

**COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE  
SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO**

**39**

**NOTA SOBRE EL AUMENTO DEL AHORRO  
NACIONAL EN CHILE: 1980-1994**

**Patricio Arrau Pons**



**NACIONES UNIDAS**

**PROYECTO REGIONAL CONJUNTO CEPAL/PNUD  
POLÍTICAS FINANCIERAS PARA EL DESARROLLO**

# **SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO**

## **NOTA SOBRE EL AUMENTO DEL AHORRO EN CHILE: 1980-1994**

**Patricio Arrau Pons**



**NACIONES UNIDAS**

**COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE  
PROYECTO REGIONAL CONJUNTO CEPAL/PNUD  
POLÍTICAS FINANCIERAS PARA EL DESARROLLO**

**Santiago de Chile, octubre de 1996**

LC/L.984  
Octubre de 1996

Este trabajo fue preparado por el señor Patricio Arrau Pons, consultor de la Unidad de Financiamiento de la División de Comercio Internacional, Transporte y Financiamiento de la CEPAL. Las opiniones expresadas en este documento, el cual no ha sido sometido a revisión editorial, son de la exclusiva responsabilidad del autor y pueden no coincidir con las de la Organización.

## ÍNDICE

	<b>Página</b>
RESUMEN .....	5
INTRODUCCIÓN .....	7
I. ANÁLISIS DE LOS DATOS BÁSICOS .....	9
1. El ahorro nacional según las cuentas nacionales .....	9
2. Descomposición del ahorro nacional: medida convencional .....	11
3. Descomposición alternativa del ahorro: ajuste por déficit previsional .....	13
II. ALGUNAS HIPÓTESIS DEL INCREMENTO DEL AHORRO EN CHILE .....	17
1. El esfuerzo de ahorro público .....	17
2. La reforma tributaria de 1984 y el ahorro de las empresas .....	17
3. Las reformas estructurales y la estabilidad macroeconómica .....	18
III. CONCLUSIONES .....	21
BIBLIOGRAFÍA .....	23
ANEXO .....	25

## RESUMEN

El ahorro nacional bruto de Chile como proporción del Producto Interno Bruto (PIB), aumentó desde un 2% en 1982 hasta 25.4% en 1994. Este aumento ha abierto importantes interrogantes de política económica.

En ese lapso, se llevaron adelante diversas reformas estructurales que han incidido en este resultado. Hasta ahora no se ha asignado una causalidad entre los elementos de estas reformas y los resultados en los indicadores de ahorro. Este trabajo constituye un primer paso en esa dirección recurriendo a descomposiciones de las cifras de ahorro y avanzando tres hipótesis de trabajo en relación con el comportamiento de esas cifras.

En primer lugar, el ahorro se desagrega en dos sentidos: i) entre ahorro público y privado, y ii) entre ahorro privado previsional (atribuible a las familias) y ahorro privado no previsional (principalmente de empresas). Se constata un importante aumento del ahorro del sector público y del ahorro privado no previsional. Lo primero resulta de la generación de un creciente superávit en cuenta corriente del sector público, y lo segundo del aumento persistente en el ahorro de las empresas.

Sobre esta base, se avanzan las siguientes hipótesis de trabajo: i) la relevancia que tiene la generación de superávit fiscales, en particular, para hacer frente a los costos fiscales de una reforma previsional, como la que se implantó en Chile a partir de 1981; ii) el papel que juegan los incentivos tributarios para promover el ahorro de las empresas; y iii) la importancia del contexto macroeconómico caracterizado por una alta y sostenida tasa de crecimiento y una creciente estabilidad a partir de mitades de los ochenta.

Este trabajo fue realizado por el Sr. Patricio Arrau, en su calidad de consultor del Proyecto Regional Conjunto CEPAL/PNUD "Políticas Financieras para el Desarrollo".

## INTRODUCCIÓN

Históricamente, Chile ha tenido bajos niveles de ahorro nacional. Esto se refleja en tasas de ahorro de 12% para la década de los setenta, 6.3% en el primer quinquenio de los ochenta, debido fundamentalmente a la crisis de la deuda externa, para finalmente elevarse a un promedio de 14.4% en el período 1985-1992.

Las anteriores cifras se basan en las antiguas cuentas nacionales. A partir de 1993, se dispone de nuevas cuentas nacionales las que se calcularon desde 1985. Debido a ajustes metodológicos, la tasa de ahorro nacional promedio 1985-1992 se incrementó del mencionado 14.4% a un 19.5%.

Aunque hay un importante cambio de nivel que vino a confirmar la solidez del crecimiento de Chile desde 1985, las nuevas cuentas nacionales muestran un formidable incremento de la tasa de ahorro nacional desde 1985 en adelante. Dichas cuentas muestran un aumento del nivel de ahorro nacional desde un 7.8% en 1985 a un 25.4% en 1994.

¿Cómo puede explicarse este extraordinario incremento de las tasas de ahorro nacional en menos de una década? El propósito de este trabajo es principalmente contable, de descomposición de las cifras de ahorro, de modo de elaborar hipótesis alternativas que puedan explicar este incremento. En el capítulo I, en base a las cifras de cuentas nacionales, presupuestarias y de ahorro previsional se realizan alternativas de descomposición de la tasa de ahorro nacional entre los distintos sectores (público, empresas y personas). Se realiza la descomposición convencional y una descomposición alternativa que considera la naturaleza de la reforma previsional de 1981. Puesto que el sistema de reparto es en realidad un sistema de continuo refinanciamiento de deuda implícita previsional del sector público, buena parte del déficit previsional chileno durante la transición hacia el nuevo sistema es una operación de "prepago de deuda implícita" y por ende una operación debajo de la línea de financiamiento del Gobierno. Este ajuste tiene importantes consecuencias cuando se trata de asignar los flujos de ahorro entre las personas y el Gobierno.

El capítulo II elabora algunas hipótesis para explicar el incremento de ahorro nacional desde 1985. Se destaca el ahorro público, la reforma tributaria de 1984 y su impacto en el ahorro de las empresas, y el positivo entorno para el proceso de ahorro-inversión que se vive en el país desde mediados de la década pasada. Sin embargo, cualquier hipótesis que se elabore, no puede librarse de ser una conjetura. La razón es que la información disponible para desagregar el ahorro residual privado entre personas y empresas es prácticamente nula y se debe recurrir a supuestos extremadamente simplificadoros.

## I. ANÁLISIS DE LOS DATOS BÁSICOS

En el año 1993 se dio a conocer una nueva estimación de las cuentas nacionales de Chile con base 1986 en lugar de la base 1977 empleada anteriormente. La sección 1, compara las series y discute las diferencias. La sección 2, por su parte, descompone el ahorro nacional según el enfoque convencional. La sección 3 le da especial importancia al tratamiento que debe darse al déficit previsional del Gobierno General, puesto que un importante componente de este déficit debiera considerarse debajo de la línea de financiamiento para los efectos de descomponer el ahorro.

### 1. El ahorro nacional según las cuentas nacionales

Las cuentas nacionales son la única fuente disponible para obtener el ahorro nacional agregado. Este a su vez se obtiene en forma residual luego de calcular las cifras de inversión total. Esta sección revisa brevemente las cifras de las cuentas nacionales antiguas (base 1977) y las cuentas nacionales nuevas (base 1986) debido a que ambas tienen grandes diferencias en lo que respecta a las cifras de inversión y ahorro. Estas diferencias deben entenderse, según el instituto emisor, como el resultado de cambios metodológicos que apuntan tanto a un mayor acercamiento a las recomendaciones del Sistema de Cuentas Nacionales de Naciones Unidas, como a mejorar las mediciones y afinar aspectos conceptuales.

#### a) *Producto interno bruto y formación bruta de capital fijo*

En el cuadro 1 se presenta el PIB en ambas bases. Como puede apreciarse el PIB base 1986 en el período 1985-1992 es siempre mayor que su homólogo base 1977. La brecha se incrementa desde 3% en 1986 hasta cifras entre 10% y 13% en el período 1989-1992. Para una mejor comprensión de ambas series, a continuación se discute brevemente algunos cambios metodológicos.

El PIB base 1977 se definía de la siguiente manera:

$$\text{PIB} = \Sigma \text{VA} + \text{DI} + \text{IVA Importaciones} - \text{IB}$$

Por su parte el PIB base 1986 se define de la siguiente forma:

$$\text{PIB} = \Sigma \text{VA} + \text{DI} + \text{IVA} - \text{IB}$$

donde:

VA: Valor agregado sectorial

DI: Derechos de importación

IVA Importaciones: IVA a las importaciones

IVA: Total del impuesto neto recaudado

IB: Imputación por servicios bancarios

En la definición base 1977, las compras intermedias de las empresas, las ventas de producción interna y las importaciones se valoraban con IVA, *sin considerar si el comprador recuperaba o no dicho impuesto*. Con la nueva definición se considera sólo el total de impuesto neto recaudado y se excluye de las compras intermedias el IVA. No obstante, este nuevo tratamiento no altera significativamente el nivel del PIB, pero si la participación en él de los distintos sectores, y en especial evita una sobrerepresentación del sector comercio.

Un segundo ajuste metodológico se realizó en el cálculo del sector de imputaciones bancarias, pues se había detectado *spreads* negativos con la metodología anterior. En el sistema de cuentas nacionales no es posible asignar el costo financiero a nivel de sectores por lo que el valor agregado sectorial aparece abultado por este concepto. Por ello es necesario restar el *spread* bancario a los montos de valor agregado sectorial total. En todo caso, estos cambios también tienen un impacto en la composición del PIB pero no en su nivel.

El tercer nivel de cambios metodológicos que sí afecta los niveles del PIB (nominal y real) y también la tasa de ahorro, tiene que ver con los cambios en los niveles de inversión. El cuadro 2 muestra que al comparar las cuentas nacionales en ambas series, surgen notorias diferencias en el ítem de inversión o formación bruta de capital (FBC). En efecto, el cuadro 2 muestra que para los años 1985 a 1992, la tasa promedio de FBC como porcentaje del PIB se incrementó de un 17.9% en la cuentas base 1977 a un 23% en las cuentas base 1986.

Las diferencias entre las series de ambas bases se explican por los siguientes ajustes:

i) Como resultado de una mayor cobertura y mediciones más precisas de los bienes industriales de origen nacional y del sector construcción que tienen como destino la inversión se ajustaron hacia arriba dichos niveles;

ii) Algunos bienes importados que en la serie base 1977 se consideraban insumos de producción se reclasificaron en la serie base 1986 como bienes de capital;

iii) El cambio de base tiene también un importante impacto en los niveles de FBC medida a precios constantes debido al cambio de los precios relativos de los bienes transables y no transables en el año base. En efecto, el tipo de cambio real en 1986 es substancialmente mayor que en 1977 lo que se traduce en un mayor peso de los bienes transables en general y los bienes de capital importados en particular. Este efecto, sin embargo, no afecta las cuentas a valores corrientes del cuadro 2.

## **b) *Ahorro nacional bruto y ahorro externo***

Por definición, el ahorro geográfico bruto es equivalente a la inversión geográfica bruta (FBCF más acumulación de inventarios). Del ahorro geográfico bruto se obtiene el ahorro nacional bruto o ahorro total bruto agregando las transferencias del resto del mundo y el pago neto de factores. En el caso de las cuentas medidas a precios constantes, es necesario sumar también el ajuste por los términos de intercambio. Finalmente el ahorro total bruto se descompone en ahorro nacional bruto más el ahorro externo. Este último viene de las cuentas de transacciones corrientes con el resto del mundo (cuenta corriente de la balanza de pagos) la que en general es información bastante confiable.

El cuadro 3 muestra la evolución para el período 1970-1992 de las series de ahorro nacional bruto y ahorro externo en ambas bases. Como era de esperarse el ahorro total bruto base 1986 es siempre mayor que su homólogo base 1977. No obstante, es el ahorro nacional bruto el que aumenta de manera más significativa su participación en el PIB, mientras que el ahorro externo no muestra cambios sistemáticos. Se observa que para el período 1985-1992 la tasa promedio de ahorro externo alcanza a 3.6% en las cuentas base 1986 y 3.5% en las cuentas año 1977. Por su parte, para el mismo período el ahorro nacional bruto en las cuentas base 1986 alcanza a un 19.5% comparado con un 14.4% para las cuentas nacionales base 1977. Las cuentas nuevas, por tanto, al ajustar hacia arriba errores en la medición de la inversión y debido a que el ahorro se obtiene en forma residual, muestran un mayor ahorro nacional bruto.

## **2. Descomposición del ahorro nacional: medida convencional**

El próximo paso es descomponer el ahorro nacional en ahorro público y privado y este último en ahorro privado y de las personas. En esta sección se utiliza el enfoque convencional.

### **a) *Ahorro de Gobierno***

Las cifras disponibles del ahorro público vienen de las cuentas de ejecución de ingresos y gastos del Gobierno General. Estas cuentas no incluyen el resultado de las empresas públicas ni el resultado de caja del Banco Central de Chile. Por lo tanto, la descomposición que se realiza en esta sección deja implícitamente el ahorro de empresas públicas y el desahorro del Banco Central como residuo junto al ahorro de las empresas privadas, aunque el monto de ahorro de las empresas públicas tiende a anularse en general con el déficit de caja del Banco Central.

Por su parte, la ejecución de los ingresos presupuestarios no considera la totalidad de los ingresos que provienen del cobre. Los ingresos depositados en el Fondo de Estabilización del Cobre (FEC) se consideran separados y no forman parte de la definición de superávit corriente o ahorro del Gobierno General. Por ello, el cuadro 4 muestra el ahorro de Gobierno de acuerdo a sus dos componentes: superávit corriente y FEC.

El FEC se negoció el año 1995 con el Banco Mundial como parte de las reformas estructurales durante la crisis de la deuda externa. Sin embargo, el fondo empezó a aplicarse en 1987 con el fuerte incremento del precio del cobre ese año, generando medio

punto del PIB en ahorro extra. Posteriormente los depósitos en el FEC se elevan a un 3% del PIB en 1988 para alcanzar su máximo en 1989 con un 3.7% del PIB. Los depósitos en el FEC disminuyen junto con la caída del precio del cobre hasta alcanzar un desahorro de 0.2% del PIB en 1993 y luego un ahorro de 0.2% del PIB en 1994.

El superávit corriente, por su parte, llegó a un 8.5% del PIB en 1980 previo a la crisis de balanza de pagos en Chile. Desde 1982 a 1984, el Gobierno General tiene un déficit corriente o desahorro de entre 3% y 1% del PIB aproximadamente, debido a la reforma previsional de 1981 y a la recesión de 1982-1983. Desde 1985 en adelante el superávit corriente crece hasta bordear un 5% del PIB entre los años 1992 a 1994.

Todo este análisis configura un ahorro de Gobierno, medido como superávit corriente más FEC de entre -2.9% en 1982 hasta 6.7% en 1989. Si se consideran los promedios por quinquenio, se observa un ahorro de Gobierno de 1.6%, 3.6% y 4.8% para los dos quinquenios de la década pasada y el primero de la actual década respectivamente. Esto demuestra el extraordinario esfuerzo de ahorro público que se ha realizado en los último 10 años.

#### **b) *Descomposición del ahorro privado***

Una vez que se obtiene el ahorro de Gobierno, por diferencia se obtiene el ahorro privado. El cuadro muestra un formidable incremento del ahorro privado desde niveles de 2.4% en 1981 hasta 20.3% en 1994.

El próximo paso consiste en descomponer el ahorro privado en ahorro de las personas y ahorro de las empresas. Lamentablemente no existe buena información para esta descomposición. Normalmente se supone que las familias no ahorran en forma voluntaria, aunque este juicio ignora que una de las fuentes de ahorro más importantes para los trabajadores activos son sus contribuciones a la seguridad social y las inversiones en los bienes raíces residenciales (amortizaciones de deuda hipotecaria). El primer componente no se considera en la medida convencional que supone que el sistema de reparto previsional es un sistema de impuestos y transferencias corrientes. En lo que respecta a las amortizaciones de deuda hipotecaria no existen datos confiables.

Por lo tanto, si nos atenemos a la medida convencional de ahorro de Gobierno (cuadro 4) el único componente de ahorro de las personas es el ahorro forzoso que realizan los trabajadores en las AFP para financiar sus pensiones futuras (10% del salario). El cuadro 4 muestra que este componente se eleva de un 0% en 1980 un 1.8% en 1982 producto del rápido traslado de afiliados desde el sistema antiguo hacia el sistema nuevo en esos años. Posteriormente el ahorro forzoso previsional se eleva paulatinamente hasta alcanzar un 3.9% del PIB en 1994 debido a la entrada a la fuerza laboral de los nuevos trabajadores desde 1981 que están obligados a canalizar sus cotizaciones al sistema nuevo.

Por diferencia, finalmente obtenemos el ahorro de las empresas. En el cuadro 4 se observa que el ahorro de las empresas se eleva desde un promedio de 3.5% del PIB en los años 1980-1984, a un 10.5% en los años 1985-1989, y finalmente hasta un 16.3% en los años 1990-1994. La tasa de ahorro de las empresas se estabiliza en estos valores en el último quinquenio.

### **3. Descomposición alternativa del ahorro: ajuste por déficit previsional**

La reforma previsional de 1981 tiene un gran impacto cuando se trata de evaluar el esfuerzo del sector público desde 1981 en adelante. El antiguo sistema de reparto fue sustituido por un sistema privado de capitalización individual de ahorro forzoso. Sin embargo, el Gobierno siguió asumiendo sus compromisos adquiridos en el sistema antiguo de dos formas distintas: por una parte el Gobierno mantiene el pago de pensiones de aquellos beneficiarios del antiguo sistema que ya tenían beneficios de invalidez, sobrevivencia o jubilación en 1981; y por otra, a aquellos trabajadores activos en 1981 que decidieron cambiarse al nuevo sistema se les reconoció sus cotizaciones en el antiguo sistema con el llamado bono de reconocimiento. En la medida que estos trabajadores alcanzan la edad de jubilación, o se hacen beneficiarios de pensión de invalidez o sobrevivencia, el Fisco paga el bono de reconocimiento por las contribuciones al antiguo sistema. El Instituto de Normalización Previsional (INP) es la institución pública encargada de los pagos de pensiones y de bonos de reconocimiento, así como de la recolección de las contribuciones de aquellos trabajadores que aún se encuentran en el sistema antiguo. Por lo tanto, dentro de los ingresos y gastos corrientes del Gobierno General se encuentra un importante déficit previsional transitorio asociado a la diferencia entre los ingresos por contribuciones y los egresos por prestaciones previsionales y pagos de bonos de reconocimiento del INP.

Existen dos formas de conceptualizar el sistema de reparto de previsión social. La primera consiste en entender las contribuciones como impuestos, y por lo tanto como ingresos corrientes, y las prestaciones previsionales como transferencias a las personas y por lo tanto serían gastos corrientes. Si entendemos de esta manera el sistema previsional de reparto, entonces la descomposición del ahorro nacional bruto convencional que se muestra en el cuadro 4 y se describe en la sección 2 sería la correcta.

La segunda manera de comprender el sistema de reparto se acerca más al verdadero sentido de este sistema. Cuando el Estado recibe contribuciones del sistema de reparto, está adquiriendo una obligación de futuras pensiones de acuerdo a ciertas normas y fórmulas determinadas. Por lo tanto, las contribuciones son en realidad una deuda implícita del Estado con sus trabajadores activos. Por su parte, cuando el Estado paga contribuciones en el sistema de reparto está pagando su deuda implícita. Visto de esta manera, el sistema de reparto en su etapa de madurez es en realidad un sistema de endeudamiento nuevo para pagar antigua deuda previsional; es decir, es un sistema de refinanciamiento con nueva deuda implícita previsional de la antigua deuda implícita previsional.

Para efectos de la medida de ahorro público o de Gobierno en condiciones de un sistema de reparto balanceado, tanto las contribuciones como las prestaciones previsionales serían operaciones bajo la línea de financiamiento que se compensarían entre sí. Sin embargo, la transición desde un sistema de reparto a uno de capitalización individual privado tiene importantes consecuencias para la definición de ahorro de Gobierno. Puesto que la transición consiste en seguir pagando las deudas implícitas del pasado mediante prestaciones previsionales y dejar de percibir las contribuciones (nueva deuda implícita), y dado que ambos componentes aparecen en las cuentas corrientes del Fisco, el déficit previsional debe ser excluido del superávit corriente del Gobierno para reflejar el verdadero esfuerzo de ahorro que éste está realizando.

Desafortunadamente, no está disponible la información de ejecución presupuestaria del INP y sólo se dispone de la serie de todo el déficit previsional. Este último incluye al INP y a las cajas de Defensa Nacional y de Carabineros, puesto que las fuerzas armadas siguen en el sistema antiguo.

En el cuadro 5, y como una aproximación al problema planteado, se incluye el déficit previsional como un componente del ahorro de Gobierno, de manera que implícitamente se sustrae este déficit del superávit corriente. Se observa que el déficit previsional se incrementó de un 1.7% del PIB en 1980 a un 8.3% en 1982, para luego decrecer paulatinamente hasta un 4.5% en 1993-1994. El fuerte incremento de los años 1981-1982 es explicado por el masivo traslado de los trabajadores desde el sistema antiguo hacia las AFP. De esta forma el Fisco pierde los ingresos por contribuciones y se queda con las prestaciones del sistema antiguo. Este déficit es transitorio y desaparece en la medida que se acaban las prestaciones del sistema antiguo.

Al excluir el déficit previsional de la definición de ahorro de Gobierno, se observa que el ahorro total del Gobierno se incrementa considerablemente hasta niveles del orden de 9 y 10%, con la excepción del período 1982 a 1986. Luego de caer hasta niveles de 5.4% en 1982, el ahorro de gobierno se incrementa hasta 8.9% en 1987. Por su parte, los altos depósitos del FEC en los años 1988 y 1989 llevan el ahorro de Gobierno a niveles de 11.2% en dichos años.

El cuadro 5 también muestra la descomposición de ahorro privado. Al realizar el ajuste en el ahorro de Gobierno por la magnitud del déficit previsional, es necesario compensar el ahorro privado por el mismo monto. Lo apropiado es compensar el ahorro de las personas, puesto que siendo los trabajadores los beneficiarios del sistema de seguridad social, las contribuciones y las prestaciones deben entenderse como transacciones de capital entre el Fisco y las personas o familias.

En el cuadro 5, por tanto, se proporciona la descomposición del ahorro privado asignando todo el peso del ajuste por el déficit previsional al ahorro de las personas. En lugar de un creciente ahorro positivo, la columna 5 del cuadro 5 muestra un desahorro de las personas en todos los años. Esta evolución es más consistente con la crisis de 1982 y la transición de la reforma de seguridad social. Recordemos que como un estímulo al traslado de los afiliados del sistema antiguo al nuevo, se redujeron las cotizaciones sólo para el sistema nuevo lo que se tradujo en un incremento del salario líquido de los trabajadores que con seguridad fue gastado. Si las cotizaciones y las prestaciones se consideran como transacciones de capital (bajo de la línea de financiamiento), este mayor gasto de las personas necesariamente debe traducirse en una reducción del ahorro de las personas.

El cuadro 5 muestra que el desahorro de las personas se incrementó a 6.5% del PIB en 1982 para luego reducirse hasta un 0.6% del PIB en 1994. Esta reducción del desahorro de las personas se debe a que los beneficiarios del sistema antiguo dejan de percibir los beneficios con el tiempo y el ahorro forzoso se incrementa. Esta evolución es más consistente con los hechos macroeconómicos de principios de la década de los ochenta (recesión de 1982) y su posterior evolución.

El ejercicio de descomposición del cuadro 5 debe considerarse con mucha cautela, dado que contiene implícitamente una sobreestimación del ahorro del Gobierno y de las empresas y una subestimación del ahorro de las personas. Esto por tres razones.

En primer lugar, como se mencionó el déficit previsional total incluye también las cajas de las Fuerzas Armadas. Sólo el déficit del INP debiera considerarse. Lamentablemente no existe información desagregada de la ejecución presupuestaria, aunque sí existe de la Ley de Presupuestos. Para apreciar la magnitud de la subestimación del ahorro de las personas, el cuadro 6 descompone el déficit previsional según la Ley de Presupuesto para los años 1992, 1993 y 1994. En dicho cuadro, la ejecución presupuestaria muestra un déficit previsional de entre 0.4% y 0.7% más alto como porcentaje del PIB que la Ley de Presupuesto. Al descomponer el déficit de la Ley de Presupuesto se observa que el INP representa entre 2.8% y 2.7% del PIB, mientras que las cajas de las Fuerzas Armadas y Carabineros suman entre un 1% y 1.2% del PIB como déficit. Es tradicional el déficit en estas cajas, puesto que las FF.AA. tienen un régimen especial de jubilaciones y retiros. El cuadro 6 muestra que al incluir todo el déficit previsional en el cuadro 5 como parte del ahorro del Gobierno se está sobreestimando dicho ahorro. El déficit de las cajas de las Fuerzas Armadas y Carabineros no debiese estar bajo la línea de financiamiento puesto que significa una transferencia corriente permanente a las Fuerzas Armadas como parte de las compensaciones por sus servicios. La sobreestimación del ahorro público (subestimación del ahorro de las personas) es de aproximadamente un punto del PIB.

Un segundo elemento de sobreestimación del ahorro de Gobierno reside en el hecho que se consideró la totalidad del déficit previsional como transacciones de capital, sin separar los intereses de la deuda implícita previsional de los componentes de amortización de dicha deuda. Para ser consistente con la hipótesis de que los pagos previsionales son un pago de deuda implícita es necesario asignar un pago de intereses implícitos por el stock de deuda previsional. Este interés es la tasa de crecimiento de la masa salarial en un sistema de reparto balanceado. La sobreestimación del ahorro público podría ser considerable por este concepto. Por ejemplo, si la deuda implícita se supone un 60% del PIB y se imputa un interés de un 5%, se estaría sobreestimando el ahorro de Gobierno (subestimando el de las personas) en aproximadamente 3 puntos del PIB.

Por último, una tercera razón que subestima el ahorro de las personas se debe a que el ahorro por pago de dividendos (amortizaciones) de créditos hipotecarios se ha incluido implícitamente como ahorro de las empresas en forma residual. Lamentablemente no existe información que permita apreciar el grado de error por este concepto. Por la misma razón, cualquier aumento de ahorro de las personas que se haya producido por el desarrollo del mercado de capitales y la mayor disponibilidad de instrumentos de ahorro, o por los incentivos tributarios a algunos instrumentos específicos, también se estaría asignando a las empresas.

## II. ALGUNAS HIPÓTESIS DEL INCREMENTO DEL AHORRO EN CHILE

Según las nuevas cuentas nacionales, las tasas de ahorro han aumentado dramáticamente desde 1985 a la fecha. Ellas muestran un nivel de ahorro nacional de 7.8% en 1985 y de 25.4% en 1994. ¿Cómo se puede explicar este extraordinario incremento de las tasas de ahorro nacional en menos de una década?. Este capítulo explora algunas hipótesis posibles.

### 1. El esfuerzo de ahorro público

Los cuadros 4 y 5 muestran la gran importancia que a tenido el ahorro público o de Gobierno para explicar los niveles y evolución del ahorro nacional.

Si tomamos la medida convencional del cuadro 4, luego de una fuerte reducción del ahorro de Gobierno en los años 1982-1984, debido tanto a la reforma previsional como a la fuerte recesión de dichos años en el país, se observa que el ahorro de Gobierno se incrementa desde un 0.4% del PIB en 1985 a un 5.1% en 1994, pasando por niveles sobre 6% en los años 1988-1989 cuando el precio del cobre alcanzó altos niveles en esos años. Por lo tanto, esta medida de ahorro de Gobierno explica más de 4.5 puntos del incremento del ahorro nacional público desde 7.8% a 25.4% entre 1985 y 1994.

Cuando se toma la medida que ajusta por el déficit previsional, el ahorro público no puede explicar la evolución creciente de la tasa de ahorro entre 1985 y 1994, pero sí se observa que el Gobierno colabora en gran medida a los altos *niveles* de ahorro desde 1985. El ahorro de Gobierno tiene según esta definición tasas cercanas al 10%. De hecho, según esta definición, la tasa de ahorro del Gobierno explica en su totalidad la tasa de ahorro nacional en 1985.

### 2. La reforma tributaria de 1984 y el ahorro de las empresas

La evolución del ahorro del Gobierno se debe evaluar en el contexto de una importante reforma tributaria en 1984 que entró en total aplicación en 1987 y que significó una fuerte reducción en la recaudación del impuesto a la renta (Marfán, 1994). Por otra parte, esta sección argumenta que esta reforma tuvo un importante efecto en el ahorro de las empresas.

Los cuadros 4 y 5 muestran una extraordinaria evolución del ahorro privado y en particular del ahorro de las empresas desde 1985 en adelante. La tasa de ahorro de las empresas, luego de alcanzar en 1985 el mismo nivel de 5.4% que tenía en 1980, se multiplica por 3 hasta alcanzar un 16.4% en 1994.

La reforma tributaria de 1984 es sin duda uno de los elementos claves para entender esta evolución.

El cuadro 7 muestra que previo a la reforma de 1984, los dueños de las empresas enfrentaban una muy alta tasa marginal de impuestos, que se ubicaba entre un 31.5% a un 46% dependiendo de si las utilidades se distribuían o se retenían por una parte, o bien si la empresa era sociedad anónima o limitada por otra. En este cuadro suponemos una tasa marginal de impuestos personales del empresario de 35%.

Se observa una cierta homogeneidad entre los impuestos con anterioridad a 1984 indistintamente de si las utilidades se distribuían o se retenían. En el caso de las sociedades limitadas, el empresario debía declarar como ingresos personales las utilidades retenidas por lo cual no había incentivo a retener utilidades. En el caso de las sociedades anónimas, existía un impuesto adicional de 40% a las utilidades indistintamente de si se retenían o no, aunque los accionistas no debían agregar a su global complementario las utilidades retenidas.

La reforma de 1984, que entró en aplicación completa en 1987 debido a la gradual reducción de las tasas, redujo radicalmente la tasa marginal que deben pagar los empresarios al retener las utilidades. Además, la reforma homogeneizó el tratamiento para las sociedades anónimas y limitadas. La reforma también eliminó el impuesto adicional a las sociedades anónimas, gravó las utilidades retenidas solamente con el impuesto de primera categoría de 10% (eliminando de la base imponible de los empresarios de sociedades limitadas las utilidades retenidas) y homogeneizó el crédito tributario del impuesto de primera categoría a todos los empresarios.

Esta reforma, por tanto, hizo extraordinariamente conveniente para los empresarios ahorrar "al interior de las empresas" para financiar la expansión de éstas. Por primera vez en la historia tributaria chilena, la tasa marginal de impuestos personales es muy distinta a la tasa de impuestos de las utilidades retenidas, lo que creemos ha sido fundamental para estimular el incremento del ahorro de las empresas. En 1990, la tasa de primera categoría se incrementó de 10% a 15%, pero aún se mantienen las diferencias con la tasa de impuesto personal la que también se incrementó ese año.

En todo caso, por las razones expuestas en la sección 2, existe una subestimación del ahorro de las personas en favor del ahorro de las empresas debido a que el ahorro de las empresas se obtiene en forma residual.

### **3. Las reformas estructurales y la estabilidad macroeconómica**

En esta sección se enfatizan dos aspectos que sin duda se complementan con los dos puntos esenciales mencionados más arriba.

En primer lugar, desde la segunda mitad de los setenta, Chile ha visto un importante proceso de reformas estructurales orientadas al mejor funcionamiento de los mercados y a proveer un entorno de estabilidad macroeconómica. La apertura comercial, la modernización de sistemas administrativos de control de impuestos, la apertura financiera y de inversión externa, la privatización de las empresas públicas, la reforma previsional y el fortalecimiento de los entes reguladores de los mercados financieros, constituyen un todo

que sin duda contribuyeron a permitir un gran incentivo a la inversión privada. Este contexto de estabilidad y crecimiento se ha convertido en un círculo virtuoso que ha generado su propio ahorro para financiar la inversión. No se logra nada con estímulos tributarios al ahorro si no existen altas rentabilidades de la inversión que estimularán el ahorro, especialmente en el caso de reinversión de utilidades. En este sentido se invierte la tradicional relación de causalidad ahorro-inversión. Es la oportunidad de inversión y de crecimiento, en un contexto de estabilidad macroeconómica y de las instituciones, la que genera su propio ahorro. En este mismo sentido, la estabilidad de las instituciones políticas desde 1990 es otro ingrediente que sin duda ha contribuido a mantener las altas tasas de ahorro nacional en el último quinquenio. El importante esfuerzo de ahorro público al que se hacía referencia en la sección 1 tuvo otro importante efecto indirecto al apoyar la necesaria estabilidad macroeconómica que se requiere.

Un segundo aspecto más específico dice relación con la reforma previsional. La sustitución del sistema de reparto por uno de capitalización individual tuvo el importante efecto indirecto de fortalecer el desarrollo del mercado de capitales en Chile (Arrau, 1993). Tanto por el desarrollo de las instituciones privadas necesarias, por el crecimiento de los fondos disponibles y por el fortalecimiento de los entes fiscalizadores, la reforma al sistema de pensiones ha contribuido a crear un entorno sofisticado de servicios y productos financieros donde el ahorro puede materializarse. La reducción de las tasas de desahorro de las personas en el cuadro 5 se deben por una parte a la reducción del déficit previsional, pero sin duda que hoy las personas disponen de muchos instrumentos de ahorro que no estaban disponibles antes de 1980.

Debido a la falta de información directa de ahorro de las empresas y de las personas, no es posible confirmar la hipótesis de que un desarrollo del mercado de capitales estimula el ahorro privado.

### III. CONCLUSIONES

Este trabajo analiza el importante incremento de las tasa de ahorro nacional que se observa en los últimos años relativo a las tasas históricas. Más allá del incremento de las tasas producto de ajustes metodológicos en el sistema de las cuentas nacionales, desde 1985 las tasas de ahorro nacional se han incrementado desde un 7.8% hasta un 25.4% en 1994.

En una primera parte, el estudio descompone la tasa de ahorro nacional entre los sectores de origen (Gobierno, empresas y personas) utilizando un enfoque convencional y un enfoque que considera el déficit previsional bajo la línea de financiamiento del sector público. El primer enfoque considera como ahorro de las personas sólo el ahorro forzoso previsional. Implícitamente se subestima el ahorro de las personas en favor del ahorro de las empresas debido a la falta de información sobre amortización de créditos hipotecarios. En todo caso destaca el formidable incremento del ahorro de las empresas desde 1985 el que difícilmente se revertiría si se hiciera el ajuste mencionado.

El segundo enfoque incrementa el ahorro del Gobierno en la magnitud del déficit previsional debido a que buena parte de este déficit debe ser interpretado como un prepago de "deuda previsional", y por ende bajo la línea de financiamiento del sector público. Al ajustar el ahorro de las personas por la magnitud de este monto, el ahorro familiar se vuelve negativo. Sin embargo, además de la subestimación mencionada en el párrafo anterior, este segundo enfoque subestima el ahorro de las familias en aproximadamente 4 puntos porcentuales debido a que no se encuentra disponible el déficit previsional de las FF.AA. y de Orden y tampoco se considera una tasa de interés por la deuda implícita previsional.

En la segunda parte de este trabajo se elaboran hipótesis para explicar la evolución del ahorro nacional desde 1985 a la fecha.

Se identifican como fundamentales el esfuerzo de ahorro de Gobierno y la reforma tributaria de 1984 para estimular el ahorro de las empresas. Los altos niveles de ahorro del Gobierno y el fuerte incremento de las tasas de ahorro de las empresas son las principales causales de la alta tasas de ahorro nacional.

En segundo lugar, es obvio que las reformas estructurales que Chile ha venido realizando desde los setenta, la estabilidad macroeconómica que el país goza desde 1986 y la estabilidad política que se logra en 1990 son importantes ingredientes para que se materializará un fuerte incentivo a la inversión, que a su vez trae consigo crecimiento y ahorro para financiar esta inversión. La reforma previsional de 1981 y su efecto indirecto en el desarrollo de los mercado de capitales y en la oferta de fondos para financiar la

inversión de las empresas, tiene un lugar preponderante entre las reformas que mejoraron el entorno en que el ahorro y la inversión se retroalimentan el uno con el otro.

A modo de cierre y como una nota de cautela, es necesario aclarar que las anteriores explicaciones no pueden escapar el carácter de conjeturas preferidas del autor de este trabajo, debido principalmente a la falta de información directa para desagregar el ahorro privado.

## BIBLIOGRAFÍA

Arrau, P. (1993), "Fondos de pensiones y desarrollo del mercado de capitales en Chile: 1980-1993", serie Financiamiento del desarrollo N° 19, CEPAL.

\_\_\_\_\_ (1992), "El nuevo régimen previsional chileno", en *Regímenes Pensionales*, Fundación Friedrich Ebert de Colombia, septiembre.

Banco Central (1993), "Cuentas nacionales de Chile 1985-1992 (síntesis anticipada)".

\_\_\_\_\_ (1989), *Indicadores Económicos y Sociales 1960-1988*.

\_\_\_\_\_ "Boletín Mensual", varios números.

Dirección de Presupuestos (1995), *Estadísticas de las Finanzas Públicas 1989-1994*.

Marfán, M. (1984), "Una evaluación de la nueva reforma tributaria", *Colección Estudios CIEPLAN N° 13*, junio.

Superintendencia de AFP (1994), *El sistema chileno de pensiones*.

Vial, J., y M. Marfán (1995), "Políticas para el crecimiento económico en los 90. El caso de Chile", en *Notas Técnicas de CIEPLAN N° 157*, marzo.

**ANEXO**

Cuadro 1

**PRODUCTO INTERNO BRUTO**  
(Millones de pesos de cada año)

Año	(1) PIB base 1977	(2) PIB base 1986	(3) (2)/(1)
1970	98	---	---
1971	127	---	---
1972	235	---	---
1973	1 147	---	---
1974	9 199	---	---
1975	35 447	---	---
1976	128 676	---	---
1977	287 770	---	---
1978	487 506	---	---
1979	772 200	---	---
1980	1 075 269	---	---
1981	1 273 123	---	---
1982	1 239 122	---	---
1983	1 557 709	---	---
1984	1 893 394	---	---
1985	2 576 638	2 651 937	1 029
1986	3 246 106	3 419 209	1 053
1987	4 159 762	4 540 556	1 092
1988	5 411 025	5 917 879	1 094
1989	6 778 442	7 502 336	1 107
1990	8 477 861	9 269 520	1 093
1991	10 939 231	12 017 108	1 099
1992	13 739 580	15 499 838	1 128
1993	---	18 453 545	---
1994	---	21 917 876	---

**Fuente:** (1) Hasta 1988 Indicadores Económicos y Sociales 1960-1988. Desde 1989, Boletín Mensual N° 782, Banco Central.  
(2) Hasta 1989 Cuentas Nacionales de Chile 1985-1992 (síntesis anticipada). Desde 1990 Boletín Mensual N° 808, Banco Central.

Cuadro 2

**FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL**  
(Como % del PIB en valores corrientes)

Año	(1)	(2)
1970	16.4	---
1971	14.5	---
1972	12.2	---
1973	7.9	---
1974	21.2	---
1975	13.1	---
1976	12.8	---
1977	14.4	---
1978	17.8	---
1979	17.8	---
1980	21.0	---
1981	22.7	---
1982	11.3	---
1983	9.8	---
1984	13.6	---
1985	13.7	17.2
1986	14.6	18.9
1987	16.9	22.2
1988	17.0	22.8
1989	20.3	25.5
1990	20.2	26.3
1991	18.8	24.5
1992	21.3	26.8
1993	---	28.8
1994	---	26.8
Prom. 1970 - 1979	14.8	---
Prom. 1980 - 1984	15.7	---
Prom. 1985 - 1992	17.9	23.0

**Fuente:** (1) Hasta 1988 Indicadores Económicos y Sociales 1960-1988. Desde 1989, Boletín Mensual N° 782, Banco Central.  
(2) Hasta 1989 Cuentas Nacionales de Chile 1985-1992 (Síntesis anticipada). Desde 1990, Boletín Mensual N° 808, Banco Central.

Cuadro 3

**AHORRO NACIONAL BRUTO Y AHORRO EXTERNO**  
(Como % del PIB en valores corrientes)

Año	(1) Base 1977			(2) Base 1986		
	Ahorro nacional bruto	Ahorro externo	Ahorro total bruto	Ahorro nacional bruto	Ahorro externo	Ahorro total bruto
1970	15.2	1.2	16.4	---	---	---
1971	12.4	2.1	14.5	---	---	---
1972	8.3	3.9	12.2	---	---	---
1973	5.2	2.7	7.9	---	---	---
1974	20.7	0.4	21.3	---	---	---
1975	7.9	5.2	13.1	---	---	---
1976	14.5	-1.7	12.8	---	---	---
1977	10.7	3.7	14.4	---	---	---
1978	12.6	5.2	17.8	---	---	---
1979	12.4	5.4	17.8	---	---	---
1980	13.9	7.1	21.0	---	---	---
1981	8.2	14.5	22.7	---	---	---
1982	2.1	9.2	11.3	---	---	---
1983	4.4	5.4	9.8	---	---	---
1984	2.9	10.7	13.6	---	---	---
1985	5.4	8.3	13.7	7.8	9.4	17.2
1986	7.7	6.9	14.6	11.5	7.3	18.9
1987	12.6	4.3	16.9	17.3	5.0	22.2
1988	16.3	0.7	17.0	22.3	0.5	22.8
1989	17.2	3.1	20.3	23.7	1.9	25.5
1990	17.5	2.8	20.3	24.2	2.0	26.3
1991	19.0	-0.2	18.8	24.1	0.4	24.5
1992	19.6	1.7	21.3	24.8	2.0	26.8
1993	---	---	---	23.9	4.8	28.8
1994	---	---	---	25.4	1.4	26.8
Prom. 1970 - 1979	12.0	2.8	14.8	---	---	---
Prom. 1980 - 1984	6.3	9.4	15.7	---	---	---
Prom. 1985 - 1992	14.4	3.5	17.9	19.5	3.6	23.0

**Fuente:** (1) Hasta 1988 Indicadores Económicos y Sociales 1960-1988. Desde 1989 Boletín Mensual N° 782, Banco Central.

(2) Hasta 1989 Cuentas Nacionales de Chile 1985-1992 (Síntesis anticipada). Desde 1990 Boletín Mensual N° 808, Banco Central.

Cuadro 4

**DESCOMPOSICIÓN CONVENCIONAL DEL AHORRO NACIONAL  
SIN INCLUIR DÉFICIT PREVISIONAL**

*(Como % del PIB en valores corrientes)*

Año	(1) Ahorro nacional bruto	Ahorro de Gobierno			Ahorro privado		
		(2) Superávit corriente	(3) FEC	(2)+(3) Total	(4) Per- sonas	(5) Empre- sas	(6) Total
1980	13.9	8.5	0.0	8.5	0.0	5.4	5.4
1981	8.2	5.8	0.0	5.8	0.9	1.5	2.4
1982	2.1	-2.9	0.0	-2.9	1.8	3.2	5.0
1983	4.4	-2.3	0.0	-2.3	1.7	5.0	6.7
1984	2.9	-1.2	0.0	-1.2	1.9	2.2	4.1
1985	7.8	0.4	0.0	0.4	2.0	5.4	7.4
1986	11.5	1.3	0.0	1.3	2.2	8.0	10.2
1987	17.3	3.0	0.5	3.5	2.3	11.5	13.8
1988	22.3	3.0	3.0	6.0	2.7	13.6	16.3
1989	23.7	3.0	3.7	6.7	2.9	14.1	17.0
1990	24.2	2.5	2.3	4.8	3.0	16.4	19.4
1991	24.1	3.7	0.7	4.4	2.8	16.9	19.7
1992	24.8	4.9	0.3	5.2	3.3	16.3	19.6
1993	23.9	4.8	-0.2	4.6	3.6	15.7	19.3
1994	25.4	4.9	0.2	5.1	3.9	16.4	20.3
Prom. 80-84	6.3	1.6	0.0	1.6	1.6	3.5	4.7
Prom. 85-89	16.5	2.1	2.4	3.6	2.4	10.5	12.9
Prom. 90-94	24.5	4.2	0.7	4.8	3.3	16.3	19.7

**Fuente:** (1) Hasta 1984 datos base 1977. Desde 1985 datos base 1986.  
 (2) y (3) Hasta 1988 Vial y Marfán (1995). Desde 1989 Estadísticas de las Finanzas Públicas 1989-1994, Dirección de Presupuesto.  
 (4) Hasta 1988, 10 años de Historia del Sistema de AFP, AFP Hábitat. Desde 1989 El Sistema Chileno de Pensiones, S.A.F.P.  
 (5) Ahorro privado - Ahorro de personas.  
 (6) Ahorro Nacional Bruto - Ahorro público.  
 FEC: Fondo de Estabilización del Cobre.

Cuadro 5

**DESCOMPOSICIÓN ALTERNATIVA DEL AHORRO NACIONAL: AJUSTE  
POR EL DÉFICIT PREVISIONAL**  
(Como % del PIB en valores corrientes)

Año	(1) Ahorro Nacional Bruto	Ahorro de Gobierno				Ahorro Privado		
		(2) Déficit previsional total	(3) Superávit corriente	(4) FEC	(2) + (3) + (4) Total	(5) Personas	(6) Empresas	(7) Total
1980	13.9	1.7	8.5	0.0	10.2	-1.7	5.4	3.7
1981	8.2	4.1	5.8	0.0	9.9	-3.2	1.5	-1.7
1982	2.1	8.3	-2.9	0.0	5.4	-6.5	3.2	-3.3
1983	4.4	7.5	-2.3	0.0	5.2	-5.8	5.0	-0.8
1984	2.9	7.7	-1.2	0.0	6.5	-5.8	2.2	-3.6
1985	7.8	6.7	0.4	0.0	7.1	-4.7	5.4	0.7
1986	11.5	6.3	1.3	0.0	7.6	-4.1	8.0	3.9
1987	17.3	5.4	3.0	0.5	8.9	-3.1	11.5	8.4
1988	22.3	5.2	3.0	3.0	11.2	-2.5	13.6	11.1
1989	23.7	4.5	3.0	3.7	11.2	-1.6	14.1	12.5
1990	24.2	4.6	2.5	2.3	9.4	-1.6	16.4	14.8
1991	24.1	4.5	3.7	0.7	8.9	-1.7	16.9	15.2
1992	24.8	4.3	4.9	0.3	9.5	-1.0	16.3	15.3
1993	23.9	4.5	4.8	-0.2	9.0	-0.8	15.7	14.9
1994	25.4	4.5	4.9	0.2	9.6	-0.6	16.4	15.8
Prom. 80-84	6.3	5.9	1.6	0.0	7.4	-4.6	3.5	-1.1
Prom. 85-89	16.5	5.6	2.1	2.4	9.2	-3.2	10.5	7.3
Prom. 90-94	24.5	4.5	4.2	0.7	9.3	-1.1	16.3	15.2

**Fuente:** (1) Hasta 1984 datos base 1977. Desde 1985 datos base 1986.  
(2) 1980-1984 Arrau (1992). 1985-1988, Arrau (1992) ajustando las cifras con el PIB base 1986.  
Desde 1989 Estadísticas de las Finanzas Públicas 1989-1994, Dirección de Presupuesto.  
(3) y (4) Hasta 1988 Vial y Marfán (1995). Desde 1989 Estadísticas de las Finanzas Públicas 1989-1994, Dirección de Presupuesto.  
(5) Ahorro privado - Ahorro empresas.  
(6) Cuadro 4.  
(7) Ahorro Nacional Bruto - Ahorro público.  
FEC: Fondo de Estabilización del Cobre.

Cuadro 6

**DESCOMPOSICIÓN DEL DÉFICIT PREVISIONAL SEGÚN LEY DE PRESUPUESTO**  
(Como % del PIB en valores corrientes)

Ítem	1992	1993	1994
Déficit previsional según ejecución presupuestaria	4.3	4.5	4.5
Déficit previsional según ley de presupuesto	3.9	3.9	3.8
-Instituto Normalización Previsional (INP)	2.8	2.8	2.7
-Caja Prev. Defensa Nacional	0.6	0.7	0.7
-Dirección de Previsión de Carabineros	0.4	0.5	0.4

**Fuente:** Leyes de presupuesto años respectivos.  
Estadísticas de las Finanzas Públicas 1989-1994, Dirección de Presupuesto.

Cuadro 7

**TASAS DE IMPUESTOS DE LOS SISTEMAS PRE Y POST-REFORMA 1984**  
(Porcentajes)

	Sociedades anónimas		Sociedades limitadas	
	Pre reforma 1984	Post-reforma 1984	Pre reforma 1984	Post-reforma 1984
Impuesto a las utilidades retenidas	46.0	10.0	31.5	10.0
Impuesto a las utilidades distribuidas	43.3	31.5	31.5	31.5

**Fuente:** Marfán (1984), en base al cuadro 3, suponiendo una tasa marginal de 35% para los impuestos personales del empresario.

### Serie Financiamiento del desarrollo \*

- | Nº | Título   |
|----|--|
| 1  | "Regulación y supervisión de la banca en la experiencia de liberalización financiera en Chile (1974-1988)" (LC/L.522), noviembre de 1989   |
| 2  | "Ahorro e inversión bajo restricción externa y focal. El caso de Chile 1982-1987" (LC/L.526), diciembre de 1989  |
| 3  | "Los determinantes del ahorro en México" (LC/L.549), febrero de 1990   |
| 4  | "Ahorro y sistemas financieros: experiencia de América Latina. Resumen y conclusiones" (LC/L.553), abril de 1990   |
| 5  | "La cooperación regional en los campos financiero y monetario" (LC/L.603), noviembre de 1990   |
| 6  | "Regulación del sistema financiero y reforma del sistema de pasivos: experiencias de América Latina" (LC/L.609), enero de 1991   |
| 7  | "El leasing como instrumento para facilitar el financiamiento de la inversión en la pequeña y mediana empresa de América Latina" (LC/L.652), noviembre de 1991   |
| 8  | "Regulación y supervisión de la banca e instituciones financieras" (LC/L.655), noviembre de 1991   |
| 9  | "Sistemas de pensiones de América Latina. Diagnóstico y alternativas de reforma" (LC/L.656), noviembre de 1991   |
| 10 | "¿Existe aún una crisis de deuda latinoamericana?" (LC/L.664), diciembre de 1991   |
| 11 | "La influencia de las variables financieras sobre las exportaciones bajo un régimen de racionamiento de crédito: una aproximación teórica y su aplicación al caso chileno" (LC/L.721), noviembre de 1992 |
| 12 | "Las monedas comunes y la creación de liquidez regional" (LC/L.724), diciembre de 1992   |
| 13 | "Análisis estadístico de los determinantes del ahorro en países de América Latina. Recomendaciones de política" (LC/L.755), junio de 1993  |
| 14 | "Regulación, supervisión y desarrollo del mercado de valores" (LC/L.768), julio de 1993  |

---

\* El lector interesado en números anteriores de esta serie puede solicitarlos dirigiendo su correspondencia a la Unidad de Financiamiento de la División de Comercio Internacional, Transporte y Financiamiento, CEPAL, Casilla 179-D, Santiago de Chile.

- 15 "Empresas de menor tamaño relativo: algunas características del caso brasileño" (LC/L.833), mayo de 1994
- 16 "El acceso de las pequeñas y medianas empresas al financiamiento y el programa nacional de apoyo a la PYME del Gobierno chileno: balance preliminar de una experiencia" (LC/L.834), mayo de 1994
- 17 "La experiencia en el financiamiento de la pequeña y mediana empresa en Costa Rica" (LC/L.835), mayo de 1994
- 18 "Acceso a los mercados internacionales de capital y desarrollo de instrumentos financieros: el caso de México" (LC/L.843), junio de 1994
- 19 "Fondos de pensiones y desarrollo del mercado de capitales en Chile: 1980-1993" (LC/L.839), mayo de 1994
- 20 "Situación y perspectivas de desarrollo del mercado de valores del Ecuador" (LC/L.830), junio de 1994
- 21 "Integración de las bolsas de valores en Centroamérica" (LC/L.856), agosto de 1994
- 22 "La reanudación de las corrientes privadas de capital hacia América Latina: el papel de los inversionistas norteamericanos" (LC/L.853), agosto de 1994
- 23 "Movimientos de capitales, estrategia exportadora y estabilidad macroeconómica en Chile" (LC/L.854), agosto de 1994
- 24 "Corrientes de fondos privados europeos hacia América Latina: hechos y planteamientos" (LC/L.855), agosto de 1994
- 25 "El movimiento de capitales en la Argentina" (LC/L.857), agosto de 1994
- 26 "Repunte de los flujos de capital y el desarrollo: implicaciones para las políticas económicas" (LC/L.859), agosto de 1994
- 27 "Flujos de capital: el caso de México" (LC/L.861), agosto de 1994
- 28 "El financiamiento latinoamericano en los mercados de capital de Japón" (LC/L.862), agosto de 1994
- 29 "Reforma a los sistemas de pensiones en América Latina y el Caribe" (LC/L.879), febrero de 1995
- 30 "Acumulación de reservas internacionales: sus causas efectos en el caso de Colombia" (LC/L.901), julio de 1995
- 31 "Financiamiento de las unidades económicas de pequeña escala en Ecuador" (LC/L.903), septiembre de 1995

- 32 "Acceso de la pequeña y microempresa al sistema financiero en Bolivia: situación actual y perspectivas" (LC/L.907), septiembre de 1995
- 33 "Private international capital flows to Brazil" (LC/L.909), octubre de 1995
- 34 "Políticas de financiamiento de las empresas de menor tamaño: experiencias recientes en América Latina" (LC/L.911), octubre de 1995
- 35 "Flujos financieros internacionales privados de capital a Costa Rica" (LC/L.914), octubre de 1995
- 36 "Distribución del ingreso, asignación de recursos y shocks macroeconómicos. Un modelo de equilibrio general computado para la Argentina en 1993" (LC/L.940), mayo de 1996
- 37 "Operación de conglomerados financieros en Chile: una propuesta" (LC/L.949), julio de 1996
- 38 "Efectos de los shocks macroeconómicos y de las políticas de ajuste sobre la distribución del ingreso en Colombia" (LC/L.965), agosto de 1996
- 39 "Nota sobre el aumento del ahorro nacional en Chile, 1980-1994" (LC/L.984), octubre de 1996