europa en desarrollo; EAAC = economías asiáticas de alto crecimiento; ALC = América Latina y el Caribe; ASS = África Subsahariana; OA = otras economías asiáticas.

Fuente: Datos de las Perspectivas de la Economía Mundial (WEO).

⁶ La clasificación de las regiones en función de su volatilidad—de la menos a la más volátil—basada en el coeficiente de variación, es la siguiente: China (0,18), economías avanzadas (0,21), economías asiáticas de alto crecimiento excepto China (0,23), América Latina y el Caribe (0,26), Asia Central y la región de Europa en desarrollo (0,32), otras economías asiáticas (0,44) y África Subsahariana (0,45).

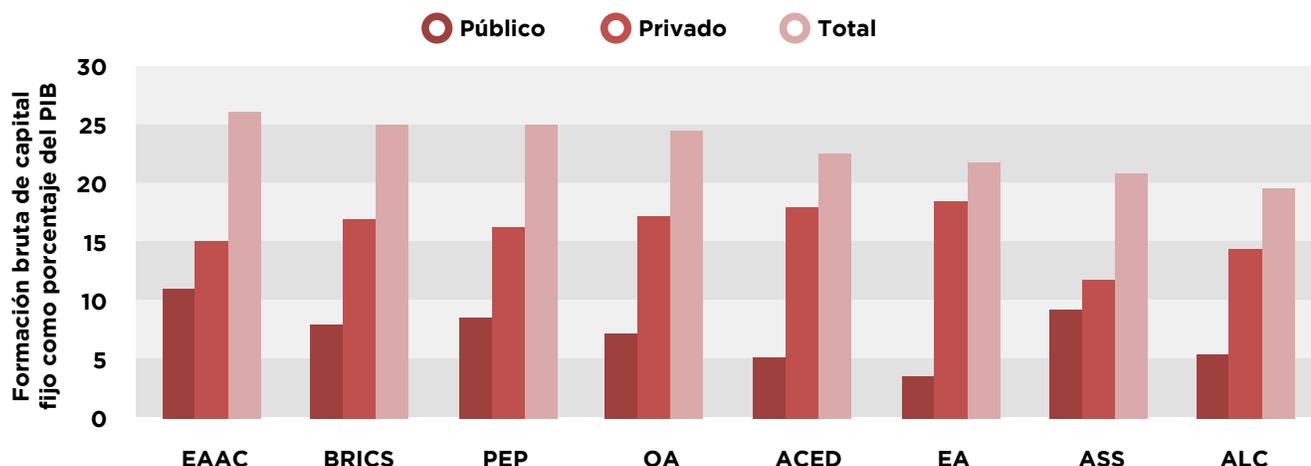
Un análisis más riguroso confirma que la volatilidad elevada afecta a los niveles de inversión. Según datos de las Perspectivas de la Economía Mundial (WEO) de los 133 países de los que se dispone de información sobre la formación bruta de capital fijo por al menos 25 años entre 1980 y 2012, por cada reducción de 0,1 del coeficiente de variación de la inversión, las tasas de inversión aumentan un 0,7% del PIB. Esto significa que si ALC lograra reducir su volatilidad hasta alcanzar el nivel de las EAAC (sin contar a China), su tasa de inversión podría aumentar un 2% del PIB.

Considerando la desagregación de la inversión total en sus componentes público y privado, se observa cómo en comparación con otras regiones y grupos de países, tanto los niveles de inversión públicos como privados son bajos en ALC (ver Gráfico 8).



Figura 8

Promedio de la formación bruta de capital público y privado, por región, 2000-2013



Nota: EAAC = economías asiáticas de alto crecimiento; BRICS = Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica; PEP = países exportadores de petróleo; OA = otras economías asiáticas; ACED = Asia Central y la región de Europa en desarrollo; EA = economías avanzadas; ASS = África Subsahariana; ALC = América Latina y el Caribe.

Fuente: Información proveniente de las bases de datos de las Perspectivas de la Economía Mundial (WEO) y del Banco Mundial.

En resumen, la inversión privada en ALC es mucho más baja que en el resto del mundo, sólo África Subsahariana cuenta con menores niveles de inversión. Al mismo tiempo, la inversión pública también es baja de acuerdo con los parámetros internacionales. Este hecho resulta en la existencia de una importante brecha de inversión entre la región y el resto del mundo desde la década de los 80, y los datos no muestran prueba alguna de que dicha brecha se esté reduciendo a lo largo del paso del tiempo.

La Comisión para el Crecimiento y el Desarrollo (2008)⁷ ha intentado determinar un nivel mínimo de inversión compatible con el crecimiento a largo plazo. En su informe se estudian 13 economías que crecieron a una tasa promedio de al menos 7% por año durante un período no menor a 25 años entre 1950 y 2005⁸. La muestra de países es hete-

rogénea: está integrada por economías de cuatro continentes, e incluye a países grandes y pequeños, algunos de los cuales son ricos en recursos naturales. En las 13 experiencias exitosas estudiadas se invirtió más del 25% del PIB durante los períodos de alto crecimiento. En consecuencia, la Comisión concluyó que una inversión de al menos el 25% del PIB parece constituir el nivel mínimo necesario compatible con un desarrollo económico sostenido.

América Latina y el Caribe se encuentra lejos del nivel mínimo del 25% recomendado por la Comisión. A excepción de Haití (un caso especial debido a su fuerte dependencia de ayuda externa), en ningún país de la región se puede observar un nivel de inversión cercano a esta medida de referencia (entre 1980 y 2013 el promedio de la región fue menor al 20%).

⁷ La Comisión para el Crecimiento y el Desarrollo es un grupo patrocinado por cuatro organizaciones gubernamentales de Australia, los Países Bajos, Suecia y el Reino Unido, en conjunto con la fundación William and Flora Hewlett Foundation y el Grupo del Banco Mundial. Está integrada por 19 dirigentes políticos y líderes empresariales, la mayoría provenientes de países en desarrollo, además de dos economistas galardonados con el premio Nobel.

⁸ Estas economías son Botswana; Brasil; China; Hong Kong (China); Indonesia; Japón; República de Corea; Malasia; Malta; Omán; Singapur; Taiwán, China; y Tailandia.

Fuentes de ahorro para la inversión



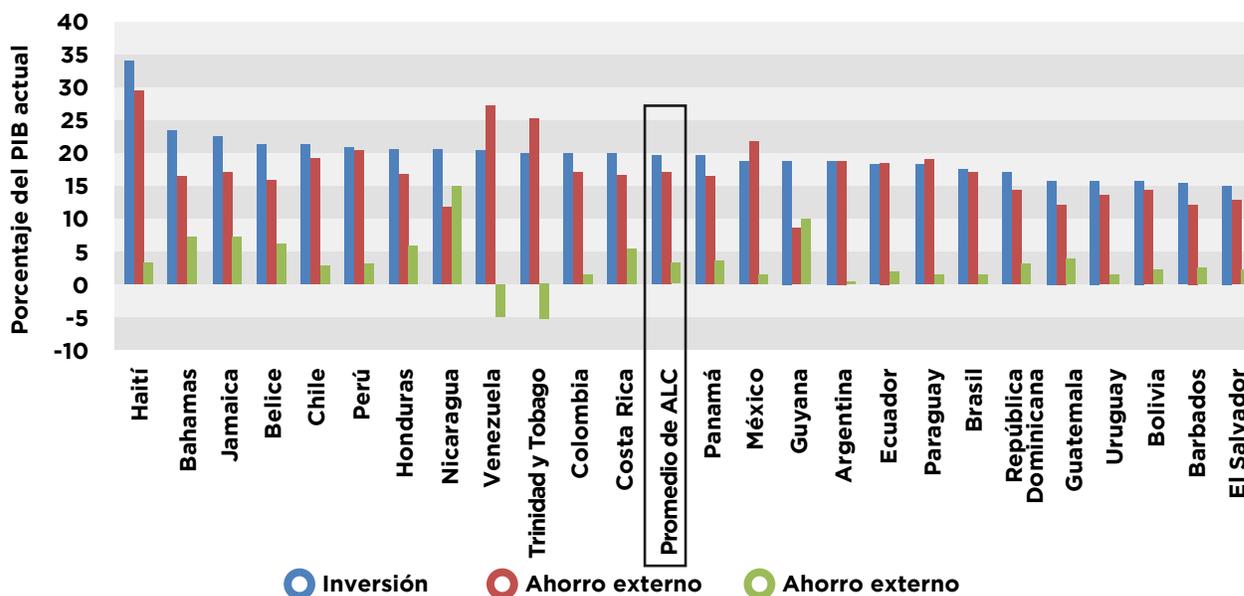
Una economía tiene exclusivamente dos opciones para financiar sus inversiones: el ahorro nacional o el ahorro externo. En ALC, la tasa de inversión fue mayor a la tasa de ahorro nacional en 32 de los 34 años en el período comprendido entre 1980 y 2013 (ver Gráfico 1). Por el contrario, en las EAAC (la región que más invierte), el ahorro nacional es mayor a la inversión.

¿Puede ALC permitirse financiar un gran aumento de inversión utilizando exclusivamente el ahorro externo? Si no incrementan su ahorro nacional, los países de ALC necesitarían aumentar el ahorro externo para hacer frente a mayores niveles de inversión. Dicho ahorro externo representa actualmente el 3,5% de su PIB. Resultaría necesario incrementar esta cifra hasta el 8% a fin de alcanzar el nivel de inversión correspondiente al 25% del PIB, un valor compatible con tasas de crecimiento mayores al 5% (Comisión para el Crecimiento y el Desarrollo, 2008). Resultaría extremadamente difícil aumentar las tasas de ahorro externo actuales a más del doble: a excepción de Nicaragua y Guyana, ningún país de la región sostuvo tasas de ahorro externo mayores al 8% del PIB por períodos de tiempo prolongados (ver el Gráfico 9)⁹.



Figura 9

Promedio de las tasas de inversión, ahorro nacional y ahorro externo en 1980-2013 en América Latina y el Caribe, por país



Fuente: Datos de las Perspectivas de la Economía Mundial (WEO).

9 La tasa de ahorro externo representa el 15% del PIB en Nicaragua y el 10% en Guyana. Otros países presentan tasas cercanas al 8% (las Bahamas, 7,2%; Belice, 6,2%; y Jamaica, 7,4%), pero la mayoría de éstos tienen tasas de remesas elevadas. Las principales economías de la región registraron tasas medias de ahorro externo anual menores al 3% del PIB entre los años 1980 y 2013.

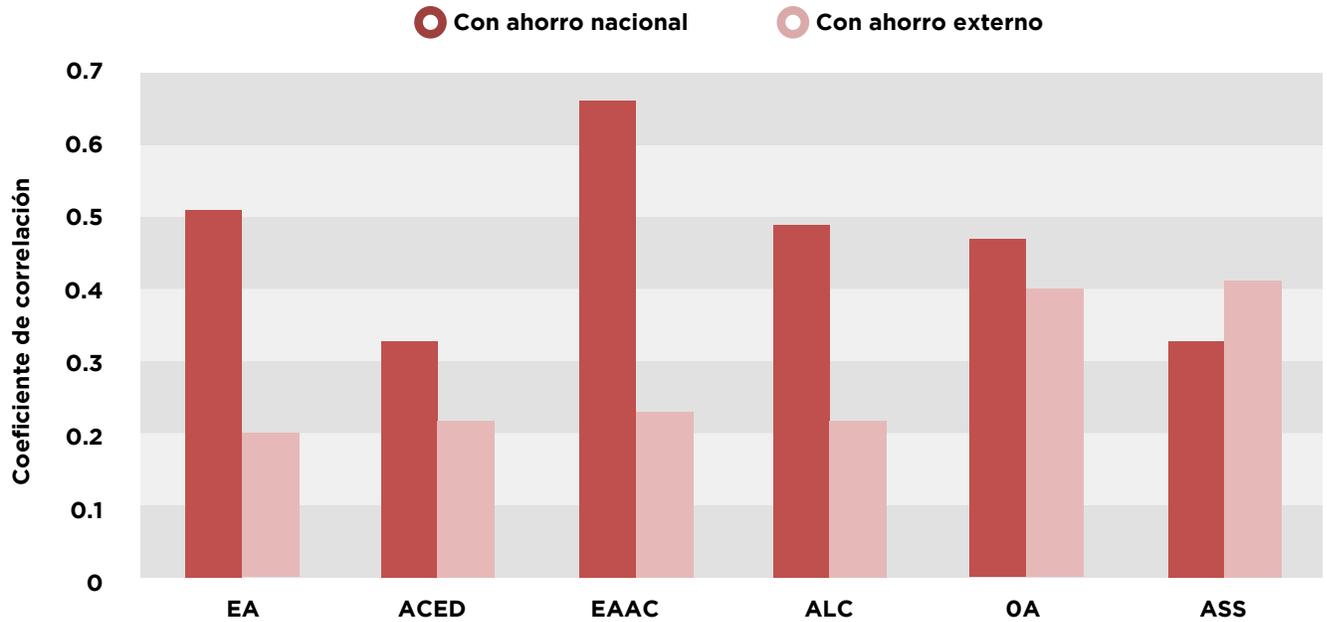
En cualquier caso, aun si fuera posible, quizás no sería deseable un aumento tan considerable del ahorro externo. Por diversos motivos, países de distintas partes del mundo han adoptado un enfoque cauteloso con respecto al ahorro externo a la hora de financiar la inversión interna. En primer lugar, los costos de las transacciones que inciden en los rendimientos previstos, el riesgo percibido de los activos en monedas extranjeras, y las asimetrías de información inducen al sesgo doméstico en la inversión—la tendencia de inversionistas locales a invertir mucho más en activos en moneda local (en empresas nacionales o extranjeras con presencia local) que en los mercados extranjeros (Coeurdacier y Rey, 2013; Ke, Ng, y Wang, 2010). En segundo lugar, los flujos de capital externo tienden a ser volátiles y propensos a interrupciones repentinas (Calvo, Izquierdo, y Loo-Kung, 2006), por lo que una menor dependencia del ahorro externo disminuye la vulnerabilidad a las crisis provocadas por shocks en los mercados financieros internacionales. En tercer lugar, para depender únicamente del ahorro externo se necesitaría mantener altos niveles de déficit de cuenta corriente—necesarios para cerrar la brecha de inversión—por períodos de tiempo prolongados sin experimentar retrocesos repentinos o generar problemas de endeudamiento externo, lo que no es generalmente posible (BID, 2013).

Dado que no será posible financiar la inversión adicional que tanto se necesita en ALC con ahorro externo, la región tendrá que aumentar necesariamente el ahorro nacional. En una economía mundial completamente integrada, el origen del ahorro es irrelevante, pues las oportunidades de inversión interna rentables van a encontrar financiamiento, ya sea local o del resto del mundo. De este modo, no hay motivos para esperar correlaciones elevadas entre el ahorro nacional y la inversión interna.

Sin embargo ¿es cierto que los datos confirman la disociación entre la inversión y la fuente del ahorro? Feldstein y Horioka (1980) observan lo contrario. A partir de una muestra de 16 países que integran la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) en el período de 1960 a 1974, se muestra que los aumentos de ahorro nacional estuvieron acompañados por incrementos de inversión interna de igual magnitud¹⁰. Los autores concluyen que el capital internacional no era perfectamente móvil, por lo que una economía que necesitara aumentar la inversión debería depender de ahorro nacional para financiarla. Un análisis empírico de ALC llevado a cabo por Cavallo y Pedemonte (2015) confirma el resultado de Feldstein y Horioka (1980): la inversión y el ahorro nacional se encuentran estrechamente relacionados. Cavallo y Pedemonte (2015) observan que en ALC por cada incremento de un punto porcentual del ahorro nacional en el período transcurrido entre 1980 y 2012, la inversión interna aumentó aproximadamente 0,4 puntos porcentuales.

Las experiencias internacionales muestran que no se han registrado episodios de inversión elevada sin un alto nivel de ahorro interno (Comisión para el Crecimiento y el Desarrollo, 2008): los países que más invierten financian la mayor parte de sus inversiones con ahorro nacional (ver Gráfico 10). Datos de las Perspectivas de la Economía Mundial (WEO) correspondientes a 134 países entre 1980 y 2013 muestran que 30 países invierten más del 25% de su PIB y 50 países, 20% o menos. Las diferencias entre las tasas de ahorro nacional conducen a diferencias entre las tasas de inversión. En promedio, los 30 países que más invierten ahorran el 26% de su PIB, mientras que los 50 países que menos invierten ahorran el 14,5%. Las tasas de ahorro externo son casi idénticas: 3,4% del PIB en el caso de países con un alto nivel de ahorro y 3,3% para países cuyo nivel de ahorro es bajo. En el período transcurrido entre 1980 y 2013, en América Latina y el Caribe la tasa media del ahorro externo representó el 3,5% del PIB, mientras que el ahorro nacional promedio fue de 17% (véase el Gráfico 9).

¹⁰ Feldstein y Horioka descubrieron que cada vez que el ahorro nacional incrementa un punto porcentual del PIB, la inversión interna aumenta un 0,94%.

**Figura 10****Correlación entre la inversión interna y las tasas de ahorro interno y externo, por grupo de país**

Nota: EA = economías avanzadas; ACED = Asia Central y la región de Europa en desarrollo; EAAC = economías asiáticas de alto crecimiento; ALC = América Latina y el Caribe; OA = otras economías asiáticas; ASS = África Subsahariana. Cifras basadas en datos del período 1980-2013.

Fuente: Datos de las Perspectivas de la Economía Mundial.

Feldstein y Horioka se centran en los flujos, esto es, la relación entre las tasas de inversión interna y las tasas de ahorro nacional y externo. Un enfoque alternativo consiste en estudiar los stocks, es decir, la relación entre el stock de capital interno y el stock de ahorro nacional (la suma acumulada del ahorro nacional pasado). Los datos sobre los stocks confirman el alto grado de correlación entre la inversión y el ahorro nacional. En los países en vías de desarrollo, más del 90% del stock de capital es financiado con ahorro nacional, dado que el ahorro externo no ha constituido una fuente suficiente para el financiamiento del capital interno. Se llegó a esta conclusión calculando los coeficientes de autofinanciación, esto es, midiendo el stock de capital tangible financiado con el ahorro nacional pasado, relativo al stock de capital actual.

Aizenman, Pinto, y Radziwill (2007) definen el coeficiente de autofinanciación (CAF) como la relación entre el ahorro nacional pasado descontado y la inversión interna pasada descontada¹¹. Los autores asumen que la suma de los ahorros nacionales pasados se invierte en el plano local, contribuyendo al stock de capital financiado localmente. Comparan esta medida

del stock de capital financiado localmente con el stock real de capital interno (ya sea financiado con ahorro nacional o con ahorro externo), es decir, con la suma de las tasas de inversión interna pasada. Intuitivamente, el coeficiente de autofinanciación intenta reflejar la proporción del stock de capital interno que se financió con el ahorro local pasado. Un coeficiente de 1 corresponde a una economía en la cual la totalidad del stock de capital interno es autofinanciada. Un coeficiente de autofinanciación menor a 1 señala dependencia del ahorro externo. Un coeficiente mayor a 1 indica que una economía es exportadora neta de capital.

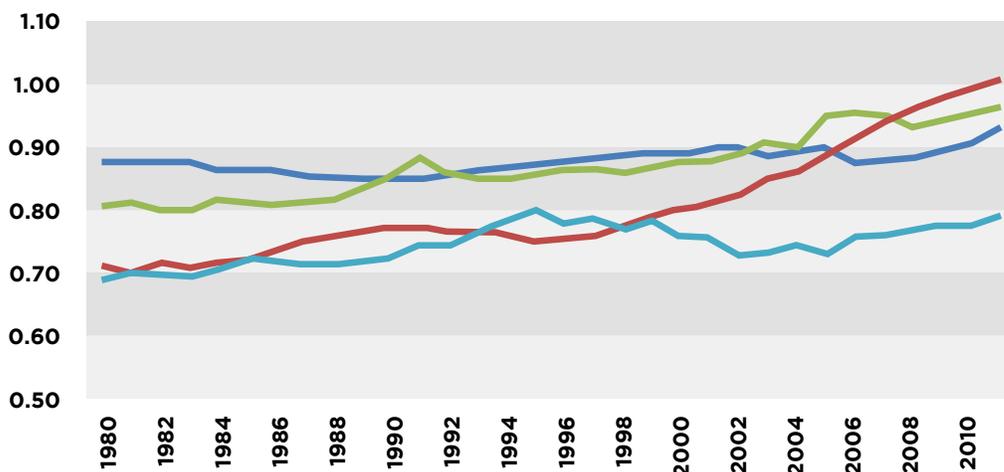
Cálculos recientes del coeficiente de autofinanciación, correspondientes al período 1980-2011 (a partir de datos de las Perspectivas de la Economía Mundial), muestran que en 2011 los CAF fueron superiores a 0,80 en todas las regiones—la cifra de ALC fue 0,96, como se muestra en el Gráfico 11. Como era de esperar, las economías asiáticas presentaron los coeficientes más elevados (mayores a 1). En el caso de las economías avanzadas y del resto de los grupos de países, los CAF fueron muy cercanos a 1, lo que indica que el ahorro nacional pasado financia la mayor parte del stock de capital interno¹².

¹¹ La definición formal es $CAF(t) = \frac{\sum_{i=1}^t s_{it}(1-d)^{t-i}}{\sum_{i=1}^t I_{it}(1-d)^{t-i}}$, donde S corresponde al ahorro nacional, I es la inversión interna, y d es la tasa de depreciación. La fórmula calcula el stock de capital financiado localmente como la suma de los ahorros pasados menos el capital "local" depreciado (viejo). Compara esta medida con la suma de las inversiones reales pasadas menos el capital real depreciado a fin de obtener el CAF del año t.

¹² La única excepción podría ser África Subsahariana, pero aun en esta región la mayor parte del stock de capital se ha financiado con ahorro nacional.



Figura 11 Coeficientes de autofinanciación por región, 1980-2011



● EA: Economías avanzadas ● EAAC = economías asiáticas de alto crecimiento ● ALC = América Latina y el Caribe ● ASS = África Subsahariana.

Nota: Economías avanzadas; EAAC = economías asiáticas de alto crecimiento; ALC = América Latina y el Caribe; ASS = África Subsahariana.

Fuente: Datos de las Perspectivas de la Economía Mundial.

El análisis temporal muestra que los coeficientes de autofinanciación están aumentando en todas las regiones, en particular en aquellas en desarrollo. Entre los años 1980 y 2010, estos coeficientes se incrementaron del 81% al 96% en ALC, del 69% al 79% en África Subsahariana, y del 71% al 101% en las economías asiáticas de alto crecimiento. Estas tendencias confirman que los países dependen principalmente del ahorro nacional para el financiamiento del stock de capital interno. Toda la evidencia apunta en la misma dirección: el ahorro nacional es indispensable para el financiamiento (y para el aumento) de la inversión interna.

A nivel de las empresas, el ahorro interno—en forma de ganancias retenidas—es la mayor fuente de financiamiento de la inversión en América Latina y el Caribe. Éstas financian el 58% de sus inversiones con ganancias retenidas (Kawamura y Rosconi, 2016, publicación futura). En algunos países tales como las Bahamas, Barbados, Panamá, Uruguay y Venezuela, dicho coeficiente supera el 70%.

Pero, ¿por qué las empresas dependen de niveles tan elevados de financiamiento interno en vez de recurrir a los mercados de capital (posiblemente internacionales)? Una razón podría ser su tamaño. Es posible que las empresas pequeñas enfrenten

más dificultades para acceder a los mercados de capital internacionales. Pero incluso las empresas grandes utilizan en gran medida las ganancias retenidas: las empresas de América Latina y el Caribe con más de 100 empleados financian el 55% de sus inversiones con fondos internos (Kawamura y Rosconi, 2016, publicación futura).

Los resultados previos no son exclusivos de los países en desarrollo: las cifras de las economías avanzadas son similares. En Estados Unidos, las empresas financian el 67% de sus compras de activos físicos con ganancias retenidas; en Alemania, el porcentaje es del 55% y en el Reino Unido, del 72% (Mayer, 1990).

De este modo, las empresas tanto en países grandes como pequeños emplean las ganancias retenidas como una de sus principales fuentes de financiamiento, un hecho que se conoce por parte de la literatura correspondiente como la visión jerárquica de la estructura de capital. Uno de los principales responsables de la enorme proporción de ganancias retenidas podrían ser los elevados costos de transacción de emplear fuentes alternativas, tales como la emisión de deuda. Cualquiera sea la causa, las empresas de ALC dependen en gran medida de sus propios recursos.

Causalidad: ¿qué tiene lugar primero, el ahorro o la inversión?



¿Aumentará de forma endógena el ahorro nacional cuando la inversión crezca, a fin de aprovechar los rendimientos mayores esperados, o se debe estimular el ahorro nacional para generar más inversión? La existencia de una fuerte correlación positiva entre el ahorro nacional y las tasas de inversión interna es una de las regularidades más robustas y estables observadas en los datos para distintos países y décadas (Baxter y Crucini, 1993). No obstante, las opiniones sobre la dirección de la causalidad se encuentran divididas, dado que los estudios de distintas regiones y períodos arrojan resultados diversos. Attanasio, Picci, y Scorcu (2000) observan que la causalidad se dirige del ahorro a la inversión. Anoruro (2001), Esso y Keho (2010), Sinha (2002) y Tsoukis y Alyousha (2001) concluyen que va en dirección opuesta o en ambas direcciones¹³.

Existen argumentos teóricos que justifican la causalidad en ambas direcciones. Por un lado, el ahorro es necesario para el financiamiento de la inversión, por lo que el primero debe preceder a la segunda—véase,

por ejemplo, Feldstein y Horioka (1980) y Feldstein y Bacchetta (1991). Por otra parte, el aumento de la demanda de bienes de capital (debido, por ejemplo, a proyecciones optimistas sobre crecimiento futuro) puede generar aumentos en la inversión que a su vez incrementan el ahorro, necesario para dar cabida a mayores niveles de inversión futura (Blomstrom, Lipsey y Zejan, 1996). Por último, también es posible pensar en cambios tecnológicos o demográficos, que pueden impulsar simultáneamente el ahorro y la inversión (Baxter y Crucini 1993; Taylor, 1994).

La pregunta clave en el caso de América Latina y el Caribe es por tanto si la inversión es baja por la falta de ahorro nacional, o si el ahorro nacional es bajo a causa de las bajas tasas de inversión. Los argumentos teóricos permiten igualmente apoyar ambos puntos de vista. En el Cuadro 2 se presentan dichos argumentos empleando un modelo teórico.



CUADRO 2: Un modelo simple del ahorro y la inversión

Consideramos una economía simplificada en la que el ahorro nacional, el ahorro externo y la inversión interna están determinados simultáneamente por el siguiente modelo:

$$I = cI - i.r \quad (1)$$

$$S = cS + s.r \quad (2)$$

$$F = f(r - r^*) = cF + f.r \quad (3)$$

Donde I representa la inversión interna, S , el ahorro nacional; F , el ahorro externo; r , la tasa de interés interna real (ajustada por riesgo), y r^* la tasa de interés mundial (se

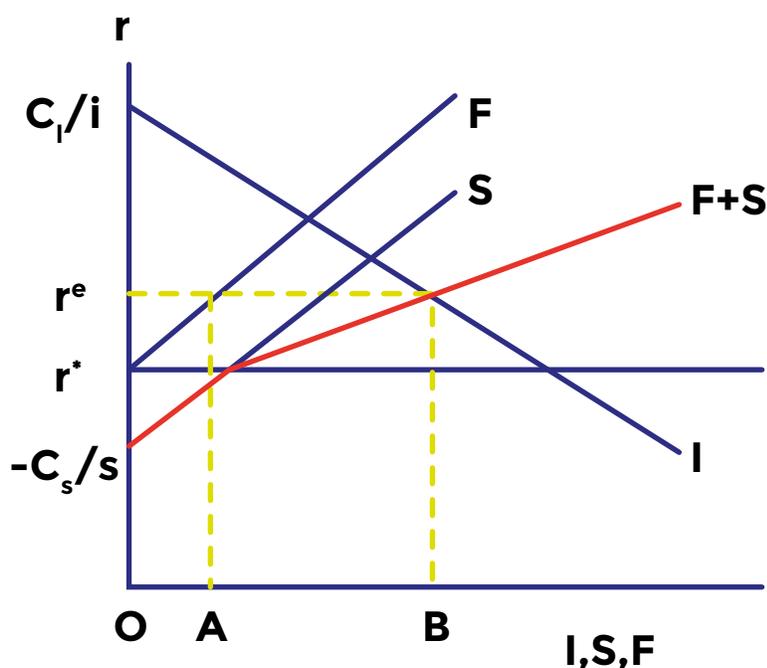
¹³ Attanasio, Picci, y Scorcu (2000) se basaron en una muestra de 150 países en el período 1960-1994. Los otros estudios utilizaron datos regionales. Esso y Keho (2010) observan que en la mayoría de los siete países de África Occidental estudiados entre 1965 a 2005 la causalidad es bidireccional. Sinha (2002) analiza las economías asiáticas. El estudio concluye que en Indonesia y Singapur la inversión dio lugar al ahorro, en las Filipinas el ahorro dio lugar a la inversión, y en Malasia y Tailandia la causalidad iba en ambos sentidos. Tsoukis y Alyousha (2001) estudian siete economías industriales entre las décadas del 50 y del 90, y señalan que en Australia y el Reino Unido el ahorro precedió a la inversión, pero que en Alemania ocurrió a la inversa.

asume que está fijada por debajo de la tasa de interés interna). Los coeficientes c_I , c_S , y c_F son los componentes autónomos del ahorro nacional, del ahorro externo, y de la inversión interna, respectivamente; mientras que i , s , y f reflejan la sensibilidad de estas tres variables a la tasa de interés interna. Se parte del supuesto de que todas las variables tienen un componente autónomo y otro que depende de la tasa de interés interna. La inversión interna depende negativamente de la tasa de interés interna, mientras que el ahorro nacional y el externo dependen positivamente de dicha tasa. La oferta de ahorro externo (ecuación 3) es 0 cuando $r < r^*$; y s tiene una inclinación positiva cuando $r \geq r^*$, lo que implica que la absorción del ahorro externo aumenta con el diferencial de tasas de interés.

El Gráfico B.1.1 ilustra la manera en que los cambios en los componentes autónomos afectan el ahorro nacional y la inversión interna en equilibrio. La línea I representa la demanda de inversión interna, y las líneas S y F representan la oferta de ahorro nacional y externo, respectivamente. La oferta agregada de ahorro se determina por la suma de F y S . El equilibrio se encuentra en la intersección de $(F + S)$ con I . En situación de equilibrio, r^e corresponde a la tasa de interés interna, la distancia OA es el ahorro externo, AB representa el ahorro nacional, y OB es el total de inversión interna.



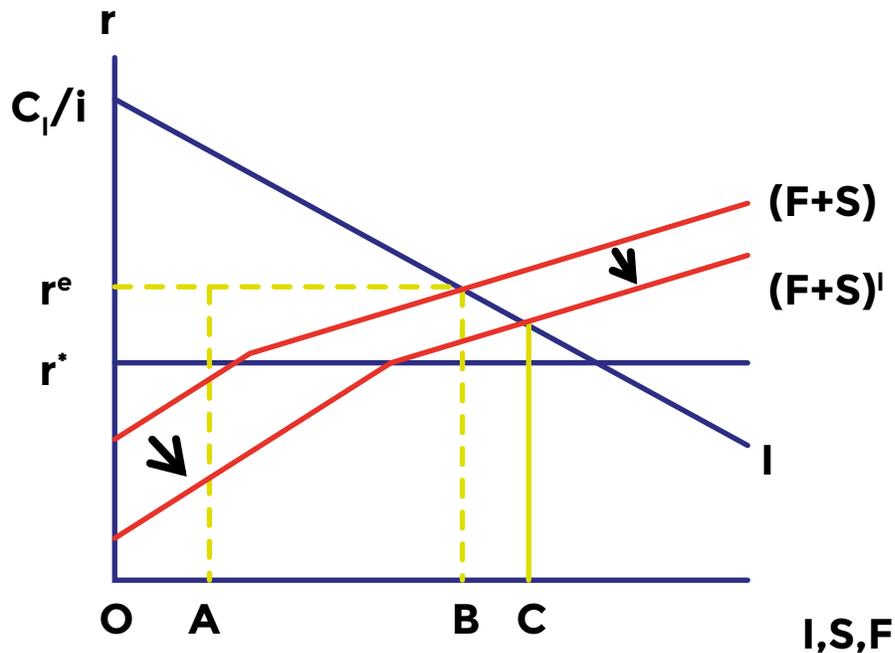
Figura B.1.1 Modelo básico del ahorro y la inversión



En el Gráfico B.1.2, un incremento del componente autónomo del ahorro nacional (aumento de cS) desplaza la línea S hacia la derecha y, por ende, la línea $(F+S)$ hacia abajo hasta $(F+S)'$. Como consecuencia, el total de inversión interna aumenta de OB a OC (para simplificar, no se muestran las líneas S y F). Dado que la tasa de interés interna disminuye en situación de equilibrio, la absorción del ahorro externo también se reduce, aunque menos que proporcionalmente. El aumento del ahorro nacional da lugar a una inversión más elevada y a un menor nivel de ahorro externo. Un incremento del componente autónomo del ahorro nacional (como resultado, por ejemplo, de una mayor propensión nacional al ahorro) aumenta el ahorro nacional en equilibrio, lo que a su vez incrementa la inversión interna. La causalidad va del ahorro a la inversión.



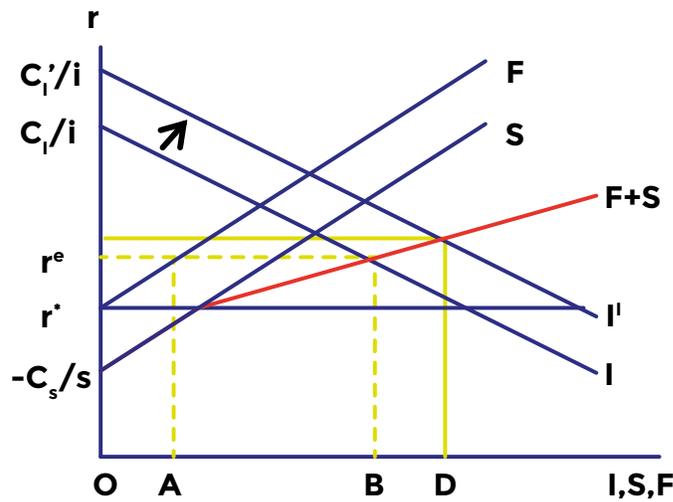
Figura B.1.2 Aumento del ahorro nacional autónomo



En el Gráfico B.1.3, un aumento del componente autónomo de la inversión interna (aumento de cI) desplaza la línea I hacia arriba hasta I' . Como resultado, el total de inversión doméstica aumenta de OB al OD . Debido al incremento de la tasa de interés interna, tanto el ahorro nacional como el extranjero aumentan en equilibrio. Un aumento del componente autónomo de la inversión interna (por ejemplo, debido a mejores oportunidades de inversión o expectativas optimistas sobre los futuros rendimientos de la inversión como resultado de los incrementos de la productividad total de los factores) aumenta la inversión interna en equilibrio, que a su vez incrementa el ahorro nacional. La causalidad va de la inversión al ahorro.



Figura B.1.3 Aumento de la inversión interna autónoma



A modo de ejemplo, un aumento en la productividad total de los factores podría generar expectativas de rendimientos más elevados de la inversión y, por lo tanto, incentivar aumentos posteriores del ahorro a fin de aprovechar las mayores oportunidades. Este argumento sugiere que el ahorro reacciona de manera endógena ante los aumentos de la inversión inducidos por la expectativa de rendimientos más elevados como resultado de los aumentos de la productividad.

No obstante, el ahorro también incluye componentes exógenos. La evidencia empírica en el mundo en general y en ALC en particular demuestra que el ahorro nacional precede la inversión, y no a la inversa (véase Attanasio, Picci, y Scorcu 2000; BID, 2016, publicación futura)^{14,15}. Un aumento del 10% del ahorro nacional pasado conlleva un incremento de un punto porcentual de la inversión actual, mientras que un aumento de la inversión pasada no tiene un efecto significativo sobre el ahorro actual. Se trata de un resultado robusto a la inclusión de los canales indirectos por los que la inversión y el ahorro podrían incidir en el otro. Por ejemplo, es posible que la inversión actual genere crecimiento, que a su vez aumenta el ahorro futuro. Los datos muestran que el ahorro precede a la inversión aun si se considera el efecto indirecto a través del crecimiento, pero la inversión

no precede al ahorro. En el caso de algunos países y años, sin embargo, la causalidad va en ambas direcciones. En ALC-7 (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela), por ejemplo, el ahorro pasado conduce a la inversión presente y la inversión pasada conlleva al ahorro presente (BID, 2016, publicación futura).

En cualquier caso, los efectos bidireccionales no invalidan el mensaje principal de política que establece que el ahorro nacional deberá aumentar en ALC si la región desea fomentar la inversión. Un nivel de ahorro más elevado es una condición necesaria, aunque no suficiente, para el aumento de la inversión, ya que incluso si hubiera aumentos significativos del ahorro nacional podría no generarse una mayor inversión¹⁶.

De cara al futuro, la recomendación de política más importante consiste en asegurar la coherencia entre las políticas que promueven el ahorro nacional y aquellas que fomentan la inversión (véase Cavallo y Pedemonte 2015). Si una consecuencia imprevista de las políticas a favor del ahorro es desalentar la inversión, probablemente estas políticas terminarán fracasando. Este debate no es meramente abstracto: algunas populares políticas de promoción al ahorro, tales como los incentivos al ahorro local a través de reduccio-

14 Attanasio, Picci y Scorcu (2000) utilizan datos de 123 países en el período transcurrido entre 1961 y 1994.

15 El BID (2016, publicación futura) se basa en Attanasio, Picci y Scorcu (2000), pero utiliza datos más actualizados correspondientes al período 1980-2013.

16 En Bolivia, por ejemplo, el ahorro aumentó significativamente entre 2003 y 2010, pero la inversión no acompañó, lo que provocó una brecha considerable (Jemio y Osvaldo, 2016, publicación futura).

nes impositivas o vehículos de ahorro obligatorios, fracasaron cuando no se tuvo en cuenta la coherencia general de las políticas en la etapa de diseño.

Por ejemplo, México disminuyó los impuestos a la distribución de dividendos en 1989. El objetivo de esta medida fue facilitar el flujo de beneficios desde las empresas a los accionistas, que a su vez podrían reinvertir el mayor monto recibido en concepto de dividendos en otras empresas que demandaban fondos para invertir (Calderón-Madrid, 1999). Sin embargo, esta reforma fue implementada durante un período en el cual el precio relativo de los bienes de consumo y bienes raíces era bajo. Por este motivo, los agentes que recibieron más dividendos dirigieron su ingreso adicional a la compra de bienes de consumo y bienes raíces, más que a aumen-

tar la inversión en otras empresas. El ahorro corporativo disminuyó como consecuencia de las menores ganancias retenidas y el ahorro de los hogares no aumentó, con lo que se redujo el ahorro nacional privado. En 1989, cuando se implementó la reforma impositiva, el ahorro nacional privado era del 12% del PIB; el promedio para el período 1991-93 fue del 8%.

Sólo con marcos de política sólidos y estables, América Latina y el Caribe podrá aumentar simultáneamente la inversión y el ahorro nacional. De lo contrario, es probable que los agentes económicos encuentren la manera de proteger el valor real del ahorro—por ejemplo, mediante la fuga de capitales—, y el bajo nivel de ahorro nacional seguirá siendo una restricción vinculante para la inversión y el crecimiento a largo plazo.

Conclusiones



¿Existe una relación entre el ahorro nacional, el ahorro externo y la inversión en América Latina y el Caribe? Sí. ¿El ahorro nacional y el externo se relacionan de igual manera con la inversión en la región? No, la relación entre la inversión y el ahorro nacional es mucho más fuerte que aquella entre el ahorro externo y la inversión.

El análisis realizado señala que la inversión en América Latina y el Caribe debe aumentar. A fin de alcanzar tasas elevadas y sostenibles de crecimiento del PIB a largo plazo, la inversión debería representar aproximadamente el 25% del PIB. Sin embargo, América Latina y el Caribe está lejos de alcanzar este nivel: su promedio de inversiones de los últimos 30 años no superó el 20%. Si bien en algunos países de la región las tasas de inversión han aumentado durante la última década —el promedio de ALC incrementó del 18% al 21% del PIB—, la región en su conjunto aún tiene mucho por hacer.

A pesar de que en principio es posible financiar la inversión adicional con ahorro nacional o con ahorro externo, la evidencia empírica demuestra que este último ha sido una fuente de financiamiento de largo plazo poco confiable, tanto por razones macro como microeconómicas. En primer lugar, los flujos de capital externo tienden a ser volátiles y propensos a interrupciones repentinas. Además resulta difícil para una economía mantener déficits significativos de cuenta corriente por largos períodos de tiempo sin retrocesos repentinos ni problemas de endeudamiento externo. Asimismo, la percepción del riesgo de los activos en moneda extranjera y las asimetrías en la información generan un sesgo hacia activos domésticos a la hora de invertir.

Una solución posible consistiría en aumentar el ahorro nacional. Los países que ahorran más, invierten más. Si bien la relación de causalidad no es unívoca, siempre hay una vía por la cual el ahorro influye en la inversión. Por consiguiente, desde el punto de vista de la política pública, tiene sentido implementar medidas dirigidas a aumentar el ahorro nacional, ya que dicho incremento ampliaría la disponibilidad de recursos para el financiamiento de la inversión interna de un modo que el ahorro externo adicional no puede garantizar. A pesar de que en determinadas oportunidades algunos países de América Latina y el Caribe han alcanzado tasas elevadas de ahorro nacional, no han logrado mantener tasas de inversión elevadas por un tiempo prolongado, o al menos no durante el tiempo suficiente. Para cerrar la brecha de inversión en América Latina y el Caribe será necesario mantener tasas elevadas de ahorro nacional en un mayor número de países por un período más extenso.

La presente monografía promueve el aumento del ahorro nacional con el fin de fomentar la inversión en América Latina y el Caribe. Si bien los detalles sobre los mecanismos que impulsan la relación son complejos, la evidencia empírica muestra que, en América Latina, el aumento del ahorro nacional es una condición necesaria —aunque no suficiente— para el incremento de la inversión. Una vez que se ha establecido la importancia del ahorro para la inversión, resulta primordial identificar la manera de canalizar el ahorro hacia los proyectos más productivos. Mientras las economías de América Latina y el Caribe se esmeren en ahorrar más, también deberán esforzarse por tener un sistema financiero que funcione bien y que emplee los instrumentos más eficaces para canalizar el ahorro hacia la inversión. De cara al futuro próximo, el desafío para la región consiste por tanto en generar oportunidades de inversión de gran impacto y acompañarlas con un mayor y mejor ahorro nacional.

Referencias

- 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): 682-702.
- Anderson, D. 1987. *Economic Growth and the Returns to Investment*, vol. 12. Washington, DC: Banco Mundial.
- Anoruo, E. 2001. "Saving-Investment Connection: Evidence from the ASEAN Countries." *American Economist* 46-53.
- Aschauer, D. A. 1989. "Is Public Expenditure Productive?" *Journal of Monetary Economics* 2 (2): 177-200.
- . 2000. "Public Capital and Economic Growth: Issues of Quantity, Finance, and Efficiency." *Economic Development and Cultural Change* 48 (2): 391-406.
- 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): 182-211.
- Barro, R. J. 1991. "A Cross-Country Study Of Growth, Saving, and Government." In *National Saving and Economic Performance*, 271-304. Chicago: University of Chicago Press.
- Baxter, M., y M. J. Crucini. 1993. Explaining Saving-Investment Correlations. *American Economic Review* 83 (3): 416-36.
- BID (Banco Interamericano de Desarrollo). 2013. *Rethinking Reforms: How Latin America and the Caribbean Can Escape Suppressed World Growth*. 2013 Informe Macroeconómico de América Latina y el Caribe, Washington, DC.
- . Próxima publicación, 2016. *Saving and Investment: Causality in Latin America*.
- Blomstrom, M., R. E. Lipsey, y M. Zejan. 1996. "Is Fixed Investment the Key to Economic Growth?" NBER Working Paper 4436, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo, y Rudy Loo-Kung. 2006. "Relative Price Volatility under Sudden Stops: The Relevance of Balance Sheet Effects." *Journal of international Economics* 69 (1): 231-54.
- Cavallo, E., y M. Pedemonte. 2015. "What Is the Relationship between National Saving and Investment in Latin America and the Caribbean?" Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Coourdacier, N., y H. Rey. 2013. "Home Bias in Open Economy Financial Macroeconomics." *Journal of Economic Literature* 51 (1): 63-115.
- Commission on Growth and Development 2008. *The Growth Report. Strategies for Sustained Growth and Inclusive Development*. Washington, D.C.
- De Long, J. B., y L. Summers. 1991. "Equipment Investment and Economic Growth." *Quarterly Journal of Economics* 106 (2): 445-502
- Easterly, W., y S. Rebelo. 1993. "Fiscal Policy and Economic Growth." *Journal of Monetary Economics* 32 (3): 417-58.
- Esso, L. J., y Y. Keho. 2010. "The Saving-Investment Relationship: Cointegration and Causality Evidence from UEMOA Countries." *International Journal of Economics and Finance* 2 (1): 174-81.
- Feldstein, M., y P. Bacchetta. 1991. "National Saving and International Investment." In *National Saving and Economic Performance*, 201-26. Chicago: University of Chicago Press.
- Feldstein, M., y C. Horioka. 1980. "Domestic Saving and International Capital Flows." *Economic Journal* 90 (358): 314-29.
- Fieleke, N. 1982. "National Saving and International Investment." *Saving and Government Policy* 138-58. Proceedings of the Conference Series 25, Banco de la Reserva Federal de Boston.
- Gupta, S., A. Kangur, C. Papageorgiou, y A. Wane. 2014. "Efficiency-Adjusted Public Capital and Growth." *World Development* 57: 164-78.

Gutiérrez, M. A. 2005. *Economic Growth in Latin America: The Role of Investment and Other Growth Sources*, vol. 36. Nueva York: Naciones Unidas.

FMI (Fondo Monetario Internacional). 2014. Base de datos de las perspectivas de la economía mundial. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/weodata/index.aspx>.

Jemio, L. C. y O. Nina. 2016. Próxima publicación. "Saving and Investment Behavior in Bolivia: Evidence from a Flow-of-Funds Analysis." 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." Serie Macroeconomía del Desarrollo, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Santiago, Chile.

Kawamura, E. y L. Rosconi. 2016. Próxima publicación. "Firms' Savings in Latin America: Stylized Facts from the Enterprise Survey." Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.

Ke, D., Ng, L. y Wang, Q.. 2010. "Home Bias in Foreign Investment Decisions." *Journal of International Business Studies* 41: 960-79.

Khan, M. S., y M. S. Kumar. 1997. "Public and Private Investment and the Growth Process in Developing Countries." *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 59 (1): 69-88.

Knight, M., N. Loayza, y D. Villanueva. 1993. "Testing the Neoclassical Theory of Economic Growth: A Panel Data Approach." IMF Staff Paper, 512-41 Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.

Levine, R., y D. Renelt. 1992. "A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions." *American Economic Review* 82 (4): 942-63.

Lipsey, R., y I. Kravis. 1987. *Savings and Economic Growth: Is the United States Really Falling Behind?* Conference Board, New York.

Mayer, C. 1990. *Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development*. In *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, ed. G. Hubbard, 307-32. Chicago: University of Chicago Press.

Miller, N. J., y C. Tsoukis. 2001. "On the Optimality of Public Capital for Long-Run Economic Growth: Evidence from Panel Data." *Applied Economics* 33 (9): 1117-29.

Sala-i-Martin, X. X. 1997. "I Just Ran Two Million Regressions." *American Economic Review* 87 (2): 178-83.

Schmidt-Hebbel, K., L. Servén, y A. Solimano. 1996. "Saving and Investment: Paradigms, Puzzles, Policies." *World Bank Research Observer* 11 (1): 87-117.

Sinha, D. 2002. "Saving-Investment Relationships for Japan and Other Asian Countries." *Japan and the World Economy* 14 (1): 1-23.

Taylor, A. M. 1994. "Domestic Saving and International Capital Flows Reconsidered." NBER Working Paper 4892, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Tsoukis, C., y A. Alyousha. 2001. "The Feldstein-Horioka Puzzle, Saving-Investment, Causality and International Financial Market Integration." *Journal of Economic Integration* 16 (2): 262-77.

World Bank. 2015. *World Development Indicators 2015*. Washington, DC. <http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>.

Young, A. 1995. "The Tyranny of Numbers: Confronting the Statistical Realities of the East Asian Growth Experience." NBER Working Paper 4680, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.