

INT-0644

Distr.  
INTERNA

LC/IN.75  
13 de noviembre de 1989

ORIGINAL: ESPAÑOL

---

C E P A L

Comisión Económica para América Latina y el Caribe



DETERMINANTES DEL AHORRO EN COLOMBIA, 1970-1987  
(Primera versión sólo para comentarios)\*

\*/ Este trabajo fue preparado por los señores José Antonio Ocampo, Stefano Farne y Catalina Crane, consultores, del Proyecto RLA/87/003, Módulo II "Financiamiento del Desarrollo". Las opiniones expresadas en este documento, el cual no ha sido sometido a revisión editorial, pueden no coincidir con las de la Organización.

89-11-1717



## INDICE

### Página

|   |    |
|---|----|
| I. DETERMINANTES DEL AHORRO.....  | 2  |
| A. Una breve reseña de la literatura teórica.....                                   | 2  |
| B. Los determinantes del ahorro en Colombia.....                                    | 8  |
| II. NUEVA EVIDENCIA EMPIRICA SOBRE LOS DETERMINANTES<br>DEL AHORRO EN COLOMBIA..... | 16 |
| A. Evolución del ahorro de los distintos agentes<br>institucionales.....            | 16 |
| B. Estimación de funciones de ahorro.....   | 19 |
| 1. Ahorro privado.....  | 22 |
| 2. Ahorro público.....  | 27 |
| 3. Tasa de ahorro total.....  | 29 |
| III. EL AHORRO Y LA INTERMEDIACION FINANCIERA.....                                  | 31 |
| A. Relación entre el ahorro y el "ahorro<br>financiero".....                        | 31 |
| B. Las transferencias entre agentes superavitarios<br>y deficitarios.....           | 35 |
| IV. CONCLUSIONES.....   | 45 |



Octubre/1989

DETERMINANTES DEL AHORRO EN COLOMBIA, 1970-1987

José Antonio Ocampo,  
Catalina Crane y  
Stefano Farne

A diferencia de la inversión, cuyos determinantes han sido ampliamente estudiados para Colombia, hasta hace poco tiempo eran muy escasos los trabajos relacionados con el tema del ahorro. En los últimos años se ha presentado, sin embargo, una reorientación gradual de las investigaciones hacia este tema. Este hecho está relacionado, sin duda, con el interés por evaluar en qué medida el proceso de crecimiento que se inició en 1986 puede transformarse en una nueva fase de expansión sostenida de la economía colombiana. En efecto, dadas las limitaciones en la disponibilidad de crédito externo, a las cuales el país no ha sido inmune, el ahorro interno se ha convertido en una de las condiciones básicas para el crecimiento estable de la economía. Este trabajo recoge las conclusiones básicas de los estudios realizados e intenta avanzar en el análisis del tema, con base en un estudio de las tendencias del ahorro y de las operaciones financieras de los distintos agentes económicos y en nuevas estimaciones econométricas sobre los determinantes de uno y otras.

---

Asesor del Gobierno Colombiano en Asuntos Cafeteros e Investigadores de FEDESARROLLO, respectivamente. Trabajo elaborado para la Comisión Económica para América Latina (CEPAL).

El trabajo está dividido en cuatro partes. En la primera se hace una breve revisión teórica sobre los determinantes del ahorro y se reseñan los resultados de los principales trabajos sobre el tema para el caso colombiano. En la segunda se hacen estimaciones de funciones de ahorro para los diferentes agentes económicos, así como para los agregados de ahorro privado, público y total. Como introducción a estos ejercicios se hace, además, una breve descripción de la evolución de los diferentes tipos de ahorro entre 1970 y 1987. La tercera se concentra en las relaciones entre el ahorro y la intermediación financiera. El trabajo termina con una corta sección de conclusiones

## I. DETERMINANTES DEL AHORRO

### A. Una breve reseña de la literatura teórica

No es fácil clasificar las múltiples teorías que existen sobre los determinantes del ahorro. Sin embargo, a título meramente ilustrativo, y sin el ánimo de ser exhaustivos, podríamos clasificarlas en tres grandes agrupaciones.

1. La primera comprende todas aquellas teorías que relacionan el ahorro con variables macroeconómicas de carácter doméstico. La mayoría de ellas tienen su sustento en la tradición keynesiana de pensamiento, aunque han sido también objeto de formulaciones más o menos elaboradas por parte de economistas neo-clásicos. Tal vez la más conocida es la llamada "hipótesis del ingreso permanente", según la cual el consumo depende del ingreso que los agentes

económicos perciben como estable y, por lo tanto, existe una tendencia a ahorrar una alta proporción de aquellas rentas que consideran "transitorias". De acuerdo con este tipo de análisis, el ahorro tiende a aumentar en periodos de auge y a disminuir durante las recesiones cíclicas de la economía.

El efecto de los déficits públicos y de su financiación sobre el ahorro --o la demanda agregada-- ha sido, por su parte, uno de los temas favoritos de la literatura macroeconómica en las dos últimas décadas. Al respecto, cabe recordar que el análisis keynesiano básico establece que la política fiscal afecta la demanda agregada únicamente a través de su impacto sobre el ingreso disponible. Este supuesto es bastante extremo, ya que es ampliamente aceptado que los estímulos fiscales sobre la demanda están limitados por una serie de factores que pueden generar una "congestión" (crowding out) ex-post. Por otra parte, una corriente de pensamiento que lleva hasta sus últimas consecuencias la racionalidad del consumidor implícita en la "hipótesis del ingreso permanente", torna aún estos argumentos irrelevantes, puesto que plantea de entrada la impotencia del manejo fiscal para afectar la demanda agregada; esto equivale a postular la existencia de una "congestión" ex-ante.

Esta última teoría, formulada por Barro (1974) y otros, afirma que una reducción de los impuestos o, de forma similar, un cambio en el déficit fiscal que se financie con deuda pública, no tiene

ningún efecto sobre la demanda agregada o el ahorro total. Según este razonamiento, una reducción de impuestos y del ahorro gubernamental que se financie con deuda pública, genera un aumento en el ahorro privado de la misma magnitud, ya que las familias anticipan que deberán pagar mayores impuestos en el futuro con el fin de pagar la deuda. Como se sabe ampliamente, este tipo de racionamiento sólo es válido si existe un "altruismo intergeneracional". Este supuesto puede no cumplirse, en la medida en que las expectativas de aumento de ingresos con el proceso de crecimiento incline a las generaciones presentes a sobre-consumir sus ingresos. Conviene tener presente, por otra parte, que una de las formas más importantes de transferencia inter-generacional son las contribuciones que hacen los padres a sus hijos en la forma de inversiones en educación y otras formas de capital humano. Estas "herencias en especie" implican que el efecto de un recorte de impuestos será un gasto adicional en vez de un mayor ahorro para aumentar la herencia.

En cualquier caso, la forma en que la política fiscal afecta el consumo y ahorro privados depende de las expectativas sobre los impuestos y el gasto público futuros, así como de su efecto sobre el ingreso disponible actual y sobre el servicio futuro de la deuda. Estas expectativas dependen, entre otros factores, de la historia fiscal, de la naturaleza de la controversia pública y de las condiciones económicas vigentes. Por último, cabe recordar que la hipótesis de la "equivalencia ricardiana", al igual que la del

ingreso permanente, supone que los agentes privados no enfrentan restricciones de liquidez y existen mercados de capitales eficientes. La validez de estos supuestos es debatible, particularmente en países en vías de desarrollo.

Otra teoría, ampliamente difundida en estos últimos países, es aquella que establece una relación entre ahorro e inflación. Este tipo de análisis tiene, a su vez, dos variantes. La primera de ellas se concentra en el efecto de la inflación sobre las tenencias de saldos reales de los agentes privados --o sea, en el llamado "impuesto inflacionario". Según esta hipótesis, la inflación elevará el ahorro privado, aunque no necesariamente el total; esto último sólo acontecerá si el gobierno, que es el receptor del impuesto, tiene una propensión a ahorrar más alta que la del sector privado. La segunda variante establece que la inflación genera un mayor nivel de ahorro como resultado de la redistribución del ingreso entre agentes privados --de los asalariados, con bajas propensiones a ahorrar, hacia los receptores de rentas de capital--. Nótese que, cualquiera sea la variante que se adopte, sus mecanismos particulares tienen gran afinidad con aquellos que proponen el tercer conjunto de teorías que analizaremos más adelante.

En esta primera agrupación podemos incluir, finalmente, aquellas teorías que establecen una relación positiva entre el ahorro y la tasa de interés real. A diferencia de las dos

anteriores, esta última tienen su sustento principal en el análisis neo-clásico e incluso choca abiertamente con elementos fundamentales de la teoría keynesiana.

2. El segundo conjunto de teorías establece una relación estrecha entre el ahorro y el sector externo. La más conocida es aquella que establece una relación inversa entre el ahorro o, mejor, el financiamiento externo, y el ahorro doméstico. Esta relación está basada en la apreciación según la cual la disponibilidad de divisas es una de las restricciones básicas al crecimiento de las economías en vías de desarrollo. Una interpretación alternativa de esta misma relación se deriva de la economía política de la tributación. De acuerdo con este tipo de análisis, el acceso al financiamiento público externo permite que el gobierno pueda relajar sus esfuerzos, políticamente costosos, por mantener los niveles de recaudos impositivos necesarios para financiar los gastos de consumo e inversión del sector público.

Una teoría también muy bien difundida es aquella según la cual el ahorro depende de las exportaciones. Esta hipótesis ha recibido mucho apoyo en los estudios empíricos referidos a países en desarrollo. Sin embargo, las distintas formas como se puede interpretar esta relación indican que, en realidad, el mecanismo particular a través del cual opera corresponde con aquel propuesto por otras teorías. Así, por ejemplo, la alta propensión a ahorrar ingresos de exportación puede deberse a que una proporción

considerable de ellos se percibe como transitorios, a que son un sustituto del financiamiento externo o a que los agentes que los reciben tienen una alta propensión a ahorrar.

3. El tercer conjunto incluye aquellas teorías que establecen una relación estrecha entre el ahorro y la distribución del ingreso. De acuerdo con esta hipótesis, la clave de las fluctuaciones en las tasas globales de ahorro es la diferencia sustancial entre las propensiones a hacerlo por parte de distintos agentes económicos --mayor generalmente para los receptores de rentas de capital que de aquellas provenientes del trabajo--.

Nótese que esta hipótesis no es necesariamente antagónica con las anteriores. Además, para un tipo determinado de agente, su ahorro puede estar explicado por alguna de las teorías mencionadas previamente. Así, por ejemplo, el ahorro de los asalariados, como el de los capitalistas o el del propio gobierno, podría obedecer a la hipótesis de ingreso permanente y todos ellos podrían estar afectados por la inflación, la tasa de interés o el financiamiento externo recibido. No obstante, este último tipo de enfoque resalta la necesidad de estimar funciones diferentes de comportamiento para distintos agentes o, lo que es equivalente, de incluir variables distributivas en las funciones globales de ahorro.

### B. Los determinante del ahorro en Colombia

Una de las conclusiones principales que se deriva de la literatura existente en Colombia es la importancia que tienen los factores distributivos como determinantes del ahorro. En lo referente al ahorro privado, el estudio de Rodado y Villodres (1969) mostró la alta propensión a ahorrar de las empresas en las décadas del cincuenta y sesenta. El trabajo más reciente de Bourguignon y Leibovich (1984) indica que existe una relación positiva entre el consumo y los salarios reales, lo cual refleja una baja propensión a ahorrar ingresos laborales. Ambos resultados son consistentes con las estimaciones de Londoño (1985), de acuerdo con las cuales la mayor propensión a ahorrar en el sector privado es la de las empresas (49.0%), seguida por la de los terratenientes (25.5%) y los hogares urbanos que reciben mayoritariamente rentas de capital (14.6%). Las propensiones más bajas a ahorrar son, por el contrario, las de los asalariados urbanos (2.1%) y los campesinos (2.8%), con los jornaleros rurales en una situación intermedia (9.1%). En ejercicios de series de tiempo, el trabajo de Ocampo, Londoño y Villar (1985) encontró, por su parte, una asociación fuerte entre la tasa de ahorro privado y la participación de los "excedentes urbanos" (que incluyen las ganancias de las empresas) en el ingreso total. Esta asociación fue corroborada también por Ocampo (1988b) y Ocampo y Crane (1988).

En lo relativo al ahorro público, el trabajo de Perry y Martínez (1971) mostró la alta propensión a ahorrar de las

administraciones públicas nacional y municipal y de las entidades descentralizadas, que excedían en todos los casos las tasas de ahorro típicas de las empresas privadas y los hogares. Las relativamente altas propensiones a ahorrar del sector público ha sido corroborada en estudios posteriores, especialmente el de Ocampo y Cárdenas (1985). Nótese que en la medida en que los aumentos en los impuestos recaen directa o indirectamente sobre los asalariados, la tributación actúa como un mecanismo para ahorrar indirectamente ingresos salariales. Esto es lo que indican, en efecto, algunos de los resultados del estudio de Ocampo, Londoño y Villar ya citado.

En contraste con la importancia que tienen los factores distributivos, las hipótesis que relacionan variables macroeconómicas domésticas con el ahorro tienen un escaso asidero empírico. La conclusión más firme parece ser la ausencia de una relación significativa entre la tasa de interés real y el ahorro. Esto no es, por lo demás, un resultado peculiar de Colombia, ya que a nivel internacional tampoco se han encontrado en general relaciones significativas entre estas dos variables. Por el contrario, varios estudios han encontrado relaciones estadísticamente significativas entre el ahorro privado y la inflación. En efecto, el estudio de Ocampo, Londoño y Villar (1985) encontró que existía alguna evidencia en favor de la hipótesis del "ahorro forzoso" generado por la inflación, aunque sólo para el ahorro privado. Sin embargo, al incluir explícitamente las

variables distributivas en los ejercicios estadísticos correspondientes desaparece este efecto, indicando que se produce precisamente a través de la redistribución del ingreso entre agentes privados que genera la inflación. Por el contrario, en el trabajo más reciente de Ocampo y Crane (1988), se encontró que ambas variables afectan significativamente el ahorro de los hogares y el conjunto del ahorro privado. En ambos estudios se encontró, sin embargo, que el ahorro total es independiente del ritmo de inflación.

De otra parte, la evidencia empírica sobre la hipótesis del ingreso permanente no es enteramente concluyente. El estudio de Ocampo, Londoño y Villar (1985) no encontró ninguna evidencia significativa en favor de esta hipótesis. Por el contrario, el trabajo de Ocampo y Crane (1988) encontró que tanto el ahorro de los hogares como el privado y el total fluctúan con el ingreso transitorio, pero sólo cuando se evalúa el período 1970-1986, que es aquel para el cual los ciclos económicos han sido más pronunciados.

Por su parte, un estudio de Cuddington (1986) puso a prueba esta hipótesis con resultados sorprendentes. Utilizando modernas metodologías de series de tiempo, este autor descompuso el PIB real en un componente "permanente" y otro "transitorio" (o, más bien, "esperado" e "inesperado"), y correlacionó el consumo privado y público con estos agregados. Los resultados econométricos obtenidos

indican que el sector privado tiende a sobreconsumir los ingresos transitorios, es decir, lo opuesto a lo que plantea la hipótesis mencionada.

Un trabajo más reciente de Clavijo (1989) evalúa los resultados "contraintuitivos" del trabajo de Cuddington, con base en una técnica algo diferente de descomposición del ingreso en sus componentes "permanente" y "transitorio". Sus resultados permiten descartar la hipótesis del "sobreconsumo". No obstante, tampoco respaldan la teoría del "ingreso permanente". En efecto, en palabras del autor, sus resultados indican que "los agentes privados en Colombia parecen no distinguir, para propósitos de consumo (o del ahorro), el carácter permanente o transitorio de sus ingresos, pues la propensión media a consumir en uno y otro caso es la misma (del orden de 0.70)".

Un artículo reciente de Clavijo y Fernández (1989) critica los trabajos anteriores por relacionar éstos el ahorro, o el consumo, con el producto y no con el ingreso. Correctamente, estos autores anotan que este hecho deja por fuera algunas de las principales fuentes de variación del ingreso agregado --el efecto de las fluctuaciones en los términos de intercambio y los pagos netos de factores al resto del mundo. El objeto de estudio de estos dos autores es, por lo tanto, la relación entre el consumo privado real y el ingreso nacional real. El efecto del ingreso "transitorio" lo recogen a través de la relación entre el ingreso

nacional y el PIB real. En las estimaciones por métodos tradicionales, este trabajo encuentra que esta relación tiene un efecto significativo sobre el consumo privado real. Por el contrario, el trabajo no encuentra evidencia empírica en favor de los efectos distributivos, vía inflación o el excedente bruto de explotación, así como tampoco de la tasa de interés, del crecimiento de la economía o de la dependencia demográfica. Cuando los autores hacen las mismas estimaciones utilizando métodos de series de tiempo para descomponer los componentes transitorio y permanente del ingreso, encuentran que la propensión media a consumir el ingreso transitorio es significativamente diferente y menor que la del ingreso permanente. Además, encuentran que estas dos variables son suficientes para explicar el comportamiento del consumo privado.

El efecto de la política fiscal sobre el ahorro ha sido poco explorado. En esta materia, el tema que ha sido objeto de mayor atención ha sido el impacto de la tributación sobre el ahorro público. La alta propensión a ahorrar del sector público que corroboran algunos estudios ha sido mencionada con anterioridad. Por su parte, Cuddington (1986) encontró que, a diferencia de la evidencia de sobreconsumo del sector privado, en el caso del sector público, el consumo depende únicamente del PIB permanente. Ocampo y Cárdenas (1986) encontraron que un modelo simple de ingreso permanente y transitorio describe en forma bastante apropiada el comportamiento del ahorro público y que la propensión marginal a

ahorrar ingresos tributarios es sumamente elevada -- 66% para el conjunto del sector público en el período 1950-1980 <sup>1/</sup>. Este resultado, en conjunto con los del trabajo anterior, indican que los gastos corrientes del gobierno tienen una inercia de largo plazo y son, así, insensibles a los cambios de corto plazo en los niveles de tributación; en estas condiciones, estos últimos determinan, el ahorro público en el corto plazo. El trabajo de Ocampo y Crane (1988) confirma igualmente la asociación entre el ahorro de las administraciones públicas y la tributación.

El efecto de la tributación sobre el ahorro privado sólo ha sido explorado por Fernández (1989). Este autor encuentra que los impuestos directos (no, así, los indirectos) tienen un efecto negativo muy fuerte sobre el ahorro privado, que sobrepasa el efecto positivo de la tributación sobre el ahorro público y genera, así, un efecto neto desfavorable sobre el ahorro total. El mismo autor reconoce, sin embargo, que la respuesta del ahorro privado a los impuestos es "excesiva" y anota que posiblemente se estén captando a través de ella efectos de la redistribución del ingreso generada por la tributación directa.

Las hipótesis referidas al impacto del sector externo sobre el ahorro tienen mucho más apoyo en los estudios existentes que aquellas que correlacionan esta variable con indicadores

---

<sup>1/</sup> Los principales resultados de este trabajo en materia de ahorro público se reproducen también en Perry y Cárdenas (1986).

macroeconómicos domésticos. Gersovitz (1982) y Ocampo, Londoño y Villar (1985) encontraron una relación positiva entre ahorro y exportaciones. Sin embargo, según vimos en la sección anterior, este resultado no es fácil de justificar en sí mismo y depende de la relación que existe entre las exportaciones y otras variables que afectan directamente el ahorro. Por otra parte, es interesante anotar que los primeros estudios internacionales sobre la relación entre ahorro doméstico y externo --Griffin y Enos (1970) y Griffin (1970)-- señalaron que Colombia era precisamente uno de los ejemplos más claros de países en desarrollo donde existía una sustitución marcada entre ambos tipos de ahorro. Por el contrario, los trabajos de Perry, Junguito y de Junguito (1981) y Londoño y Perry (1985) encontraron que el financiamiento externo es un complemento y no un sustituto del ahorro público. Aunque criticando la metodología utilizada en estos dos ensayos, Gómez y Thoumi (1986) encontraron un resultado similar para algunos periodos históricos.

El análisis más general de este último tema es el ensayo de Ocampo (1988). En este trabajo se concluye que la relación negativa entre ahorro interno y externo está asociada en gran medida al comportamiento de las finanzas cafeteras, que tienden a empeorarse, como es obvio, en los periodos de baja en los precios internacionales del grano y, por ende, de deterioro en la cuenta corriente de la balanza de pagos (aumento del ahorro externo). Este hecho, conjuntamente con la asociación bastante débil que existe

en varios periodos entre ahorro y financiamiento externo, indica que el análisis debe centrarse en la relación entre el ahorro doméstico y este tipo de financiamiento. El análisis muestra que en el período 1950-1969 hay evidencia de una sustitución muy fuerte entre ahorro privado y financiamiento externo que desaparece, sin embargo, para el período 1970-1985. No obstante, esta relación parece estar asociada nuevamente al comportamiento del sector cafetero. Por este motivo, el resultado más importante es la relación inversa que existe entre financiamiento externo y ahorro público. Esta relación es estadísticamente significativa, tanto en 1950-1969 como en 1970-1985, pero es cuantitativamente muy elevada a partir de 1970. Como este último período difícilmente puede caracterizarse como de "escasez de divisas" (excepto en los últimos años), la explicación básica de esta relación está asociada posiblemente a la economía política de la tributación.

En el trabajo de Ocampo y Crane (1988) se incluye también este efecto del financiamiento externo, encontrándose para el período más reciente (1970-1986) que éste complementa y no sustituye el ahorro de las empresas privadas pero que, en cambio, resulta un sustituto mucho más marcado del ahorro de las administraciones públicas de lo que fue típico en el período 1950-1980.

## II. NUEVA EVIDENCIA EMPIRICA SOBRE LOS DETERMINANTES DEL AHORRO EN COLOMBIA

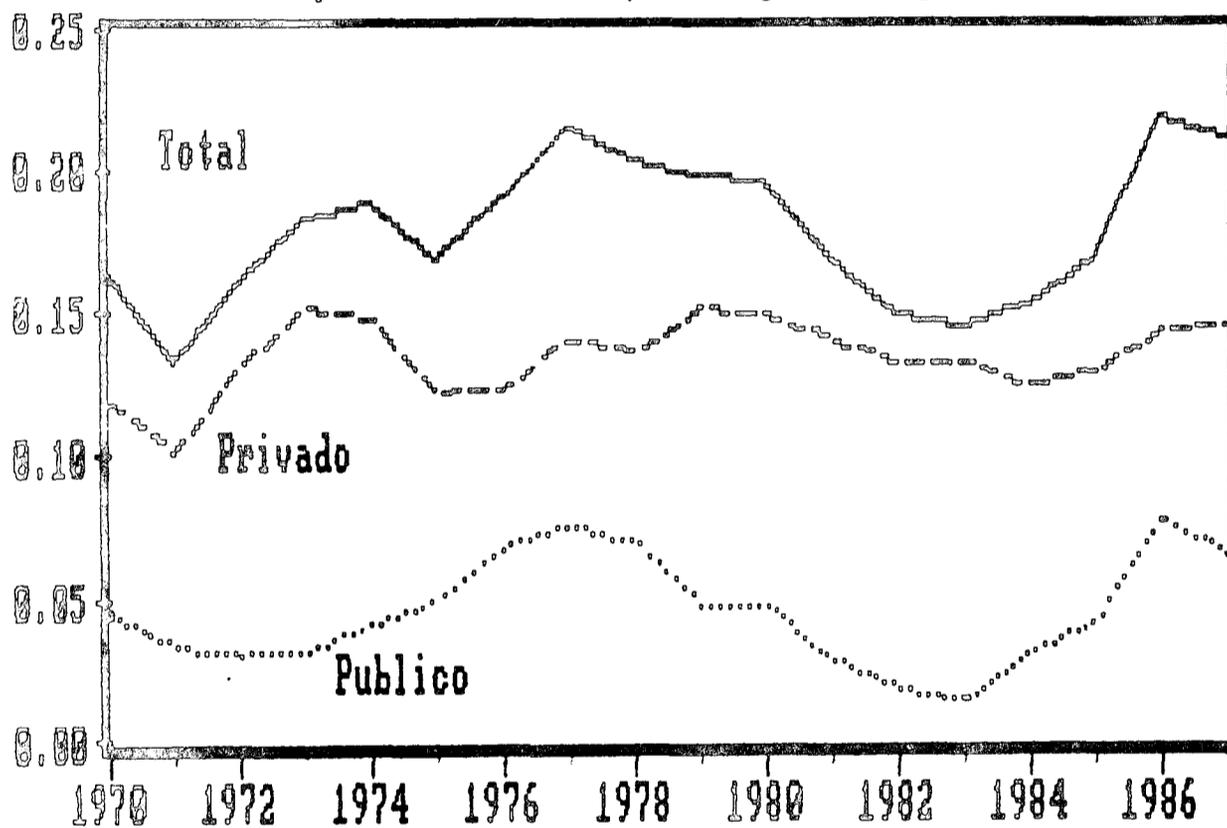
### A. Evolución del ahorro de los distintos agentes institucionales.

La importancia de los distintos determinantes del ahorro debe evaluarse, por supuesto, en función de la importancia que tienen los distintos tipos de ahorro y su variabilidad a lo largo del tiempo. Para tal propósito en los Gráficos Nos. 1 y 2 se presentan las tasas de ahorro totales para los distintos agentes económicos desde 1970, de acuerdo con las Cuentas Nacionales del DANE. La tasa de ahorro total tiene una tendencia ligeramente creciente en el período 1970-1986, alcanzando un nivel máximo de 21% en 1986. Como se aprecia en el primer gráfico, las fluctuaciones de esta tasa están determinadas en la primera mitad de la década de los setentas por las variaciones del ahorro privado, pero ya en la segunda mitad de dicha década y en los años ochentas fluctúa fundamentalmente con el ahorro público. Debido a la alta participación del ahorro de los hogares en el Producto Interno Bruto y a la inestabilidad de aquel que realizan las administraciones públicas, son estos agentes económicos quienes explican la mayor parte de las fluctuaciones del ahorro de la economía durante el período analizado.

Más específicamente, entre 1970 y 1977, la tasa de ahorro total tuvo un crecimiento acelerado, asociado al incremento en el ahorro de los hogares en los primeros años de la década y, a partir de 1974, al aumento en el ahorro de las administraciones públicas.

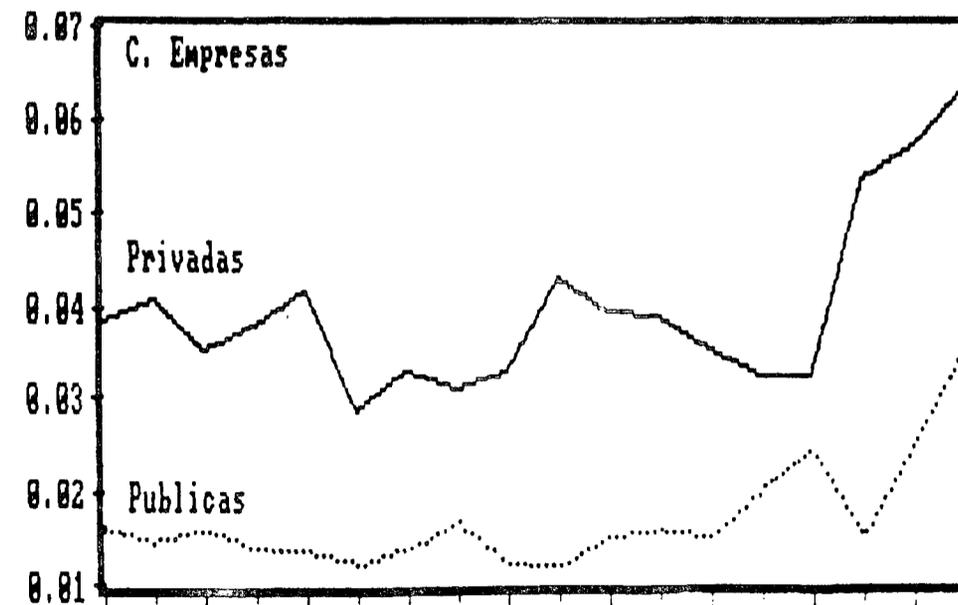
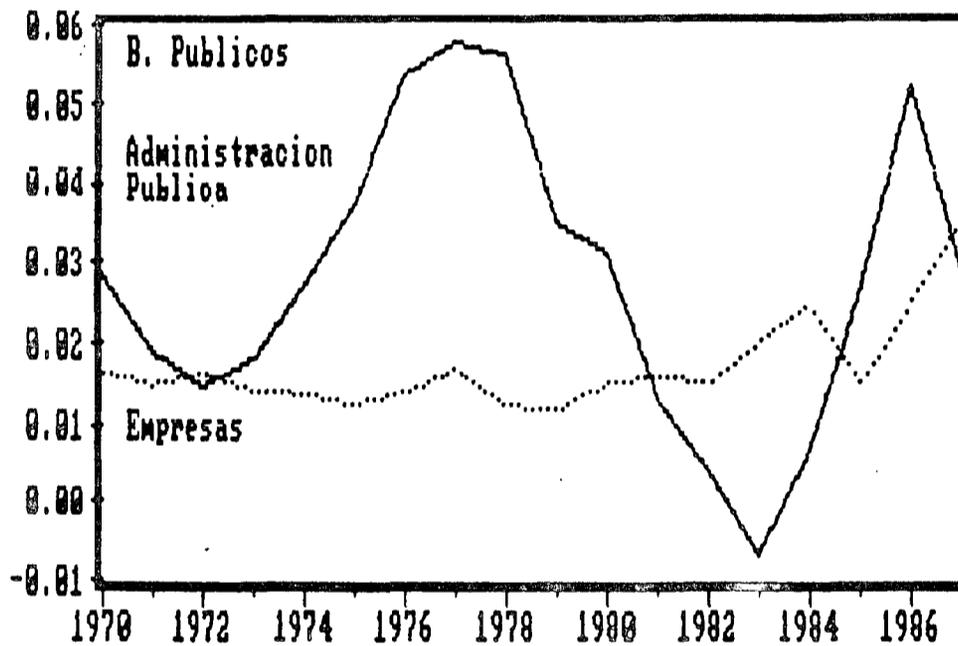
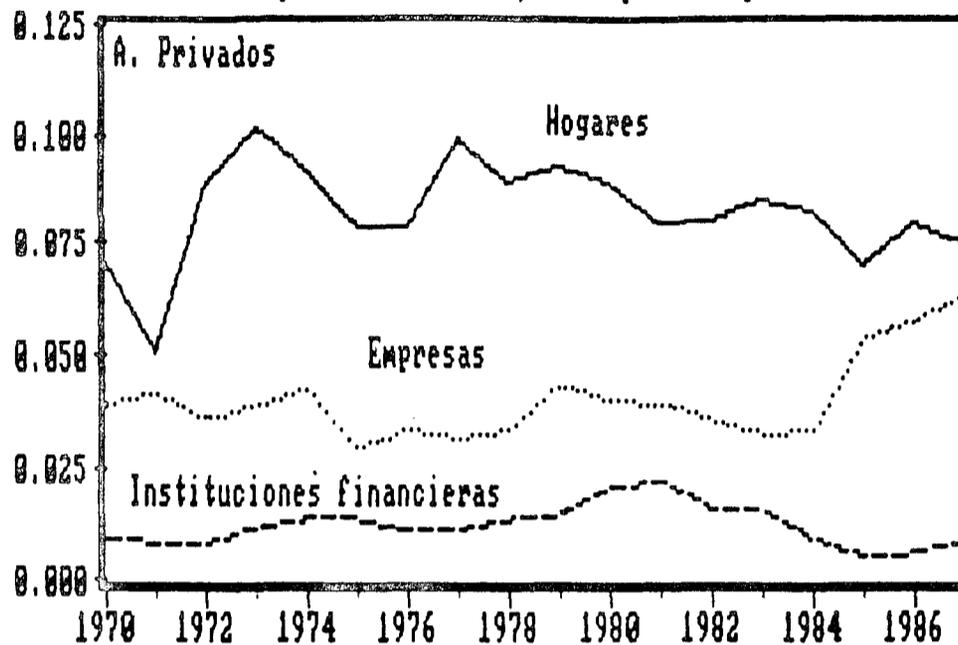
GRAFICO No. 1

**TASAS DE AHORRO TOTAL 1970-1987**  
(en pesos corrientes, como porcentaje del PIB)



Fuente: Cuentas Nacionales, DANE

TASAS DE AHORRO POR AGENTES INSTITUCIONALES 1970-1987  
(en pesos corrientes, como porcentaje del PIB)



Este último se generó, primero, como resultado de la reforma tributaria adoptada en 1974 y, posteriormente, del plan de estabilización adoptado durante la bonanza cafetera que se inició en 1975. A partir de 1978, la tasa de ahorro total empezó a descender, cayendo bruscamente entre 1980 y 1983, como consecuencia, principalmente, del deterioro del ahorro público. A partir de 1984, se recuperó rápidamente, alcanzando en 1986 los niveles más altos de todo el período analizado. El aumento del ahorro de las administraciones públicas y del sector empresarial, tanto público como privado, es la explicación de este notable incremento. Ambos fenómenos reflejan el ajuste macroeconómico que se llevó a cabo en Colombia a partir de 1984, que tuvo como objetivo central reducir los desequilibrios acumulados, tanto en las finanzas públicas como en la balanza de pagos. Nótese que este aumento del ahorro global en los últimos años se presentó pese a la tendencia decreciente del ahorro de los hogares y de las instituciones financieras, en este último caso como reflejo de la crisis enfrentada por este sector desde 1982.

Por último, el análisis conjunto de las tasas de ahorro e inversión de los diferentes agentes arroja luces sobre cómo se distribuyó entre ellos el esfuerzo de financiación de la inversión y la dirección de las transferencias de ahorro entre los sectores superavitarios y deficitarios. El Gráfico No. 3 revela cómo todos los agentes registraron desequilibrios financieros importantes entre 1970 y 1987. Los hogares mantuvieron durante todo el período

4

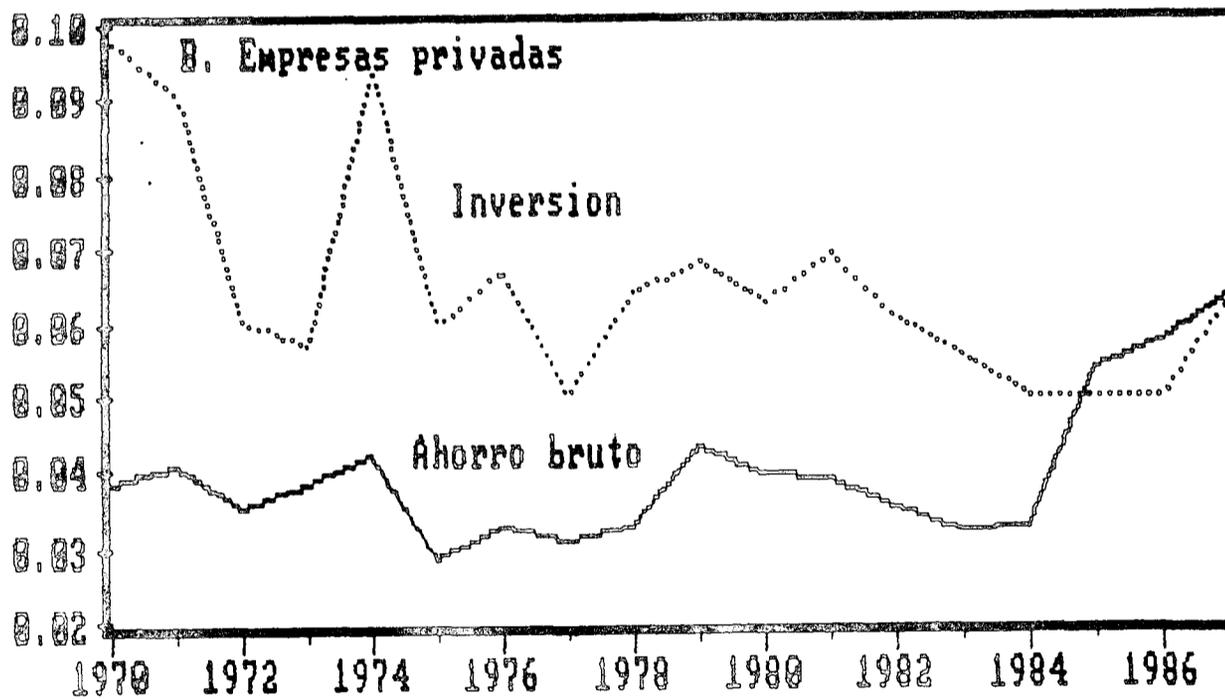
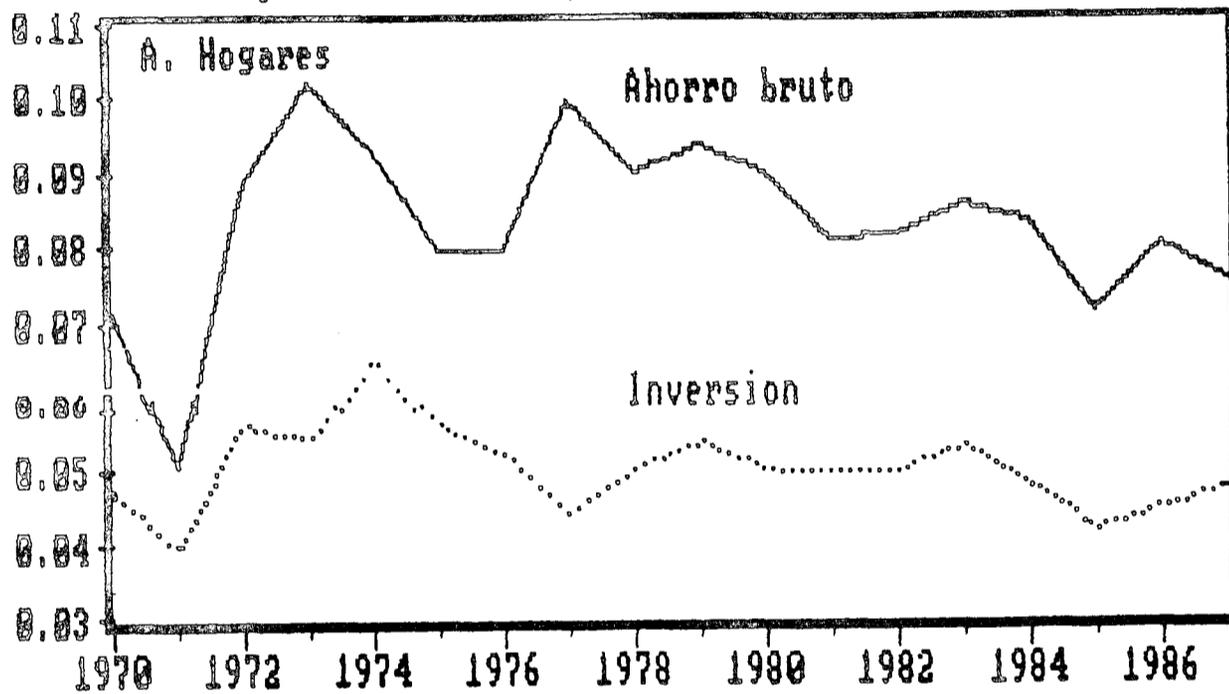
5

6

7

GRAFICO No. 3

ACUMULACION DE CAPITAL Y AHORRO POR SECTORES INSTITUCIONALES  
(en pesos corrientes, como porcentaje del PIB)



Fuente: Cuentas Nacionales, DANE

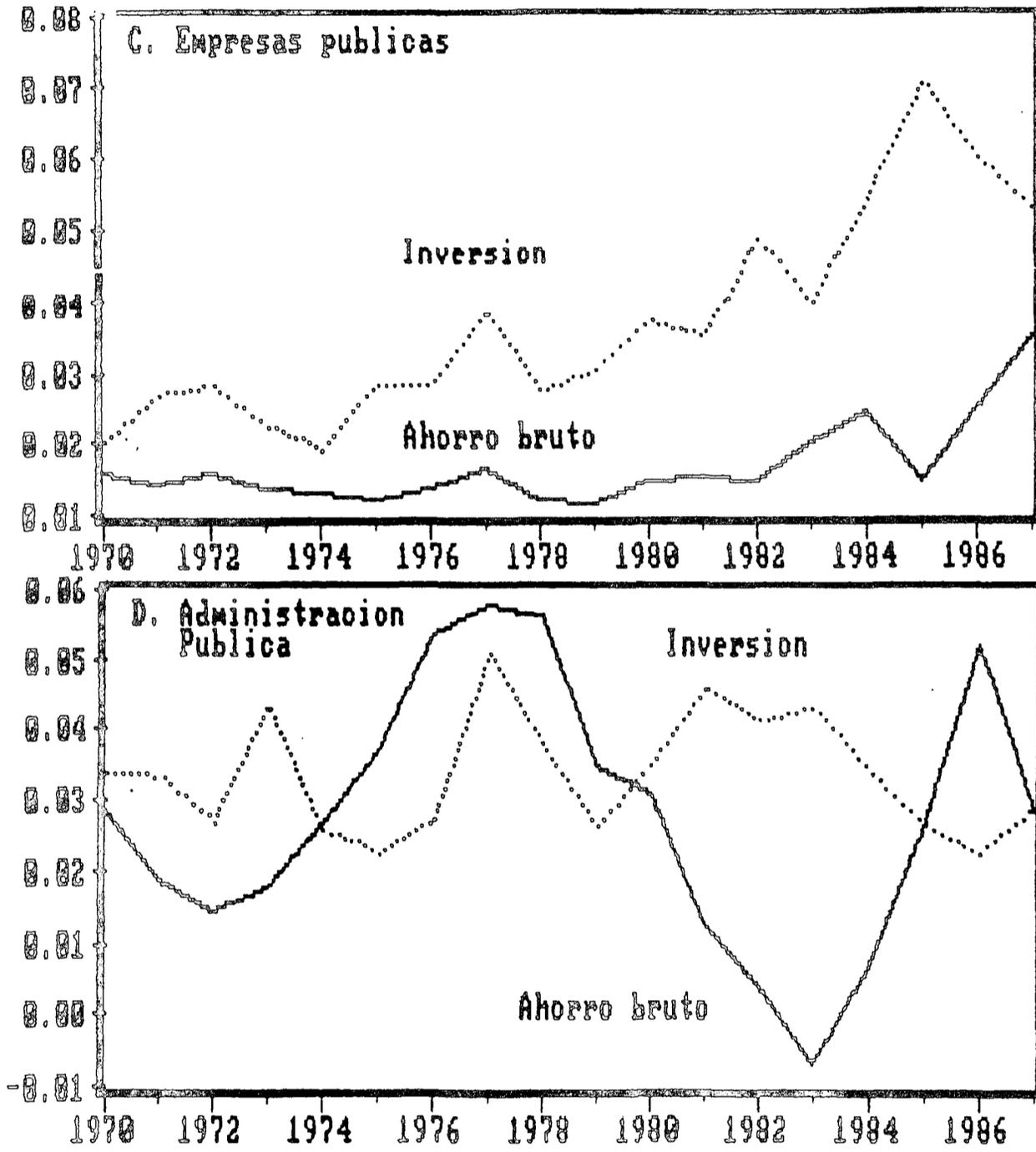
un superávit financiero considerable. Como la formación de capital de estos agentes ha sido bastante estable a lo largo de este período, su oferta neta de fondos ha dependido fundamentalmente de los cambios en sus tasas de ahorro (Gráfico 3.A).

Por el contrario, las fluctuaciones de la demanda de fondos de las empresas ha dependido mucho más de los cambios en su esfuerzo de inversión que de sus niveles de ahorro (Gráficos 3.B y 3.C). En efecto, las empresas públicas y privadas han ahorrado una porción muy estable del PIB, con excepción del período 1983-1987. Por consiguiente, los cambios en la tasa de inversión se han reflejado directamente en mayores o menores déficit financieros. Debe anotarse, por último, que la recomposición de la inversión entre las empresas públicas y privadas a lo largo del período analizado significó que las transferencias de ahorro de los hogares se dirigieron en una proporción creciente hacia las primeras. Más aún, en los últimos años del período, las empresas privadas se convirtieron en agentes superavitarios.

Por otra parte, la economía colombiana registró entre 1970 y 1983 desequilibrios importantes en las cuentas del gobierno y del resto del mundo, cuyo impacto macroeconómico resultó, en gran medida, compensatorio. En efecto, según lo indica el Gráfico No. 4, en la evolución conjunto de estos dos agregados macroeconómicos pueden distinguirse cinco fases diferentes. Entre 1970 y 1974, el déficit externo fue parcialmente compensado por un déficit en las

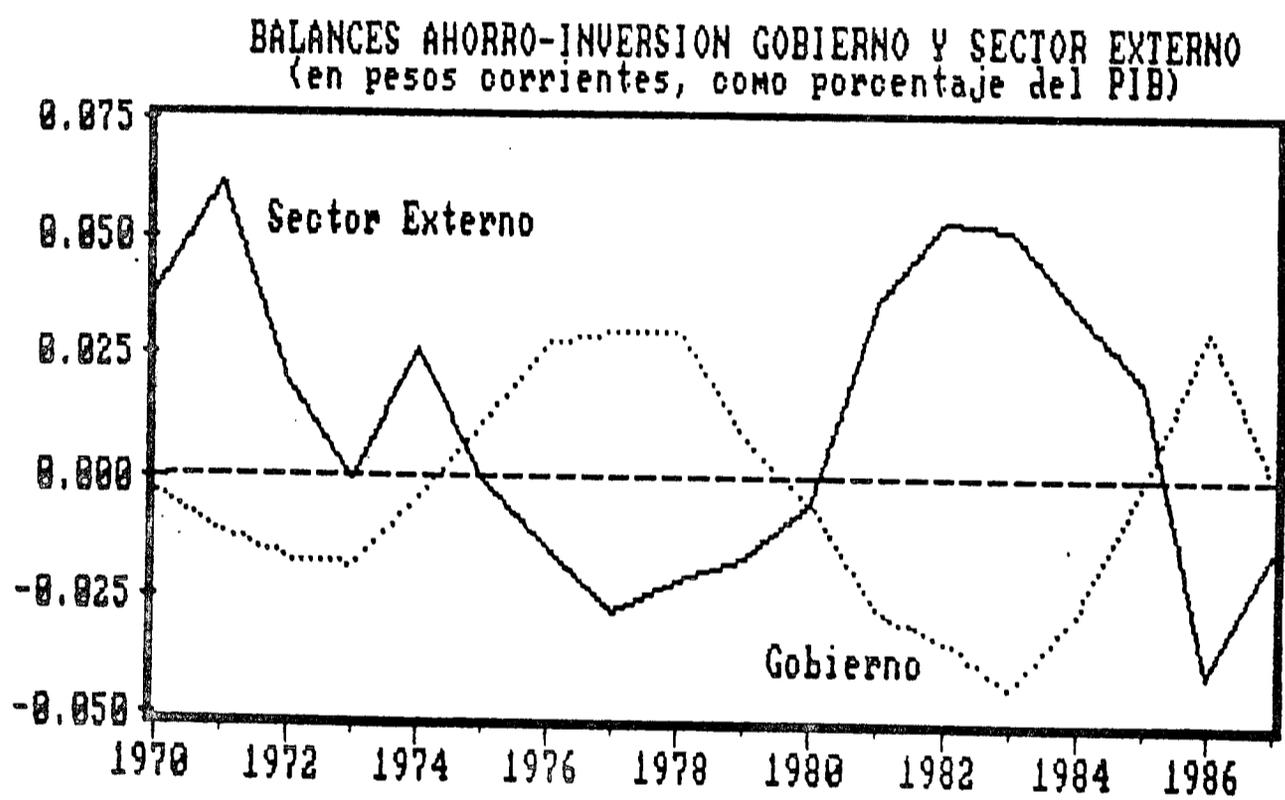
GRAFICO No. 3 (Cont)

ACUMULACION DE CAPITAL Y AHORRO POR SECTORES INSTITUCIONALES  
(en pesos corrientes, como porcentaje del PIB)



Fuente: Cuentas Nacionales, DANE

GRAFICO No. 4



FUENTE: Cuentas Nacionales, DANE

finanzas de las administraciones públicas. La generación de ahorro neto apreciable por parte del sector público constituyó, a su vez, un elemento clave de la política de estabilización que se adoptó durante la bonanza cafetera que se presentó entre 1975 y 1979. Por su parte, entre 1980 y 1983, el deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos estuvo acompañado de un déficit fiscal creciente, reflejando la política económica compensatoria característica de estos años. A partir de 1983, la disminución del déficit del sector público estuvo acompañada de una reducción similar del ahorro externo. Por último, en los dos últimos años para los cuales se tienen estadísticas, se observa nuevamente un comportamiento compensatorio entre estos dos agentes.

#### B. Estimación de funciones de ahorro

Para analizar los determinantes del ahorro, en esta sección se estiman funciones de comportamiento de dicha variable para cada uno de los agentes económicos que contemplan las Cuentas Nacionales del DANE durante el período 1970-1987. En ellas se incorporan las diferentes hipótesis que fueron mencionadas en la parte I de este trabajo. En las funciones más agregadas (para ahorro público, privado y total) se incluyen solamente aquellas variables que resultaron relevantes para la explicación de sus componentes individuales. Las estimaciones se hacen en todos los casos para las tasas de ahorro --proporciones del PIB-- medidas en pesos corrientes; todas las variables explicativas están expresadas de la misma forma, exceptuando, como es obvio, las que representan las

desviaciones del PIB o el ingreso bruto real frente a sus tendencias y la tasa de inflación. Esta especificación particular supone que el ahorro tiende a moverse en forma paralela a la producción o al ingreso, o sea que existe una estrecha relación de tipo keynesiano entre el ahorro y la actividad económica.

Para evaluar la hipótesis del ingreso transitorio se utilizan alternativamente dos variables: la desviación del PIB real respecto a su tendencia (DESPIB), y la desviación del ingreso bruto real frente a su tendencia (DESINA). Se hicieron también estimaciones con el PIB transitorio estimado por Clavijo (1989) mediante la metodología de series de tiempo, pero no se obtuvieron resultados significativamente diferentes a los que se obtenían con el cálculo más simple de dicha variable. Para no complicar excesivamente la presentación de resultados se excluyen, por lo tanto, del análisis.

Al analizar el impacto de la tributación sobre el ahorro privado, se intentó separar el efecto de los impuestos directos de los indirectos. Sin embargo, esta separación produjo resultados poco satisfactorios. Para el sector privado se obtuvo un coeficiente con signo positivo para la tasa de tributación indirecta, que contradice las presunciones teóricas. Por su parte, en el caso del ahorro público, se obtuvo un coeficiente para la tasa de tributación indirecta significativamente superior a uno, que resulta igualmente inaceptable. Por estas razones, los resultados que se presentan son únicamente aquellos que contemplan

los efectos de la tributación total (TIMPTOT). En las estimaciones iniciales se incluyó, igualmente, el déficit fiscal como determinante del ahorro privado. Sin embargo, en todos los casos, el signo obtenido fue el opuesto a lo que se espera de acuerdo con el análisis de la "equivalencia ricardiana". Por este motivo, esta variable se excluyó igualmente del análisis.

Los efectos de la distribución del ingreso sobre el ahorro se intentaron captar a través de la participación de los ingresos no salariales --excedente bruto de explotación-- en el producto, separando entre los rurales (agropecuarios) y los urbanos. Así mismo, se incluyó alternativamente la participación del excedente total en el PIB. Los mejores resultados se obtuvieron en todos los casos cuando se incluía únicamente el excedente urbano (EXURB). Por este motivo, se presentan solamente los resultados en los cuales se incluye esta variable.

En las estimaciones iniciales se incorporó también la tasa de interés real. Esta variable no resultó significativa en ningún caso e incluso presentó el signo contrario al esperado la mayoría de las veces. Estos resultados corroboran la irrelevancia de la tasa de interés como determinante del ahorro en Colombia, lo cual ha sido un resultado común en los trabajos que se mencionaron en la sección I.B. En la parte III del trabajo se incorpora, sin embargo, la tasa de interés como determinante del "ahorro financiero".

4

4

4

4

Por último, en muchos casos se presentaron problemas de autocorrelación de los errores de las regresiones. En primera instancia, se intentó corregir este problema introduciendo la variable dependiente rezagada, tratando de captar en qué medida este hecho reflejaba un ajuste parcial de dicha variable. Sin embargo, este procedimiento no produjo en ningún caso resultados satisfactorios. Por este motivo, se corrigió el problema introduciendo coeficientes de autocorrelación de primer y segundo órdenes, utilizando el método iterativo de Cochrane-Orcutt. Este método tiene problemas muy bien conocidos sobre los cuales no vale la pena ahondar aquí. Una corrección adecuada de los problemas de autocorrelación exigiría, sin embargo, grados de libertad muy superiores a los que proporciona la información estadística del DANE. Conviene, sin embargo, anotar que estos problemas se presentan únicamente en el caso de las empresas privadas y las administraciones públicas, pero desaparecen en las funciones más agregadas.

#### 1. Ahorro privado

El Cuadro No. 1 presenta las principales estimaciones de la función de ahorro de los hogares. La primera ecuación muestra una relación significativa entre el ahorro y el ingreso transitorio, medido como la desviación del PIB frente a su tendencia (DESPIB), al igual que el efecto de una redistribución del ingreso en favor de los ingresos no salariales urbanos (EXURB). La tasa de tributación, por su parte, tiene un efecto negativo sobre el ahorro

4

4

4

4

que no es significativo en términos estadísticos. Por último la variable (INFLA) que capta el efecto del "ahorro forzoso" generado por la inflación tampoco resulta significativa. Al excluir, sin embargo, esta última variable, se tornan aún más marcados los efectos del PIB transitorio y de la distribución del ingreso y significativo el impacto de la tasa de tributación, con el efecto negativo esperado.

Los resultados no se modifican sensiblemente al reemplazar la variable DESPIB por la desviación del ingreso real frente a su tendencia (DESINA). De hecho, el coeficiente de ambas variables es similar, pero se reduce el de aquella que capta el impacto de la distribución del ingreso.

Es necesario resaltar que el coeficiente de la variable de tributación resulta en las cuatro ecuaciones ligeramente inferior, aunque no estadísticamente diferente de -1. Esto indica que los hogares reducen su tasa de ahorro exactamente en la misma magnitud en que aumenta su tasa de tributación, que es precisamente lo que predice la hipótesis de la "equivalencia ricardiana". Conviene recordar, sin embargo, que, según lo anotamos en la introducción a esta sección del trabajo, el otro postulado de esta hipótesis --el efecto del déficit fiscal sobre el ahorro-- no recibe un sustento similar. Ello indica, por lo tanto, que un aumento del gasto público financiado con endeudamientos (principalmente externo

2

3

4

5

en el caso colombiano) no se ve compensado macroeconómicamente por un mayor ahorro de los hogares.

Una explicación alternativa de la relación tributación-ahorro de los hogares se puede apoyar en la hipótesis del ingreso permanente. Ella postularía que estos agentes privados visualizan las variaciones en los impuestos como el componente más "inesperado" o "temporal" de su ingreso. Por este motivo, ajustan plenamente sus niveles de ahorro cuando se altera dicha variable.

Las estimaciones para la tasa de ahorro de las empresas privadas que se presentan en el Cuadro No. 2 son poco satisfactorias en términos estadísticos, puesto que se presentan fuertes problemas de autocorrelación de los errores. En estas estimaciones se incluyen como variables explicativas las utilidades de las empresas privadas (UTPRIV), el financiamiento externo al sector privado (FXPRIV) y la tasa de tributación total (TIMPTOT). En la ecuación 3, en la cual se corrigen los problemas de autocorrelación de primer y segundo órdenes, se observa un efecto positivo sobre el ahorro de las empresas, tanto de las utilidades como del financiamiento externo. En el caso de las utilidades, la propensión marginal a ahorrar es relativamente alta (34%) aunque inferior, según veremos, a la de las empresas y administraciones públicas. Por su parte, el segundo de los efectos anotados indica que existe una complementariedad entre el financiamiento externo y este componente del ahorro privado, al contrario de lo que

Cuadro No. 2

DETERMINANTES DEL AHORRO DE LAS EMPRESAS PRIVADAS  
(Estadística t entre paréntesis)

|   | 1                  | 2                  | 3                  |
|---|--------------------|--------------------|--------------------|
| C   | -0.0893<br>(-1.75) | 0.0270<br>(0.08)   | -0.0014<br>(-0.08) |
| UTEPRI  | 0.2842<br>(1.26)   | 0.3840<br>(2.45)   | 0.3365<br>(2.82)   |
| FXPRIV  | 0.2011<br>(0.93)   | 0.2541<br>(2.35)   | 0.2858<br>(3.81)   |
| TIMPTOT   | 0.5340<br>(1.98)   | -0.0770<br>(-0.61) | -0.1307<br>(-1.79) |
| COEFICIENTE DE<br>AUTOCORRELACION<br>(1r. Orden)  | -                  | 0.9734<br>(4.86)   | 1.6400<br>(6.45)   |
| COEFICIENTE DE<br>AUTOCORRELACION<br>(2do. Orden) | -                  | -                  | -0.9128<br>(-2.33) |
| R2  | 0.18               | 0.69               | 0.79               |
| DW  | 1.08               | 0.89               | 2.01               |

acontece en el sector público, según veremos más adelante. Este resultado es razonable, si se tiene en cuenta que buena parte del financiamiento externo al sector privado está representado por crédito para financiar el componente importado de proyectos de inversión, el cual generalmente tiene una contrapartida importante en recursos nacionales.

Al igual de lo que acontece en el caso de los hogares, en esta última ecuación el efecto de la tributación sobre el ahorro es negativo, aunque significativamente inferior en magnitud. Al comparar las distintas estimaciones se puede apreciar, sin embargo, que el valor del coeficiente es muy inestable, lo cual resta confiabilidad a este resultado.

En la estimación de la función de comportamiento para el conjunto del ahorro privado (Cuadro No. 3) se incluyeron las variables que, según los ejercicios anteriores, determinan cada uno de sus componentes. No obstante, como las utilidades de las empresas hacen parte de los ingresos no salariales urbanos, dicha variable se excluyó de las estimaciones correspondientes. En la ecuación 1 se incluyen, así, como determinantes de dicho ahorro, el PIB transitorio, el excedente bruto de explotación urbano, la tasa de impuestos y el financiamiento externo al sector privado. En la ecuación 2 se excluye esta última variable, cuyo efecto resulta poco significativo en la anterior. Ambas estimaciones respaldan la hipótesis del ingreso permanente. Se corrobora,

2

6

4

4

Cuadro No. 3

DETERMINANTES DEL AHORRO PRIVADO  
(Estadística t entre paréntesis)

|         | 1                  | 2                  | 3                  | 4                  |
|---------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| C       | -0.0523<br>(-0.99) | -0.0522<br>(-1.06) | 0.0097<br>(0.21)   | 0.0139<br>(0.32)   |
| DESP18  | 0.1835<br>(4.09)   | 0.1834<br>(4.29)   | -                  | -                  |
| DESINA  | -                  | -                  | 0.1523<br>(4.01)   | 0.1490<br>(4.16)   |
| URBPIB  | 0.7574<br>(6.23)   | 0.7572<br>(6.63)   | 0.6128<br>(5.63)   | 0.6034<br>(5.88)   |
| TIMPTOT | -1.1283<br>(-4.00) | -1.1282<br>(-4.17) | -1.1028<br>(-3.87) | -1.0951<br>(-3.98) |
| FXPRIV  | 0.0015<br>(0.01)   | -                  | 0.0736<br>(0.37)   | -                  |
| R2      | 0.70               | 0.73               | 0.70               | 0.72               |
| DW      | 1.76               | 1.76               | 1.76               | 1.68               |

además, el efecto positivo sobre el ahorro privado de una redistribución del ingreso en favor de las rentas no salariales y el impacto negativo de un aumento en la tributación. En este último caso, al igual que en las estimaciones referidas a los hogares, el coeficiente obtenido no es significativamente diferente de -1 indicando, así, que un aumento en los impuestos se ve compensado por una reducción del ahorro privado de la misma magnitud.

En las ecuaciones 3 y 4 se reemplaza la desviación del PIB por la del ingreso, obteniéndose resultados muy similares. Como se puede apreciar, los coeficientes de dicha variable y de aquella que capta los efectos distributivos se reducen ligeramente. El efecto de la tributación es nuevamente proporcional y no se obtiene un efecto significativo del financiamiento sobre el ahorro del sector privado.

Los resultados anteriores indican, así, que el ahorro privado depende directamente del ingreso transitorio, de la participación de las rentas no salariales en el ingreso total (que incluye las utilidades de las empresas) e inversamente de la tributación. Pese a su complementariedad con el ahorro de las empresas, el financiamiento externo no parece tener, sin embargo, un impacto favorable sobre el conjunto del ahorro privado.

## 2. Ahorro público

A partir de 1970, las Cuentas Nacionales colombianas incluyen al Fondo Nacional del Café (FNC) dentro de la administración pública central. Dada la inestabilidad de las tasas de ahorro del FNC, asociadas a su carácter de fondo de estabilización, la evolución de esta cuenta tiene efectos muy notorios sobre el conjunto del ahorro gubernamental. Sin embargo, sus determinantes son completamente distintos a los del resto de las administraciones públicas <sup>2/</sup>. Por lo tanto, tanto el ahorro como los impuestos del FNC se excluyeron de los ejercicios correspondientes al sector público.

Como determinantes de ahorro de las administraciones públicas se incluyeron la tasa de tributación y el financiamiento externo al sector público (FXPUB), expresados ambos como proporciones del PIB. En este caso también se aprecian problemas de autocorrelación de errores, incluso de segundo orden, como se observa en las ecuaciones 1 a 3 del Cuadro No. 4. Esto último implica que los coeficientes obtenidos deben tomarse con cautela. Los resultados de la ecuación 3, en la cual se corrigen estos problemas por el método ya anotado, indican que la propensión marginal a ahorrar

---

<sup>2/</sup> El ahorro del Fondo Nacional del Café depende fundamentalmente de sus recaudos tributarios, cuyo principal componente es la retención cafetera. Una regresión simple que se estimó relacionando estas dos variables (ambas medidas como proporciones del PIB), produjo los siguientes resultados:

$$\text{AHOFNC} = -0.007 + 0.70 \text{ IMRET}$$

$$\quad \quad \quad (-2.06) \quad (4.07)$$

$$R^2 = 0.47$$

$$\text{D.W.} = 2.28$$



Cuadro No. 4

DETERMINANTES DEL AHORRO DEL SECTOR PUBLICO  
(Excluye el Fondo Nacional del Café; estadística t entre paréntesis)

|   | Administraciones Públicas |                    |                    | Empresas<br>Públicas | Total              |                    |
|---|---------------------------|--------------------|--------------------|----------------------|--------------------|--------------------|
|   | 1                         | 2                  | 3                  | 4                    | 5                  | 6                  |
| C   | -0.0303<br>(-0.54)        | -0.0762<br>(-2.17) | -0.0714<br>(-2.84) | 0.0053<br>(3.02)     | -0.0481<br>(-0.89) | -0.0455<br>(-0.93) |
| TIMPTOT   | 0.4789<br>(1.31)          | 0.6769<br>(3.16)   | 0.6710<br>(4.31)   | -                    | 0.7224<br>(1.96)   | 0.6988<br>(2.19)   |
| UTEPUB  | -                         | -                  | -                  | 0.4023<br>(10.25)    | -0.0291<br>(-0.14) | -                  |
| FXPUB   | -0.8953<br>(-3.07)        | -0.2023<br>(-0.97) | -0.1306<br>(-0.77) | -0.0830<br>(-1.53)   | -0.9087<br>(-3.40) | -0.9152<br>(-3.59) |
| COEFICIENTE DE<br>AUTOCORRELACION<br>(1r. Orden)  | -                         | 0.8011<br>(4.79)   | 1.1500<br>(4.63)   | -                    | -                  | -                  |
| COEFICIENTE DE<br>AUTOCORRELACION<br>(2do. Orden) | -                         | -                  | 0.3786<br>(-1.52)  | -                    | -                  | -                  |
| R2  | 0.43                      | 0.70               | 0.79               | 0.86                 | 0.54               | 0.57               |
| DW  | 1.08                      | 1.14               | 1.58               | 1.78                 | 1.62               | 1.59               |

ingresos tributarios es muy alta (0.67), corroborando, así, los resultados de otros trabajos. Por otro lado, el coeficiente del financiamiento externo es muy inestable en las diferentes estimaciones, aunque tiene el signo negativo en todos los casos, confirmando, así, la sustituibilidad entre el ahorro gubernamental y dicho financiamiento que se había encontrado en trabajos anteriores. Sin embargo, sólo resulta alto y significativo cuando no se corrigen los problemas de autocorrelación ya anotados.

Según los resultados que se obtuvieron para las empresas públicas (Cuadro No. 4, ecuación 4), la tasa de ahorro de estos agentes está explicada, en forma muy satisfactoria, por las utilidades de estas empresas (UTEPUB), con una propensión marginal a ahorrar también alta (0.4) y por el financiamiento externo recibido por el sector público, esta última variable con signo negativo. El segundo resultado indica que la disponibilidad de crédito externo hace que las empresas públicas descuiden la generación de ingresos propios o la eficiencia en la asignación de sus recursos.

En la función de ahorro del sector público consolidado (excluyendo, según hemos indicado, al Fondo Nacional del Café) se incluyen inicialmente como determinantes la tasa de tributación, los ingresos de las empresas públicas y el financiamiento externo al sector público (Cuadro No. 4, ecuación 5). Sin embargo, la segunda de las variables anotadas no parece afectar en forma

significativa el conjunto del ahorro público e incluso tiene el signo contrario al esperado. Al excluir esta variable (ecuación 6), se encuentra nuevamente que la propensión marginal a ahorrar ingresos tributarios es sumamente alta en Colombia (0.70). Esto indica que el consumo público tiene un comportamiento bastante inercial, por lo cual las variaciones de corto plazo en los recaudos tributarios se reflejan en cambios sólo ligeramente inferiores del ahorro gubernamental. El financiamiento externo, por su parte, tiene un marcado efecto de sustitución del ahorro público, ya que se refuerzan los efectos negativos que se encontraron de esta variable sobre el ahorro de las empresas y --con los problemas estadísticos ya anotados-- de las administraciones públicas. El coeficiente indica que si el financiamiento externo aumenta en el equivalente a 1% del PIB, el ahorro público disminuye prácticamente en la misma magnitud.

### 3. Tasa de ahorro total

Como se dijo anteriormente, en la estimación de la función de comportamiento del ahorro total de la economía colombiana se incluyeron solamente aquellas variables que resultaron estadísticamente significativas como determinantes de alguno de sus sub-agregados. Además, se incluye como variable explicativa el financiamiento externo total en vez de sus componentes público y privado.

En el Cuadro No. 5 se resumen los principales resultados de las estimaciones correspondientes. En la primera ecuación se incluyen como determinantes del ahorro la desviación del PIB frente a su tendencia, el excedente de explotación urbano, la tasa de tributación y el financiamiento externo total. La única de estas variables que no tiene un impacto significativo sobre la variable dependiente es la tasa de tributación. Tanto cuando se incluye como cuando se excluye dicha variable (ecuación 2) se corrobora la alta propensión marginal a ahorrar ingresos transitorios (0.26) y el fuerte impacto sobre el ahorro de una redistribución del ingreso hacia los ingresos urbanos no salariales. Por otra parte, se reafirma la marcada sustitución que existe entre financiamiento externo y ahorro interno; el tamaño de los coeficientes indica que el ahorro doméstico se reduce en aproximadamente la mitad del aumento en el financiamiento externo.

En las dos últimas ecuaciones del Cuadro se sustituye el PIB por el ingreso real. Los resultados son nuevamente similares a los anteriores, aunque con coeficientes ligeramente inferiores para todas las variables, especialmente para aquella que capta los efectos de una redistribución del ingreso en favor de las rentas no salariales.

Como se puede apreciar, una de las conclusiones que se desprende de resultados anteriores es la ausencia de una relación significativa entre el ahorro total y la tributación. Esto indica

Cuadro No. 5

DETERMINANTES DEL AHORRO TOTAL  
(Excluye el Fondo Nacional del Café; estadística t entre paréntesis)

|         | 1                  | 2                  | 3                  | 4                  |
|---------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| C       | -0.1795<br>(-2.49) | -0.2057<br>(-3.01) | -0.1011<br>(-1.71) | -0.1220<br>(-2.27) |
| DESPIB  | 0.2609<br>(4.37)   | 0.2647<br>(4.41)   | -                  | -                  |
| DESINA  | -                  | -                  | 0.2306<br>(4.77)   | 0.2353<br>(4.92)   |
| EXURB   | 0.9876<br>(5.94)   | 0.8490<br>(5.99)   | 0.7162<br>(5.62)   | 0.6610<br>(5.94)   |
| TIMPTOT | -0.3872<br>(-1.08) | -                  | -0.3092<br>(-0.91) | -                  |
| FXTOT   | -0.5461<br>(-3.29) | -0.5199<br>(-3.15) | -0.4633<br>(-2.84) | -0.4388<br>(-2.74) |
| R2      | 0.80               | 0.80               | 0.82               | 0.82               |
| DW      | 2.05               | 2.34               | 2.07               | 2.25               |

4

5

6

7

que los efectos positivos de esta variable sobre el ahorro público se ven compensados por su impacto negativo sobre el ahorro privado. Nótese, sin embargo que, según lo anotamos anteriormente, este resultado solo valida parcialmente la hipótesis de la "equivalencia ricardiana", ya que ejercicios adicionales, que no se incluyen en este trabajo, indicaron que no existe relación alguna entre el déficit fiscal y el ahorro privado.

### III. EL AHORRO Y LA INTERMEDIACION FINANCIERA

#### A. Relación entre el ahorro y el "ahorro financiero"

La confusión más común en las controversias sobre el ahorro en Colombia es la tendencia a identificar en las discusiones públicas este concepto con el de "ahorro financiero". Las diferencias entre uno y otro son bien conocidas. El ahorro, tal como se define en términos macroeconómicos, es aquella porción del ingreso corriente que no se consume y, por lo tanto, un flujo. El "ahorro financiero" es, por el contrario, la demanda del acervo de activos financieros o activos líquidos rentables. Esta confusión semántica no tendría, por supuesto, ninguna importancia práctica, a no ser por la tendencia generalizada de algunos analistas a suponer que los determinantes de estos dos agregados son idénticos. En particular, esto ha llevado a una gran cantidad de analistas a justificar las alzas o la liberación de las tasas de interés por sus supuestos efectos benéficos sobre el ahorro. Dada la sensibilidad de la demanda de activos líquidos rentables a la tasa de interés (véase, por ejemplo, Carrizosa, 1983), este instrumento

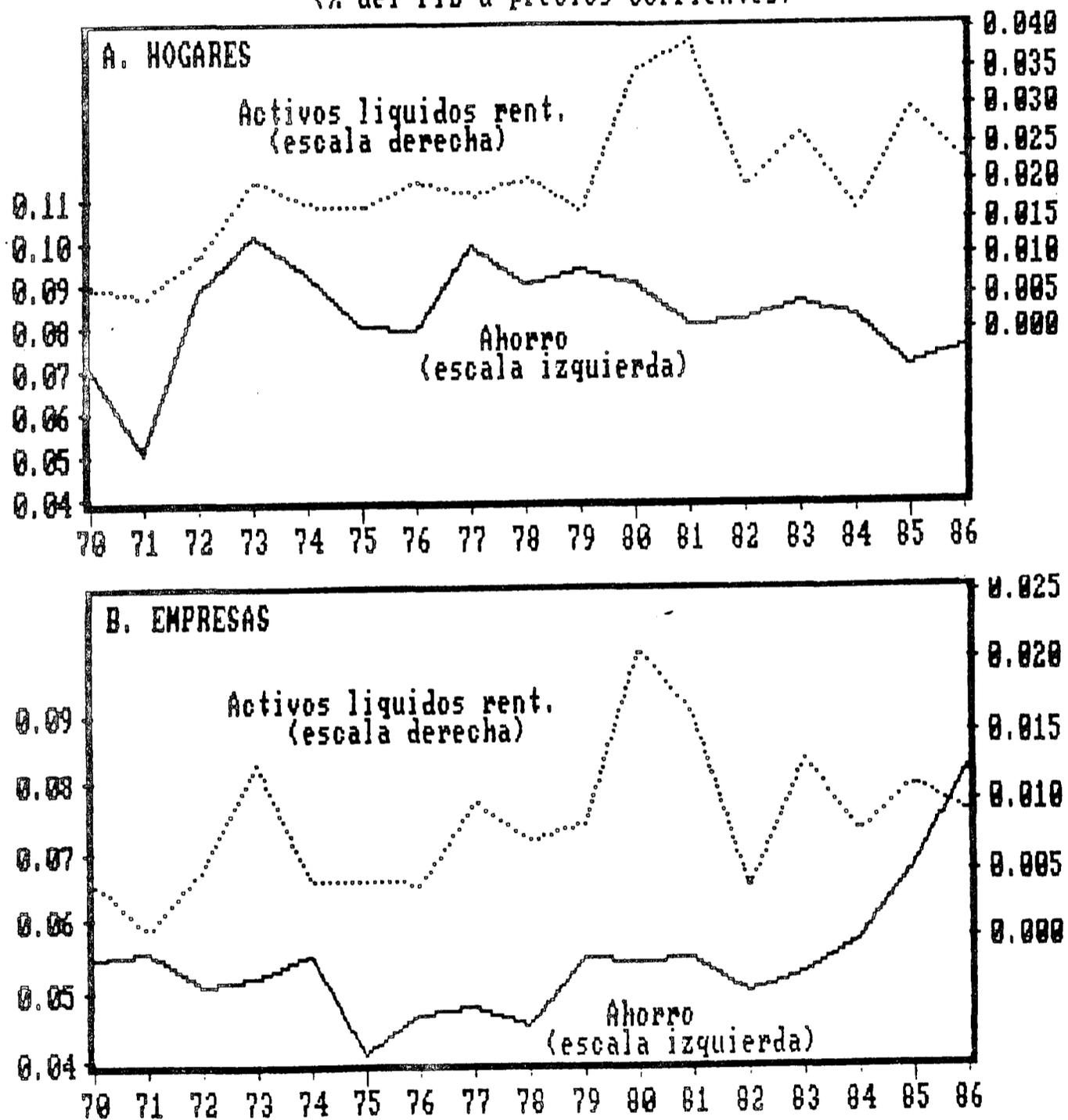
es un mecanismo idóneo para incentivar el "ahorro financiero". Su impacto sobre el ahorro es, sin embargo, nulo, según hemos visto en las secciones anteriores de este trabajo.

La relativa independencia del comportamiento del ahorro y de la demanda de activos líquidos rentables se aprecia, en efecto, en el Gráfico No. 5. Este hecho se puede observar con claridad si nos concentramos en los tres periodos en los cuales la demanda de estos activos se ha incrementado: 1972-1973, 1980-1981 y 1985. En el primer caso, este proceso coincidió con un aumento del ahorro de los hogares, pero no de las empresas. En el segundo caso ni uno ni otro experimentaron elevaciones apreciables y, por el contrario, el ahorro de los hogares se encontraba en descenso. Igual cosa aconteció en 1985 en el caso de los hogares, aunque en este caso el aumento (moderado) de la demanda de activos líquidos rentables de las empresas coincidió con una elevación significativa en sus niveles de ahorro.

Para dilucidar con mayor precisión la relación que existe entre estas dos variables, en el Cuadro No. 6 se estima la demanda de activos líquidos rentables, tanto por parte de los hogares como de las empresas, como función del ahorro de estos agentes; como en los ejercicios precedentes, todos estos agregados se estiman como proporción del PIB a precios corrientes. Los datos correspondientes a los primeros son tomados de las Cuentas Financieras del Banco de la República e incluyen los depósitos de ahorro, las cuentas en las

GRAFICO No. 5

AHORRO Y DEMANDA DE ACTIVOS LIQUIDOS RENTABLES DE HOGARES Y EMPRESAS  
(% del PIB a precios corrientes)



FUENTE: Cuentas Nacionales, DANE y Cuentas Financieras, Banco de la República.

Cuadro No. 6

DETERMINANTES DE LA DEMANDA FLUJO DE ACTIVOS LIQUIDOS DE LOS HOGARES  
Y DE LAS EMPRESAS 1970-1985  
(Estadística t entre paréntesis; elasticidades en corchetes)

|  | Hogares                    |                            | Empresas                   |                             |
|--|----------------------------|----------------------------|----------------------------|-----------------------------|
|  | Activos Líquidos rentables | Activos Líquidos totales   | Activos Líquidos rentables | Activos Líquidos totales    |
| Constante                                      | -0.012<br>(-1.06)          | -0.007<br>(-0.45)          | -0.029<br>(-2.54)          | 0.003<br>(1.40)             |
| Ahorro de los hogares o de las empresas        | 0.050<br>(0.33)<br>[0.216] | 0.268<br>(1.33)<br>[0.676] | 0.451<br>(2.21)<br>[2.907] | 1.154<br>(12.56)<br>[3.992] |
| Tasa de interés (nominal)                      | 0.093<br>(4.59)<br>[1.348] | 0.063<br>(2.07)<br>[0.530] | 0.045<br>(3.82)<br>[1.547] | 0.010<br>(1.31)<br>[0.190]  |
| Desviación del PIB con respecto a su tendencia | 0.037<br>(0.93)            | 0.001<br>(0.02)            | 0.061<br>(2.44)            | -0.012<br>(-1.10)           |
| Coefficiente de autocorrelación                | -0.417<br>(-1.34)          | -                          | -0.511<br>(1.84)           | 0.047<br>(0.15)             |
| R2   | 0.433                      | 0.314                      | 0.298                      | 0.944                       |
| DW   | 2.170                      | 2.290                      | 2.289                      | 2.020                       |
|  |                            |                            |                            | 0.951<br>1.911              |

Fuente: Estimado con base en información proveniente de las Cuentas Nacionales y Financieras.

Corporaciones de Ahorro y Vivienda, los Certificados de Depósito a Término y otros Depósitos en Moneda Nacional. En uno y otro caso se utilizan como variables explicativas adicionales la tasa de interés nominal y la desviación del PIB con respecto a su tendencia, tratando de captar en este último caso un comportamiento procíclico o anticíclico de dichas demandas.

Como se puede apreciar, la demanda de activos líquidos rentables es elástica a la tasa de interés, tanto en el caso de los hogares como de las empresas. También hay una relación positiva entre la demanda de activos totales y la tasa de interés: no obstante, los menores coeficientes estimados y las bajas elasticidades obtenidas indican que, cuando se eleva dicha tasa, una parte de la mayor demanda de activos rentables se produce a costa de las tenencias de medios de pago. Por otra parte, en ambos casos, pero especialmente en el de las empresas, el comportamiento de la demanda de activos líquidos rentables es procíclico: esto indica que aumenta más que el PIB en las fases de auge, pero posteriormente disminuye también en forma marcada. Como este último comportamiento no se aprecia en la demanda total de activos líquidos, ello indica que hay una sustitución entre unos y otros a lo largo del ciclo económico.

Por último, el efecto del ahorro sobre la demanda de activos líquidos es muy diversa. En el caso de los hogares, no hay evidencia de una relación estadísticamente significativa entre

estas dos variables. En cambio, el ahorro sí ejerce un efecto sobre las tenencias de medios de pago, al cual se destina de hecho un 18% del ahorro de los hogares, de acuerdo con la relación estadística que se obtiene cuando se correlacionan directamente estas dos variables. En el caso de las empresas se obtienen elasticidades muy altas de la demanda de activos líquidos al ahorro. El efecto es nuevamente mucho más marcado en el caso de los medios de pago y se refleja en un coeficiente extraordinariamente alto (superior a uno) entre ahorro y demanda total de activos líquidos. Como las empresas son agentes económicos financieramente deficitarios, esta relación indica básicamente que las empresas se "apalancan" en su ahorro para contratar endeudamiento y elevar sus niveles de liquidez. Este hecho será objeto de atención adicional en la sección siguiente de este trabajo.

De acuerdo con estos resultados, la tasa de interés ejerce un papel destacado sobre la demanda de activos que afectan la intermediación financiera, aunque no sobre el ahorro. El fomentar la demanda de estos activos puede ser un objetivo deseable en sí mismo, aunque no exento de costos, particularmente si es simplemente el producto de una elevación de las tasas de interés a niveles reales que aumentan la fragilidad del propio sistema financiero, si afectan desfavorablemente algunos tipos de inversión o si inducen comportamientos indeseables de las empresas no financieras.

B. Las transferencias financieras entre agentes superavitarios y deficitarios

De acuerdo con los resultados anteriores, el ahorro financiero sólo capta una parte, quizás no muy importante, de la dinámica del ahorro real. El análisis completo de la relación entre este último ahorro y las operaciones financieras de los distintos agentes institucionales, exige, por lo tanto, analizar el conjunto de transacciones financieras en las cuales participan los distintos agentes económicos. En esta materia, resulta particularmente útil estudiar los cambios que han tenido lugar en la estructura de fuentes y usos de fondos de los principales agentes superavitarios (los hogares) y deficitarios (las empresas), así como las alteraciones que han experimentado los principales mercados financieros a través de los cuales tienen lugar las transferencias de fondos entre unos y otros (los mercados de derechos de propiedad y de crédito).

El Cuadro No. 7 resume la información que suministran las Cuentas Financieras del Banco de la República sobre la estructura de fuentes y usos de fondos de los hogares y de las empresas a partir de 1970. Desde el punto de vista de los hogares merecen destacarse dos características. La primera es la caída pronunciada en la adquisición de derechos de propiedad entre 1970-1974 y los períodos posteriores, sin que se perciba ninguna tendencia a la recuperación en años recientes. Más aún, cuando se desagregan entre acciones y otros derechos de propiedad --aportes a sociedades

4

4

4

4

Cuadro No. 7

ESTRUCTURA FINANCIERA DE LOS HOGARES Y DE LAS EMPRESAS, 1970-1986  
(% del PIB a precios corrientes)

|  | Hogares     |             |             |             | Empresas    |             |              |             |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|
|  | 1970-74     | 1975-79     | 1980-82     | 1983-86     | 1970-74     | 1975-79     | 1980-82      | 1983-86     |
| <b>Fuentes 1/</b>                      |             |             |             |             |             |             |              |             |
| Derechos de propiedad                  | -           | -           | -           | -           | 3.92 %      | 2.55 %      | 3.05 %       | 3.24        |
| Préstamos de largo plazo               | 1.78 %      | 1.31 %      | 1.54 %      | 2.09 %      | 3.02        | 3.34        | 3.06         | 4.12        |
| Préstamos de corto plazo               | 0.80        | 0.75        | 0.81        | 0.52        | 1.78        | 3.32        | 4.56         | 1.74        |
| Pasivos laborales                      | -           | -           | -           | -           | 0.43        | 0.62        | 0.71         | 0.45        |
| Préstamo neto otorgado                 | 3.01        | 4.12        | 4.20        | 2.73        | -           | -           | -            | -           |
| <b>Usos</b>                            |             |             |             |             |             |             |              |             |
| Medios de pago                         | 1.32        | 1.77        | 0.98        | 1.12        | 0.46        | 0.66        | 0.91         | 0.91        |
| Activos líquidos rentables             | 1.14        | 1.79        | 3.04        | 2.34        | 0.51        | 0.66        | 1.34         | 1.01        |
| Adquisición de derechos de propiedad   | 2.08        | 1.16        | 1.17        | 0.94        | 0.37        | 0.51        | 0.56         | 0.69        |
| Préstamos y créditos comerciales netos | -0.18       | 0.33        | -0.18       | 0.16        | 1.71        | 3.09        | 2.01         | 1.09        |
| Activos laborales                      | 1.04        | 1.20        | 1.21        | 1.02        | -           | -           | -            | -           |
| Otros 2/                               | 1.23        | 1.13        | 1.53        | 0.76        | 0.17        | 0.50        | 0.06         | 0.70        |
| Disponibles para inversión             | -           | -           | -           | -           | 5.91        | 4.41        | 6.50         | 5.04        |
| <b>TOTAL</b>                           | <b>5.59</b> | <b>6.18</b> | <b>6.55</b> | <b>5.54</b> | <b>9.15</b> | <b>9.82</b> | <b>11.37</b> | <b>9.55</b> |

1/ Excluye créditos comerciales recibidos que se restan de los préstamos otorgados.

2/ Cuentas por pagar o recibir, bonos, depósitos monetarios en M/F, etc.

FUENTE: Cuentas Financieras

limitadas--, se aprecia que los hogares en realidad han sido oferentes netos de acciones desde mediados de la década de los setentas (véase el Cuadro No. 10 más adelante). Como se aprecia en el Cuadro No. 7, esta tendencia estuvo acompañada de un aumento pronunciado en la demanda de activos líquidos rentables, que alcanzó su punto máximo a comienzos de los años ochentas. La segunda característica es la importancia que tienen para los hogares dos formas de "ahorro forzoso": el generado por la inflación, que obliga a estos agentes económicos a restituir sus tenencias reales de medios de pago, y el que genera la legislación laboral. En este último caso, cabe recordar que se trata de los fondos de cesantías y de pensiones que representan promesas futuras de pagos, más que flujos financieros en un sentido estricto. Con excepción del período 1980-1982, estos dos usos de los recursos financieros de los hogares han representado un 40% del total de recursos financieros y entre el 70 y el 80% del préstamo neto financiero de los hogares. En el período 1980-1982 estas proporciones fueron del 33 y 52%, respectivamente.

En el caso de las empresas, ha habido también cambios apreciables en la estructura financiera a partir de 1970. Los más conocidos son aquellos que se refieren a la composición de las fuentes de fondos. A lo largo de la década de los setentas, los derechos de propiedad se redujeron significativamente como proporción, tanto del PIB como del total de recursos financieros de las empresas. Este proceso estuvo acompañado de un aumento

apreciable en los préstamos recibidos, especialmente de corto plazo. Estos últimos siguieron aumentando en el periodo anterior a la crisis financiera de 1982 cuando, además, el total de recursos financieros recibidos por la empresas alcanzó un monto equivalente al 11.4% del PIB. Esta tendencia al endeudamiento de corto plazo se revirtió, sin embargo, en forma muy acentuada en los años posteriores a la crisis financiera y estuvo acompañada de un aumento moderado en la participación de los derechos de propiedad en las fuentes de fondos de las empresas.

Al lado de estos cambios conocidos en la estructura de fuentes se han presentado otros en la de usos de los recursos financieros, que han sido destacados por algunos autores (Tenjo, 1983; Acosta, 1986). La tendencia más importante fue el aumento en las operaciones financieras de las empresas entre 1970-1974 y 1975-1979, que en algunos casos se prolongó hasta 1980-1982 (Cuadro No. 7). Esto último aconteció con los recursos financieros destinados a aumentar la liquidez (rentable o no) o a adquirir derechos de propiedad de otras empresas. En conjunto estas operaciones de las empresas aumentaron del equivalente al 1.3% del PIB en 1970-1974 al 1.8% en 1975-1979 y al 2.8% en 1980-1982. Como proporción del total de usos financieros, la participación de estas operaciones se elevó del 15% en el primer período al 19% en el segundo y al 25% en 1980-1982. Este tipo de uso de los recursos financieros se ha mantenido, además, en montos muy elevados en los años posteriores

a la crisis financiera: 2.6% del PIB y 27% del total de operaciones financieras.

El aumento en estas operaciones estuvo acompañado en 1970-1974 y 1975-1979 por un aumento considerable en las operaciones crediticias activas de las empresas (préstamos de corto y largo plazo y créditos comerciales netos). El resultado neto de la ampliación de todas sus operaciones financieras activas fue una reducción sustancial en el monto de los recursos financieros destinados a la inversión entre estos dos períodos. Así, mientras en 1970-1974 los recursos financieros netos destinados a este propósito por parte de las empresas fue de un 5.91% del PIB --equivalente a un 65% del total de recursos--, en 1975-1979 se redujo al 4.41% del PIB y 45% del total de recursos. La tendencia de la estructura financiera de las empresas entre estos dos períodos puede caracterizarse adecuadamente como una profundización financiera en ambos lados del balance, acompañada por una reducción sustancial en los recursos financieros destinados a la inversión real. En el período siguiente, hubo una reversión parcial de esta tendencia. En efecto, ante un aumento pronunciado en los recursos disponibles y una reducción sustancial en los préstamos concedidos por las empresas, aquellos destinados a la inversión aumentaron sustancialmente, tanto como proporción del PIB (6.5%) como del total de usos financieros (57%). En los años posteriores a la crisis financiera, la caída adicional en las operaciones activas de créditos de las empresas productivas permitió mantener los

recursos financieros para la inversión en niveles relativamente altos, tanto como proporción del PIB (5.72%) como del total de usos financieros (57%).

De esta manera, a diferencia de los hogares, para los cuales las tendencias en la estructura financiera no muestra una reversión clara en años recientes, en el caso de las empresas parece haber un ciclo completo a partir de 1970: tendencia al endeudamiento hasta comienzos de los años ochenta, acompañada por un aumento apreciable en los usos no productivos de los recursos financieros, y un retorno gradual a una estructura financiera más tradicional en años más recientes. Los datos desagregados para empresas privadas y públicas, que se presentan en el Cuadro No. 8, indican que las empresas privadas son las que han vivido este ciclo completo con particular intensidad, en especial en los aspectos relativos a las operaciones activas. En efecto, este tipo de análisis muestra que las empresas privadas destinan una proporción mucho más alta de sus recursos a usos financieros. Así, mientras entre 1975 y 1982, las empresas privadas destinaron a usos financieros recursos equivalentes a un 120% de la inversión, en el caso de las empresas públicas esta proporción osciló en torno entre el 30 y el 40%. En los años posteriores a la crisis financiera, estas proporciones han sido del 114 y 40%, respectivamente. Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que, debido a problemas de información, la definición de recursos financieros que se utiliza en este Cuadro es diferente a la del Cuadro No. 7. En especial

Cuadro No. 8  
 RECURSOS FINANCIEROS SEGUN USO  
 (% de la inversión de las empresas)

|   | Empresas<br>privadas | Empresas<br>públicas | TOTAL  |
|---|----------------------|----------------------|--------|
| <b>A. Recursos financieros destinados</b> |                      |                      |        |
| a la inversión                            |                      |                      |        |
| 1970-74                                   | n.d.                 | n.d.                 | 60.0 % |
| 1975-79                                   | 44.8 %               | 55.6 %               | 51.1   |
| 1980-82                                   | 64.8                 | 65.1                 | 65.1   |
| 1983-86                                   | 30.8                 | 90.8                 | 64.4   |
| <b>B. Recursos financieros destinados</b> |                      |                      |        |
| a usos financieros                        |                      |                      |        |
| 1970-74                                   | n.d.                 | n.d.                 | 86.3   |
| 1975-79                                   | 122.7 %              | 33.8 %               | 91.1   |
| 1980-82                                   | 119.8                | 39.0                 | 89.4   |
| 1983-86                                   | 113.5                | 40.1                 | 73.8   |

FUENTE: Estimado con base en Ocampo (1989), Cuadro 10. La definición de recursos financieros difiere de la del Cuadro IV.4. Véase texto.

incluye las transferencias recibidas por las empresas y los créditos comerciales recibidos; los primeros no se incluyen como recursos en el Cuadro No. 7, en tanto que los segundos se restan a los créditos comerciales otorgados para obtener el total de operaciones activas de crédito.

¿Cuál es la relación que existe entre las operaciones financieras y el proceso de inversión? La manera más simple de responder esta pregunta es comparar la evolución de la inversión real (capital fijo e inventarios) con la suma de los recursos propios (ahorro) y los aportes de capital a las empresas, es decir, los activos de mayor riesgo que manejan estos agentes con sus recursos de menor riesgo. Los cálculos correspondientes se presentan en el Cuadro No. 9. Los resultados son muy ilustrativos. Para el conjunto de las sociedades y cuasi-sociedades no financieras, el total de recursos financieros sin riesgo ha oscilado en torno al 80% desde 1970. Estos datos indican, así, que en las dos últimas décadas los recursos de menor riesgo de las empresas han sido inferiores (aunque no en cuantías significativas) a la inversión real.

No obstante, este hecho parece estar asociado mucho más con la estructura financiera de las empresas públicas que con aquella típica de las empresas privadas. Este hecho se muestra nitidamente en el Cuadro No. 9. En efecto, mientras en el primer caso los derechos de propiedad y el ahorro bruto han financiado un poco más

Cuadro No. 9

## DERECHOS DE PROPIEDAD Y AHORRO BRUTO COMO PROPORCION DE LA INVERSION DE LAS EMPRESAS 1/

|  | Empresas<br>privadas | Empresas<br>públicas | TOTAL  |
|--|----------------------|----------------------|--------|
| <b>A. Derechos de propiedad</b>                    |                      |                      |        |
| 1970-74  | n.d.                 | n.d.                 | 38.4 % |
| 1975-79  | 37.0 %               | 9.8 %                | 27.8   |
| 1980-82  | 44.3                 | 14.1                 | 32.3   |
| 1983-86  | 45.6                 | 11.6                 | 29.0   |
| <b>B. Derechos de propiedad<br/>+ ahorro bruto</b> |                      |                      |        |
| 1970-74  | n.d.                 | n.d.                 | 91.1   |
| 1975-79  | 92.1                 | 53.3                 | 78.8   |
| 1980-82  | 103.5                | 52.4                 | 83.2   |
| 1983-86  | 114.1                | 50.74                | 83.3   |

1/ Capital fijo e inventarios

FUENTE: Cuentas Nacionales y Financieras

del 50% de la inversión, en el caso de las empresas privadas esta relación ha sido del 92% en el segundo lustro de los años setentas y de más del 100% en la década de los ochentas. Este hecho, en conjunto con las apreciaciones que hemos hecho en el párrafo anterior, nos permiten afirmar que la dependencia de los recursos de crédito para financiar la inversión real ha sido mucho más acentuada en el caso de las empresas públicas, en tanto que en el de las privadas este tipo de recursos de riesgo es, más bien, la contrapartida de las amplias operaciones financieras que realizan las propias empresas.

Las consideraciones anteriores, referidas a la estructura financiera de los hogares y de las empresas pueden complementarse con una mirada completa al conjunto de los mercados de derechos de propiedad y de crédito, teniendo en cuenta, así, los otros agentes económicos que participan en estas operaciones (las instituciones financieras, las administraciones públicas y el resto del mundo). Los Cuadros Nos. 10 y 11 muestran, para tal propósito, las operaciones netas de los distintos agentes medidas como proporciones del PIB.

En el caso de los derechos de propiedad (Cuadro No. 10), los agentes superavitarios principales son los hogares, el gobierno y el resto del mundo y las entidades deficitarias, las empresas financieras y no financieras, especialmente estas últimas. Los cambios experimentados en este mercado desde 1970 son muy

Cuadro No. 10

OPERACIONES SOBRE DERECHOS DE PROPIEDAD SEGUN AGENTES, 1970-1985  
(Saldos netos; % del PIB a precios corrientes)

|   | Instituciones<br>financieras | Administraciones<br>públicas | Empresas | Hogares | Resto del<br>mundo |
|---|------------------------------|------------------------------|----------|---------|--------------------|
| <b>A. Acciones</b>                        |                              |                              |          |         |                    |
| 1970-74                                   | -0.13 %                      | 0.39%                        | -0.95 %  | 0.54 %  | 0.15 %             |
| 1975-79                                   | -0.04                        | 0.30                         | -0.25    | -0.11   | 0.11               |
| 1980-82                                   | -0.01                        | 0.33                         | -0.46    | -0.06   | 0.20               |
| 1983-86                                   | 0.09                         | 0.32                         | -0.49    | -0.01   | 0.01               |
| <b>B. Otros derechos de<br/>propiedad</b> |                              |                              |          |         |                    |
| 1970-74                                   | 0.08                         | 0.31                         | -2.60    | 1.54    | 0.67               |
| 1975-79                                   | -0.29                        | 0.52                         | -1.78    | 1.27    | 0.29               |
| 1980-82                                   | -0.47                        | 0.68                         | -2.02    | 1.23    | 0.59               |
| 1983-86                                   | -0.39                        | 0.55                         | -2.06    | 0.95    | 0.94               |
| <b>C. Total</b>                           |                              |                              |          |         |                    |
| 1970-74                                   | -0.05                        | 0.70                         | -3.55    | 2.08    | 0.82               |
| 1975-79                                   | -0.34                        | 0.81                         | -2.03    | 1.16    | 0.40               |
| 1980-82                                   | -0.49                        | 1.00                         | -2.48    | 1.17    | 0.79               |
| 1983-86                                   | -0.30                        | 0.88                         | -2.51    | 0.94    | 1.03               |

FUENTE: Cuentas Financieras

Cuadro No. 11

MERCADOS DE CREDITO SEGUN AGENTES INSTITUCIONALES; 1970-1986  
(Saldos netos; % del PIB a precios corrientes)

|                                   | Instituciones<br>financieras | Administraciones<br>públicas | Empresas | Hogares | Resto del<br>mundo |
|-----------------------------------|------------------------------|------------------------------|----------|---------|--------------------|
| <b>A. Créditos de largo plazo</b> |                              |                              |          |         |                    |
| 1970-74                           | 2.14 %                       | -1.42 %                      | -2.29 %  | -1.11 % | 2.67 %             |
| 1975-79                           | 1.76                         | -0.23                        | -2.39    | -0.26   | 1.12               |
| 1980-82                           | 1.80                         | -0.90                        | -2.65    | -0.91   | 2.66               |
| 1983-86                           | 4.98                         | -2.84                        | -3.55    | -2.07   | 3.47               |
| <b>B. Créditos de corto plazo</b> |                              |                              |          |         |                    |
| 1970-74                           | 1.70                         | -0.16                        | -1.47    | -0.68   | 0.61               |
| 1975-79                           | 2.80                         | -0.12                        | -2.53    | -0.12   | -0.03              |
| 1980-82                           | 2.50                         | -0.18                        | -3.76    | -0.07   | 1.51               |
| 1983-86                           | 2.33                         | 0.33                         | -1.28    | -0.05   | -1.33              |
| <b>C. Créditos comerciales</b>    |                              |                              |          |         |                    |
| 1970-74                           | 0.28                         | 0.13                         | 0.49     | -0.98   | 0.07               |
| 1975-79                           | 0.64                         | 0.05                         | 1.34     | -1.35   | -0.68              |
| 1980-82                           | 0.77                         | -0.24                        | 0.80     | -1.55   | 0.22               |
| 1983-86                           | 1.15                         | -0.71                        | 0.06     | -0.34   | -0.17              |
| <b>D. Total</b>                   |                              |                              |          |         |                    |
| 1970-74                           | 4.12                         | -1.43                        | -3.27    | -2.76   | 3.36               |
| 1975-79                           | 5.21                         | -0.30                        | -3.57    | -1.74   | 0.40               |
| 1980-82                           | 5.07                         | -1.32                        | -5.61    | -2.53   | 4.39               |
| 1983-86                           | 8.46                         | -3.22                        | -4.77    | -2.46   | 2.31               |

FUENTE: Cuentas Financieras

interesantes. En la década de los setentas se redujo dramáticamente el tamaño de este mercado, reflejando la tendencia ya anotada de los hogares a destinar una proporción decreciente de sus excedentes financieros a la adquisición de estos derechos e, incluso, desde mediados de la década, a reducir sus tenencias de acciones. Desde comienzos de los años ochenta, se comenzó a apreciar, sin embargo, una reactivación del mercado de derechos de propiedad. No obstante, los hogares no participaron en esta reactivación, que se concentró en la inversión extranjera directa y, en menor medida, en el gobierno. Los cambios resultantes en la estructura de este mercado han sido, así, apreciables. De esta manera, mientras en 1970-1974 los hogares aportaban el 58% de los derechos de propiedad adquiridos por los agentes superavitarios y las empresas extranjeras sólo un 17%, para 1983-1986 las proporciones correspondientes eran del 33 y 37%, respectivamente.

Esta tendencia estructural en el mercado de derechos de propiedad tiene, por supuesto, una enorme importancia para el futuro. De la experiencia histórica de los años setentas y comienzos de los ochentas ha quedado claro que la transferencia de recursos entre los hogares y las empresas a través del sistema financiero sólo se puede realizar en escala limitada, ya que la sustitución de derechos de propiedad por endeudamiento aumenta la fragilidad de las empresas. Así las cosas, en ausencia de un cambio apreciable en el comportamiento financiero de los hogares, que aumente significativamente su demanda de derechos de propiedad, la

única alternativa será un ajuste de otra naturaleza, que reduzca mas bien los superávit de los hogares y los déficit compensatorios de las empresas. En este caso, si no se desea deprimir la inversión, el papel clave lo desempeñarán, como es obvio, los ahorros directos de estas últimas. En estas condiciones, el ahorro de las empresas se convertiría, en buena parte, en un sustituto de un mercado imperfecto de derechos de propiedad.

En el mercado de crédito (Cuadro No. 11), los agentes superavitarios son las instituciones financieras y el resto del mundo, y los deficitarios la administración pública (salvo un corto período durante los años de la bonanza cafetera de los años setentas), los hogares y las empresas no financieras. Como en el caso del mercado de derechos de propiedad, el total de recursos de crédito tendió a reducirse como proporción del PIB a lo largo de la década de los setentas. Esta tendencia estuvo asociada exclusivamente al endeudamiento externo, ya que los recursos crediticios de origen interno tendieron a elevarse en forma casi continua durante estos años. A fines de esta década y comienzos de los años ochentas, el mercado crediticio experimentó un auge impresionante, asociado tanto a la bonanza de crédito externo que experimentó el país como al aumento apreciable en las operaciones de las instituciones financieras domésticas. Con la caída del crédito externo en años más recientes, estas últimas han venido a soportar el sostenimiento de los altos niveles de crédito alcanzados en los años anteriores.

Desde el punto de vista del uso de los recursos crediticios, los dos agentes que conviene analizar con más detenimiento son las empresas y las administraciones públicas, ya que los hogares no muestran ninguna tendencia importante a lo largo del período analizado. En el caso de las administraciones públicas, hay un ciclo marcado y bien conocido del déficit fiscal, que tanto desde el punto de vista real (véase, al respecto, la Sección II.A de este ensayo) como financiero ha tendido a compensar las fluctuaciones del sector externo. Este ciclo se ha reflejado, en particular, en la evolución de los flujos netos de crédito de largo plazo recibidos por las administraciones públicas, que en el caso colombiano provienen fundamentalmente del exterior: reducción sustancial entre 1970-1974 y 1975-1979 y aumento notorio en los años ochentas. Desde el punto de vista financiero, que es aquel que nos concierne aquí, esta relación refleja la asociación que existe entre endeudamiento externo, ahorro e inversión públicas, analizada parcialmente en secciones anteriores de este trabajo. En el caso de las empresas, el comportamiento es totalmente diferente. El aumento notorio de los recursos crediticios de corto plazo entre 1970-1974 y 1980-1982 se reflejó en un incremento también apreciable de los recursos crediticios totales recibidos por estos agentes. A raíz de la crisis financiera de comienzos de los años ochentas, los flujos de crédito de corto plazo de las empresas han disminuído a niveles aún inferiores a los de 1970-1974. No obstante, los recursos totales de crédito se han mantenido en niveles históricamente altos, gracias al incremento de los flujos

de largo plazo (muchos de ellos asociados al crédito externo recibido por las empresas públicas).

Así las cosas, mientras en el mercado de derechos de propiedad ha habido cambios estructurales apreciables, en el de crédito se han presentado más bien fluctuaciones cíclicas, asociadas al comportamiento compensatorio del sector externo y las finanzas públicas y al ciclo de auge y crisis del sector financiero doméstico. La implicación más importante que se deriva de este análisis es, por supuesto, aquella que tiene que ver con la evolución del financiamiento externo en el futuro cercano. En particular, en la medida en que el resto del mundo proporcione recursos crediticios reducidos en los próximos años, no existe, desde el punto de vista financiero, ninguna alternativa diferente a mantener las necesidades financieras netas de las administraciones públicas en montos reducidos, si no se desea evitar que el financiamiento disponible para las empresas se reduzca sustancialmente.

#### IV. CONCLUSIONES

Los resultados de este estudio confirman nuevamente el papel destacado que juega la distribución del ingreso en la determinación del ahorro privado. De este resultado se deriva la necesidad de adoptar políticas compensatorias para aumentar el ahorro --v.gr., "ahorros forzados" de los asalariados a través de la legislación laboral-- cuando se producen mejoras en la distribución del

ingreso. Las estimaciones realizadas corroboran, por otra parte, la validez de la hipótesis del ingreso permanente como explicación del comportamiento del ahorro, tanto privado como total, al menos en las dos últimas décadas. En ausencia de un acceso adecuado a los recursos externos, esto exige también la adopción de políticas compensatorias en los períodos adversos del ciclo económico.

Los resultados indican, por otra parte, que la tributación produce fundamentalmente una sustitución entre el ahorro público y privado. Sin embargo, según hemos anotado, este hecho no puede interpretarse como una validación de la hipótesis de la "equivalencia ricardiana", ya que el ahorro privado no parece responder ante cambios en el déficit del sector público. Por otra parte, las estimaciones econométricas confirman resultados de estudios anteriores, según los cuales el financiamiento externo tiene un efecto adverso --o de sustitución-- sobre el ahorro doméstico. Este efecto se produce a través de su impacto sobre las entidades públicas, cuyo esfuerzo de generación de ahorro se reduce cuando aumenta el crédito externo. Las estimaciones realizadas confirman, además, la irrelevancia de la tasa de interés como determinante del ahorro en Colombia. Esta variable sí ejerce, sin embargo, un papel destacado sobre la demanda de activos que afectan la intermediación financiera. La evidencia más actualizada que se presenta en el trabajo revela también que la inflación no ha ejercido un papel importante en la determinación del ahorro en el período más reciente.

Por último, el análisis de la evolución de los flujos de recursos entre los sectores superavitarios y deficitarios de la economía colombiana indica que ha habido cambios fundamentales en la forma en como se realizar estas transferencias. Los hogares han dejado de transferir sus excedentes directamente a las empresas, particularmente anónimas, a través de la adquisición de derechos de propiedad. Este hecho ha otorgado un papel creciente a la intermediación financiera como mecanismo para efectuar las transferencias de recursos entre uno y otro tipo de agentes. Sin embargo, este canal tiene fuertes limitaciones, ya que debilita la estructura financiera de las empresas. En ausencia de cambios significativos en este frente, será necesario, por lo tanto, fortalecer la capacidad de generación de ahorro de las empresas, tanto privadas como públicas en los próximos años. Por otra parte, en la coyuntura actual de restricción en los mercados financieros externos, el crédito disponible --el interno-- deberá asignarse entre el sector público y privado, con fuertes implicaciones negativas sobre el segundo, si el conjunto del sector público no mantiene sus desequilibrios financieros en niveles moderados.

## REFERENCIAS

- Acosta, Olga Lucía, "Estructura Financiera de las Sociedades: Ejercicio de la aplicación de las cuentas financieras", Ensayos sobre Política Económica, No. 10, diciembre 1986.
- Barro, Robert, "Are government bonds net wealth?", Journal of Political Economy, Vol. 82, No. 6, 1974.
- Bourguignon, Francois y José Leibovich. "Offre et demande dans le processus de development: un modele de desequilibre appliqué a la Colombie", Anales de L'Insee, No. 55/56, 1984.
- Carrizosa, Mauricio, "la definición de dinero, los medios de pago y los cuasi-dineros en Colombia", Ensayos sobre Política, No. 3, abril, 1983.
- Clavijo, Sergio, "Ingreso permanente y transitorio: Qué tanto ahorran (o consumen) los colombianos?", Coyuntura Económica, Vol. XIX, No. 3, septiembre, 1989.
- , y Javier Fernández, "Consumo privado e ingreso permanente: Nueva evidencia empírica para Colombia" (versión preliminar para comentarios), mimeo, Banco de la República, octubre, 1989.
- Cuddington, John T., "Bonanzas de productos básicos, estabilización macroeconómica y reforma comercial en Colombia", Ensayos sobre Política Económica, No. 10, diciembre, 1986.
- Díaz-Alejandro, Carlos F., Foreign Trade Regimes and Economic Development: Colombia, Nueva York: National Bureau of Economic Research, 1976.
- Fernández, Javier "Comentario y Discusión" a José Antonio Ocampo, "El Proceso Ahorro-Inversión y sus Determinantes en Colombia" en Carlos Caballero (ed.), Macroeconomía, Mercado de Capitales y Negocio Financiero, Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia, 1989.
- Gersovitz, Mark, "The estimation of the two gap models" Journal of International Economics, vol. 12, Nos. 1/2, febrero, 1982.
- Gómez, Hernando José y Francisco E, Thoumi, "Una nota sobre la relación entre el financiamiento externo y la inversión pública en Colombia", Coyuntura Económica, octubre, 1986.
- Griffin, Keith, "Foreign capital, domestic savings and economic development", Bulletin of the Oxford Institute of Economics and Statistics, mayo, 1970.

- , y J. L. Enos, "Foreign assistance: objectives and consequences", Economic Development and Cultural Change, abril, 1970.
- Londoño, Juan Luis, "Ahorro y gasto en una economía heterogénea: el rol macroeconómico del mercado de alimentos", Coyuntura Económica, diciembre, 1985.
- , y Perry, Guillermo, "Relaciones de Colombia con el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional", Coyuntura Económica, octubre, 1985.
- Melo, Alberto, "Fragilidad Financiera y fuga doméstica de capitales en el sector productivo colombiano", Informe de Investigación, FEDESARROLLO, 1988.
- Mikesell, Raymond, R. y James E. Zinser, "The nature of the savings function in developing countries: a survey of the theoretical and empirical literature", Journal of Economic Literature, marzo, 1973.
- Ocampo José Antonio, "Una nota sobre la relación entre financiamiento externo, ahorro e inversión", Ensayos sobre Política Económica, No. 13, junio, 1988.
- , "El proceso ahorro-inversión y sus determinantes Colombia", en Carlos Caballero (ed.), Macroeconomía, Mercado de Capitales y Negocio Financiero, Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia, 1989
- y Reveiz, Edgar, "Bonanza Cafetera y Economía Concertada", en Edgar Reveiz (ed.), La Cuestión Cafetera, Bogotá: CEDE, Universidad de los Andes, 1980.
- , y Perry, Guillermo, "La reforma fiscal, 1982 - 1983", Coyuntura Económica, marzo, 1983.
- , Londoño, Juan Luis, y Villar, Leonardo, "Ahorro e inversión en Colombia", Coyuntura Económica, junio, 1985.
- , y Crane, Catalina, "Ahorro, inversión y crecimiento económico en Colombia", Informe de Investigación presentado al BID, FEDESARROLLO, noviembre, 1988. Una versión resumida de este trabajo fue incluida en BID, Progreso Económico y Social en América Latina, 1989, pp. 165-210.
- Perry, Guillermo y Martínez, Manuel, "Ahorro público y capitalización social", en El mercado de capitales en Colombia, Bogotá: Banco de la República, 1976.
- , Junguito, Roberto y Junguito, Nohora de, "Política Económica y Endeudamiento externo en Colombia, 1979-1980", Desarrollo y sociedad, No. 6, junio, 1981.

- , y Cárdenas, Mauricio, Diez años de Reformas Tributarias en Colombia, Bogotá: C.I.D. -FEDESARROLLO, 1986.
- Restrepo, Juan Camilo, "La Economía y el desarrollo de la sociedad anónima en los últimos treinta años", Boletín mensual, Comisión Nacional de Valores, mayo, 1983.
- Reyes, Alvaro, et al, "Un modelo de corto plazo para la economía colombiana", Revista de Planeación y Desarrollo, mayo - agosto, 1978.
- , "Políticas Económicas, niveles de actividad y empleo: un modelo estructural para Colombia", Coyuntura Económica, abril, 1985.
- Rodado, Carlos y Villodres, Antonio, "Un modelo macroeconómico para Colombia", Revista de Planeación y Desarrollo, julio, 1969.
- Sarmiento, Eduardo, Crecimiento y control de una economía en desequilibrio, Bogotá, CEREC- Contraloría General de la República, 1984.
- Tenjo, Fernando, "Acumulación y sector financiero en Colombia (1970-1979): Una interpretación"., Cuadernos de Economía, Segunda Epoca, No. 5, 1er. semestre, 1983.

•

•

•

•

