

AHORRO PRIVADO Y VOLATILIDAD MACROECONÓMICA EN VENEZUELA. UNA INVESTIGACIÓN EMPÍRICA

Carlos J. Peña*
ESCUELA DE ECONOMÍA, UCV

Resumen:

El ahorro privado ha perdido dinamismo como consecuencia de una economía sumamente volátil. Así, después de lograr elevados niveles de crecimiento para el lapso 1968-1973, ubicándose en promedio en 17,3% del PIB, para el lapso 1974-1982 comienza a deteriorarse su tasa de crecimiento y su participación dentro del PIB, situándose en 13,8% para la década de los noventa. El deterioro del ahorro privado se hace más evidente para el periodo 1983-2002, caracterizado por un peor desempeño económico, desequilibrios macroeconómicos y mayores niveles de volatilidad macroeconómica. En este lapso, su participación en el PIB se ubica en 7,65%, en promedio.

Este trabajo tiene como propósito verificar la relación empírica entre la volatilidad macroeconómica, medida a través de una serie de variables macroeconómicas, y el comportamiento del ahorro privado, para el lapso 1968-2002, realizando para ello un ejercicio econométrico muy sencillo. Dicho ejercicio se hace a través de un modelo GARCH. Esta investigación es una primera aproximación al problema de la volatilidad macroeconómica y sus efectos en la economía, especialmente, sobre variables que inciden en el crecimiento económico como el ahorro privado, particularmente en Venezuela que tiene una economía con una alta volatilidad debido a los shocks de origen externo.

Palabras claves: Ahorro privado, volatilidad macroeconómica, desempeño económico.

INTRODUCCIÓN

Venezuela parece ser una economía altamente volátil, debido fundamentalmente, a la transmisión de los shock de origen externo a la economía interna vía gasto público. Los niveles máximos de volatilidad se hacen evidentes a partir de 1983. Un periodo a partir del cual la economía venezolana ha estado sometida a diversos shocks de origen externo, en contraste con el periodo de 1968-1973, donde los niveles de volatilidad son mínimos, acordes con un periodo de relativa estabilidad económica y equilibrio macroeconómico.

La volatilidad y la incertidumbre a la que se asocia, reducen el crecimiento económico porque resultan perjudiciales para la inversión y el ahorro y, en consecuencia disminuyen la acumulación de capital. Además, la volatilidad también

* Correo electrónico: carlojosep@yahoo.com

parece reducir el crecimiento económico al afectar en forma negativa la productividad con la que se emplean los recursos productivos de una economía.

En este contexto, el ahorro privado ha perdido dinamismo. Después de lograr elevados niveles de crecimiento para el lapso 1968-1973, ubicándose en promedio en 17,3% del PIB, para el lapso 1974-1982 comienza a deteriorarse su tasa de crecimiento y su participación dentro del PIB, situándose en 13,8%, como porcentaje del PIB. El deterioro del ahorro privado se hace más evidente para el período 1983-2002, caracterizado por un peor desempeño económico y desequilibrios macroeconómicos. En este lapso, su participación en el PIB se ubica en 7,65%, en promedio.

La literatura teórica y empírica del ahorro dice muy poco acerca de los efectos de la volatilidad macroeconómica sobre éste. Por lo tanto, no hay evidencia que documente esta relación. En consecuencia, esta relación puede ser negativa o positiva, verificándose a través del ejercicio econométrico.

Por lo establecido en la teoría acerca de los efectos de la volatilidad en la economía, se parte de la idea de que la misma está asociada a la inestabilidad de variables macroeconómicas tales como: PIB, inflación y tipo de cambio; a variables de política económica, como por ejemplo el déficit fiscal y variables que transmiten los shocks externos, en este caso los términos intercambio.

Así, el propósito de este trabajo es verificar la relación empírica entre la volatilidad macroeconómica y el comportamiento del ahorro privado. Este trabajo es una primera aproximación al problema de la volatilidad macroeconómica y sus efectos en la economía, especialmente, sobre variables que inciden en el crecimiento económico como el ahorro privado, particularmente en Venezuela que es una economía con una alta volatilidad debido a los shocks de origen externo. Este trabajo complementa, de alguna manera, uno inicial que establece la relación entre volatilidad e inversión privada, siguiendo la misma metodología establecida allí.

El trabajo consta de tres secciones. La primera, plantea una breve reseña de los aspectos teóricos; la segunda, trata de una descripción sucinta de la relación entre la volatilidad macroeconómica y el comportamiento del ahorro privado; la tercera, está constituida por la estimación econométrica y el análisis de dicha estimación y por último, las conclusiones preliminares que arroja el estudio.

I. BREVE REVISIÓN DE LOS ASPECTOS TEÓRICOS DEL AHORRO

A pesar de la importancia del ahorro en la literatura económica, hay poco acuerdo entre los estudios más destacados con respecto, no sólo a la medida correcta de éste, sino también a la capacidad de toda estructura teórica existente para explicarlo.

Es evidente que entre los diferentes paradigmas que se han desarrollado no existe ninguno que explique el ahorro adecuadamente. Sin embargo, han aportado una gran cantidad de instrumentos científicos de análisis.

La teoría económica argumenta que el ingreso y la riqueza son los principales determinantes del ahorro. En el caso keynesiano el ingreso corriente es el relevante. Alternativamente, en la teoría del ciclo de vida el ingreso permanente es el importante. En este caso, la equivalencia ricardiana puede no tener validez si el horizonte de los consumidores es de corto plazo, lo que puede llevar a transferencias intergeneracionales o si existen importantes restricciones de liquidez que son el resultado de imperfecciones en el mercado financiero, tales como la dificultad de usar como colateral al capital humano o por el hecho de que los mercados financieros no encuentran un equilibrio ante el riesgo de quiebra o por limitaciones derivadas de las regulaciones a los mercados.

Con restricciones de liquidez, el comportamiento del ahorro tiende a acercarse más a la teoría keynesiana que a la del ingreso permanente. Esto también reduce el impacto de las tasas de interés sobre el ahorro. En una economía abierta el ahorro externo puede disminuir la influencia de las restricciones de liquidez.

Un desarrollo teórico interesante es aquel que muestra que consumidores-ahorradores que son aversos al riesgo aumentan su ahorro si se anticipan restricciones de liquidez más importantes en el futuro.

El ahorro por precaución puede también surgir por una alta volatilidad esperada en los ingresos. El ahorro por precaución ha sido utilizado para explicar la estrecha relación entre consumo e ingreso corriente cuando el ingreso es altamente volátil. Adicionalmente, la incertidumbre con respecto a la expectativa de vida puede explicar por qué no se produce desahorro cuando los trabajadores se jubilan.

Si bien es cierto que la teoría económica y la evidencia empírica señalan un conjunto de variables como determinantes del ahorro privado, es importante mencionar que la volatilidad macroeconómica puede tener un efecto importante en el deterioro y pérdida de dinamismo de éste.

Cuando se habla de volatilidad macroeconómica ésta se asocia a variables macroeconómicas tales como: PIB, inflación y tipo de cambio; a variables de política económica, como por ejemplo el déficit fiscal y variables que transmiten los shocks externos, en este caso los términos intercambio.

Entre los desarrollos más recientes en la literatura que intentan explicar los determinantes del ahorro, están aquellos que asocian el ahorro y la incertidumbre macroeconómica a variables como la inflación y el tipo de cambio. Estas dos variables macroeconómicas tienen efectos negativos sobre el ahorro, ya que están asociadas a un mayor nivel de riesgo e incertidumbre, cuando los agentes económicos son aversos a éste.

Otro elemento de importancia que se ha venido discutiendo es el efecto de la política fiscal sobre el ahorro. Esta relación se puede ver a través de tres variables en las cuales se basan los estudios teóricos: el ahorro público, el resultado fiscal y el consumo público. Con respecto al ahorro público, la teoría sugiere que la relación debería ser inversa: a mayor ahorro público, menor ahorro privado, es decir, serían sustitutos ya que se produce el efecto conocido como *crowding out*: el ahorro público se nutre de los impuestos y estos provienen de los ingresos de la población, un aumento en los impuestos generaría mayor ahorro público pero disminuiría el ingreso disponible y por ende el ahorro privado. No obstante, al parecer lo anterior va a depender de la fase del ciclo económico en que se encuentre un país y si se trata de una economía desarrollada o en vías de desarrollo (Arcos y Urquillas, 2002). Asimismo, Ferré, García y Ramajo (2001), llegan a similares conclusiones.

VOLATILIDAD MACROECONÓMICA Y AHORRO PRIVADO EN VENEZUELA

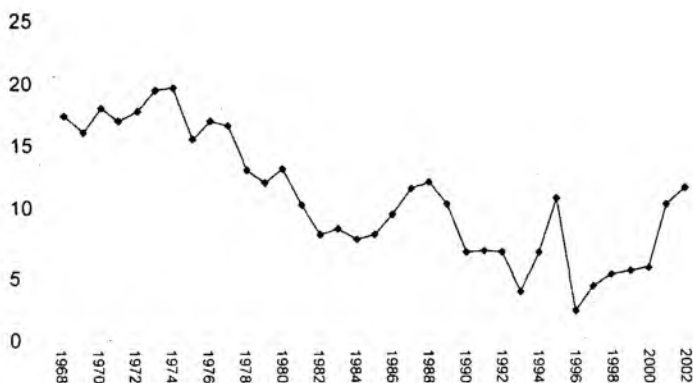
Se suele afirmar que Venezuela tiene una economía altamente volátil, debido fundamentalmente, a la transmisión de los *shocks* a la economía interna vía gasto público. Estudios como Torres (2001), Hausmann, Powel y Rigobon (1993), Clemente y Puente (2001), los cuales confirman lo anterior, ya que es un país exportador de petróleo. Más recientemente, Vera (2003), argumenta que una de las fuentes de inestabilidad económica está en la poca efectividad de los diversos programas de ajuste llevados a cabo desde 1983.

Los niveles máximos de volatilidad se hacen evidentes a partir de 1983. Un período a partir del cual la economía venezolana ha estado sometida a diversos *shocks* de origen externo, en contraste con el período de 1968-1973, donde los niveles de volatilidad son mínimos, acordes con un período de relativa estabilidad económica y equilibrio macroeconómico.

Se puede plantear que esta mayor volatilidad refleja el peor desempeño económico y una mayor exposición a los *shocks* tanto internos como externos y a su menor capacidad para afrontar estos *shocks*, debido a los deficientes regímenes de política económica y a la debilidad estructural de sus instituciones.

La característica que ha presentado el ahorro del sector privado en Venezuela, ha sido una tendencia secular a disminuir su ritmo de crecimiento y su participación dentro del PIB¹. Después de lograr elevados niveles de crecimiento para el lapso 1968-1973, ubicándose en promedio en 17,3% del PIB, para el lapso 1974-1982 comienza a deteriorarse su tasa de crecimiento y su participación dentro del mismo, situándose en 13,8%. El deterioro del ahorro privado se hace más evidente para el período 1983-2002, caracterizado por un peor desempeño económico y desequilibrios macroeconómicos. En este lapso, su participación en el PIB se ubica en 7,65% en promedio, como se puede apreciar en el gráfico 1.

Gráfico No. 1 Ahorro Privado (% PIB) Venezuela, 1968-2002



Fuente: Banco Central de Venezuela. Cálculos Propios

¹ La fuente estadística es Banco Central de Venezuela, BCV, y cálculos propios.

Un conjunto de elementos ha ocasionado que el ahorro privado presente estas características, entre ellas estarían los elementos cíclicos y contracíclicos que presenta la economía venezolana y por otro, la forma como se ha implementado la política económica, siendo en ocasiones inadecuada e insostenible. Esta inestabilidad económica está asociada a los shocks internos y externos. En el caso venezolano, los acontecimientos generados a partir de 1983 pueden considerarse como factores importantes en la explicación de la caída del ahorro privado.

La economía venezolana, por presentar un fuerte grado de apertura externa, está propensa a shocks de naturaleza externa que, unidos a los de carácter interno, generan graves y profundos desequilibrios y también que la economía sea sumamente volátil². Esta volatilidad se toma en este trabajo como la desviación estándar³ de las variables que aparecen en el cuadro. En este sentido, la tasa de ahorro privado (ahorro privado/PIB) muestra, según los diferentes períodos, una alta volatilidad; asimismo, se observa la fuerte volatilidad del ingreso (Cuadro 1).

² Por volatilidad se entiende la variación de una variable en torno a su tendencia central. Una economía es volátil cuando sus principales indicadores macroeconómicos tienden a variar de forma errática e impredecible en comparación con otras economías o con períodos que son económicamente estables. Esta volatilidad es consecuencia de ser economías muy susceptibles a shocks externos e internos. A este hecho se le suele denominar volatilidad macroeconómica. La volatilidad se puede medir a través de estadísticos que resuman la magnitud con la que un indicador tiende a desviarse de su tendencia central, entre los más relevantes se encuentran la desviación estándar y el coeficiente de variación.

El coeficiente de variación es la medida de dispersión relativa de mayor importancia; se expresa en términos porcentuales, y se define como la desviación estándar de una variable dividida entre su media; la misma puede ser más adecuada cuando los promedios son claramente diferentes, aunque las unidades puedan ser las mismas. Por su parte, la desviación estándar, como medida absoluta, es la que mejor cuantifica la magnitud en que una variable suele desviarse de su tendencia central y se calcula con respecto a la media aritmética de los valores de la serie. Su valor se encuentra en relación directa con la dispersión de los datos (a mayor dispersión de ellos, mayor desviación estándar y, a menor desviación estándar menor dispersión). Es considerada como la medida de desviación más importante y de mayor utilidad práctica.

³ Al calcular la volatilidad de un indicador económico, por lo general, éste se considera en términos de tasa de crecimiento, por lo que es más apropiado utilizar la desviación estándar. Puesto que la desviación estándar es calculada sobre valores porcentuales, la misma también se expresa en términos porcentuales (Ruiz, 2003).

Cuadro No.1 Volatilidad de la tasa de ahorro privado.
Venezuela, 1986-2002

	1968-1973	1974-1982	1983-2002
<i>TMSPV</i>	0,069	0,274	0,511
<i>PIB</i>	0,034	0,061	0,308
<i>PIBpc</i>	0,003	0,019	0,034

TMSPV: Tasa de ahorro privado.

PIB: Producto Interno Bruto (tasa de crecimiento).

PIBpc: Producto Interno Bruto Per cápita (tasa de crecimiento).

Como se observa en el cuadro 1, los niveles de volatilidad se incrementan sustancialmente a partir de 1983. Un período a partir del cual la economía venezolana ha estado sometida a diversos *shocks* de origen externo, en contraste con el lapso de 1968- 1973, donde los niveles de volatilidad son mínimos, acordes con un período de relativa estabilidad económica y equilibrio macroeconómico.

El deterioro del ahorro privado pareciera estar asociado a la inestabilidad que presenta la economía venezolana. El nivel de ingreso y los mecanismos a través de los cuales se transmiten los distintos *shocks* que afectan a la economía, alteran las decisiones consumo y ahorro. Por supuesto, la estructura productiva de la economía, así como la eficiencia y tamaño del sistema financiero determinan, a su vez, la reacción del ahorro a los cambios en el nivel de actividad y estabilidad de la actividad económica.

A la inestabilidad del ingreso hay que añadir la evolución de la incertidumbre en la economía. Este proceso está dado por la aceleración inflacionaria y la alta variabilidad en el tipo de cambio, lo que genera que los agentes económicos ajusten sus decisiones ahorro-consumo.

La fuga de capitales, el adelanto en el consumo, la adquisición de bienes durables y especulación financiera, son respuestas de los agentes económicos a los desequilibrios macroeconómicos y a las expectativas de devaluación, ocasionando con esto el deterioro del ahorro privado.

III. ESTIMACIÓN EMPÍRICA

En esta sección se realiza un ejercicio econométrico preliminar para establecer la relación empírica entre el ahorro privado y la volatilidad macroeconómica, tomando para ello, los aspectos metodológicos previos y la estimación econométrica como tal.

III.1 Aspectos Metodológicos

La estimación empírica de los modelos utiliza una muestra de datos anuales del período 1968-2002. Se acude a este lapso muestral, dadas las características particulares de la economía venezolana. Este período es particularmente diferenciado en cuanto a la dinámica y comportamiento de la economía. Este lapso presenta una etapa de estabilidad y crecimiento sostenido (1968-1973); un período comprendido entre 1974 y 1982, el cual estuvo signado por un lapso de crecimiento acelerado (1974-1977) y uno de desaceleración y estancamiento económico (1978-1982), y un tercero de estancamiento y recesión, volatilidad e inestabilidad económica (1983-2002).

Los datos originales provienen de la información estadística del Banco Central de Venezuela, BCV, esto permitió obtener nuevas series a través de cálculos propios. Todas las variables están en año base 1984.

Seguidamente, se establecieron algunos criterios en torno a cómo medir la volatilidad. En este sentido, se tomaron cuatro variables macroeconómicas: el producto interno bruto real, la tasa de cambio real, los términos de intercambio y, como variable de política económica, se utilizó el déficit/superávit fiscal primario no petrolero del Gobierno Central. La volatilidad del crecimiento del producto es tomada para representar lo volátil de la demanda. El tipo de cambio real está estrechamente ligado a la volatilidad de los flujos de capital. Los términos de intercambio revelan los *shocks* externos que afectan el comportamiento de la economía, haciéndola más volátil. El déficit/superávit fiscal primario no petrolero constituye una importante fuente de *shocks* al amplificar los *shocks* externos. *Ceteris paribus*, incrementos en la volatilidad de estas variables hace que las señales de precios sean menos informativos acerca de la rentabilidad del ahorro a través de los sectores.

Como paso previo, para cada una de estas variables se construyó un modelo de heteroscedasticidad condicional autorregresivo (ARCH). El uso de estos modelos ha resultado eficiente para el análisis de series de tiempo que experimentan cambios en su varianza entre un período muestral y otro.

En este caso se especificó un modelo GARCH (Generalized Autorregresive Conditional Heteroskedasticity), establecido por Bollerslev (1986), específicamente se estimó un modelo GARCH (1,1) univariable de la siguiente forma:

$$y_t = \alpha_0 + \alpha_1 y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$\sigma_t^2 = \gamma_0 + \gamma_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \delta_1 \sigma_{t-1}^2 \quad (2)$$

Donde σ_t^2 denota la varianza condicional de ε_t con información del período t . Para cada una de las variables se estimó el modelo (1) (2). Se tomó la varianza estimada de la ecuación (2) como medida de volatilidad de y_t .

El modelo GARCH se utiliza para estimar la varianza de las innovaciones impredecibles en una variable, en lugar de simplemente calcular una medida de volatilidad basadas en realizaciones de la variable. Por tanto, la aplicación de este método no sólo permite el cálculo de una esperanza condicional sobre la base de un modelo univariante, sino también de su varianza condicional que puede ser asociada a la idea de volatilidad. Lo fundamental de esto es que una mayor varianza implicaría una mayor volatilidad.

Es importante precisar que la hipótesis según la cual las varianzas son iguales es rechazada a niveles razonables de significación estadística. Es obvio que la mayoría de las variables se han hecho más volátiles a partir de 1983, fecha en la cual se abandona el tipo de cambio fijo. El ajuste de un modelo GARCH permite validar esta conjetura acerca de la varianza de las variables en estudio.

Una vez obtenida la varianza condicional, el próximo paso es investigar la asociación entre esas medidas de volatilidad y el comportamiento del ahorro privado. Para ello se especificó la siguiente ecuación⁴:

$$spv_t = f(spv_{t-1}, \sigma_t) + \varepsilon_t \quad (3)$$

Donde spv es el ahorro privado a precios constantes de 1984, σ es el conjunto de variables que miden la volatilidad y ε la variable aleatoria. En cuanto al efecto de la estimación de las medidas de volatilidad sobre el ahorro privado no hay evidencia empírica que permita corroborar los resultados aquí obtenidos, pero se espera que el efecto sea negativo. Es decir, las decisiones de los agentes económicos para ahorrar estarán influidas negativamente a medida que la varianza condicional de las variables (tipo de cambio, PIB, términos de intercambio y déficit/superávit fiscal primario no petrolero) se incremente.

⁴ Esta forma de especificación es normal en este tipo de trabajo, donde se mide incertidumbre y volatilidad. En todo caso, una referencia importante puede ser Servén (1998, 2002).

III.2 Estimación Econométrica

En esta sección se presentan las estimaciones realizadas a partir de los supuestos anteriores.

$$\begin{aligned} \Delta LSPV = & 0.2039 - 336.34 \sigma \text{ PIB} - 0.0399 \sigma \text{ DFPNP} - 8.0185 \sigma \text{ TERM} - 7.7754 \sigma \text{ TCR} \\ & (1.645) \quad (-2.393) \quad (-3.279) \quad (-2.795) \quad (-2.548) \\ & + 0.4606 \Delta LSPV_{-1} + 0.5324 D83 - 4.7134 D93 + 0.7378 D94 + 0.5203 D97 \\ & (2.874) \quad (2.642) \quad (-4.714) \quad (3.956) \quad (3.307) \end{aligned}$$

R ²	= 0.773	
A ajustado	= 0.654	
D.W.	= 2.147	
Test de Correlación Serial (LM)		F (1, 17) = 0.002[0.964]
Test de Forma Funcional (Ramsey's Reset):		F (1, 17) = 0.054[0.818]
Test de Normalidad (Jarque-Bera):		ChiSQ (2) = 0.972[0.615]
Test de Heterocedasticidad de White:		F (1, 28) = 0.594[0.447]
F _{statistic}		6.485[0.000]

Los valores entre paréntesis representan el estadístico t de student.

Donde Δ denota la primera diferencia de la variable; σ representa la varianza condicional de la variable respectiva, tomada como medida de volatilidad.

Es importante aclarar que estos resultados hay que tomarlos con mucho cuidado y la interpretación que se haga de ellos quizás nos sea la apropiada, por lo tanto los resultados pueden ser no son concluyentes.

El modelo se realizó mediante una estimación uniecuacional parsimoniosa. Desde el punto de vista estadístico y económico, el modelo es razonablemente aceptable. Los estadísticos LM, (autocorrelación serial), Jarque-Bera, (normalidad de los residuos), forma funcional (Ramsey's Reset) y el Arch-LM (Heterocedasticidad), indican que no existen los problemas que se analizan. Es decir, no hay violación de los supuestos del modelo clásico de mínimos cuadrados ordinario (MCO). El modelo resultó estructuralmente estable en cuanto a los parámetros (test CUSUM). Así mismo, de acuerdo al estadístico F la regresión resultó globalmente significativa con un margen de confianza del 95%. A su vez, la misma explica en un 73% el comportamiento del ahorro privado. Adicionalmente, se incluyeron cuatro variables dummy: 1983, 1993, 1994 y 1997, las cuales co-rigen shocks coyunturales y estructurales.

Los *shocks*, tanto estructurales como coyunturales alteran el perfil del ahorro privado, lo cual tiene consecuencias en el análisis económico y estadístico que de ello se haga. En consecuencia, se hace necesario obtener un modelo congruente que cumpla con los supuestos del modelo clásico lineal. Así, la incorporación de las variables dummy al modelo le dan estabilidad. Por otro lado, éstas aportan individualmente un significado importante al comportamiento de los agentes económicos en esos años. Adicionalmente, la incorporación de estas variables mejora el error de predicción del modelo.

La dummy en 1983 recoge un proceso recesivo en la economía venezolana, producto de la crisis del sector externo (mercado petrolero internacional), abandono del tipo de cambio fijo y crisis de la deuda externa; la de 1993 nuevamente una caída del ahorro privado, lo que puede interpretarse como falta de confianza en la consolidación en las reformas estructurales iniciadas en 1989; la dummy en 1994 recoge el efecto de la crisis financiera y la de 1997, quizás el elemento fundamental en el programa de ajuste iniciado en 1996.

En principio, la evidencia empírica muestra el efecto negativo de la volatilidad macroeconómica medida a través de la volatilidad del PIB real, σ_{PIB} , la volatilidad del déficit fiscal no petrolero, σ_{fnp} , la volatilidad del tipo de cambio real, σ_{tcr} , y la volatilidad de los términos de intercambio, σ_{term} , sobre el ahorro privado. Como se mencionó anteriormente, al incrementarse la varianza condicional de estas variables se estará en presencia de una mayor volatilidad macroeconómica.

Se hace importante hacer referencia al término rezagado del modelo, spv_{t-1} , el cual muestra un coeficiente positivo. Lo importante de esto está dado por el proceso de volatilidad macroeconómica en la economía como información relevante. Así, el sector privado fijaría sus niveles de ahorro en S_{t-1} y ésta decisión se tomaría asumiendo toda la información disponible en $t-1$. En el período t el ahorro se ajustaría para incorporar la nueva información no disponible en $t-1$. Por lo tanto, la revisión de la relación de ahorro y consumo como su contra parte, entre el período $t-1$ y t , sólo refleja las innovaciones en las varianzas condicionales de las variables que se utilizaron para medir la volatilidad macroeconómica.

IV. CONSECUENCIAS DE LA VOLATILIDAD MACROECONÓMICA

En un contexto de volatilidad macroeconómica, la volatilidad del crecimiento del PIB real estaría relacionada con la volatilidad de las políticas económicas, en especial la fiscal y monetaria. En todo caso, la volatilidad del ingreso real puede ser un elemento de importancia en el deterioro del ahorro privado. Sin embargo,

la volatilidad del ingreso está asociada con la vulnerabilidad externa, es decir, los *shocks* en los términos de intercambio. En segundo lugar, los *shocks* externos tienen un efecto importante sobre el ahorro privado, dada las consecuencias sobre el desempeño económico de éstos. En todo caso, la volatilidad externa, basada en la volatilidad de los términos de intercambio, reduce el ahorro privado de la economía. Así, si se asume constante la inversión y que no hay déficit fiscal, el incremento en el ahorro se produce simultáneamente con una mejora de la misma magnitud en el saldo en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Los efectos serían contrarios si se produce un deterioro en los términos de intercambio, independientemente si este es producto de un aumento en el precio relativo de los bienes importables o en los exportables (Zambrano et al, 1996).

Se tiene también, por el lado del tipo de cambio, que las fluctuaciones generadas por las variaciones en los términos de intercambio se traducen en distorsiones del tipo de cambio real. La alta variabilidad en el tipo de cambio, señala la presencia de incertidumbre que puede desalentar las decisiones de ahorro interno. Así mismo, dada la alta correlación con la volatilidad de la inflación (Manzano, 2002), esto implica importantes distorsiones a la hora de asignar recursos entre los diferentes sectores de la economía.

La gran volatilidad del tipo de cambio está asociada también a la gran variabilidad de los flujos de capital privado y esto, a su vez, se vincula con una mayor incertidumbre y vulnerabilidad económica, afectando negativamente el crecimiento económico y, por ende, el ahorro privado.

En cuanto al déficit fiscal, el indicador que se tomó fue el déficit fiscal primario no petrolero del Gobierno Central. Hay que señalar que la política fiscal es un factor trascendental para lograr la estabilidad económica. Para ello, se requiere que su comportamiento sea contra cíclico a las fluctuaciones económicas. No obstante, en Venezuela la evidencia muestra que el comportamiento de la política fiscal es procíclico. Este indicador también puede estar asociado a la inestabilidad de la política económica. En todo caso, la volatilidad de la política fiscal pudiera tener un efecto negativo sobre el ahorro privado. Esto genera incertidumbre y riesgo en la toma de decisiones de los ahorristas.

Adicionalmente a lo anterior, los resultados pudieran estar indicando un efecto sobre el sistema financiero y sobre la distribución del ingreso. En este sentido, un sistema financiero estable con cierto grado de profundidad financiera es un factor importante en la canalización del ahorro hacia la inversión. No obstante, las variables anteriormente señaladas tendrán un efecto sustancialmente negativo sobre el sistema financiero en la medida en que no exista profundidad financiera o sea muy baja, afectando con ello al ahorro. Por otro lado, una elevada volatilidad macroeconómica está asociada con el alto grado de desigualdad

del ingreso. Esto es, una alta volatilidad del PIB real impacta negativamente la distribución del ingreso. Si se toma en cuenta que entre la concentración del ingreso y el ahorro privado puede existir algún vínculo importante se puede suponer que una fuerte volatilidad macroeconómica ocasionará una alta y persistente desigualdad del ingreso afectando el ahorro privado (Arcos y Urquillas, 2002).

A MODO DE CONCLUSIÓN

En esta investigación se examinaron las características que presenta el ahorro privado en Venezuela para el lapso 1968-2002. Estableciendo que la pérdida de dinamismo y tendencia secular al estancamiento, parece estar vinculada a la alta volatilidad macroeconómica que presenta la economía venezolana, particularmente a partir de 1983.

En términos generales, la volatilidad macroeconómica tiene efectos negativos sobre el desempeño económico, especialmente sobre el ingreso; por lo tanto, es razonable entonces que la volatilidad macroeconómica, medida a través de un conjunto de variables macroeconómicas, tenga efectos negativos sobre el ahorro privado.

En particular, puede afirmarse, una vez realizada la estimación econométrica y por los resultados arrojados por ésta, que existe un vínculo negativo entre la volatilidad del PIB, del tipo de cambio real, de los términos de intercambio y del déficit fiscal primario no petrolero con el ahorro privado para el período 1968-2002. Es importante destacar, que los resultados de la evidencia empírica están validados por la significación estadística y económica de los parámetros del modelo.

En el análisis empírico destaca la importancia que tiene la volatilidad del PIB sobre el ahorro, ya que su efecto es mayor sobre el deterioro de éste. Esta mayor volatilidad del PIB, también afecta negativamente la distribución del ingreso.

Para concluir, se demostró que la volatilidad macroeconómica ha afectado al ahorro privado; sin embargo, estos resultados deben ser puestos a prueba con modelos econométricos con una mejor especificación y supuestos teóricos más robustos.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Arcos, X y E. Urquillas (2002), "Ahorro interno y mercados de capital", *Temas Críticos para América Latina*, Corporación Andina de Fomento (CAF), Caracas.
- Bollerslv, T. (1986), "Generalized autoregressive conditional heteroskedasticity", *Journal of Econometrics*, 31, Universidad de Stanfor, Estados Unidos.
- Clemente, L. y A. Puente (2001), "Choques externos y volatilidad en Venezuela", Corporación Andina de Fomento, Proyecto Andino de Competitividad, *mimeo*, Caracas.
- Ferré, C. M., A. García y J. Ramajo (2001), *Efectos de la política fiscal sobre el ahorro privado: evidencia empírica para la OCDE*, Universidad de Extremadura, España.
- Hausmann, R., A. Powell y R. Rigobon (1993), "An optimal spending rule facing oil income uncertainty (Venezuela)", Engel, E.Y.P. Meller (Eds.), *External shocks and Stabilization Mechanisms*, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington D. C.
- Manzano, O. (2002), "Vulnerabilidad externa y volatilidad económica", *Temas Críticos para América Latina*, Corporación Andina de Fomento, CAF, Caracas.
- Ruiz, K. (2003), *Impacto de la volatilidad macroeconómica en la pobreza. Caso de estudio: Venezuela, 1975-2002*, Trabajo Especial de Grado, Escuela de Economía, UCV, Caracas.
- Serven, L. (1998), "Macroeconomic uncertainty and private investment in LDCs: an empirical investigation", *mimeo*, World Bank, Washington D. C.
- (2002), "Real exchange rate uncertainty and private investment in developing countries", *mimeo*, World Bank, Washington D. C.
- Torres, G. (2001), *Un sueño para Venezuela*, Banco Venezolano de Crédito, Segunda Edición, Caracas.
- Vera, L. (2003), "Liderazgo Político, Renta y Política Económica: la gestión económica en la era de Chávez", *mimeo*, Centro de Estudios Latinoamericano, Universidad de Oxford, Inglaterra.
- Zambrano, L. y otros (1996), *El Ahorro Privado en Venezuela: Tendencias y Determinantes*, Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales, UCAB, Caracas.