

Capítulo 12

Demografía y macroeconomía: oportunidades y riesgos en la Argentina del bono¹

12.1. INTRODUCCIÓN

La transición demográfica es un proceso de muy largo plazo que afecta a todos los países del globo. Esa transición consta de tres grandes etapas: la temprana, la del bono demográfico y la de envejecimiento. Un rasgo importante es que ni el comienzo ni el ritmo de la transición demográfica es el mismo en todos los países, lo cual crea asimetrías demográficas en la economía global. La Argentina está en la actualidad dentro de la llamada ventana de oportunidad demográfica (VOD) que será seguida por la etapa de envejecimiento poblacional.

Si bien la transición demográfica se relaciona con variables que van más allá de la esfera económica, existe una dimensión de interacción entre las variables económicas y las demográficas que es fuente tanto de oportunidades como de desafíos en lo que hace al crecimiento. Los desarrollos analíticos recientes han mostrado que mientras la etapa del bono demográfico se caracteriza por ser la más favorable para el crecimiento económico, la etapa de envejecimiento puede ser una fuente de restricciones e, incluso, inestabilidad macroeconómica. Desde esta perspectiva, el desafío esencial que la demografía le plantea hoy al país puede resumirse en la pregunta: ¿qué debería hacer Argentina para hacerse rica antes de hacerse vieja?

A pesar de la importancia de esta pregunta, en el proceso de diseño de las políticas públicas las restricciones y oportunidades asociadas con la demografía raramente ocupan un primer plano. Los cambios demográficos se producen de manera paulatinos y, por ende, las políticas orientadas a lidiar con ellos son con facilidad desplazadas en la agenda pública por las urgencias de la coyuntura. Un ejemplo paradigmático en este sentido es que frecuentemente los gobiernos recurren a los fondos del sistema de seguridad social

1 José María Fanelli, Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES). Se agradece muy especialmente a Ramiro Albrieu por su ayuda con las simulaciones y discusiones detalladas. También se agradece al equipo de CNT sección argentina y los comentarios del resto de los autores de este libro. Correspondencia a josefan@cedes.org

– destinados a solventar el déficit de ciclo de vida futuro –, para financiar el déficit fiscal corriente. Es una forma de conseguir financiamiento generando un pasivo “invisible” para las cuentas públicas que se deja como legado a las generaciones venideras. Un elemento que también contribuyó a reducir la visibilidad de las cuestiones demográficas es que sólo recientemente han comenzado a estar disponibles datos relativos a los ingresos y consumos específicos por cohorte. Sin dudas, estos desarrollos irán teniendo una influencia cada vez mayor en el diseño de políticas públicas (Mason y Lee, 2011).

En el presente capítulo se estudian los vínculos entre la macroeconomía y la demografía en Argentina. Las dos preguntas fundamentales que se analizan son: ¿qué factores macroeconómicos deben considerarse para aprovechar la etapa del bono demográfico a los efectos de acumular activos y hacer crecer el ingreso por habitante?² Y, ¿qué dinámicas macroeconómicas hay que tomar en cuenta para evitar que en la etapa de envejecimiento la demografía devenga en una fuente de inestabilidad macroeconómica y/o estancamiento del ingreso?

En relación con la primera pregunta, se utiliza el enfoque de Mason y Lee (2005)³. De acuerdo con estos autores el bono demográfico es en gran medida potencial y eventualmente se materializa en un primer y un segundo “dividendo de crecimiento”. Para que esos dividendos se puedan “cobrar” el comportamiento económico de las diferentes cohortes y las políticas del gobierno deben ser las apropiadas. En cuanto a la segunda pregunta, referida al envejecimiento y la estabilidad, se considera el esquema analítico y las metodologías desarrolladas en Wilson y Ahmed, (2010), Haldane, (2010), Albrieu y Fanelli (2012 y 2013), que se centra en la interacción entre los déficit de ciclo de vida, por un lado, y el déficit fiscal, la cuenta corriente y la acumulación de activos, por otro. Ese esquema destaca que los desequilibrios macroeconómicos asociados con la demografía suelen distinguirse por su persistencia. Por ejemplo: déficits prolongados en la seguridad social que tornan insostenible la deuda pública o riesgos exacerbados por falta de instrumentos financieros para procesar los déficits de ciclo de vida y los riesgos de longevidad⁴.

En la dimensión de las políticas, las preguntas que motivan el trabajo son: ¿dónde poner el acento de las políticas públicas para que se materialicen los dividendos demográficos de crecimiento? ¿Qué aspectos debe monitorear la política pública para reducir el riesgo de desequilibrios macroeconómicos persistentes? ¿En qué factores hay que focalizar el esfuerzo de forma de canalizar el ahorro extra generado por el bono demo-

2 En lo que sigue “período de la ventana de oportunidad demográfica” y etapa del “bono demográfico” se utilizan de manera indistinta.

3 Véase también Bloom y Williamson (1997); Bloom et al. (2003); Bloom et al. (2010); Mason (2005); Mason y Lee (2006).

4 Sobre estas cuestiones ver Kent et al. (2006) y IMF (2012).

gráfico hacia la inversión? ¿Qué políticas podrían facilitar el logro de estos objetivos partiendo del entorno macroeconómico actual y tomando en cuenta la experiencia de países que cursaron antes las etapas demográficas que le esperan a Argentina?

La elaboración de este capítulo ha contado con dos ventajas. La primera es que tuvo disponible estimaciones de los perfiles por cohorte de ingresos, consumos, impuestos y transferencias del sector público que fueron realizadas siguiendo la metodología propuesta por el proyecto sobre Cuentas Nacionales de Transferencias (CNT) y presentadas en el Capítulo 2. La segunda son los estudios sobre las consecuencias del envejecimiento que aparecen en los demás capítulos de este libro.

El capítulo está estructurado de la siguiente manera. A continuación se presenta un conjunto de indicadores relacionados con la transición demográfica que son necesarios para caracterizar la etapa en la que se encuentra la Argentina y para identificar los canales a través de los cuales la demografía influye sobre la macroeconomía en general y sobre los dos dividendos y el período subsiguiente de envejecimiento en particular. La tercera sección avanza un paso más en precisar esos canales y, recurriendo a las metodologías y datos aportados por el proyecto de CNT⁵ evalúa los perfiles de consumo e ingresos de las cohortes en el caso argentino y el déficit de ciclo de vida. En base a ello se define y mide el coeficiente de sustentación del consumo. La sección cuatro discute la relación entre el déficit de ciclo de vida y los dos “dividendos” del crecimiento. La quinta sección se ocupa de la forma de financiamiento de los déficits de ciclo de vida agregados y sus vínculos con el ahorro, la cuenta corriente, la deuda pública y la acumulación de activos externos. También se cuantifica en ese marco la riqueza de ciclo de vida agregada y la riqueza de transferencia. La última sección resume las conclusiones.

12.2. TRANSICIÓN DEMOGRÁFICA, VENTANA DE OPORTUNIDAD Y AHORRO

En esta sección se discute un conjunto de indicadores referidos a la población y su estructura por edades que son necesarios para analizar los vínculos entre transición demográfica, crecimiento económico y estabilidad macroeconómica. El foco está en el

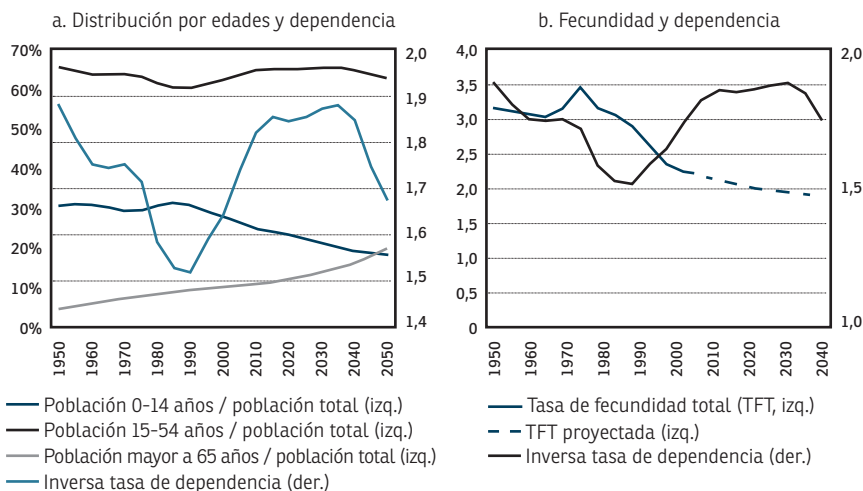
5 Una ventaja de la base de datos y la metodología aportadas por el proyecto CNT es la de hacer posibles comparaciones internacionales, lo que permite contar con patrones de referencia para evaluar la evidencia correspondiente a Argentina. En el presente capítulo se utilizan frecuentemente los casos de Corea –por ser un país exitoso en aprovechar la etapa del bono demográfico–; de Brasil –por tratarse de un país latinoamericano que está pasando también por la etapa del bono– y Japón como ejemplo de un país avanzado en la transición y que envejece. Ocasionalmente también se hace uso de los casos de China y Chile para subrayar aspectos específicos.

examen de los indicadores asociados con el bono demográfico que se genera durante el período en que está abierta la ventana de oportunidad demográfica y en el subsiguiente de envejecimiento. Entre esos indicadores se destacan la tasa de dependencia y los que identifican el peso de las cohortes de “ahorradores primarios” en el total de la población.

12.2.1 Ventana de oportunidad y tasa de dependencia

Naciones Unidas (2004) define la ventana de oportunidad demográfica como una etapa de la transición en la cual la proporción de la población que tiene menos de 15 años cae permanentemente por debajo del 30% y la de quienes tienen 65 o más es aun relativamente baja (menor al 15%). Antes de entrar en la ventana el país es clasificado como “niño” y al salir se lo llama “viejo”. Argentina se encuentra dentro de la VOD desde el año 1995 y, según las proyecciones, permanecerá en esa posición hasta 2035-38 (Gráfico 12.1a)⁶.

GRÁFICO 12.1 Inversa de la tasa de dependencia, tasa de fecundidad y participación por edades. Años 1950-2050



Fuente: elaboración propia en base a información de Naciones Unidas (2013)

6 Si se considera la definición alternativa de que la VOD se extiende durante todo el período en que la tasa de dependencia total es menor al 60%, la ventana sería más extendida. Llegaría hasta el año 2050.

Los países que se encuentran dentro de la VOD muestran una mayor proporción de gente en edad activa. Esto implica que aún si la productividad media de cada trabajador se mantuviera constante, el ingreso por habitante podría aumentar gracias a la expansión relativa de la población en edad de trabajar. Es evidente que el ingreso per cápita no será el mismo si trabaja el 50% o el 60% de la población. Este hecho, como se discute más adelante, es central para que se genere el primer dividendo demográfico (PD). Una forma directa de evaluar el efecto de la demografía en relación con esto es calcular el indicador de “dependencia”: el cociente entre la población que no está en edad de trabajar (menores de 15 años y mayores de 65) y la que sí lo está (entre 15 y 64 años). En el Gráfico 12.1a se presenta la inversa de este indicador el cual expresa cuántos trabajadores potenciales existen por cada persona dependiente⁷.

Del gráfico surge claramente por qué Argentina se encuentra en una etapa favorable para crecer: hasta que se cierre la VOD, en 2035, la oferta potencial de trabajo estará en niveles elevados y alcanzará un máximo en ese año de 1,88 trabajadores potenciales por persona dependiente. Obviamente, para que esta oferta potencial se convierta en efectiva la economía deberá crear suficientes puestos de trabajo. Por ello no sorprende que Mason y Lee (2011), adviertan que los beneficios de la demografía no son automáticos. Nótese, por otra parte, como cae la cantidad relativa de personas en edad de trabajar en el período de envejecimiento que sigue al cierre de la VOD desde 2040 en adelante. Según las proyecciones de Naciones Unidas, en 2050 el indicador tomará un valor de 1,67 trabajadores potenciales por dependiente. Si la economía no se preparó para esa etapa durante el bono demográfico, la carga para las generaciones futuras podría ser muy significativa pues habrá más personas dependientes por trabajador. Se proyecta que en 2050, como se observa en el Gráfico 12.1a la proporción de personas mayores a 65 años se ubicaría en cerca del 20% de la población total, superando la participación de los jóvenes.

Un rasgo demográfico favorable que presenta Argentina es que se proyecta que la duración de la VOD será mayor a la de otros países comparables. En efecto, mientras en Argentina la duración es de aproximadamente cuarenta años, en Brasil es de diez años menos y en Corea de quince menos.

La evolución de la tasa de fecundidad explica en gran medida el hecho de que la VOD tenga mayor duración en Argentina. El Gráfico 12.1.b muestra la trayectoria de la tasa de fecundidad. Como se observa esta tasa desciende desde 1975-80 en adelante y se ubica en la actualidad en aproximadamente 2,2. Aunque el descenso en la fecundidad es un rasgo común a los países de la región demográficamente similares a Argentina, la trayectoria de

7 La inversa del coeficiente de dependencia se define como: $IDR = X_A / (X_Y + X_V)$, donde X_Y ; X_V y X_A son, respectivamente, las poblaciones: Y=0-14 años (jóvenes); A=15-64 años (adultos); y V= 65+ (viejos).

la fecundidad exhibe características que son algo atípicas. Por un lado, en la década de los setenta se registra un incremento de la fecundidad que es poco común y, por otro, la velocidad del descenso es menor en Argentina. En países como Brasil, Corea o China, la caída en la tasa de fecundidad ha sido más pronunciada. Por ejemplo, mientras a comienzos de 1950 Argentina ya mostraba una tasa de fecundidad de 3,15, en Brasil esa tasa era de 6,15. En 2010, la tasa brasileña es de 1,9 y la de Argentina todavía se ubicaba en 2,25. Trayectorias incluso más pronunciadas que las de Brasil se observan en Corea y China, donde la tasa de fecundidad se ubicaba en 2010 en valores tan bajos como 1,3 y 1,6 respectivamente. Esto juega a favor del potencial de crecimiento que hoy tiene el país en la medida que la duración del bono demográfico se extiende y se atrasa el comienzo del envejecimiento.

En el período en que el indicador de fecundidad es más bajo y hay relativamente más gente que está en edad de trabajar, el esfuerzo de proveer a las necesidades de niños y jóvenes puede repartirse entre una mayor cantidad de trabajadores. Esto influye sobre la tasa de crecimiento por dos razones: la primera es que al reducirse la cantidad de menores en el hogar se facilita la participación de la mujer en el mercado de trabajo –con lo que se expande la tasa de participación⁸– aumentando el ingreso disponible del hogar y el potencial de ahorro; la segunda es que los padres pueden invertir de manera más intensiva en el capital humano de una menor cantidad de hijos.

Por supuesto, en los países en que la tasa de fecundidad cae más rápido, la cantidad de trabajadores por persona dependiente tiende a crecer más velozmente, haciendo más fácil sostener el hogar. Pero este beneficio tiene un costo: el período de la ventana de oportunidad se acorta porque la etapa de envejecimiento llega más rápido y la tasa de dependencia comienza a crecer prematuramente debido a que hay más adultos mayores en los hogares y se reducen las incorporaciones al mercado de trabajo. A partir de este punto comienzan a revertirse los factores favorables al crecimiento, revelando que la VOD es un fenómeno transitorio. Así, la reversión será seguramente más rápida en países como China debido a la política del hijo único, pero también se espera que lo sea en Brasil y Corea por la veloz caída de la tasa de fecundidad; de hecho estos países muestran ya tasas de fecundidad menores a las requeridas para mantener la población (2,1 hijos por mujer). En Argentina la reversión se retrasará gracias a la más lenta evolución de la fecundidad.

12.2.2 Los ahorradores primarios

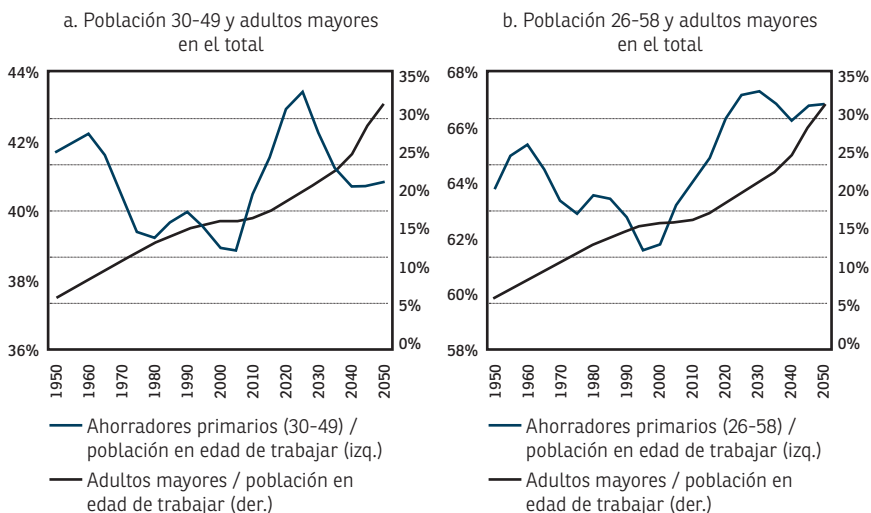
Cuando un país se encuentra dentro de la VOD, al incrementarse el tamaño de las cohortes que están en edad de trabajar, se eleva la proporción de “ahorradores prima-

8 Tal como fuera discutido en el Capítulo 10.

rios”. Esto es, la proporción de personas que por su edad se caracterizan por una alta propensión al ahorro debido a que tienen mayores ingresos y a que deben prepararse para el retiro. Por lo tanto, cuanto mayor sea la participación de este grupo, mayor será la propensión media al ahorro de la economía. Asimismo, si la esperanza de vida sube, aumenta el stock de activos necesario para financiar un período de retiro más largo y ello demanda más ahorro. Estos hechos, como se explica más adelante, son los que dan lugar al segundo dividendo de crecimiento (SD).

De lo anterior se desprende que una forma de evaluar empíricamente la influencia de la demografía sobre el ahorro es examinar la proporción de ahorradores primarios en la población. El Gráfico 12.2 muestra la evolución del grupo de ahorradores primarios como proporción de la población en edad de trabajar. Se utilizan dos versiones de “ahorrador primario”. La primera definición abarca las cohortes de entre 30 y 49 años, que es el grupo de trabajadores primarios que considera la metodología de CNT a los efectos de comparar internacionalmente. La segunda definición toma en cuenta la capacidad de generar superávit de ciclo de vida (exceso del ingreso laboral sobre el consumo): se consideran las cohortes que tienen entre 26 y 58 años que, según se examina más abajo, son las que muestran un exceso del ingreso laboral por sobre el consumo para el caso específico de Argentina (Gráfico 12.3).

GRÁFICO 12.2 Ahorradores primarios. Años 1990-2050



Fuente: elaboración propia en base a información de Naciones Unidas (2013)

Los Gráficos 12.2a y 12.2b revelan que ambas definiciones determinan trayectorias cualitativamente similares: de la mano de la caída en la tasa de dependencia, la proporción de ahorradores en la fuerza laboral crece hasta alcanzar valores máximos en 2025 (para 30-49 años) y 2030 (para 26-58 años). A su vez, es importante constatar que la máxima diferencia entre ahorradores primarios y adultos mayores como proporción de la fuerza laboral se alcanzaría en 2020. Es razonable conjeturar, por lo tanto, que la etapa actual de la transición demográfica es muy propicia para crecer: la capacidad de ahorro se dirige hacia su máximo mientras aún no pesan excesivamente las demandas de los trabajadores retirados.

En los gráficos se observa claramente cómo, al cerrarse la ventana de oportunidad a mediados de los 2030, la situación empeora sustancialmente: mientras cae la participación de los ahorradores primarios sube la proporción de adultos mayores, un hecho que es fácil de anticipar si se toma en cuenta la experiencia actual de los países más envejecidos, como Japón.

Buena parte de los efectos económicos del bono y el envejecimiento operan a través del el stock de capital con que cuenta cada trabajador, la disponibilidad de espacio fiscal y los flujos de capital. Los siguientes puntos merecen subrayarse en el caso argentino.

En relación al stock de capital, hay que considerar que, si bien al caer el ahorro cae la capacidad de acumular capital, también es cierto que al caer la cantidad relativa de personas en edad de trabajar no es necesario acumular tanto capital porque los requerimientos de empleo de las nuevas cohortes son menores. De hecho, si los retiros de trabajadores aumentan, queda disponible el capital que los trabajadores retirados utilizaban, se eleva la relación capital/trabajo y, con ello, la productividad. En otras palabras: si la sociedad acumuló una buena cantidad de capital durante el bono, los problemas del envejecimiento se atenúan. Una cara más negativa del envejecimiento es que puede reducir la habilidad de la economía para impulsar la productividad más allá de lo que aporta la relación capital/trabajo, por medio de la toma de riesgos y la innovación. Esto es así porque en el período en que la población en edad de trabajar es más joven, es muy probable que el espíritu emprendedor llegue a un auge y que ese auge preceda a una declinación en la etapa de envejecimiento.

El peso de las cohortes que conforman el grupo de ahorradores primarios influye sobre el tamaño del espacio fiscal. Al incrementarse el peso de los ahorradores primarios –y probablemente su productividad y salario gracias a una mayor relación capital producto–, también se ensancha la base tributaria y, por lo tanto, el espacio fiscal: *ceteris paribus*, cuanto mayor el tamaño relativo de la fuerza laboral, mayor la base tributaria y el espacio fiscal disponible. Como el Estado es el que invierte en obra pública de infraestructura, bienes públicos y capital humano, si el espacio fiscal se utiliza con eficiencia el crecimiento se potencia. Nótese, no obstante, que existe un *trade-off* en la medida que la recaudación tributaria reduce el ingreso disponible y el ahorro privado: el

segundo dividendo (SD) se potencia sólo si la rentabilidad social de la inversión pública es superior a la privada, debido a fenómenos como las externalidades, las ventajas de coordinación o la producción de bienes públicos.

Cuando la sociedad envejece, en cambio, el espacio fiscal se reduce. Esto se debe no sólo a que se achica la base tributaria por caída de ingresos del trabajo sino, también, porque aumenta el gasto público en pensiones y salud tal como fuera discutido en los Capítulos 5 y 6. Este es un motivo importante para cimentar la salud de las finanzas públicas en el período previo a la etapa de envejecimiento.

Los flujos de capital entran en el análisis porque la dispar evolución de la transición demográfica global genera diferencias en el balance entre el ahorro y la inversión en países que están cursando diferentes etapas de la transición⁹. Y, obviamente, si influye en el balance entre el ahorro y la inversión, la demografía también contribuiría a determinar el saldo de la cuenta corriente –que no es más que la diferencia entre el ahorro nacional y la inversión– y, consecuentemente, el sentido de los flujos de capital globales. En este sentido, es de esperar que los países relativamente más jóvenes que están por entrar o entrando en la VOD ofrezcan buenas oportunidades de inversión y cuenten con ahorro insuficiente y que lo contrario ocurra en los países que van envejeciendo y generan un exceso de ahorro por sobre la inversión preparándose para la etapa en que los trabajadores retirados demandarán recursos de consumo sin estar trabajando. Esto implica que Argentina no sólo podría necesitar insertarse en los mercados de capital para financiar proyectos productivos en la etapa actual sino, también, contar con la posibilidad de colocar un excedente de cuenta corriente en esos mercados.

En suma, el examen de la estructura demográfica indica que en los próximos veinticinco años se configuraría para Argentina un período propicio para ahorrar, invertir, crear empleos de productividad creciente y hacer crecer el ingreso por habitante. En ese período la economía podría favorecerse por el aumento en el peso relativo de las cohortes compuestas por individuos en edad de trabajar y, dentro de ellas, las compuestas por ahorradores primarios. Como la materialización de los beneficios potenciales no es automática y, además, lo que es una ventaja demográfica en un período puede convertirse fácilmente en un pasivo social (desocupación) o económico (excesiva carga del gasto en el sistema de pensiones) si los recursos se asignan mal, ello significa que de aquí hasta el cierre de la VOD, los errores o el rezago en la implementación de políticas «valen doble».

9 Sobre este punto ver Higgins y Williamson (1997); Bryant (2006); Higgins (1998) y Fanelli y Albrieu (2012).

12.3. EL DÉFICIT DE CICLO DE VIDA Y LA SUSTENTACIÓN DEL CONSUMO

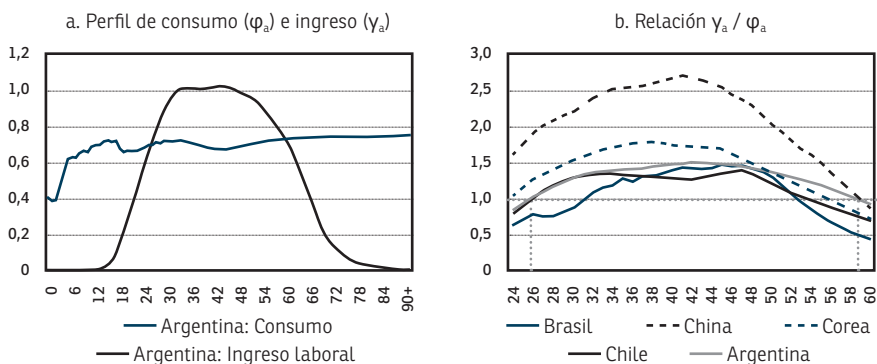
Los indicadores de la sección anterior se basan en información sobre población. Para profundizar en el análisis de las consecuencias económicas de la transición demográfica es necesario incorporar datos sobre el comportamiento de las cohortes aportados por las estimaciones de CNT, lo cual permitirá a su vez definir el déficit de ciclo de vida y los dos dividendos demográficos.

Se comienza estudiando cómo es, en promedio, la conducta de consumo y la capacidad para generar ingresos laborales de cada una de las a cohortes de la sociedad. Se representa el perfil de consumo per cápita de la cohorte a por el coeficiente φ_a y el ingreso laboral per cápita por γ_a ¹⁰. En base a la discusión presentada se espera que en el caso de los grupos económicamente dependientes (menores de 15 y mayores de 65 años) se observe $\varphi_a > \gamma_a$ y que ocurra lo contrario con las cohortes en edad de trabajar. El Gráfico 12.3a exhibe los valores de φ_a y de γ_a correspondientes a cada edad para el caso argentino, lo cual brinda una visión sintética de las diferencias entre el consumo y el ingreso laboral en cada edad. Cuando la curva correspondiente al consumo es superior a la de ingresos se registra un déficit de ciclo de vida per cápita ($DCVPC_a$) ya que ese déficit se define como la diferencia entre consumo y el ingreso laboral de cada cohorte.

De lo registrado en el Gráfico 12.3a se deduce, por un lado, que la relación entre el ingreso laboral y el consumo varía significativamente en función de las edades y, por otro, que los grupos que tienden a generar déficit de ciclo de vida son los que no están en edad de trabajar. Más específicamente, en Argentina el período de la vida en que las personas generan un *superávit* de ciclo de vida (ingreso laboral superior al consumo: $DCVPC_a < 0$) se ubica entre los 26 y los 58 años. En términos per cápita, el superávit generado en ese lapso de la vida, no obstante, no es suficiente para compensar los déficit ($DCVPC_a > 0$) generados en la primera y en la última parte de la vida; antes de los 26 y luego de los 58 años.

10 Siguiendo la metodología de CNT el consumo de las cohortes incluye el consumo financiado por el gobierno y las transferencias en especie, (ver Mason y Lee, 2011). También de forma consistente con esa metodología, las variables φ_a y γ_a están expresadas utilizando el ingreso per cápita de los trabajadores de entre 30 y 49 años (y_m) como denominador. Es decir, si c_a y y'_a son, respectivamente, el consumo y el ingreso laboral per cápita de la cohorte a , se tiene: $\varphi_a = c_a / y_m$ y, también, $\gamma_a = y'_a / y_m$. Los valores de los perfiles φ_a y γ_a quedan fijos en el año base (2010) debido a que la información está disponible sólo para ese año. Para una justificación de por qué es posible mantener fijos los coeficientes como una aproximación razonable ver Mason y Lee (2011).

GRÁFICO 12.3 Perfiles de ingreso y gasto de consumo por cohorte



Fuente: elaboración propia en base a información de CNT

Si la suma de los déficit de ciclo de vida per cápita a través de toda la vida es positiva, ello implica que el gasto de consumo supera al ingreso laboral, y, por lo tanto, hay que recurrir a ingresos no laborales (transferencias privadas o del gobierno, renta de la propiedad o venta de activos existentes) para financiar la diferencia. Las decisiones sobre el nivel del DCV y su financiamiento en el nivel microeconómico de las cohortes tienen consecuencias macroeconómicas de relevancia, como se verá.

El Gráfico 12.3b otorga una forma sintética de evaluar la posición argentina en relación con parámetros internacionales. Allí se grafica el cociente entre el ingreso laboral per cápita y el consumo per cápita (γ_a/φ_a). Si el indicador es mayor a uno, ello revela la presencia de un *superávit* de ciclo de vida per cápita e implica que esa cohorte está contribuyendo en forma neta, con su ingreso laboral, al ahorro agregado. Del gráfico surge que los países asiáticos de alto crecimiento seleccionados tienen una propensión a consumir per cápita bastante más baja que las que se observan en América Latina. El cociente de Corea y China es muy superior a uno (en China alcanza máximos superiores a 2). Esta evidencia indica que el grupo de ahorradores primarios argentinos tiene una menor propensión a renunciar al consumo (y lo mismo ocurre en Chile y Brasil). Esta debilidad en la tasa de ahorro no es una buena noticia en cuanto a la capacidad para aprovechar la VOD.

No se debe olvidar, sin embargo, que estas cifras sobre consumo e ingreso están expresadas en términos per cápita de cada cohorte y la cantidad de habitantes en cada cohorte no es la misma. Por ejemplo, si bien el déficit de la cohorte de 90 años es muy alto, la cantidad de personas de esa edad es muy baja. Para reflejar este hecho, el enfoque de CNT trabaja con los conceptos de consumidores efectivos

(N_t) y productores o trabajadores efectivos (L_t). Si se denomina x_{at} a la cantidad de habitantes en la cohorte a en el momento t y la edad máxima que se puede alcanzar es ω se puede definir:

$$N_t = \sum_{a=0}^{\omega} \varphi_a x_{at};$$

$$L_t = \sum_{a=0}^{\omega} \gamma_a x_{at}$$

Es decir que la cantidad de consumidores efectivos a tomar en cuenta en cada cohorte depende no sólo de la cantidad de personas que componen la cohorte en cada punto del tiempo x_{at} sino, también, del consumo per cápita de cada una de ellas φ_a . La cantidad de trabajadores efectiva se computa de igual forma considerando los ingresos per cápita por cohorte γ_a .

En base a estas definiciones, es posible preguntar de manera más precisa que sobre la base sólo de la tasa de dependencia, qué ocurre a través de la transición demográfica con la capacidad que la población trabajadora tiene para mantener a quienes dependen de ellos. Con tal propósito se define el coeficiente de sustentación del consumo (SR) como la relación entre la cantidad de trabajadores efectivos y de consumidores efectivos:

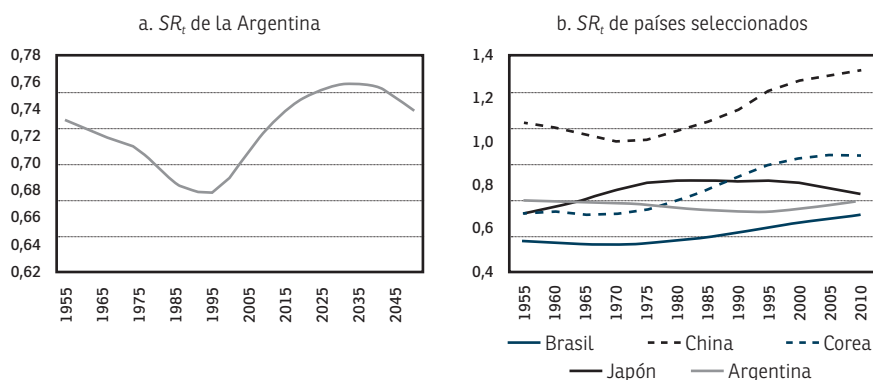
$$SR_t = L_t / N_t$$

Es evidente que si SR_t sigue una trayectoria ascendente, la capacidad para sustentar el consumo de la sociedad aumentará aun teniendo en cuenta que no todas las cohortes son igual de grandes y que cada una de ellas genera un déficit de ciclo de vida per cápita diferente. En función de la evidencia discutida en la sección anterior, el coeficiente SR debería estar subiendo en Argentina en la medida que el país se encuentra en la VOD. El Gráfico 12.4a muestra que, efectivamente, ése es el caso argentino.

El coeficiente de Argentina empeora hasta el comienzo de la VOD, a mediados de los noventa, cuando la trayectoria se revierte y el indicador comienza a ascender (Gráfico 12.4a). El Gráfico 12.4.b indica que este movimiento primero descendente y luego ascendente es típico de los países que a partir de un cierto punto experimentan el bono demográfico. Sin embargo, el movimiento del SR de la Argentina –que ingresa en la VOD en 1995– es más suave, en concordancia con una mayor duración de la ventana demográfica y con un menor efecto del incremento de la masa de ingreso laboral debido a la más elevada propensión al consumo de las cohortes, que eleva el valor de los consumidores efectivos (N_t). Esto último también se observa en el Gráfico 12.4b en el caso de Brasil, un país que ahorra poco, pero no en los asiáticos que ahorran más. En realidad, Argentina y Brasil muestran los coeficientes SR más deprimidos, bien por

debajo de uno. Ningún país, sin embargo, llega a la marca de 1, con la notable excepción de China. Se incluye a Japón para resaltar que la trayectoria del coeficiente de sustentación del consumo de un país que envejece es descendente, debido al peso creciente del gasto de los retirados.

GRÁFICO 12.4 Coeficiente de sustentación del consumo. Años 1955-2045



Fuente: elaboración propia en base a información de CNT y Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

Considerando la definición de consumidores y trabajadores efectivos –y sin olvidar que los coeficientes ϕ_a y γ_a están normalizados en base a y_m^{11} – el consumo agregado total (C) y el ingreso laboral total (YL) de la población se pueden expresar como:

$$C_t = y_{m,t} N_t = y_{m,t} \phi_a x_{at}$$

$$YL_t = y_{m,t} L_t = y_{m,t} \gamma_a x_{at}$$

En base a esto, se puede definir, a su vez, una variable clave para comprender la influencia de la demografía sobre la macroeconomía partiendo de las decisiones de

11 Nótese que:

$$y_m = \frac{\sum_{a=30}^{49} YL_{at}}{\sum_{a=30}^{49} x_{at}}$$

Es decir, el ingreso promedio per cápita de los asalariados de entre 30 y 49 años es igual al ingreso total salarial de esos asalariados dividido la cantidad de habitantes de esas cohortes de edad.

las cohortes en el nivel microeconómico: el déficit de ciclo de vida (*DCV*) agregado. Esta variable es la diferencia entre el consumo total de todas las cohortes y el ingreso laboral de las mismas (*YL*):

$$DCV_t = C_t - YL_t = y_{m,t}(N_t - L_t) = y_{m,t}N_t(1 - SR_t) = C_t(1 - SR_t)$$

Y en términos del *YL* de la población:

$$DCV/YL_t = C_t/YL_t(1 - SR_t)$$

Esta expresión pone de manifiesto que existe una relación directa entre la evolución del coeficiente de sustentación, la propensión a consumir en relación al ingreso laboral y el déficit de ciclo de vida agregado. Dadas las características demográficas, cuando *SR* se eleva el déficit agregado cae pues, como muestra el Gráfico 12.4, *SR* tiene valores menores que uno¹². Esto es lo que ocurre en la etapa del bono y, por ello, un menor déficit permite en principio ahorrar más ya que la sociedad puede destinar menos de su ingreso laboral a solventar el déficit. La propensión a ahorrar no subirá, por supuesto, si se dan movimientos compensatorios en la propensión a consumir en relación al salario (*C/YL*). Por ejemplo, los coeficientes φ_a podrían aumentar si los agentes sienten que al tener un menor déficit no es necesario seguir ahorrando con la misma fuerza o si, en base a una mayor recaudación en la etapa del bono, el gobierno proveyera bienes de consumo que previamente eran financiados por las familias, liberando recursos privados que los particulares deciden destinar al consumo y no al ahorro.

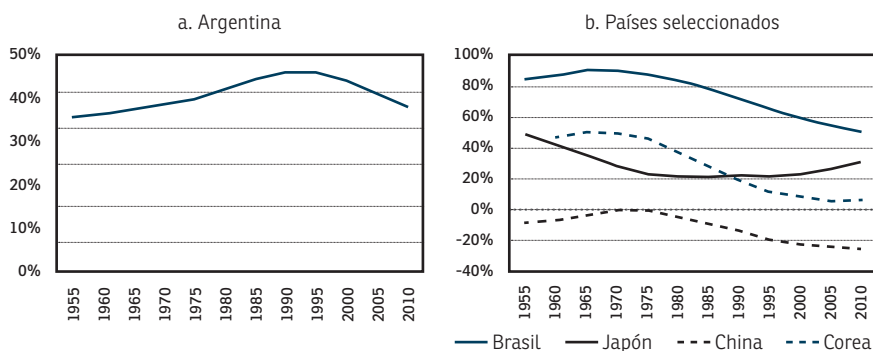
El *DCV* correspondiente al año 2010 para Argentina según la metodología de CNT excedía en un 40% al ingreso laboral. En el Gráfico 12.5a se presenta la evolución de la relación *DCV/YL* en las últimas décadas, tomando sólo el efecto de la demografía (esto es, asumiendo que el ingreso per cápita y el consumo se movieron al unísono, para controlar por la incidencia de estas variables).

Como se observa la razón *DCV/YL* laboral tiende a subir hasta el momento que Argentina entra en la VOD, cuando alcanza un máximo de 46% del ingreso laboral y luego cae de manera sistemática, esperándose que la tendencia continúe en los próximos años, como se verá en las simulaciones de más abajo. La comparación internacional (Gráfico 12.5b) indica que el movimiento del *DCV* en relación al ingreso laboral en Argentina sigue la trayectoria que es típica de los países que gozan del bono demográfico

12 Si $SR > 1$ como en el caso de China, la economía genera superávit. Por lo que si *SR* sube, el superávit sube.

y se diferencia del caso de un país como Japón que tiene una población de mayor edad. No obstante, reflejando la menor propensión al ahorro ya comentada, la razón entre el *DCV* y el ingreso laboral es superior al caso de los asiáticos. Nótese, por otra parte, que todos los países registran un déficit de ciclo de vida con la excepción de China, un país con una propensión a consumir tan baja que genera un superávit de ciclo de vida de manera persistente. Como el consumidor chino en promedio gasta menos de lo que recibe por ingreso salarial, los trabajadores aportan su cuota a la acumulación de capital.

GRÁFICO 12.5 **Déficit de ciclo de vida en relación con el ingreso laboral total. Años 1955-2010**



Fuente: elaboración propia en base a información de CNT

12.4. LOS DIVIDENDOS Y EL DÉFICIT DE CICLO DE VIDA

En esta sección se utilizan los conceptos y la evidencia empírica presentados en la Sección 12.2 a los efectos de distinguir entre el primer dividendo (PD) y el segundo dividendo (SD). En primer lugar se descompone la tasa de crecimiento de la economía de forma de poder identificar los factores asociados con esos dividendos. En segundo lugar, se evalúa la contribución del PD al crecimiento de la economía y se muestra que se trata de un fenómeno que si bien es de larga duración es transitorio: en la etapa de envejecimiento el PD se revierte y opera deprimiendo el crecimiento. Es justamente debido a este carácter transitorio del PD que es clave tomar en cuenta el SD.

Según lo marcan Mason y Lee (2011) el SD tiene efectos positivos sobre el crecimiento que se asocian con el período previo al envejecimiento y que no son transitorios. El SD opera básicamente a través del incremento del ahorro y la consiguiente acumulación

de capital físico y de activos externos. Al incrementar la relación capital/trabajo sube la productividad y al elevar el stock de activos externos mejora el ingreso nacional. El aporte del SD es, no obstante, más difícil de identificar porque tanto la productividad como los ingresos por factores del exterior son afectados por un buen número de variables. Siguiendo la literatura sobre el tema se consideran las nociones de coeficiente de sustentación fiscal y de riqueza de ciclo de vida para estudiar cómo es que el SD puede favorecer de forma continua al crecimiento.

Un punto que se pretende clarificar con este análisis es la importancia de las políticas que se implementan durante la VOD. Tanto el PD como el SD son tributarios del bono demográfico y un desafío clave es aprovechar la mayor capacidad para ahorrar durante la VOD con el propósito no sólo de prepararse para la reversión del PD durante el envejecimiento sino, también, de aumentar de manera permanente el ingreso per cápita materializando el SD.

12.4.1. Los dividendos

Una vez introducidas las nociones de consumidores y trabajadores efectivos que toman en cuenta las diferencias por perfil de edad, es conveniente expresar el PBI per cápita y la productividad en términos de tales conceptos:

$$Y_t/N_t = (Y_t/L_t) (L_t/N_t) = (Y_t/L_t) SR_t$$

Así, el ingreso por consumidor surge de multiplicar la productividad del trabajador efectivo (Y_t/L_t) por el coeficiente de sustentación. En base a esta expresión, tomando tasas de crecimiento logarítmicas se puede descomponer el crecimiento por consumidor efectivo ($g^{Y/N}$) en lo aportado por el incremento de la productividad del trabajador efectivo ($g^{Y/L}$) y lo aportado por el crecimiento de SR que es, a su turno, igual a la diferencia entre la tasa de crecimiento de los productores efectivos (g^L) y los consumidores efectivos (g^N):

$$g^{Y/N} = g^{Y/L} + g^N - g^L = g^{Y/L} + g^{PD}$$

En función de esta descomposición, es posible identificar el aporte del primer dividiendo al crecimiento (g^{PD}) con la diferencia entre la tasa de crecimiento de consumidores y productores efectivos. De esta forma, el PD es positivo durante la VOD porque $g^N > g^L$ y se revierte a medida que la población envejece porque las fuerzas de la demografía llevan a que ocurra lo contrario. Ya se ha mostrado la evidencia referida a Argentina y otros países seleccionados en el Gráfico 12.4.

Las fuerzas que dan lugar a un potencial segundo dividendo tienen que ver con los incentivos al ahorro durante la VOD y con los cambios en el peso de las cohortes que ahorran. Como el SD, a diferencia del PD, opera a través del ahorro y la acumulación del capital, si el SD se materializa ello se reflejará en un mayor dinamismo de la productividad del trabajo ($g^{Y/L}$). Esto es, el SD sólo se produce si el ahorro se comporta de manera tal que la dotación de capital crece más rápido que los trabajadores efectivos durante la VOD. Si esto se logra los beneficios serán no transitorios en la medida que el stock de capital será más alto permanentemente. La pregunta que surge naturalmente en este contexto es, entonces, cuáles son los factores que operan sobre el ahorro agregado durante el bono demográfico.

En primer lugar, el PD se produce de manera automática al cambiar el valor de SR y el mayor ingreso generado por el PD puede dedicarse tanto al consumo como a la inversión en activos. Sólo en el caso de que al menos parte del ingreso per cápita extra que produce el valor positivo de $g^L - g^N$ durante la VOD se ahorre y se invierta se potenciará la capacidad de crecimiento de la economía, contribuyendo a la materialización del SD.

En segundo lugar, el SD puede también fortalecerse por la generación de ahorro extra asociado con el peso creciente de los ahorradores primarios en la población que, como se aprecia en el Gráfico 12.2, se produce durante la VOD. En este sentido, es de esperar que los ahorradores primarios aporten significativamente a la acumulación de activos a medida que transcurra el período de la VOD porque aumenta la población que ha completado o está cerca de completar sus años productivos y necesita ahorrar para el retiro.

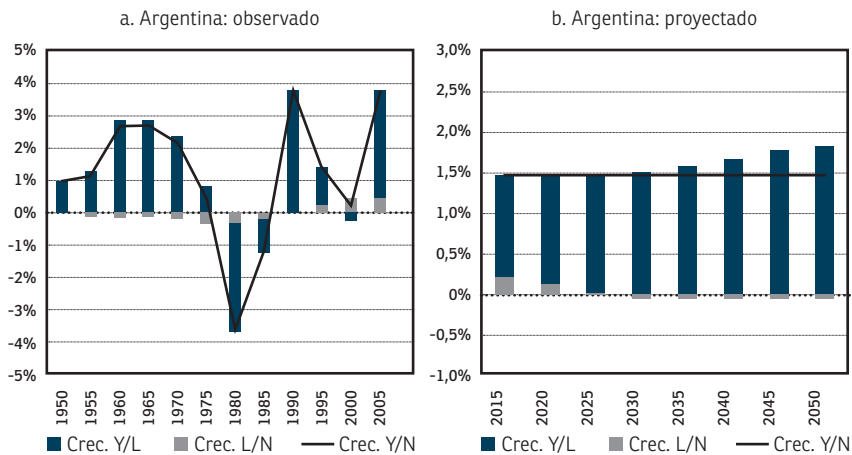
En tercer lugar, al incrementarse la expectativa de vida, aumenta la cantidad de años que se espera vivir con posterioridad al retiro, elevándose la cantidad de recursos necesaria para financiar el consumo en los años extra de vida. En otras palabras: aumenta la demanda de riqueza de ciclo de vida (RCV) necesaria para sostener el consumo durante el retiro.

Estos impulsos al ahorro que son inherentes a toda transición demográfica, a su vez, tendrán más o menos fuerza en función de factores microeconómicos y estructurales que afectan los incentivos. Entre los factores a tener en cuenta cabe mencionar: la presión tributaria sobre los ahorradores primarios; las transferencias familiares a hijos y ancianos y la generosidad del sistema de seguridad social, que determina qué porcentaje de las necesidades del retiro se espera que sean cubiertas con riqueza de transferencia (RT) en vez de serlo en base a activos acumulados durante la vida activa. Estos elementos influyen particularmente en la cantidad de riqueza acumulada por la población de más de 50 años, que suele ser dueña de la mayor parte de los activos de la economía (IMF, 2005). En lo que sigue se discute la evidencia empírica que es relevante para evaluar cuantitativamente el PD y el SD en el caso argentino.

12.4.2 El primer dividendo, el ahorro y el crecimiento

El aporte del primer dividendo al crecimiento (g^{PD}) puede apreciarse en el Gráfico 12.6, que descompone la tasa de crecimiento tomando promedios quinquenales.

GRÁFICO 12.6 **Aporte del primer dividendo al crecimiento del ingreso por consumidor efectivo. Años 1950-2050**



Fuente: elaboración propia en base a información de CNT y Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

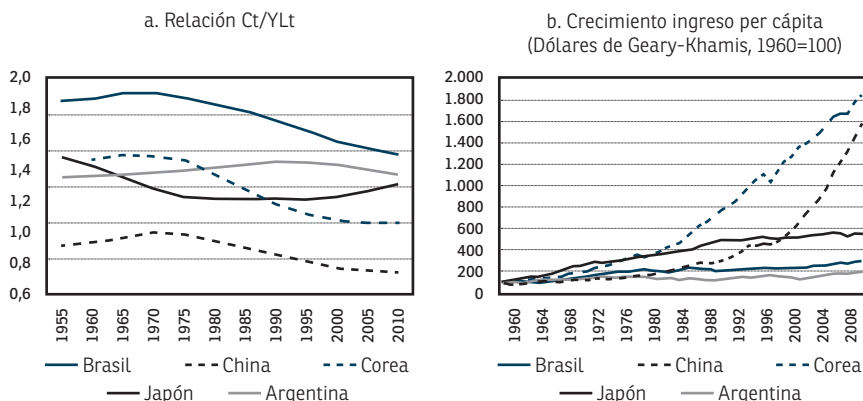
En el periodo previo a la VOD la contribución de la demografía al crecimiento fue negativa (Gráfico 12.6a). Entre 1950 y 1995 la tasa de crecimiento anual fue en promedio inferior debido a ese factor. Por el contrario, luego de abierta la ventana, el primer dividendo se convierte en positivo, aportando al crecimiento observado en el PBI por consumidor efectivo.

La contribución del PD se ve algo realizada debido a que la tasa de crecimiento de la productividad ha sido muy baja. En efecto, en Argentina, la evolución del ingreso por trabajador efectivo ha sido lenta como reflejo de la falta de dinámica de los factores que impulsan la productividad por hombre ocupado. De hecho esa variable registra caídas absolutas en los períodos de desequilibrio macroeconómico prolongado asociados con la crisis de la deuda en los ochenta y con la agonía de la convertibilidad a fines de los noventa y principios de los dos mil. La trayectoria del coeficiente de sustentación, en cambio, es más estable porque obedece a la dinámica demográfica. Alcanza un mínimo al comienzo del período del bono y luego comienza a aportar positivamente al crecimiento y genera el primer dividendo (Gráfico 12.6a).

El Gráfico 12.6b registra el aporte esperado del PD al crecimiento bajo el supuesto de que el ingreso por consumidor efectivo crece a un ritmo del 2% por año, que si bien es una tasa modesta es superior a la registrada en las últimas décadas. El PD aporta positivamente a ese objetivo pero de modo reducido y por un período relativamente breve que se agota hacia 2030. Por otra parte, cuando el país abandona la VOD, el aporte del PD deviene crecientemente negativo, en paralelo con el proceso de envejecimiento. Al evaluar esta trayectoria del PD hay que tomar en cuenta que los cambios en la estructura de la población están ponderados por ϕ_a y por γ_a y, como la propensión a consumir media de las cohortes tiende a ser alta, cuando la tasa de dependencia aumenta, ese aumento es potenciado por lo elevado de los coeficientes ϕ_a .

De la evidencia analizada surge que, dentro de la VOD, la economía tenderá, *ceteris paribus*, a generar un exceso del ahorro sobre la inversión a medida que caiga el déficit de ciclo de vida como proporción del ingreso laboral. Este es un efecto directo del primer dividendo demográfico, ya que se deriva del hecho de que el ingreso sube más rápido que el consumo por la expansión de la fuerza de trabajo. Una cuestión central, desde el punto de vista del crecimiento es, como se dijo, si ese exceso de ahorro se convertirá en una mayor acumulación de activos o, si por el contrario, llevará a un incremento del consumo. En este último caso, los recursos aportados por el primer dividendo se dispararían sin generar crecimiento. El Gráfico 12.7 aporta evidencia útil para evaluar el potencial de Argentina para hacer realidad el segundo dividendo.

GRÁFICO 12.7 Consumo y crecimiento en países seleccionados



Fuente: CNT, Banco Mundial y Dirección Nacional de Cuentas Nacionales, Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

El Gráfico 12.7a muestra el coeficiente del consumo agregado de todas las cohortes en relación al ingreso laboral de todas las cohortes en diferentes países. Con excepción

del caso de Japón que ya abandonó la VOD, en los otros casos el coeficiente muestra una tendencia decreciente que es motorizada por una demografía favorable. Pero más allá de esta dinámica, también se observa que el nivel de la relación C/YL en Argentina se ubica entre las más altas, siendo superada sólo por Brasil.

El Gráfico 12.7b indica que los beneficios del bono sobre el crecimiento se desdibujan cuando el consumo y , por lo tanto, el DCV es alto en relación al ingreso laboral. Mientras los países asiáticos crecen fuertemente durante la VOD, Argentina (junto con Brasil) registra el incremento del ingreso por habitante más bajo. Hay una relación inversa en el ordenamiento de los países según la tasas de consumo/ingreso laboral (que depende del DCV) en el gráfico de la izquierda y según la tasa de crecimiento en el de la derecha. Esto sugiere que podría haber un efecto “umbral” según el cual los países que ahorran poco quedan prisioneros de una trampa de bajo crecimiento: el impulso de la demografía a través del crecimiento de SR durante la VOD no es capaz de generar un *big push* que coloque a la economía en una senda de crecimiento que la lleve al *steady state* de crecimiento más alto¹³. Es razonable hacer la hipótesis de que este cuadro cambiaría si la evolución demográfica fuera acompañada por políticas de promoción del ahorro.

Se ha mencionado que identificar si existen desincentivos al ahorro y removerlos es clave para despejar el camino hacia el SD. Con este propósito se introduce ahora la relación entre sector público y demografía dentro del cuadro, así como las transferencias intra-privadas.

12.4.3 El coeficiente de sustentación fiscal

Para estudiar los efectos de la transición demográfica sobre el espacio fiscal disponible, de forma similar a lo hecho con el coeficiente de sustentación del consumo, es posible definir un coeficiente de sustentación del gasto fiscal. Llamando β_a y α_a a la presión tributaria per cápita por cohorte y los beneficios recibidos del gobierno por cohorte (normalizados por y_m) respectivamente, se puede definir la cantidad efectiva de contribuyentes (U_t) y la cantidad efectiva de beneficiarios del gasto público (Q_t) como:

$$U_t = \sum_{a=0}^{\infty} \beta_a x_{a,t}$$

$$Q_t = \sum_{a=0}^{\infty} \alpha_a x_{a,t}$$

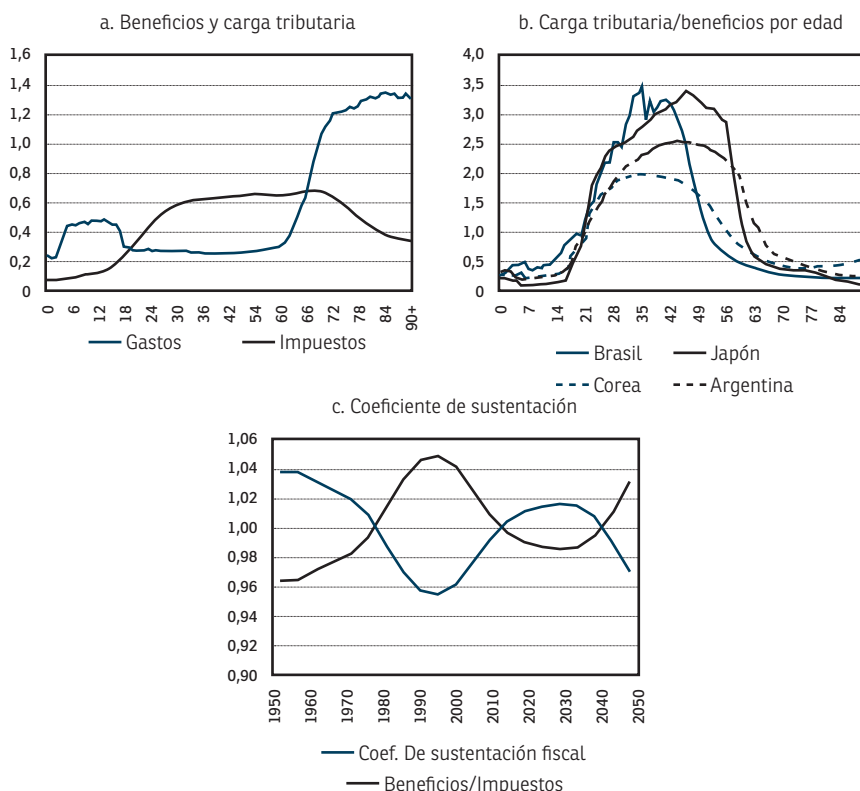
13 Ver Ros (2000) sobre trampas de crecimiento.

Asimismo, recordando que los coeficientes están normalizados en base al ingreso promedio per cápita de las cohortes entre 30 y 49 años, las transferencias recibidas (G_t) y las otorgadas (T_t) por el sector público son respectivamente: $G_t = y_{mt} U_t$ y $T_t = y_{mt} Q_t$. En base a estas definiciones, el coeficiente de sustentación fiscal (FS) será:

$$FS_t = U_t/Q_t = G_t/T_t$$

Utilizando estos indicadores es posible identificar una serie de hechos estilizados sobre Argentina que pueden estar actuando como desincentivos al ahorro. En el Gráfico 12.8 aparecen los perfiles de tributación y beneficios por edad.

GRÁFICO 12.8 Beneficios fiscales y carga tributaria



Fuente: elaboración propia en base a información de CNT

Como se ve en el Gráfico 12.8a, en Argentina la presión tributaria es mayor a los beneficios entre los 21 y los 65 años, lo que implica que los ahorradores primarios son también los que se hacen cargo de financiar las transferencias. Este es un hecho estilizado común a todos los países, pero el perfil de la Argentina muestra ciertos rasgos negativos para los incentivos al ahorro.

En primer lugar, los beneficios se elevan abruptamente comparados con los impuestos en el caso de las cohortes mayores a 65 años (Gráfico 12.8a). En relación con esto hay que considerar que el gasto en seguridad social ha aumentado significativamente en los últimos años, acercándose a los guarismos que se observan en Brasil, que gasta cerca de 10 puntos porcentuales del PBI (Turra y Queiroz, 2005). Un sistema de seguridad social generoso en la etapa del bono puede tornarse en una carga excesiva para el ahorro en la etapa de envejecimiento. Además, durante la VOD puede desincentivar el ahorro privado para financiar el retiro.

En segundo lugar, el Gráfico 12.8b indica que los perfiles de beneficios e impuestos por edad de Argentina tienen una forma que se ubica en un lugar intermedio entre la correspondiente a un país envejecido como Japón (con un déficit significativo en las edades más avanzadas) y la de un país que tuvo éxito en aprovechar el bono como Corea. En este sentido, Argentina se acerca en cierta medida a Brasil, un país que a pesar de estar en la VOD tiene un perfil de tributación/beneficios similar al japonés (Gráfico 12.8b). Esto es muy distinto en el caso de Corea que muestra un mejor equilibrio entre las cohortes a pesar de estar más avanzado en la transición demográfica que Argentina. Una carga tributaria excesiva sobre los ahorradores primarios sin duda es un peso muerto para la acumulación de capital.

En tercer lugar, la presión tributaria sobre los ahorradores primarios es alta (superior al 50% del salario medio de las personas entre 30 y 49 años) como se observa en el Gráfico 12.8a. Esto reduce el ingreso disponible justamente de quienes tienen la tarea de ahorrar y generar superávit de ciclo de vida. Parece razonable conjeturar que estas características de la presión tributaria y los beneficios por edad distorsionan los incentivos para el ahorro y sesgan hacia abajo la propensión al ahorro y el segundo dividendo.

Gracias a la alta presión tributaria y su situación demográfica, Argentina muestra un FS bastante favorable. El coeficiente ha aumentado de manera estructural durante el período de la VOD. Las proyecciones del coeficiente de sustentación fiscal hasta el año 2050 (Gráfico 12.8c) indican que éste continuará mejorando hasta el 2030. La mejora en la relación entre beneficios e ingreso salarial durante la VOD tiene un peso significativo en la buena evolución del ratio de sustentación fiscal. No hay que perder de vista, no obstante, lo ya comentado en función del Gráfico 12.8b: la sustentabilidad fiscal se basa en una alta presión tributaria sobre los ahorradores primarios que deprime el ingreso disponible y presiona el ahorro y, por ende, el crecimiento hacia la baja. Así, se configura una situación en que la sustentabilidad fiscal se obtiene al

costo de un menor SD y un menor bienestar a largo plazo. Más allá de esto, las proyecciones indican que cuando el país abandone la VOD el balance fiscal empeorará, en paralelo con el incremento en la relación beneficios/ingresos salariales que inducirá el envejecimiento de la población.

12.4.4 Transferencias privadas

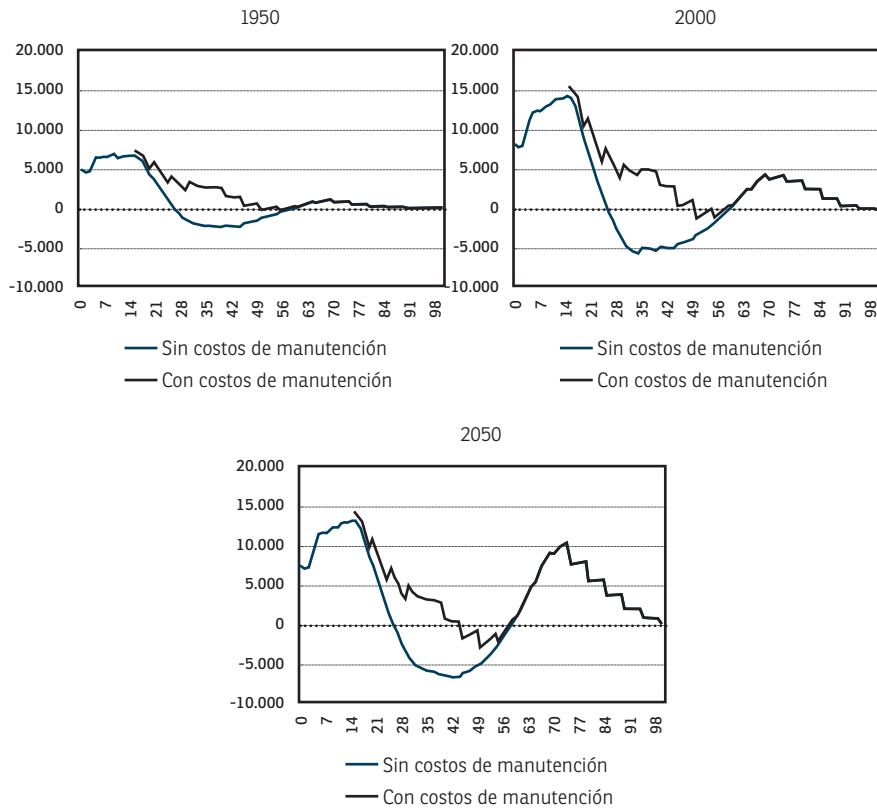
Si una cohorte recurre al crédito de particulares o a transferencias de otras cohortes para fondear su DCV, para el sector privado agregado esos flujos entre particulares se anulan porque no hay deudor sin acreedor y porque una cohorte recibe lo que otra otorga. Esto no implica, sin embargo, que los flujos intra-privados carezcan de importancia para el ahorro y, por lo tanto, para el segundo dividendo. En efecto, por un lado, las operaciones de crédito influyen sobre la tasa de interés y, por otro, cuanto mayores las transferencias –sobre todo, de padres a hijos–, menor la capacidad de ahorro de quienes forman parte de la fuerza de trabajo y, por lo tanto, menor la acumulación de capital físico y/o activos externos. Aunque, obviamente, no debemos ignorar que las transferencias privadas pueden revertirse en acumulación de capital humano, lo cierto es que en un contexto de imperfecciones en los mercados de capitales, si las transferencias entre particulares son importantes y existe racionamiento de crédito, a quienes tienen proyectos para emprender les puede resultar muy difícil financiarlos. Así, indirectamente, se genera por razones demográficas (la necesidad de mantener a los niños) un *trade-off* entre inversión en proyectos productivos, inversión en capital humano y consumo de los niños y jóvenes que puede deprimir la acumulación de activos para la etapa de retiro.

El Gráfico 12.9 presenta la diferencia en el déficit de ciclo de vida de las diferentes cohortes cuando se considera o no la transferencia hacia los niños en el caso de la Argentina (siguiendo la metodología de Mason y Lee, 2007).

Esta evidencia indica que la porción del déficit de los jóvenes que financian los ahorradores primarios es significativa y que incide de manera diferente en el DCV total a medida que avanza la transición demográfica. En particular, antes de la VOD el déficit de los niños es muy superior al generado por los adultos mayores y esta situación cambia significativamente luego de terminada la VOD. Nótese que esto no es neutral ni para las finanzas ni para la organización de la economía: las transferencias a los ancianos están a cargo básicamente del Estado, lo que supone que el tamaño del sistema de seguridad social y de salud crecerá junto con el avance de la transición demográfica y, por lo tanto, deberá o bien aumentar la presión tributaria para financiar esas transferencias o bien incrementarse la deuda pública, lo que a su vez supone la existencia de un mercado de capitales desarrollado y acceso al mercado internacional de capitales. Por otra parte, mientras parte de las transferencias privadas a los niños y jóvenes se puede considerar

inversión en capital humano que brindará una cierta tasa de retorno en el futuro, las transferencias a los ancianos son consumo puro.

FIGURA 12.9 DCV y transferencias privadas (en millones de \$ de 2010)



Fuente: elaboración propia en base a información de CNT

El perfil de transferencias e ingresos tanto públicos como privados recibidos a lo largo de la vida tiene incidencia directa sobre el bienestar y la formación de capacidades de las personas y ha sido estudiado en otros capítulos de este libro. Los puntos que se han tratado de subrayar en esta sección están estrictamente vinculados con el ahorro y el segundo dividendo. Para completar el cuadro a continuación se analiza cómo afecta el financiamiento del DCV al balance ahorro inversión.

12.5. FINANCIAMIENTO DEL DÉFICIT DE CICLO DE VIDA, ACUMULACIÓN Y DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS

Los desajustes entre el ahorro y la inversión agregados están en la esencia de los desequilibrios macroeconómicos y la norma es que esos desequilibrios tiendan a desaparecer en un plazo relativamente breve. Sin embargo, bajo ciertas circunstancias, los desajustes pueden prolongarse en el tiempo, como ocurrió durante la década perdida de los ochenta en Argentina o como está ocurriendo hoy en algunos países de Europa. En el caso de los desajustes entre el ahorro y la inversión que tienen su raíz en la demografía no se puede descartar que los desequilibrios adquieran un carácter permanente, incluso con rasgos de inestabilidad. Casos de desequilibrios persistentes típicamente relacionados con la demografía son la falta de sustentabilidad de la deuda pública al comenzar el envejecimiento debido a la carga de un sistema de seguridad social mal diseñado. O el desempleo estructural acompañado de informalidad en países que entran en el período de la VOD con una economía incapaz de generar una demanda de trabajo sostenida.

Un problema adicional es que si se dan situaciones de equilibrios múltiples, la dinámica demográfica podría configurar unas condiciones iniciales que llevaran a la economía a una trampa de bajo crecimiento de la productividad del trabajo.

Hay dos razones básicas por las cuales la demografía puede dar lugar a desequilibrios duraderos y a trampas de bajo crecimiento. La primera es que las variables poblacionales se mueven de manera lenta; la segunda es que las decisiones (privadas o públicas) vinculadas con el financiamiento futuro del DCV de cohortes más jóvenes tienen como referencia horizontes de muy largo plazo y generan una demanda de riqueza asociada con el ciclo de vida (RCV) que influye fuertemente sobre la acumulación de activos productivos y externos.

Una forma de estudiar la posibilidad de que se produzcan fenómenos de desequilibrio persistente o trampas de bajo crecimiento es analizar la evolución posible de la RCV y la forma en que se financia el DCV. El DCV está determinado primariamente por la dinámica demográfica y los perfiles de consumo e ingreso (que dependen a su vez de la productividad laboral de cada cohorte). Si se proyectan los DCV que la sociedad generará en función de su demografía y sus perfiles de ingreso y gasto y se toma el valor presente de los mismos es posible tener una idea del tamaño de la RCV que sería necesario acumular a los efectos de satisfacer esa demanda de riqueza.

Hay que considerar, sin embargo, que un mismo flujo de DCVs puede financiarse de maneras diferentes. En primer lugar, se puede financiar por la vía de transferencias intra-privadas o del Estado como se discutió en la sección anterior. En segundo lugar, el DCV se puede financiar sobre la base de la renta o la desacumulación de activos (físicos o externos) acumulados previamente o aumentando de la deuda externa.

La forma elegida de financiamiento no es neutral respecto del tipo de desequilibrio macroeconómico que puede experimentar la economía ni para la selección de un equilibrio en caso de multiplicidad.

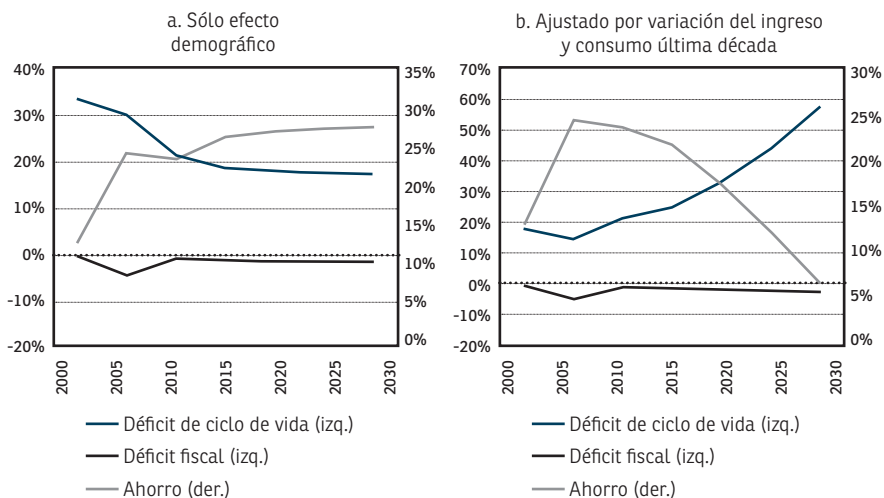
12.5.1. Transferencias públicas

Si todas las transferencias del gobierno se financian con impuestos, la suma de transferencias e impuestos debe ser cero en cada período ($G-T=0$) pues el Estado toma con una mano y reparte con la otra. Si las transferencias son mayores que la recaudación de impuestos y los ingresos netos por activos del gobierno, el gobierno genera un déficit que debe financiar colocando deuda pública, reduciendo de esa manera la capacidad de gasto de quienes le prestan. De esta forma, el mayor gasto de quien recibe la transferencia tiene exactamente como contrapartida el gasto menor correspondiente a quienes absorbieron la deuda pública en sus portafolios. Nótese que desde el punto de vista intertemporal esto implica que el Estado deberá generar superávit en el futuro (transferencias menores a la suma de la recaudación y los ingresos netos por activos) para honrar la deuda. Las generaciones futuras de trabajadores tendrán un ingreso disponible menor y los rentistas uno mayor. Pero en términos netos, en el futuro, tampoco se viola la restricción que dice que en cada punto del tiempo las transferencias netas entre residentes son cero. En otras palabras, la deuda pública, los impuestos y el sistema de seguridad social no pueden repartir lo que no existe; estos mecanismos simplemente redistribuyen recursos entre cohortes en un punto del tiempo y comprometen transferencias entre cohortes presentes y futuras a través del tiempo.

Que las transferencias del gobierno y las privadas básicamente redistribuyan recursos no significa que las redistribuciones de ingresos no tengan efectos sobre el crecimiento. Toda redistribución que favorezca a quienes tienen los proyectos más productivos (de capital físico, humano, organizacional o tecnológico) mejora el crecimiento y, durante la VOD, potencia el segundo dividendo y viceversa. El siguiente gráfico muestra dos escenarios posibles relativos a las transferencias públicas en el caso argentino.

El Gráfico 12.10a supone que el gasto en consumo y los ingresos crecen a una tasa similar, de forma que la trayectoria está solamente determinada por los cambios en la demografía (el coeficiente de sustentación SR). En el segundo (Gráfico 12.10b) se asume que el gasto, el consumo, los ingresos y la tributación varían además de la demografía, por razones ajenas a ella. Se asume que varían siguiendo la trayectoria que mostraron en la primera década del siglo.

El Gráfico 12.10a sugiere que los efectos de la demografía en la Argentina son muy positivos en lo que respecta al ahorro, aún tomando en cuenta las transferencias que debe hacer el sector público. La tasa de ahorro tiende a incrementarse y ello abre la posibilidad de aprovechar las oportunidades asociadas con el segundo dividendo.

GRÁFICO 12.10 **Transferencias del gobierno y ahorro (en % del PBI)**

Fuente: elaboración propia en base a información de CNT

Cuando se asume que el consumo seguirá creciendo por encima del ingreso laboral, tal como ha venido ocurriendo luego de superada la crisis de la convertibilidad, en cambio, la situación deviene insostenible: mientras la presión tributaria se mantiene alta para financiar el elevado nivel que alcanzó el gasto público en los últimos años, el DCV sigue aumentando en consonancia con el hecho de que el consumo continúa creciendo por sobre el ingreso laboral. En este escenario, los impuestos y el DCV terminan por absorber todo el ahorro de la economía. Nótese que el sector público no enfrenta dificultades en la medida que no se estaría generando un déficit mayor. Sin embargo, si el sector privado presionara para aumentar su ingreso disponible, el gobierno generaría un mayor déficit y el problema de la falta de ahorro se reflejaría en un aumento mayor de la deuda pública. Si la deuda se coloca en los mercados domésticos, aumentan las transferencias a realizar entre cohortes en el futuro: habrá segmentos del sector privado que tendrán que pagar más impuestos para hacer posible el pago de la deuda pública.

Si, en cambio, el déficit se financiara en el exterior, se elevaría la carga neta de las cohortes futuras y ello se reflejaría en una caída neta del ingreso nacional en relación con el ingreso interno. En efecto, en este caso, las transferencias entre agentes privados y entre éstos y el gobierno no se anulan porque hay una transferencia neta al exterior. Es por esto que, a diferencia de la deuda doméstica, la deuda externa es un instrumento que permite realizar transferencias por un valor superior a los recursos existentes en un punto del tiempo a costa del futuro. Al momento de honrar la deuda, las cohortes que estén vivas tendrán

a su cargo realizar una transferencia neta hacia el exterior sin que, como contrapartida, alguna cohorte doméstica reciba un ingreso. Este efecto redistribución neto intertemporal que está ausente en el caso de la deuda pública doméstica implica que las operaciones de incremento del endeudamiento neto con el exterior deberían probablemente ser monitoreadas con mayor cuidado que las de endeudamiento doméstico: es de esperar que los conflictos distributivos entre generaciones y, por ende, los desequilibrios macroeconómicos asociados a ellos, sean más virulentos. No parece casual que las crisis seguidas de desequilibrios macroeconómicos prolongados hayan estado siempre estrechamente vinculadas en Argentina con problemas de endeudamiento externo.

Una opción de bajo costo político en el corto plazo para evitar el endeudamiento sin reducir el ingreso disponible privado es bajar la inversión pública. En este sentido, no es sorprendente que, en las situaciones en que el espacio fiscal se redujo significativamente, una forma de ajuste típica en Argentina haya consistido en reducir la inversión pública para mantener el gasto en seguridad social o salud evitando presionar excesivamente sobre el ingreso disponible y, por ende, sobre el ahorro. Frecuentemente, se tuvo éxito en ajustar la macroeconomía de forma de evitar la inestabilidad que aparece en el Gráfico 12.10b pero sólo al costo de reprimir la inversión en infraestructura pública y empujando a la economía hacia una trampa de bajo crecimiento por falta de inversión en sectores de infraestructura que suelen estar a cargo del gobierno (debido a fallas de mercado o a que demandan coordinación). Si esto ocurriera en la etapa en que habría que aprovechar el segundo dividendo los efectos negativos de la caída de la inversión se potenciarían.

Si bien el escenario de una economía con ahorro negativo es inestable y tiene seguramente baja probabilidad de ocurrencia –aunque hay que considerar que un proceso de desinversión en energía e infraestructura como el observado en la Argentina en años recientes es una forma de hacer esto–, lo cierto es que la simulación es muy útil para ilustrar el tipo de desequilibrio macroeconómico asociado con las variables que estamos considerando. En particular, el gasto público es hoy mucho más elevado por el incremento en la cobertura de la seguridad social, que ha generado derechos que no pueden ser quitados. Por lo tanto, de generarse un desequilibrio del tipo que estamos considerando, el mismo tendería a ser persistente ya que los tiempos del cambio institucional son muy distintos de los tiempos requeridos para evitar situaciones macroeconómicas insostenibles.

Si se observa que el incremento del gasto en seguridad social en la Argentina (y también en Brasil que presenta similitudes demográficas con nuestro país) llevó a que el mismo se ubique en cerca de 10% del PBI; que la presión tributaria alcanza los valores más altos de la región (junto con Brasil) y que la inversión pública en la Argentina ronda el 3% del PBI (y 2% en Brasil), se llega a la conclusión de que el argumento que se plantea amerita, al menos, una consideración cuidadosa en el diseño de las políticas de crecimiento. Sobre todo si se considera lo ya mencionado respecto de la baja tasa de ahorro.

12.5.2. El financiamiento del DCV y los balances macroeconómicos

Según la identidad básica de las cuentas nacionales, el ingreso laboral (YL) más el ingreso no laboral (YA) y las transferencias del exterior (YF) tienen como contrapartida el consumo más el ahorro (S). Por lo tanto, se puede expresar el financiamiento del DCV como:

$$DCV_t = YA_t + YF_t - S_t = YA_t - (I_t + CC_t)$$

Así, el DCV sólo puede aumentar si el ingreso por activos acumulados previamente ($YA + YF$) es mayor o si disminuye el ahorro. En este segundo caso, ello equivale a reducir la inversión (I_t) o el superávit de cuenta corriente (CC_t), resintiéndose la acumulación de activos físicos o externos¹⁴.

A los efectos de ilustrar el tipo de desbalance macroeconómico que podría enfrentar Argentina en los próximos veinte años a la hora de financiar los DCV se discute a continuación un conjunto de simulaciones que muestran los vínculos entre ahorro, inversión, cuenta corriente y deuda pública.

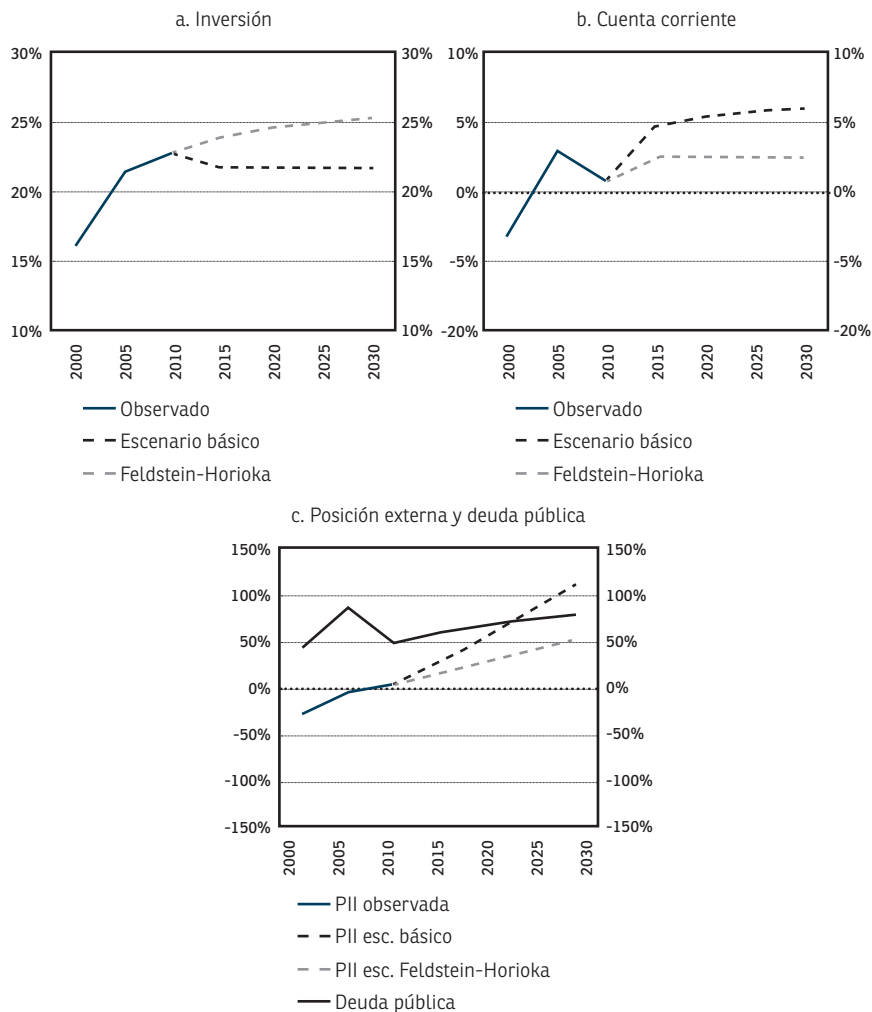
Los Gráficos 12.11a y 12.11b muestran qué ocurriría con la inversión y la cuenta corriente si la tasa de ahorro fuera la que surge de la simulación del Gráfico 12.10a, donde sólo se toman en cuenta los cambios en el ahorro inducidos por la demografía. Se consideran dos escenarios. En el primero la tasa de inversión se mantiene constante e igual al promedio de la década pasada.¹⁵ En el segundo la que se mantiene constante es la relación cuenta corriente/PBI, reflejando un escenario del tipo Feldstein-Horioka (1980) donde el ahorro y la inversión se mueven al unísono. Como se puede observar, existe un *trade-off* entre el resultado de cuenta corriente y la inversión en la medida que el ahorro viene determinado por el nivel del DCV : como éste se reduciría por razones demográficas en el futuro, la propensión al ahorro aumentaría y si la relación cuenta corriente/PBI está fija, se incrementaría la inversión. Si, en cambio, es la tasa de inversión la que está fija, lo que sube es el saldo de la cuenta corriente. El stock de deuda pública aumentaría a pesar de que el coeficiente de sustentación fiscal está dentro de

14 Cabe hacer notar que YA e YL están definidos como ingresos nacionales; o sea, netos de los pagos o ingresos de factores del exterior. En la literatura de CNT se llama "reasignaciones basadas en activos" (asset-based reallocations) a la diferencia entre los ingresos por activos domésticos y externos y el ahorro nacional (SN).

15 Este escenario es consistente con el hecho de que los investigadores no han encontrado una relación clara entre tasa de inversión y demografía desde el punto de vista econométrico, (véase Speller *et al.*, 2011).

parámetros razonables debido a que el gobierno mantiene un déficit fiscal durante el período de simulación (Gráfico 12.11c).

GRÁFICO 12.11 **Inversión, cuenta corriente y deuda pública (en % del PBI)**



Fuente: elaboración propia en base a información de CNT

Esta evolución de los flujos se refleja en la trayectoria de los stocks, como se observa en el Gráfico 12.11c. En el escenario con tasa de inversión constante, el exceso de ahorro asociado con el aumento de SR se traduce en un incremento en la posición financiera externa (PII): la Argentina aumentaría de manera sistemática sus activos externos en cartera. Este escenario tiene semejanzas con lo ocurrido en el último lustro: como contrapartida de una tasa de inversión mediocre, buena parte del ahorro se destinó a la adquisición de activos en el exterior, de forma que Argentina es hoy un acreedor neto del resto del mundo y los activos en manos privadas se estima que superan los US\$150 mil millones. En el escenario de Feldstein-Horioka, en cambio, como la relación cuenta corriente/PBI queda fija, la inversión productiva absorbe una mayor cantidad de ahorro y la posición financiera externa se eleva menos.

Las simulaciones anteriores suponen que SR sólo varía por cambios en la población. Las simulaciones que incluyen un incremento en el consumo agregado *vis a vis* el ingreso salarial similar a la de la década pasada presentan una evolución de los stocks insostenible, debido a la conducta del ahorro ya señalada al comentar la figura 12.10b.

12.5.3 La riqueza de ciclo de vida

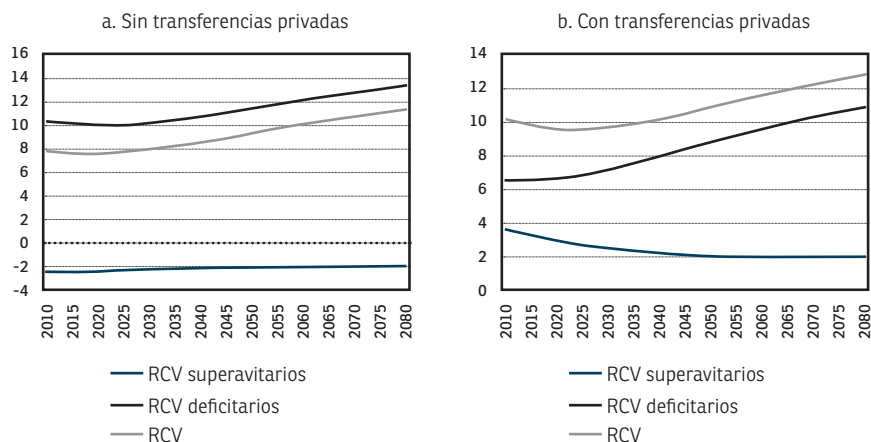
Se ha mencionado que la evolución de los activos productivos y externos tiene que ser consistente con la demanda de riqueza que realizan las distintas cohortes. Es necesario ocuparse, entonces, de la trayectoria de la demanda de riqueza de ciclo de vida que generan los DCV esperados. Como los agentes toman en cuenta el futuro, el agente representativo de cada cohorte a nivel privado calculará el valor presente de sus DCV futuros a los efectos de evaluar cuántos activos debe acumular para financiar el valor presente del exceso de su consumo respecto de su ingreso salarial, una vez descontada la riqueza de transferencia (RT), que es el valor presente de las transferencias a recibir, sea del Estado o de otras cohortes.

Cuando se observa el problema desde el punto de vista macroeconómico, una dificultad es identificar cuál es el horizonte de planeamiento a considerar, sobre todo en una economía tan volátil como la argentina. Por fortuna, el interés principal no está en calcular cuál sería el estado estacionario de la economía sino ilustrar el tipo de relación stock-flujo que es relevante monitorear a corto plazo para evaluar si, dadas las condiciones existentes, la economía argentina podría estar expuesta a la ocurrencia de desequilibrios macroeconómicos duraderos o a caer en una trampa de bajo crecimiento. De forma consistente con las simulaciones sobre la cuenta

corriente y la deuda pública, se ha trabajado con un horizonte de planeamiento de veinte años¹⁶.

Los Gráficos 12.12a y 12.12b muestran la evolución del valor presente de los DCV de veinte años –es decir, de la RCV– generados por todas las generaciones que están vivas en cada uno de los años que se consideran en la simulación. La variable está expresada en porcentaje del ingreso laboral.

GRÁFICO 12.12 Riqueza de ciclo de vida (en % del ingreso laboral)



Fuente: elaboración propia en base a información de CNT

Como puede constatarse, la RCV se ubica entre 8 y 10 veces la masa salarial promedio (Gráficos a y b; utilizando una tasa de descuento del 3%). Nótese cómo dentro del período de la VOD el stock de riqueza demandado se mantiene constante, pero al

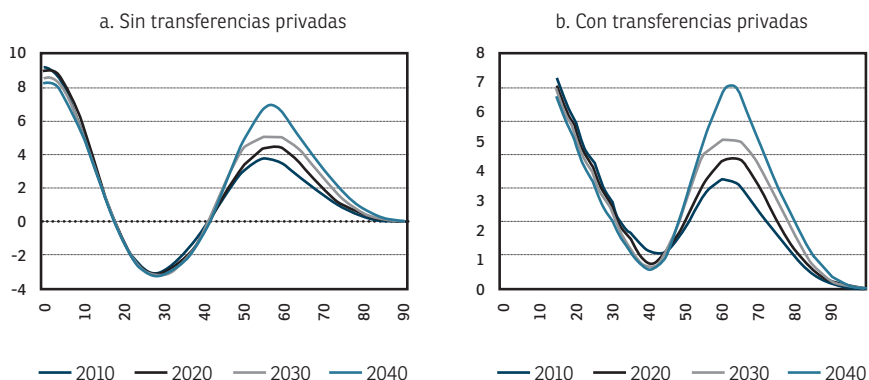
16 La demanda de RCV de los próximos veinte años incluye el valor presente del DCV de cohortes que aún no nacieron. La hipótesis con que se trabaja es que esos DCV deben ser tenidos en cuenta en la medida que o bien aparecen en los cálculos del stock de riqueza de las cohortes hoy vivas o bien en los presupuestos del Estado que deberá actuar para que esos DCV sean de alguna forma financiados. Un análisis más preciso de estas dificultades supera los límites de este capítulo. El punto que interesa aquí es evaluar cómo varía la demanda de riqueza de ciclo de vida que se podría llamar “nacional”; la que surge si se tienen en cuenta todos los DCV que habrá que financiar en los próximos veinte años, independientemente de si los demandantes han o no nacido y evaluar las consecuencias macroeconómicas.

terminar, la misma aumenta acompañando el proceso de envejecimiento de la población, que ensancha el tamaño del DCV agregado.

La demanda neta de RCV que hacen las cohortes surge de las expectativas sobre gasto e ingreso de las mismas. Para que esas expectativas se satisfagan, llegado el momento, si el DCV es positivo, los gastos en exceso del ingreso laboral deben tener como contrapartida rentas provenientes de activos acumulados previamente, transferencias públicas o privadas o endeudamiento a ser pagado por las cohortes que estén vivas luego de pasados los veinte años que estamos considerando como horizonte temporal.

Para mostrar la significatividad cuantitativa de las transferencias intra-privadas como forma de financiamiento, el Gráfico 12.12a registra la evolución de la RCV sin incluir las transferencias de padres a hijos y el 12.12b sí las incluye (aunque están ausentes las herencias por falta de información). La diferencia fundamental entre el valor del stock de RCV considerando o no las transferencias intra-privadas es que cuando estas son consideradas no se observan cohortes que generen un superávit de ciclo de vida en valor presente en ningún tramo de la simulación. Esto implica que, cuando llegue el momento de financiar los DCV en el futuro, como el ingreso salarial no alcanzaría, será necesario utilizar las rentas provenientes de activos y, obviamente, para que esas rentas estén disponibles hay que ir acumulando activos en el período previo. En otras palabras, si la demanda de RCV es alta se hace necesario ahorrar hoy y, si ello no ocurre, habrá que desahorrar (reducir los activos físicos o externos) para financiar los DCV en el futuro. Obviamente, cuanto más fuerte sea este efecto mayor será la presión descendente sobre el ahorro y menor la probabilidad de aprovechar el SD. Este argumento realza la importancia de aprovechar hoy el bono demográfico para evitar problemas mañana.

GRÁFICO 12.13 **Riqueza de ciclo de vida por cohorte**
 (en millones de \$ de 2010)

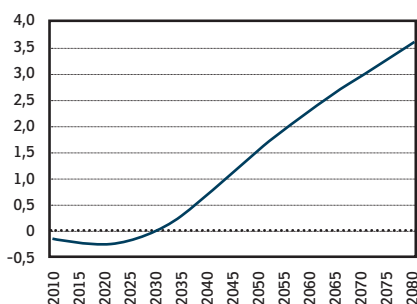


Fuente: elaboración propia en base a información de CNT

El efecto del envejecimiento se puede identificar mostrando cuánta RCV demanda cada una de las cohortes que están vivas en un punto del tiempo a medida que avanza la transición demográfica. En el Gráfico 12.13 se presenta el perfil correspondiente a cuatro puntos (2010, 2020, 2030 y 2040). En ambos gráficos (con o sin transferencias privadas) puede apreciarse que, a medida que transcurre la transición demográfica, el déficit generado por las cohortes de mayor edad (de 60 años o más) aumenta debido al envejecimiento. Por otra parte, si se compara el Gráfico 12.13a con el 12.13b, surge claramente cómo las transferencias a los hijos inciden sobre la capacidad de generar superávit de los trabajadores del grupo de ahorradores primarios.

Por último, es posible calcular el valor presente de las transferencias que se espera que haga el sector público en el futuro y que son el componente fundamental de la riqueza de transferencia. Asumiendo constante la política tributaria y de transferencias, las transferencias netas quedan determinadas en función de los cambios demográficos, que se reflejan en los cambios de las variables U_t y Q_t a través del tiempo. El Gráfico 12.14 recoge la simulación realizada bajo esos supuestos.

GRÁFICO 12.14 **Valor presente de las transferencias públicas (en % al ingreso laboral)**



Fuente: elaboración propia en base a información de CNT

Las transferencias primero caen y luego aumentan siguiendo el movimiento del coeficiente de sustentación del consumo. Nótese el fuerte crecimiento esperado luego de terminada la VOD, que hace que la parte que debería financiar el gobierno llegue a representar alrededor de un tercio o más de la RCV total. Este incremento de las transferencias tiene como contrapartida el incremento de la deuda pública observado más arriba. Sin embargo, aunque las transferencias se incrementan en relación con la masa salarial, la situación fiscal no es insustentable. Lo que sí está ocurriendo es que las generaciones que estén vivas luego de los veinte años considerados como horizonte

deberían hacerse cargo de esa deuda pública que es la contrapartida de las transferencias. Cabe aclarar, sin embargo, que como no se considera la herencia en activos que dejarían los ancianos luego de esos veinte años, no está claro que las generaciones futuras queden en una posición excesivamente desventajosa.

12.6. REFLEXIONES FINALES

La literatura sugiere que para enriquecerse antes de llegar a la etapa de envejecimiento es vital aprovechar el segundo dividendo demográfico y que, para hacerlo, se requieren políticas apropiadas, particularmente en lo relativo a la generación de ahorro y su canalización hacia la inversión. El énfasis en este punto obedece a que es fácil malgastar los recursos extra que la demografía crea en la etapa del bono demográfico y, si ello ocurre, las oportunidades de inversión y los desafíos de política en la etapa de envejecimiento serán muy diferentes dependiendo de si se llega o no a ser rico sobre la base de utilizar bien los dividendos. Asimismo, en este capítulo se ha llamado la atención sobre los factores potenciales de inestabilidad macroeconómica y los desequilibrios de carácter persistente que operan a través de los desbalances entre la demanda de riqueza de ciclo de vida y la acumulación de activos.

Del análisis surge que la amenaza de que la Argentina envejezca sin llegar a ser rica no es menor. No habría que asumir, por ende, que el país replicará la experiencia de países desarrollados como Japón o emergentes exitosos como Corea. En relación con esto las políticas públicas deberían tomar en cuenta que:

- a. El primer dividendo tiene un efecto relativamente bajo sobre el crecimiento y, además, se revertiría cuando Argentina abandone la VOD. Esto significa que la atención de la política de crecimiento debería centrarse en el segundo dividendo, que tiene gran potencial para incrementar la productividad por la vía de elevar la relación capital/trabajo. Las condiciones para la materialización del segundo dividendo se crean a través de la promoción del ahorro y su buen uso. Si esto se logra, aumentaría la productividad a buen ritmo en el período que resta de la VOD y el país estaría preparado para el envejecimiento.
- b. En los próximos veinticinco años, los errores “valen doble” porque el país gozará de un período privilegiado para crecer en el que aumenta el peso de la población activa y, particularmente, de los “ahorradores primarios” en la población.
- c. La Argentina muestra una tasa de ahorro baja y un déficit de ciclo de vida excesivo en relación al ingreso laboral, cuando se compara su situación con la de otros países que sacaron provecho del primer y del segundo dividendo, como en el caso de Corea.
- d. La evidencia indica que el país ya exhibe una presión tributaria alta sobre las cohortes de ahorradores primarios. Esto reduce el ingreso disponible y la capacidad de ahorro

- privado en la etapa más propicia para el ahorro, cuando el trabajador está cerca de completar su período de trabajo activo.
- e. Durante la etapa de la VOD el espacio fiscal se agranda porque se expande la base tributaria junto con el mayor peso de las edades activas. Las políticas vinculadas con la acumulación de capital humano y la inversión pública deben privilegiarse por sobre las transferencias puras. En relación con esto, cabe subrayar que las transferencias del sistema de seguridad social tienen un peso ya importante en el PBI que podría desplazar inversiones públicas que son vitales para crecer.
 - f. La forma de financiamiento del DCV agregado tiene efectos directos sobre los desbalances macroeconómicos porque incide sobre la cuenta corriente y absorbe parte del ingreso privado que tiene origen en activos acumulados previamente. Si se mantiene la tendencia del consumo a crecer más que la productividad y el ingreso, probablemente Argentina estaría expuesta a la ocurrencia de situaciones de stress macroeconómico. Esto se manifestaría, sobre todo, bajo la forma de una caída del ahorro y de la acumulación de activos. Una evolución de este tipo podría llevar a la economía a una trampa de bajo crecimiento.
 - g. El financiamiento de las transferencias públicas netas a las diversas cohortes haciendo uso del endeudamiento externo puede ser particularmente dañino porque exacerba los conflictos distributivos y aumenta la probabilidad de que se produzcan desequilibrios económicos persistentes, asociados a crisis de endeudamiento. Esas crisis ocurren cuando las generaciones que suceden a las que se endeudaron se niegan a que se les reduzcan las transferencias o se les incrementen los impuestos con el propósito de repagar deuda externa.
 - h. La riqueza de transferencia tiene un papel destacado sobre todo después de la finalización de la VOD y llega a representar un tercio de la demanda de riqueza de ciclo de vida de las cohortes vivas. Este hecho podría desincentivar el ahorro. De cualquier forma, de mantenerse la presión tributaria, el coeficiente de sustentación fiscal evolucionaría razonablemente en las próximas décadas, gracias al incremento del coeficiente de sustentación del consumo.

Finalmente, desde un enfoque de economía política, la transición demográfica es, antes que nada, es un proceso de cambio estructural y, como tal, demanda transformaciones apropiadas en las organizaciones y las instituciones. Cuando se observan los desafíos que enfrenta el país desde esta perspectiva surge claramente la necesidad de entender mejor ciertos aspectos institucionales que tienen un papel esencial en la etapa del bono y de envejecimiento.

En primer lugar, como reflejo de sus debilidades institucionales, la Argentina no cuenta con un suficiente desarrollo financiero y ello será sin dudas un obstáculo para resolver eficientemente los problemas de intermediación que plantea el manejo de los DCV y la RCV. El desarrollo financiero es intensivo en demandas de reglas de juego cla-

ras y consistentes. En los modelos de crecimiento aplicados a demografía a veces no se presta excesiva atención a los mecanismos a través de los cuales la economía asigna un exceso de ahorro pues esos modelos adoptan usualmente el supuesto de que el ahorro es igual a la inversión y que el desbalance entre el ahorro y la inversión es un problema de “corto plazo”. Asimismo, raramente se especifica cómo es la estructura financiera que asigna el ahorro. Cuando se admite que pueden existir desequilibrios macroeconómicos persistentes y que, además, la volatilidad macroeconómica y el subdesarrollo financiero afectan al crecimiento, se sigue que es central prestar atención al tipo de marco institucional y organizacional que sería más propicio para el desarrollo financiero.

En segundo lugar, el marco institucional importa porque las instituciones modelan los incentivos y la literatura enfatiza los desincentivos asociados con el sistema de seguridad social. Si las reglas de juego de ese sistema no son consistentes se deprime el ahorro y se aumenta el riesgo de sustentabilidad de la deuda pública.

Por último, es necesario llamar la atención respecto de los fenómenos de *path dependence* que afectan el ahorro. En el caso de Argentina y de países como Brasil que han sufrido crisis y han crecido lentamente luego de la crisis de la deuda a principios de los ochenta (Bacha y Bonelli, 2012), también se hace necesario considerar la hipótesis de que podría existir una inconsistencia entre, por un lado, el ritmo de incremento del consumo deseado por la población y que se refleja no sólo en el consumo privado sino, también, en las políticas públicas y, por otro, el escaso ritmo de aumento de la productividad observado, sobre todo en las décadas que siguieron a la crisis de la deuda de los ochenta. Así, la expansión de la cobertura del sistema de seguridad social y el gasto en educación podrían estar siendo “inercialmente” impulsados por factores demográficos, culturales y de economía política que no cambian de manera rápida y que no necesariamente se han adaptado de manera completa al quiebre en la tendencia de crecimiento. En el caso de las economías de alto crecimiento probablemente esté ocurriendo exactamente lo contrario: el consumo y las instituciones podrían estar rezagados en su adaptación al veloz incremento del ingreso y la productividad, como lo sugiere la lentitud con que se desarrolló el sistema de seguridad social en China y el “exagerado” nivel de ahorro de los trabajadores. Como los errores pueden ser por exceso o por defecto, diseñar un marco institucional que acompañe apropiadamente a la transición demográfica dista de ser un problema resuelto.

12.7 REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Albrieu, R y J.M. Fanelli, (2013), “On the macroeconomic and financial implications of the demographic transition”, *preparado para el IX Meeting of the Working Group on Macroeconomic Aspects of Intergenerational Transfers, Faculty of Economics, University of Barcelona*, June 3-8, 2013.

- Bacha, E. y R. Bonelli, (2012), "Accounting for the rise and fall of post-WW-II Brazil's Growth". *Mimeo*.
- Bloom, D. y J. Williamson, (1997), "Demographic Transitions and Economic Miracles in Emerging Asia". *NBER Working Paper Series, Vol. w6268, 1997*.
- Bloom, D.; Canning, D. and J. Sevilla (2003), *The Demographic Dividend. A New Perspective on the Economic Consequences of Population Change*. Rand Monograph Report 1274.
- Bloom, D., D. Canning y F. Gunther, (2010) "Population aging and economic growth," in *Spence, M. y D. Leipziger (eds.) Globalization and Growth, Cambridge, MA: MIT Press*.
- Bryant, R.C., (2006), "Asymmetric demographic transitions and north-south capital flows". *Brookings Discussion Paper 170*.
- Fanelli, J. M., (2011) "Domestic financial development in Latin America". En *Ocampo, J. y J. Ros. The Oxford Handbook of Latin American Economics. Oxford Handbooks in Economics, Oxford University Press*.
- Fanelli, J.M. y R. Albrieu, (2012) "Asymmetric demography, Global Savings, and Financial Development". *Background paper for the CEDES-IDRC project Asymmetric Demography and Global Financial Governance: In Search of Growth and Common Interests in the Post-crisis World*.
- Feldstein, M. y H. Charles, (1980) "Domestic savings and international capital flows", *Economic Journal* 90: 314-329.
- Haldane, A., (2010) "Global imbalances in retrospect and prospect", *disponible en www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2010/speech468.pdf*
- Higgins M. y J. Williamson, (1997) "Age structure dynamics in Asia and dependence on foreign capital" *Population and Development Review* 23: 261-93.
- Higgins, M., (1998) "Demography, national savings, and international capital flows" *International Economic Review* 39: 343-69.
- International Monetary Fund (2005) "Households balance sheets". *Global Financial Stability Report, April, chapter 3*.
- International Monetary Fund (2012) "The financial impact of longevity risk". *Global Financial Stability Report, April, chapter 4*.
- Kent, Ch., A. Park y D. Rees, (2006) "Demography and financial markets". *Reserve Bank of Australia, 2006*.
- Mason, A., (2005) "Demographic transition and demographic dividends in developed and developing countries". *United Nations Expert Group Meeting on Social and Economic Implications of Changing Population Age Structure, Mexico City, August 31-September 2*.
- Mason, A. y R. Lee, (2006) "Back to basics: what is the demographic dividend" *Finance & Development (Washington, D.C.: International Monetary Fund)* 16-17.

- Mason, A. y R. Lee, (2007) "Transfers, capital, and consumption over the demographic transition in population aging. Intergenerational transfers and the macroeconomy". *En Clark, R., N. Ogawa y A. Mason (eds) Cheltenham, UK: Edward Elgar 128-162.*
- Mason, A. y R. Lee, (2011) *Population aging and the generational economy: a global perspective.* Cheltenham, UK, Edward Elgar.
- Ros, J., (2000) *Development theory and the economics of growth.* The University of Michigan Press.
- Speller, W., G. Thwaites, y M. Wright, (2011) "The future of international capital flows". *Bank of England Financial Stability Paper No. 12.*
- Turra, C. y B. Queiroz, (2005) "Before it's too late: demographic transition, labour supply and social security problems in Brazil". *United Nations Expert Group Meeting on Social and Economic Implications of Changing Population Age Structure, Mexico City, United Nations.*
- United Nations (2004) *World population to 2300.*
<http://www.un.org/esa/population/publications/longrange2/WorldPop2300final.pdf>
- United Nations (2009) *World Population Aging 2009*
http://www.un.org/esa/population/publications/WPA2009/WPA2009_WorkingPaper.pdf
- United Nations (2011) *World Population Prospects. The 2010 Revision*
<http://www.un.org/esa/population/>
- Wilson, D. y S. Ahmed, (2010) "Current accounts and demographics: the road ahead", *Goldman Sachs Global Economics Paper, No. 202.*