

# El ahorro de los hogares: una revisión para el período 1970-1993<sup>1</sup>

---

*Raquel Bernal Salazar<sup>2</sup>*

## I. INTRODUCCION

Hay varias razones por las cuales la tasa de ahorro es un tema fundamental, sobre todo cuando se estudian casos de países en desarrollo como Colombia. Entre ellas me parece relevante mencionar la estrecha relación que se ha establecido en la literatura económica entre tasa de ahorro y tasa de crecimiento (ver por ejemplo Edwards(1995), Carroll y Weil (1993) y Sala-i-martin (1995)). Por otra parte, se ha establecido también que la tasa de ahorro se ha convertido en un "amortiguador" de choques de ingreso exógenos cuyo efecto puede ser muy fuerte en economías subdesarrolladas.

A partir de 1991, la tasa de ahorro interno en Colombia experimentó una disminución significativa, pasando de 22.7% a 18.9% en 1994. Este período corresponde precisamente a aquel en el que se impulsaron importantes reformas estructurales en el país en los ámbitos del comercio internacional, la inversión extranjera, el mercado laboral, los mercados financieros y las instituciones del Estado. Por esta razón, muchas de las hipótesis acerca de los factores que podrían explicar la caída del ahorro están relacionadas con estas reformas.

Se ha argumentado que la reducción en los precios relativos de los bienes de consumo durable generada por la apertura económica y reforzada por la reciente revaluación de la moneda, facilitó un incremento en la demanda de este tipo de bienes. En efecto, entre 1991 y 1993 el consumo de bienes durables se incrementó en cerca de un punto del PIB y se localizó en el nivel más alto desde 1970. Dos hechos adicionales podrían haber facilitado un mayor crecimiento del consumo. Por un lado, la reducción

---

<sup>1</sup> Artículo publicable presentado como requisito para obtener el grado de maestría en economía en la Universidad de los Andes.

<sup>2</sup> Quiero agradecer la valiosa ayuda a mi asesora, Olga Lucía Acosta, y de Fabio Sánchez, quienes dedicaron buena parte de su tiempo para que este trabajo fuera posible; y así mismo la colaboración de Martha Misas, Norberto Rodríguez y Jorge Valencia.

en las restricciones de liquidez asociada a la reforma financiera y a la entrada masiva de capitales, y por otro, el incremento del ingreso disponible ocasionado por el desmonte de la retroactividad de las cesantías a raíz de las reformas recientes del régimen laboral, así como a planes de retiro incentivados con primas de indemnización. Sin duda, estos hechos aumentaron la capacidad de consumo de los trabajadores. Adicionalmente, el panorama de bonanza petrolera pudo incrementar las expectativas de los agentes sobre su nivel de ingreso futuro y, por lo tanto, causar una anticipación de gastos.

El presente trabajo explora algunas posibles causas de la caída en el ahorro interno, y centra el análisis en el comportamiento de los hogares. El objetivo principal es determinar en qué medida el mayor acceso al crédito asociado a la reforma financiera y la masiva entrada de capitales que incrementó la disponibilidad de recursos, propició un crecimiento en el consumo y, por lo tanto una disminución en el ahorro de los hogares. De hecho, estudios recientes han asociado el proceso de liberalización financiera emprendido en 1974 con la tendencia decreciente de largo plazo de la tasa de ahorro de los hogares (López, 1996). En particular, estamos interesados en entender la incidencia de la aceleración de este proceso a partir de las reformas de 1991 sobre el comportamiento ahorrador de los hogares.

El primer capítulo contiene una breve revisión de las conclusiones establecidas en trabajos recientes respecto a la caída del ahorro interno a partir de 1991. El segundo capítulo describe las tendencias recientes del ahorro y la inversión en Colombia, tanto a nivel agregado como a nivel de los hogares. Adicionalmente, presenta un análisis del comportamiento financiero de los

hogares en Colombia a la luz de un esquema de fuentes y usos de recursos. El tercer capítulo estudia la relación entre el mayor acceso al crédito y el comportamiento del consumo y el ahorro de los hogares; para ello se utiliza un modelo en el cual las decisiones de ahorro, consumo y endeudamiento se toman simultáneamente tal como lo establece la literatura económica convencional. La parte inicial del tercer capítulo introduce la argumentación teórica que da sustento al modelo describiendo algunas teorías de consumo y varios desarrollos sobre las aplicaciones de la teoría de las restricciones de liquidez. La última parte del estudio está dedicada a las conclusiones.

## **II. LITERATURA RECIENTE SOBRE EL COMPORTAMIENTO DE LA TASA DE AHORRO EN COLOMBIA**

Varios trabajos recientes han analizado la disminución de la tasa de ahorro privado en Colombia, dado que ésta pasó de 12.12% del PIB en 1991 a 8.6% en 1994. Algunos de los resultados se reseñan brevemente en esta sección.

Gran parte de las explicaciones atribuidas al comportamiento de la tasa de ahorro interno en Colombia a partir de 1991 se han basado en teorías de consumo de los hogares. Algunas de ellas están relacionadas con la revaloración del ingreso permanente como consecuencia de la bonanza petrolera, el proceso de liberalización financiera y un aumento en el coeficiente de compensación de ahorro privado a ahorro público. Por otra parte, se ha mencionado también que la apertura comercial causó un proceso de ajuste de inventarios, en particular de bienes importados, que pudo haber influido en el comportamiento del ahorro interno (ver por ejemplo López (1995), Calderón (1995)).

Urrutia (1995) atribuye la caída de la tasa de ahorro interno a tres razones fundamentales: el primer factor que establece es la relajación de las restricciones de liquidez, es decir, el ahorro disminuyó dada la mayor facilidad de los hogares para endeudarse. Factores tanto externos como internos facilitaron dicha relajación; entre los primeros se destacan la caída en la tasa de interés de corto plazo en Estados Unidos, el período crítico que enfrenta la economía de dicho país y el cambio de regulación del mercado de capitales en algunos países industrializados a partir de 1990. Como factores internos, se nombran el incremento de la oferta monetaria, las reformas del mercado laboral, el régimen cambiario y el comercio exterior y, por último, la liberalización financiera.

Un segundo factor que establece Urrutia para explicar la disminución del ahorro es la inflación de activos. Al iniciar la década de los 90, se observó un incremento en el precio de acciones y vivienda residencial probablemente propiciado por la política monetaria implementada con el propósito de detener la entrada de capitales al país. Este hecho se constituyó en un estímulo al consumo y por lo tanto en una caída del ahorro que probablemente fue incentivada por la liberalización financiera, en la medida en que los hogares podrían incrementar su consumo a través de créditos en el mercado hipotecario.

Por último, Urrutia menciona que la generación de ahorro público a través del incremento de impuestos pudo haber agravado la caída del ahorro privado. En conclusión, tanto la política monetaria como la fiscal pueden haber sido responsables del comportamiento reciente de la tasa de *ahorro*. Por un lado, la política monetaria estimuló la caída en las tasas de interés, por lo cual pudo causar una reducción en las restricciones

de liquidez y generar inflación de activos. Por otra parte, la política fiscal podría haber contribuido a la caída del ahorro privado *si generó ahorro público mediante un incremento de los impuestos*. En ese orden de ideas, se establecen algunos posibles mecanismos para corregir este fenómeno. Entre ellos se mencionan: una acertada política fiscal, una estricta política monetaria, restricciones del crédito y un mayor crecimiento económico.

Por otra parte, algunos autores han evidenciado que el problema del ahorro debe ser analizado desde una perspectiva totalmente diferente. Aunque es importante para ellos analizar particularmente el de los hogares a partir de teorías de consumo, atribuyen el problema del ahorro a partir de 1990 a un fenómeno relacionado casi exclusivamente a las empresas.

López (1996) establece con base en algunos cálculos presentados en el Cuadro 1 que la caída del ahorro privado a partir de 1990 está explicada por dos factores fundamentales: 1) una extensión de la caída de largo plazo presentada por la tasa de ahorro de los hogares prácticamente desde la segunda mitad de los 70s; y 2) la abrupta caída del ahorro de las empresas después de un aumento significativo en el quinquenio anterior. La tasa de ahorro de las empresas pasó de 6.15% del PIB en 1990 a 3.0% en 1991. En este año, el efecto total sobre la tasa de ahorro privado fue contrarrestado por un inusual incremento de 2.5% del PIB del ahorro de los hogares. En 1992, el colapso de la tasa de ahorro de las empresas sí se reflejó en la tasa de ahorro privado.

Por estas razones, López (1996) propone que el tratamiento del tema del ahorro debe ser diferente en la medida en que la caída de la tasa de ahorro de los hogares es tan sólo la extensión de un

**Cuadro 1. TASAS DE AHORRO PRIVADO  
(Promedios)**

	Ahorro privado	Ahorro de empresas	Ahorro de hogares
1970-1974	13.0	4.9	8.1
1975-1979	13.5	5.2	8.8
1980-1984	13.6	5.2	8.4
1985-1989	14.0	6.7	7.3
1990-1994	10.4	4.2	6.9

Fuente: López, A. Savings and Structural Reforms in Colombia in the 1990s: Basis for New Quantitative Work. Enero 1996.

fenómeno de largo plazo que se ha presentado desde finales de los 70s. Por otra parte, insiste en que se ha hecho poco énfasis en la gravedad del colapso de la tasa de ahorro de las empresas, lo cual sí parece ser un comportamiento reciente.

López establece ciertas hipótesis para explicar este tipo de comportamientos desde un plano puramente cualitativo. Primero se refiere al lento y muchas veces interrumpido proceso de liberalización financiera como el principal causante de la tendencia decreciente de largo plazo de la tasa de ahorro de los hogares. Segundo, expone que es probable que el colapso de la tasa de ahorro de las empresas en los 90s se deba básicamente al aumento de la carga tributaria, en especial si se tiene en cuenta que se llevó a cabo en un período en el cual la industria colombiana requería de medidas orientadas a incrementar su competitividad dado el contexto de liberalización financiera.

De manera similar, Sánchez, Murcia y Oliva (1996) analizan los principales determinantes de la caída del ahorro interno, pero centrando el

análisis en el comportamiento de las empresas. Establecen que la disminución del ahorro de las empresas se debió casi en su totalidad al comportamiento de las empresas del sector privado y no al de empresas públicas.

Las conclusiones, sin embargo, no están relacionadas con la carga tributaria como se expone en el artículo de López. Los autores establecen que el relajamiento de ciertas restricciones al endeudamiento externo relativamente barato y la competencia extranjera propiciada por la apertura económica generaron cambios radicales en el comportamiento de los agentes colombianos, en particular, de las empresas. El comportamiento de las firmas para el período de análisis evidencia el hecho de que se sustituyó el ahorro interno por crédito externo de una manera significativa, aunque gran parte de la inversión siguió financiándose a través del crédito interno. Sin embargo, las empresas pequeñas siguieron financiándose en mayor grado (aunque en menor proporción que en el período anterior) con ahorro interno a pesar del relajamiento de las condiciones de acceso al crédito. Finalmente, los autores establecen que este comportamiento fue una respuesta a la expansión del crédito interno, consecuencia de las reformas estructurales del país a partir de 1991, más que a una reacción a la apertura financiera *per se*.

Un trabajo reciente de López, Gómez y Rodríguez (1996) analiza el problema de la caída en la tasa de ahorro partiendo de la construcción de unas series de ahorro e inversión que empalman la serie del 50-69 construida por el Banco de la República con la del período 70-93 elaborada por el DANE. Adicionalmente este trabajo corrige las cifras de ahorro por un factor que tiene en cuenta las ganancias de capital generadas por las revaluaciones de activos y pasivos causadas



por un lado, por la inflación, y, por otro, por las variaciones de la tasa de cambio real.

Como conclusiones, estos autores establecen que la caída del ahorro privado entre 1989 y 1993 tiene como origen la caída permanente del ingreso disponible, que se observa casi desde 1950. La razón por la cual este descenso no se había reflejado en la tasa de ahorro se debe a que el consumo había seguido una trayectoria bastante similar a la del ingreso disponible e incluso presentó períodos de disminuciones más dramáticas. Sin embargo, a partir de 1987, el consumo dejó de presentar esta tendencia e inclusive exhibe una tendencia fuertemente creciente a partir de los 90.

Los resultados de este trabajo indican que el incremento en los impuestos explica aproximadamente el 80% de la caída del ingreso disponible desde 1983; por esta razón, la política tributaria parece haber sido causante en gran medida de la disminución en la tasa de ahorro. En años anteriores, esta situación no se había reflejado en el ahorro doméstico debido a que los ingresos crecientes del gobierno constituían un incremento equivalente en el ahorro público. Sin embargo, este comportamiento respecto a la política fiscal cambió a partir de la década del noventa, por lo cual la mayor carga fiscal se reflejó no sólo en la tasa de ahorro privado sino también en la de ahorro interno.

Finalmente, López, Misas y Oliveros (Mayo, 1996) establecen algunos determinantes del consumo partiendo de la hipótesis del ingreso permanente con el objetivo de entender el boom de consumo experimentado en los años 90 y el descenso en la tasa de ahorro privado. Los resultados indican que el incremento del ingreso en los últimos años puede explicar gran parte del aumento en consumo. Adicionalmente, encuen-

tran que la tasa de interés real tiene un gran efecto sobre el consumo. De hecho, en el largo plazo una disminución de 1 punto en la tasa de interés real implica un incremento en el consumo real per cápita entre 0.6% y 1%. Estos resultados no son compatibles con la evidencia presentada por trabajos tanto a nivel nacional como internacional. Por otra parte, encuentran que el impacto de la liberalización financiera sobre el crecimiento del gasto en consumo en el corto plazo es muy débil, resultado contrario a lo que se encuentra en este trabajo, como se verá más adelante.

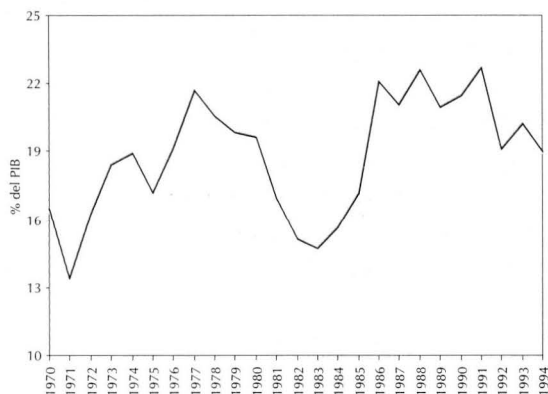
En el siguiente capítulo se hace una breve descripción de las tendencias recientes del ahorro y la inversión en Colombia. En primera instancia se hace a nivel agregado, para posteriormente hacer un análisis del desempeño a nivel de hogares. Esta descripción permite observar el comportamiento de los distintos factores que han explicado la reciente caída del ahorro.

### **III. EL COMPORTAMIENTO DEL AHORRO EN COLOMBIA**

#### **A. Revisión de la evolución reciente del ahorro y la inversión en Colombia**

La tasa de ahorro interno en Colombia ha experimentado una fuerte disminución a partir de 1991, tal como lo evidencian las cifras del Dane que se presentan en el Gráfico 1. Dicha tasa disminuyó de 22.7% del PIB en 1991 a 18.9% en 1994. Este período corresponde precisamente a aquel en el que se llevaron a cabo importantes reformas estructurales en el país, en los campos del comercio internacional, la inversión extranjera, el mercado laboral, los mercados financieros y las instituciones del Estado. Por esta razón, muchas de las explicaciones que se atribuyen a la caída reciente del ahorro están relacionadas

## Gráfico 1. AHORRO EN COLOMBIA



Fuente: Cuentas Nacionales, Dane.

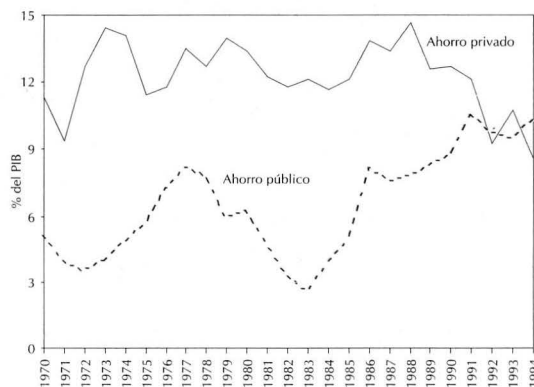
con estas reformas, principalmente con la apertura comercial y financiera.

Es interesante observar que gran parte de la disminución de la tasa de ahorro es atribuible a la caída del ahorro privado, dado que el ahorro público se ha mantenido prácticamente constante como proporción del PIB y no se ha hecho un esfuerzo contundente por incrementar esta tasa (ver Gráfico 2). Mientras que la tasa de ahorro privado pasó de 12.12% en 1991 a 8.6% en 1994, la tasa de ahorro público sólo disminuyó de 10.6% en 1991 a 10.3% en 1994. Inclusive, si se observa el Gráfico 2, el ahorro privado presenta una clara tendencia decreciente a partir de 1988, mientras que el ahorro público exhibe un comportamiento creciente en el período 88-91. Este comportamiento causó que el ahorro privado pasará de ser el 69.9% del ahorro interno en promedio para el período 70-89 a 52.0% en promedio durante el período comprendido entre 1991 y 1994. De hecho para 1994, el ahorro privado corresponde al 45.4% del ahorro interno, mientras que el ahorro público representa un 54.6%.

El Gráfico 3 muestra que la tasa de inversión se recuperó desde 1991, a pesar de la aparente reducción de sus fuentes internas de financiamiento. Este hecho permite inferir que la reducción de ahorro interno fue compensada casi en su totalidad por ahorro externo, dado que éste pasó de -6.7% del PIB en 1991 a 1.6% en 1993.

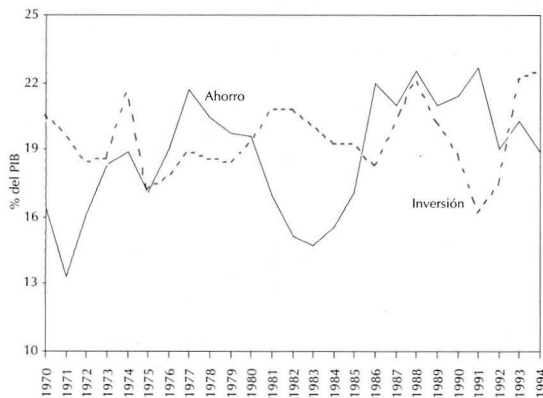
El Gráfico 4 muestra que la disminución en la tasa de ahorro privado está explicada tanto por la caída del ahorro de los hogares como por el colapso del ahorro de las empresas, revertiendo así una tendencia de aumento significativo durante la segunda mitad de los años 80. El ahorro de las empresas presentó su comportamiento más alto en 1988, cuando registró una tasa de 7.05% del PIB; en los años posteriores mostró un comportamiento similar, para caer abruptamente en 1991 a 3.0% del PIB. El colapso en este año no se vió reflejado completamente en la tasa de ahorro privado debido a que el ahorro de los hogares presentó en este año su incremento más significativo en 25 años, al pasar de 6.5% del PIB en 1990 a 9.13% en 1991. Como consecuencia de estos comportamientos, la tasa

## Gráfico 2. AHORRO PUBLICO Y PRIVADO



Fuente: Cuentas Nacionales, Dane.

**Gráfico 3. AHORRO E INVERSION**



Fuente: Cuentas Nacionales, Dane.

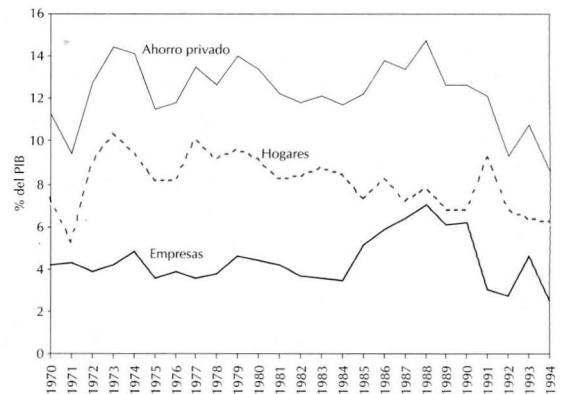
de ahorro privado solamente disminuyó 0.6 puntos del PIB, al pasar de 12.7% en 1990 a 12.1% en 1991.

En 1992, tanto la caída del ahorro de los hogares como de las empresas se reflejó en el ahorro privado localizándose en 9.26% del PIB, el nivel más bajo desde 1971. En 1994, la tasa de ahorro de los hogares descendió hasta 6.1% del PIB y la tasa de ahorro de las empresas a 2.48% del PIB.

Al observar el Gráfico 4 se puede apreciar que la tasa de ahorro de los hogares exhibe una tendencia de descenso a largo plazo que comienza aproximadamente desde la segunda mitad de los años 70, a excepción de 1991, cuando registró un dramático incremento.

Al analizar el crecimiento del consumo real y el ingreso disponible real que se muestra en el Gráfico 5, es claro que este aumento en el ahorro de los hogares en 1991 refleja una tasa de crecimiento creciente del ingreso disponible y una decreciente del consumo. A partir de 1991, ambas tasas presentan una recuperación, después

**Gráfico 4. AHORRO PRIVADO**

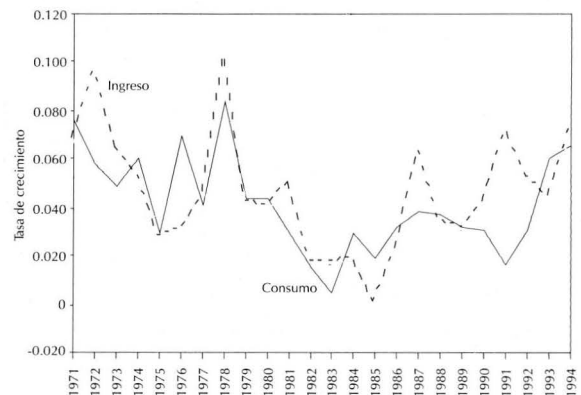


Fuente: Cuentas Nacionales, Dane.

de una tendencia decreciente de largo plazo durante los años 80.

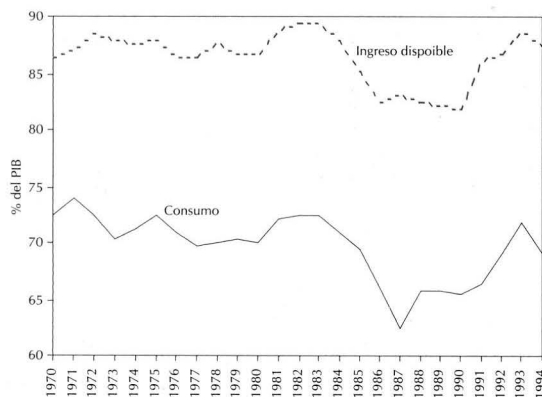
El Gráfico 6 muestra de manera más clara que el período reciente de deterioro de la tasa de ahorro está relacionado con una recuperación del consumo de los hogares frente a los bajos niveles que había exhibido en buena parte de la década de los 80. Después de perder 6.9 puntos del PIB

**Gráfico 5. CRECIMIENTO DEL CONSUMO REAL Y EL INGRESO DISPONIBLE REAL**



Fuente: Cuentas Nacionales, Dane.

**Gráfico 6. INGRESO Y CONSUMO DE LOS HOGARES**

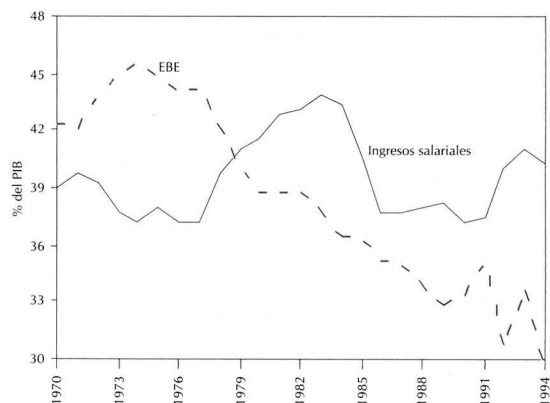


Fuente: Cuentas Nacionales, Dane.

desde 1982 hasta 1990, el consumo se incrementó 5.7% del PIB, pasando de 65.6% del PIB en 1990 a 71.73% en 1993. Vale la pena resaltar también, que el consumo ha conservado la misma tendencia que el ingreso disponible durante todo el período de análisis.

Al analizar el ingreso disponible por componentes en los Gráficos 7A y 7B, podemos ver que el incremento de 3.48 puntos en el ingreso disponible en 1991 se debe principalmente a dos razones: la primera, al incremento de 1.96 puntos del PIB en el excedente bruto de explotación (EBE), después de un largo período de descenso, y la segunda, a un incremento significativo de las transferencias netas (1.56% del PIB) relacionadas, probablemente con la amnistía fiscal otorgada a los capitales que se mantenían en el exterior. Adicionalmente vale la pena mencionar que los períodos de descenso de la tasa de ahorro, es decir, 1978-1993 y 1991-1994 (ver Gráfico 1) están asociados con incrementos significativos de los ingresos salariales, como puede observarse

**Gráfico 7A. COMPONENTES DEL INGRESO DISPONIBLE**



Fuente: Dane.

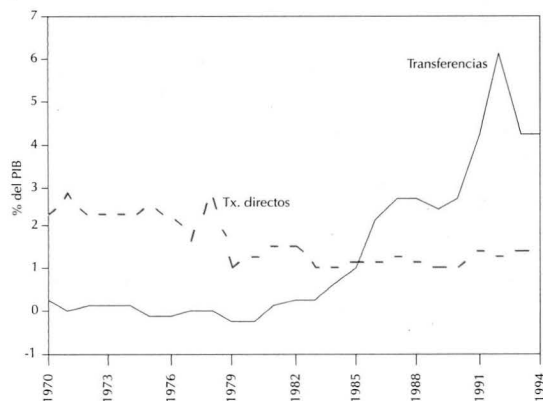
en el Gráfico 7A. Entre 1991 y 1994, este rubro presentó un incremento de 2.7 puntos del PIB.

Sin embargo, en 1991 los ingresos salariales no habían comenzado a aumentar. Por esta razón, no se puede relacionar el incremento del ahorro de los hogares en dicho año con las reformas laborales iniciadas con la Ley 50 que pudieron haber representado un incremento inesperado en el ingreso de los hogares.

Se han establecido otras razones para explicar este comportamiento, relacionadas con las medidas de represión financiera que se aplicaron en este año como la imposición de un requerimiento de encaje de 100% sobre los depósitos, y que reversaron momentáneamente el proceso de liberalización financiera que se había iniciado desde el segundo quinquenio de los años 70.

El Gráfico 8 muestra el comportamiento de la inversión y el endeudamiento de largo plazo de los hogares. Este endeudamiento corresponde a los préstamos otorgados a los hogares en el

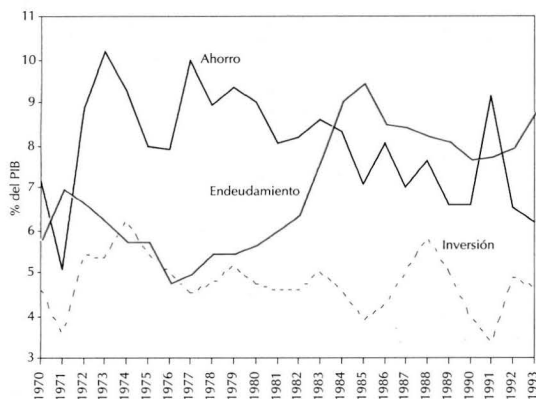
**Gráfico 7B. COMPONENTES DEL INGRESO DISPONIBLE**



Fuente: Dane.

territorio nacional para compra de vivienda por el Banco Central Hipotecario, las corporaciones de ahorro y vivienda (CAVs) y el Instituto de Crédito Territorial (ICT), hoy INURBE. Este tipo de operaciones muestra una tendencia claramente creciente para todo el período de análisis, exhibiendo su nivel más alto en 1985. De 7.61%

**Gráfico 8. INVERSION Y ENDEUDAMIENTO DE LARGO PLAZO DE LOS HOGARES**



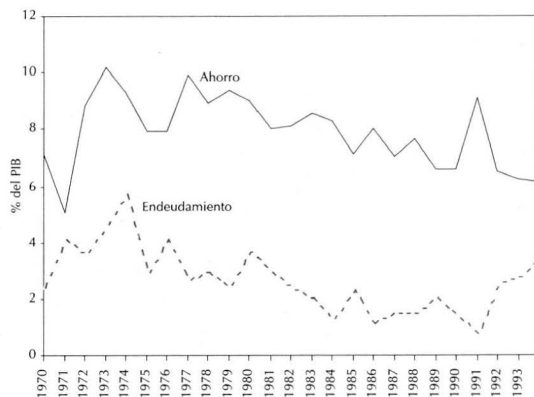
Fuente: Dane y cuentas financieras.

del PIB en 1990, los préstamos de largo plazo a hogares pasaron a 8.70% en 1993. Parece ser que estas operaciones permitieron que la inversión de los hogares se mantuviera relativamente constante en el período 91-93, dada la escasez de recursos internos (ahorro) para su financiamiento.

Por otra parte, el Gráfico 9 muestra el endeudamiento de corto plazo que comprende las variaciones netas de los préstamos de corto plazo y los créditos comerciales otorgados a los hogares. Esta información está contenida en las cuentas financieras del Banco de la República. Como se puede apreciar, el período 91-94 exhibe un incremento significativo de este tipo de financiación y está asociado al período de incremento en el consumo de los hogares.

En conclusión, el descenso de largo plazo de la tasa de ahorro de los hogares está asociado con el período en el cual se llevó a cabo un proceso de liberalización financiera en Colombia. Aún más, el incremento del ahorro en 1991 ha sido asociado con medidas de represión financiera

**Gráfico 9. ENDEUDAMIENTO DE CORTO PLAZO DE LOS HOGARES**



Fuente: Dane y cuentas financieras.

aplicadas en ese año, como ya se ha hecho notar, y su descenso a partir de este año está relacionado con un incremento en el endeudamiento de los hogares (Gráfico 8) facilitado por las reformas financieras. Estos hechos, por lo tanto, hacen pensar que el comportamiento de largo plazo del ahorro de los hogares pueda estar determinado en gran medida por el proceso de liberalización financiera, del cual hacen parte las reformas de 1990. Por este motivo, este trabajo evalúa la relación entre el acceso al crédito y el comportamiento del ahorro de los hogares, con el fin de determinar si estos hechos explican la caída de la tasa de ahorro en Colombia.

Con este objetivo en mente, a continuación se lleva a cabo una descripción de los principales cambios en el comportamiento financiero de los agentes en Colombia, en especial de los hogares, a raíz del proceso de profundización financiera acelerado con las reformas de 1990. Este análisis hace uso de un esquema de fuentes y usos de los recursos tanto de hogares como de empresas. Los principales resultados se establecen en la siguiente sección.

## **B. Análisis de fuentes y usos de los recursos de los hogares**

Dado que es un objetivo fundamental de este trabajo evaluar si el endeudamiento de los hogares puede considerarse como un determinante del ahorro, un esquema de fuentes y usos parece una herramienta adecuada para analizar la importancia relativa del ahorro propio y del endeudamiento en el financiamiento de las transacciones de los hogares. La cuenta de capital (ahorro-inversión) y las cuentas financieras<sup>3</sup> para cada agente, pueden integrarse para construir un esquema de fuentes y usos que permite visualizar el origen de los recursos (ahorro o financiación) y la destinación de los

mismos (inversión fija o colocación financiera). Adicionalmente, es un análisis interesante dado que permite relacionar el ahorro macroeconómico con el ahorro financiero.

El Cuadro 2 muestra el comportamiento financiero de los hogares en el período 70-74 hasta 90-94 durante el cual se observa un deterioro de las fuentes internas (ahorro) de los hogares de aproximadamente 1.1 puntos del PIB. Adicionalmente, la financiación externa proveniente de recursos de crédito o de emisión de títulos o de acciones muestra una recuperación de 2.2 puntos del PIB en el período 90-94 respecto al período justamente anterior, después de una tendencia negativa de largo plazo, iniciada desde el período 70-74 y que corresponde a una reducción de la financiación externa de aproximadamente 2.6 puntos del PIB hasta el período 85-89. En otras palabras, parece haberse revertido en el último período de análisis la tendencia al paulatino desendeudamiento de los agentes que se venía presentando en períodos anteriores.

Este incremento en el endeudamiento de los hogares podría estar relacionado con los cambios en el mercado financiero colombiano, que estuvo cerrado y ampliamente demandado durante años, y en el cual pocos tenían acceso al crédito.

El objetivo principal de la reforma al sector financiero fue estimular la canalización de ahorro hacia el sistema financiero y por lo tanto, la

---

<sup>3</sup> Las cuentas financieras, elaboradas por el Banco de la República, son un instrumento que permite analizar los mecanismos para realizar la transferencia del ahorro a la inversión. Estos datos proveen información acerca de los cambios en las posiciones activas y pasivas de los agentes, y por tanto, permiten analizar las transferencias de los excedentes de agentes superavitarios a agentes deficitarios.



**Cuadro 2. FUENTES Y USOS DE RECURSOS DE LOS HOGARES**

	1970-1974	1975-1979	1980-1984	1985-1989	1990-1994
<b>Recursos</b>	13.92	13.10	12.56	10.59	12.28
Internos	8.11	8.84	8.22	7.35	6.88
Ahorro bruto	8.09	8.83	8.41	7.27	6.86
Transferencias netas + reservas <sup>a</sup>	0.02	0.01	-0.19	0.09	0.01
Externos	5.81	4.26	4.33	3.24	5.41
Títulos y otros	0.00	0.00	0.02	0.00	0.00
Financiación	5.81	4.26	4.31	3.24	5.41
<b>Aplicaciones</b>	13.99	13.38	12.51	10.28	12.16
<b>Inversión fija</b>	5.02	4.95	4.70	4.79	4.41
FIBKF+Var. Exist.	5.21	5.12	4.97	5.02	4.91
Otros activos <sup>b</sup>	-0.18	-0.17	-0.26	-0.23	-0.49
<b>Colocaciones financieras</b>	8.96	8.42	7.80	5.49	7.75
Medios de pago	1.32	1.77	1.13	0.94	1.07
<b>Colocación</b>	3.55	2.92	3.76	2.60	5.19
Derechos de acreedores <sup>c</sup>	31.47	1.76	2.68	1.78	4.65
Derechos de propietario <sup>d</sup>	42.08	1.16	1.09	0.82	0.54
<b>Financiación</b>	3.05	2.53	1.80	0.95	0.61
Reservas de seguros vida y cesantías	1.04	1.20	1.10	1.01	0.88
<b>Discrepancia estadística</b>	-0.06	-0.28	0.05	0.31	0.13

<sup>a</sup> Transferencias netas de capital y cuentas por pagar o recibir

<sup>b</sup> Tierras, terrenos y otros activos

<sup>c</sup> Depósitos y títulos

<sup>d</sup> Acciones y otras formas de propiedad

Fuente: Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas, Cuentas Financieras.

capacidad del sector para financiar actividades productivas<sup>4</sup>. Con esa meta se estableció la estrategia iniciada con la Ley 45 de 1990 que buscó promover la transición de un esquema de banca especializada hacia uno de banca de filiales, con el propósito de mejorar la eficiencia del sistema. Esta norma dio también pautas para la introducción de nuevos productos e innovaciones en el proceso de intermediación, con el objetivo de lograr una mayor profundización financiera tanto en crecimiento como en desarrollo competitivo. Con el mismo propósito, se eliminaron las restricciones a la inversión ex-

tranjera, se crearon disposiciones orientadas a evitar prácticas oligopólicas y se establecieron requerimientos mínimos de capitalización y

<sup>4</sup> Una de las justificaciones para implementar la liberalización financiera en un gran número de países en desarrollo establece que ésta se constituye en un recurso importante para restablecer la estabilidad y el crecimiento. El soporte de esta doctrina es la teoría de la "represión financiera" desarrollada por McKinnon(1973) y Shaw(1973). La hipótesis principal establece que un mayor volumen de actividad y activos financieros está generalmente asociada con niveles de ahorro, inversión y producción más altos, es decir, la profundización financiera es conveniente para el crecimiento.

solvencia. Por otra parte, la Ley 35 de 1993 estableció las condiciones de intervención estatal que facilitan el libre funcionamiento de los mercados financieros. Adicionalmente, en el período comprendido entre 1990 y 1994 se llevó a cabo una simplificación significativa del régimen de inversiones forzosas y encajes.

Dos factores adicionales han sido determinantes en el proceso de profundización financiera: las reformas cambiaria y laboral. Por un lado, la apertura de un mercado de intermediación cambiaria, y por otro, las posibilidades de administrar los recursos de pensiones y cesantías han expandido la gama de negocios de las entidades financieras existentes y han permitido la creación de un número significativo de nuevos agentes. Como resultado de las reformas, el período 1990 a 1995 se caracterizó por un incremento significativo en M2, que es la medida más generalizada de profundización financiera; al pasar éste de 22.7% del PIB en 1990 a 39.6% en 1995. Esta medida indica un desarrollo del proceso de intermediación financiera, lo cual ha sido frecuentemente relacionado en la literatura con crecimiento económico<sup>5</sup>.

Por otro lado, gran parte de los clientes tradicionales de los bancos (unos pocos clientes privilegiados que tenían acceso fácil al crédito) tendieron a desaparecer debido al repatriamiento de capitales que les permitió comenzar a autofinanciarse. Este fue generado, por un lado, por la disminución significativa de la rentabilidad de los activos financieros en el exterior y el alto costo del crédito doméstico y, por otro, por la

amnistía patrimonial otorgada hasta mediados de 1992. Adicionalmente, como complemento a la política de apertura emprendida en 1991, se autorizó el endeudamiento en moneda extranjera a más de un año.

Estas medidas indujeron, profundas transformaciones en los intermediarios financieros, que se vieron en la necesidad de buscar nuevos clientes con el objetivo de colocar los recursos que quedaban ociosos con la desaparición de los clientes tradicionales. Es así como, nichos del mercado que habían estado insuficientemente atendidos por los bancos y corporaciones, cobraron gran importancia para el sector financiero.

Por otra parte, al observar el cuadro 2 de nuevo observamos que las aplicaciones realizadas por los hogares con sus fondos de ahorro y crédito durante el último período analizado se recuperaron en 1.88% del PIB respecto al período justamente anterior, reversándose así una tendencia negativa que venía presentándose desde el período 70-74.

Este comportamiento se debe en gran parte al incremento considerable de colocaciones financieras de los hogares en el período 90-93, respecto al período 85-89, equivalente a 2.26 puntos del PIB. La categoría de derechos de acreedores presentó un aumento significativo en el último período de 2.87 puntos del PIB, respecto al período anterior. Con el objetivo de analizar la evolución de la colocación de este tipo de derechos, el Cuadro 3 muestra la composición de los mismos en depósitos (que incluyen depósitos de ahorro tradicional, depósitos en CAVs y otro tipo de depósitos), CDTs y títulos de corto y largo plazo.

---

<sup>5</sup> Misión de Estudios del Mercado de Capitales. Ministerio de Hacienda-Banco Mundial-Fedesarrollo. Mayo 1996. pg. 25.

### Cuadro 3. PRINCIPALES FORMAS DE COLOCACION DE HOGARES

	1970-1974	1975-1979	1980-1984	1985-1989	1990-1994
Depósitos	1.02	1.37	1.36	1.20	2.82
CDTs	0.12	0.43	1.31	0.72	1.53
Títulos de corto plazo	-0.00	0.04	0.03	-0.27	0.11
Títulos y bonos de largo plazo	0.34	-0.07	-0.01	0.13	0.20
Total	1.47	1.76	2.68	1.78	4.65

Fuente: Cuentas Financieras del Banco de la República. Datos en % del PIB.

Los depósitos de ahorro tradicional y cuentas de CAVs constituyen la principal forma de colocación financiera de los hogares. Como se aprecia en el Cuadro 3, este rubro presentó un incremento de 1.62 puntos del PIB en 1990-94 respecto al período anterior y exhibió su comportamiento más alto para todo el período de análisis.

De manera similar, las colocaciones en CDTs y títulos de corto plazo muestran un incremento de 0.8% y 0.3% del PIB, respectivamente, en relación al período anterior y, en ambos casos 1990-94 es el período en que este tipo de colocaciones registró el nivel más alto desde 1970. Inclusive, en el caso de títulos de corto plazo se pasó de una reducción en la colocación de -0.270 puntos del PIB en el período 85-89 al nivel más alto de todo el período de análisis de 0.11% del PIB.

Por su parte, la inversión de los hogares en activos fijos (vivienda) alcanza un nivel de 4.9% del PIB, en el período 90-94. Este dato parece extraño en la medida en que no está reflejando el boom que exhibió la construcción durante este período. Por este motivo, resulta útil mostrar la evolución de este rubro, año por año, para dicho período con el objetivo de analizar con más cuidado su comportamiento.

Como puede observarse en el Cuadro 4, la inversión de los hogares sí exhibe una tendencia creciente en el período 90-94. De hecho, en 1994 se sitúa en un nivel de 5.4 puntos del PIB, sólo comparable con aquellos niveles alcanzados en el período 70-74.

Por otra parte, la inversión en acciones (derechos de propietario) registra un deterioro a lo largo de todo el período hasta localizarse en un nivel de 0.5 puntos del PIB en el período 90-94. Adicionalmente, la colocación de recursos de los hogares en operaciones de financiación registra un retroceso a lo largo de todo el período, pasando de 3.1 puntos del PIB en promedio en el período 70-74 a 0.61 puntos del PIB en los últimos años. Este hecho puede deberse a una contracción del ahorro informal, ya que la creación de nuevas formas de ahorro como los sistemas cooperativos pueden haber incentivando a los agentes a mantener su liquidez en el sistema financiero formal.

### Cuadro 4. EVOLUCION DE LA INVERSION

FIBKF + Variación Existencias	
1990	4.57
1991	4.04
1992	5.26
1993	5.32
1994	5.40

Los flujos de recursos destinados a seguros y cesantías, que habían presentado un nivel regular, equivalente a 1% del PIB, cayeron en el período 90-94, situándose en 0.9 puntos del PIB. Esta disminución puede haber sido causada por el desmonte de la retroactividad de las cesantías. Los hogares recibieron cantidades significativas de dinero, como bonificación por el cambio del régimen laboral antiguo al nuevo. En particular, dos factores pudieron haber afectado la disponibilidad temporal de ingresos de los hogares: 1) Los planes de retiro del sector público, cuyo costo fue de 0.34% del PIB en 1993 y 0.15% en 1994<sup>6</sup>, y 2) la Ley 50 a través del desmonte de la retroactividad de las cesantías.

En conclusión, estos datos indican que los hogares llevaron a cabo una relocalización de recursos durante el período 90-94. Por un lado, liquidaron gran parte de su tenencia en acciones, otras formas de financiación y cesantías para llevar a cabo operaciones vía derechos de acreedores, en especial, varias formas de depósitos e inversiones en certificados de depósito a término. Los hogares parecían estar más interesados en buscar rendimientos de corto plazo a través de CDTs o títulos de corto plazo (títulos del Banco de la República). Este hecho parece ser contrario a los resultados esperados con la transformación del sector financiero. La evolución del mercado de capitales en Colombia durante los últimos 30 años había causado que fuera más rentable invertir en papeles de renta fija que en papeles de rentabilidad variable. Con los cambios introducidos se esperaba un cambio en el portafolio de los inversionistas hacia las inversiones de propiedad raíz o el sector productivo. Sin embargo, parece ser que los intentos por motivar la

colocación de recursos a largo plazo con el objetivo de incentivar la inversión en el país no han tenido resultados significativos.

Es importante resaltar adicionalmente, que a pesar de que el ahorro agregado presenta una tendencia decreciente, el ahorro financiero crece durante el período 90-94. Este hecho se debe principalmente a las reformas introducidas a partir de 1991 entre las que se incluye la financiera. Entre otras cosas, los cambios en los sistemas de pensiones y cesantías, los cambios de portafolio, y una tendencia de los agentes a manejar un nivel más bajo de efectivo han generado un incremento en el ahorro financiero tal como lo evidencian las cifras aquí presentadas.

A pesar de que el desempeño de las empresas no es el objetivo principal de este trabajo<sup>7</sup>, a continuación se muestran los principales resultados del análisis de su esquema de fuentes y usos dado que su ahorro también hace parte del ahorro privado, y el análisis de la caída de este agregado es de vital importancia. La agrupación de hogares y empresas privadas se justifica en la medida en que finalmente son los hogares los propietarios de las empresas. En consecuencia, los beneficios retenidos o distribuidos son un próximo sustituto del ahorro de los hogares.

Como se observa en el cuadro 5, la contribución de los recursos internos (ahorro bruto, transferencias y reservas) dentro de los recursos de las empresas presentaron una caída de 2.06 puntos del PIB en el último período respecto al período 85-90, en el cual se había evidenciado una recuperación frente a los primeros años de

---

<sup>6</sup> Informe de la comisión del Gasto Público.

---

<sup>7</sup> Para un análisis detenido del ahorro empresarial, ver Sánchez, Murcia y Oliva (1996).

la década durante los cuales los recursos internos representaban aproximadamente 4.0% del PIB. Este fortalecimiento durante la segunda mitad de los años 80 había sido posible gracias a la recuperación de las ganancias y al proceso de endeudamiento que se manifestó en una mayor solvencia de las empresas.

Por otra parte, y como era de esperarse, los recursos externos que habían reducido su participación en la financiación de las empresas durante

el período 85-90, muestran un incremento sustancial en el período 90-93 aumentando 2.76 puntos del PIB con respecto a los del período justamente anterior. Este incremento se debe en gran medida a un aumento de aproximadamente 3% del PIB en el endeudamiento de las empresas, dado que la emisión de acciones como mecanismo de financiación redujo su participación y se mantiene aún en niveles muy bajos a pesar de las diferentes medidas encaminadas a fortalecer este tipo de financiamiento.

**Cuadro 5. FUENTES Y USOS DE RECURSOS DE LAS EMPRESAS PRIVADAS**

	1975-1979	1980-1984	1985-1989	1990-1993
<b>Recursos</b>	13.52	13.60	13.38	14.09
Internos	3.88	3.97	5.92	3.86
Ahorro bruto	3.38	3.57	5.82	3.69
Transferencias netas+reservas <sup>a</sup>	1 0.50	0.40	0.10	0.17
Externos	9.64	9.63	7.46 1	0.22
Títulos y otros	2.25	2.84	2.48	2.32
Financiación	7.40	6.79	4.98	7.90
<b>Aplicaciones</b>	13.36	12.40	13.06	14.11
<b>Inversión fija</b>	6.15	6.03	5.92	5.71
FIBKF+ variación existencias	6.15	5.93	5.84	5.20
Otros activos <sup>b</sup>	2 0.10	0.10	0.09	0.50
<b>Colocaciones financieras</b>	7.21	6.36	7.13	8.40
Medios de pago	0.46	0.74	0.79	0.93
<b>Colocación</b>	1.34	1.56	2.03	3.37
Derechos de acreedores <sup>c</sup>	3 0.92	1.09	1.55	2.14
Derechos de propietario <sup>d</sup>	4 0.42	0.47	0.48	1.23
<b>Financiación</b>	5.40	4.07	4.32	4.10
<b>Reservas de seguros vida y cesantías</b>	-	-	-	-
<b>Discrepancia estadística</b>	-0.34	0.75	0.18	-0.02

<sup>a</sup> Transferencias netas de capital y cuentas por pagar o recibir.

<sup>b</sup> Tierras, terrenos y otros activos.

<sup>c</sup> Depósitos y títulos.

<sup>d</sup> Acciones y otras formas de propiedad.

Fuente: Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas, Cuentas Financieras.

Las empresas privadas muestran un incremento considerable en la adquisición de activos financieros. Sin duda, los desarrollos del mercado financiero han repercutido en este comportamiento de las empresas, brindando nuevas oportunidades de colocación, permitiendo modificar sus métodos de financiamiento, así como posibilitando diferir su inversión productiva en momentos en que los criterios de selección de proyectos se han vuelto más severos, por la exigencia de plazos de retorno mucho más cortos.

En el siguiente capítulo se presenta un modelo de ecuaciones simultáneas para medir el impacto del endeudamiento sobre las decisiones de consumo y ahorro de los hogares. Para introducirlo, se expone una breve argumentación teórica que presenta algunos modelos de consumo y revisa algunas aplicaciones de la hipótesis de restricciones de liquidez sobre el consumo.

#### IV. LAS DECISIONES DE CONSUMO Y LAS RESTRICCIONES DE LIQUIDEZ

El consumo de los hogares es el principal componente del PIB en Colombia; en el período comprendido entre 1970 y 1993, el consumo representó aproximadamente el 70% del PIB. Esta cifra es suficiente para afirmar que la comprensión del comportamiento y los determinantes del consumo pueden permitir un entendimiento bastante aproximado de la actividad macroeconómica y el ahorro nacional, tanto público como privado. Por lo tanto, con el propósito de iniciar el proceso de análisis del comportamiento de los agentes respecto al ahorro, esta sección tiene como objetivo recordar brevemente los modelos que describen las elecciones entre consumo presente y consumo futuro de los agentes económicos, con el propósito de recordar los fundamentos teóricos que dan soporte a las decisiones de los individuos respecto al ahorro.

##### A. Un modelo simple de elección intertemporal

El modelo más simple describe a un individuo que tiene ciertas preferencias definidas entre el consumo en dos períodos, 1 y 2. El problema que enfrenta el consumidor es el de maximizar la utilidad, sujeta a una restricción presupuestal:

$$\text{máx. } u = v(c_1, c_2)$$

$$\text{s.a.: } \frac{c_1}{1+r_2} + \frac{c_2}{1+r_2} = A_1 + y_1 + y_2 \quad (1)$$

donde  $A_1$  es un activo único que el individuo posee al principio del período 1,  $r_2$  es la tasa de interés,  $y_1$  y  $y_2$  es el ingreso laboral que el consumidor percibe en cada uno de los dos períodos y  $(1+r_2)^{-1}$  es el precio del consumo futuro en relación al consumo presente. Utilizando las herramientas de análisis de demanda, podemos encontrar los efectos de cambios en activos, ingresos y/o tasa de interés. Los resultados se resumen brevemente a continuación.

##### ● Un incremento en la tasa de interés $r_2$ :

1) Efecto Sustitución: abarata el consumo futuro con respecto al consumo presente.

2) Efecto Ingreso: permite un mayor consumo en el segundo período con los mismos recursos totales y sin reducir el consumo del primer período.

3) Efecto "Capital humano": reduce el valor presente neto de los recursos totales de la vida del individuo (si  $y_2$  es positivo). Los efectos (a) y (c) reducirían el consumo presente, mientras que (b) lo aumentaría. Por lo tanto, la dirección del efecto de un cambio en las tasas de interés sobre el consumo no es predecible en el terreno teórico.



- Un incremento del ingreso laboral (en el período 1 ó 2): incrementa el consumo. La magnitud del efecto de un cambio del ingreso presente sobre el consumo presente, depende de la forma como esté ligado el ingreso futuro al ingreso corriente. En modelos complicados, es necesario analizar la forma en la cual las expectativas de acontecimientos futuros afectan las decisiones del presente.

## B. La función de consumo

### 1. La función keynesiana de consumo

La tradicional función keynesiana de consumo establece que el consumo es determinado por el ingreso disponible corriente:

$$C = C^e + cY^c$$

Keynes argumenta que el consumo agregado depende básicamente del ingreso agregado y que la relación entre estas dos variables es una función estable. Adicionalmente, argumenta que un nivel absoluto de ingreso mayor implica una mayor proporción de ingreso ahorrada. Varios estudios empíricos, sin embargo, han estimado la relación entre consumo e ingreso corriente; los resultados no demuestran una relación consistente y estable entre las dos variables.

La implicación más importante de esta visión para el análisis que se lleva a cabo en este trabajo es que el ahorro es una función positiva del ingreso corriente:

$$dS/dY^c > 0$$

Es decir, los cambios del ahorro se pueden explicar por cambios en el ingreso corriente de los agentes.

### 2. La hipótesis del ciclo de vida/ingreso permanente

Los agentes no esperan un flujo constante de ingresos durante su vida. Por lo general, los individuos jóvenes perciben menos ingresos que los agentes mayores. La teoría de elección óptima de consumo implica que los jóvenes deberían endeudarse y pagar sus deudas e inclusive ahorrar cuando son mayores con el objetivo de "suavizar" la trayectoria de consumo en el tiempo.

Se considera un individuo que vive  $T$  períodos y tiene una función de utilidad que depende del consumo. El individuo dispone de una riqueza inicial  $A_0$  e ingresos laborales equivalentes a  $Y_1, Y_2, \dots, Y_t$  durante cada uno de los  $T$  períodos de su vida. Por simplicidad, se supone la tasa de interés igual a cero<sup>8</sup>. El problema que enfrenta el consumidor es:

$$\text{máx. } U = \sum_1^T U(C_t)$$

$$\text{s.a. } \sum_1^T C_t \leq A_0 + \sum_1^T Y_t$$

La solución de este problema indica que el consumo del individuo está dado por:

$$C_t = 1/T(A_0 + \sum_1^T Y_t) \quad \text{para todo } t.$$

Este resultado indica que para mantener un flujo constante de consumo durante el ciclo de vida del individuo, éste gasta cada período una cantidad correspondiente a su ingreso permanente. El ingreso permanente es "el valor de la anualidad de la riqueza humana y financiera corriente, es decir, el consumo de determinado año debe depender de un nivel de ingreso "promedio"

<sup>8</sup> Las implicaciones del modelo varían muy poco cuando se levanta este supuesto.

esperado durante un horizonte de tiempo largo. En otras palabras, este análisis establece que el consumo de un agente en un período dado no está determinado por el ingreso de ese período sino por el ingreso que va a percibir durante toda su vida. El individuo utiliza el ahorro y el endeudamiento para "suavizar" la trayectoria de consumo durante su vida.

Este modelo implica que si los agentes están tratando de obtener un patrón de consumo "plano", entonces todas las variaciones del ahorro están asociadas al ingreso. De hecho, si el individuo obtuviera en cada período un ingreso correspondiente a su ingreso permanente, no ahorraría.

En este contexto, la manera como los cambios exógenos de ingreso afectan el consumo depende de si estas variaciones son percibidas como transitorias o permanentes. Dado que el consumo sólo cambia en respuesta a cambios inesperados en toda la trayectoria de ingreso presente y futuro, entonces sólo variaciones de ingreso que son percibidas como permanentes afectan los patrones de consumo de los individuos. Por otra parte, las variaciones temporales de ingreso tienen muy poco efecto sobre el consumo. Es decir, los cambios de ingreso permanentes no justifican el ahorro dado que la trayectoria de consumo se puede incrementar gracias al aumento en la trayectoria de ingreso, mientras que si los agentes perciben los cambios exógenos del ingreso como transitorios entonces sí utilizan el ahorro y/o el endeudamiento para trasladar recursos de hoy hacia el futuro y, de esta manera, "suavizar" la trayectoria del consumo.

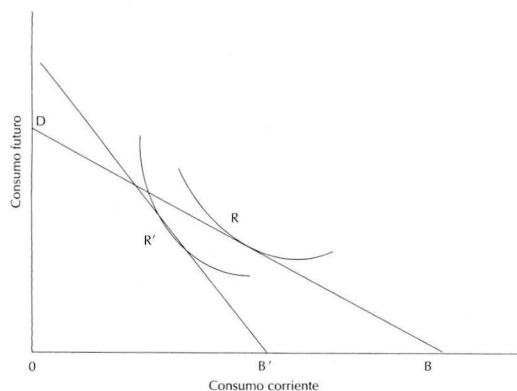
En el caso de Colombia, es posible que los agentes hayan percibido un shock de ingreso que conciben como permanente y sea esa la razón por la cual incrementaron su consumo. Existen por lo menos

tres razones por las cuales los consumidores colombianos han podido percibir un cambio permanente del ingreso: la primera es el cambio en las expectativas de ingreso como consecuencia de la bonanza petrolera; la segunda, las variaciones en la capacidad de compra de los agentes generadas por la revaluación de la tasa de cambio y; la tercera, el incremento en los ingresos salariales a raíz de la reforma laboral de 1991. Bajo la hipótesis del ingreso permanente, es posible considerar dos casos adicionales que explicarían un incremento en el nivel de consumo del período corriente. El primero, es un shock de ingreso negativo que es percibido por los agentes como transitorio. Sin embargo, no existe evidencia para afirmar que los agentes en Colombia hayan percibido una disminución exógena del ingreso. De hecho, ya se han mencionado las razones por las cuales parecería ser todo lo contrario. El segundo, es un shock de ingreso esperado en el siguiente período y percibido como permanente. Esto causaría no sólo que la gente incrementara su consumo desde el período corriente con el objetivo de "suavizar" toda la trayectoria, sino también que lo hiciera reduciendo su ahorro y/o incrementando su endeudamiento dado que aún no dispone de un ingreso mayor.

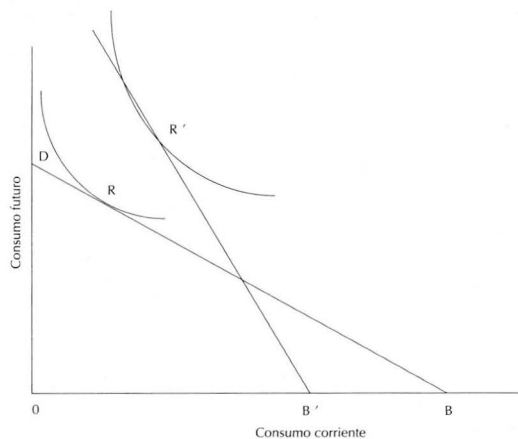
Por otra parte, podemos utilizar este marco teórico para describir el efecto de un cambio en la tasa de interés sobre el consumo. Por simplicidad se utiliza el modelo básico de dos períodos y los resultados se resumen a continuación.

La respuesta del consumidor a cambios en la tasa de interés depende de si el individuo es un prestamista o un prestatario. Como se puede ver en el Gráfico 10, un incremento de la tasa de interés causa que la restricción presupuestal del individuo rote hacia una más empinada. El prestatario (parte a) va a consumir menos en el período corriente porque el aumento en la tasa de

## Gráfico 10 RESPUESTA DEL CONSUMIDOR A CAMBIOS EN LA TASA DE INTERES



(a) Prestatario



(b) Prestamista

interés ocasiona que se incremente el monto de la deuda que debe cancelar. Por otra parte, el prestamista (parte b) va a consumir más en el período corriente dado que la misma cantidad de dinero prestada le permite incrementar su trayectoria de consumo. El efecto total del cambio en la tasa de interés es, por tanto, ambiguo.

Si asumimos que Colombia es un país prestatario (déficit persistente en cuenta corriente) respecto al resto del mundo, entonces una disminución de la tasa de interés ocasiona un incremento en el consumo, un deterioro de la balanza comercial y un aumento del endeudamiento. Los datos muestran que estos tres hechos tuvieron lugar en Colombia a partir de 1991. Si la tasa de interés relevante para los agentes, teniendo en cuenta que estamos comparando la situación del país respecto a la del resto del mundo, es la tasa de interés externa más la tasa esperada de devaluación, entonces podríamos analizar la posibilidad de que un cambio en dicha tasa vía expectativas de devaluación haya ocasionado un

cambio en el comportamiento reciente del consumo en Colombia.

### 3. El ingreso permanente y las restricciones de liquidez

Varios trabajos para países desarrollados han rechazado el cumplimiento de la hipótesis del ingreso permanente (HIP). Este hecho ha sido atribuido principalmente a la presencia de restricciones de liquidez (ver Hall y Mishkin (1982), Hayashi (1985), Zeldes (1989)). Por el contrario, algunos trabajos para Colombia han establecido la validez de esta hipótesis. Por un lado, Carrasquilla (1989) interpreta la cointegración entre consumo e ingreso como un indicador de la validez de la HIP. Por otra parte, Clavijo (1989) y Clavijo y Fernández (1989) utilizan el método de descomposición por elementos permanentes y transitorios descrito por Beveridge y Nelson (1981) y establecen la validez de la HIP basados en su hallazgo de que la propensión a consumir ingreso transitorio no es mayor que la propensión a consumir ingreso permanente. Dado que la

HIP establece entre sus supuestos un mercado de capitales perfecto, López (1994) cuestiona las conclusiones de estos trabajos pues implicarían que el mercado de capitales colombiano es más perfecto que el de países desarrollados. Algunos estudios, sin embargo, establecen la posibilidad de que en Colombia la HIP no sea válida debido a la presencia de consumidores con restricciones de liquidez (ver Carrasquilla y Rincón (1990)), a pesar de que los resultados no son del todo concluyentes.

La HIP asume que todos los individuos pueden pedir prestado a la misma tasa de interés a la que ahorran siempre y cuando cancelen sus deudas eventualmente. Sin embargo, en la práctica la tasa de interés no suele ser la misma. Más aún, algunos individuos se ven en la imposibilidad de pedir prestado a cualquier tasa de interés. En estos casos se presenta una restricción de liquidez dado que los individuos no pueden transferir recursos del futuro al presente. En la literatura económica, las restricciones de liquidez se establecen como restricciones de cantidad y/o precio sobre la tenencia de activos de los agentes. Para citar un ejemplo, Zeldes (1989) impone como restricción exógena que los individuos no puedan pedir préstamos contra ingresos laborales futuros.

La presencia de restricciones de liquidez puede generar un exceso de sensibilidad del consumo a cambios predecibles en el ingreso. Si los consumidores enfrentan altas tasas de interés para préstamos, entonces pueden decidir no tomar crédito para "suavizar" la trayectoria de consumo cuando sus ingresos corrientes son bajos. Si no pueden pedir crédito en absoluto, entonces no tienen otra opción diferente a reducir el consumo cuando el ingreso corriente disminuye. Esto implicaría que los ingresos transitorios cobran rele-

vancia sobre la determinación del consumo respecto a lo que predice la HIP. Por lo tanto, comprobar la invalidez de la HIP a causa de la presencia de restricciones de crédito conduce a conclusiones importantes sobre el diseño de política económica. De hecho, implica que las políticas de demanda anticíclicas tendrían mayor cabida<sup>9</sup>.

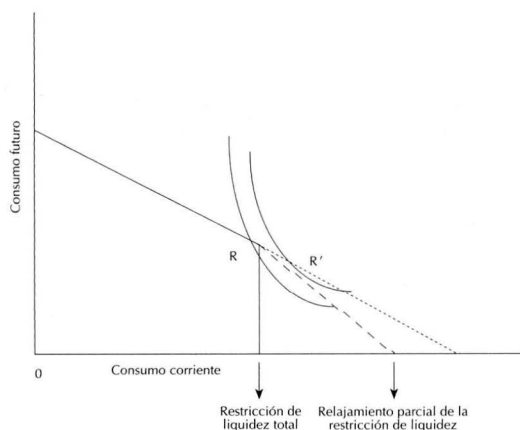
De otro lado, la presencia de restricciones de liquidez puede causar incrementos en el ahorro por dos vías. La primera, la existencia de una restricción de liquidez obligatoria significa que el individuo debe consumir menos de lo que consumiría si no la tuviera. La segunda, aún si la restricción no es obligatoria en el período corriente, la posibilidad de que lo sea en el futuro, conduce a una reducción del consumo presente. Por esta razón, la presencia de restricciones de liquidez conlleva a que los individuos ahorren como medida preventiva en contra de los efectos de disminuciones futuras del ingreso.

Como se aprecia en el Gráfico 11, el relajamiento parcial de las restricciones de liquidez causa incrementos en consumo y por lo tanto disminuciones en ahorro. Como se mencionó brevemente en el capítulo anterior, la reforma financiera de 1991 y la entrada masiva de capitales al país ocasionaron un relajamiento de las restricciones de liquidez que enfrentaban los consumidores en Colombia. Es interesante, por lo tanto, analizar en qué medida el comportamiento reciente del consumo está relacionado con el aumento de las posibilidades de endeudamiento. En este contexto, este trabajo plantea la posibilidad de que las decisiones de endeudamiento sean significativas en la determinación del con-

---

<sup>9</sup> Ver López (1994), Pag. 18.

## Gráfico 11. RELAJAMIENTO PARCIAL DE RESTRICCIONES DE LIQUIDEZ



sumo. De comprobarse esta hipótesis, podríamos establecer que los agentes colombianos sí enfrentan restricciones de liquidez, pues de lo contrario, las variaciones de la deuda no deberían afectar las decisiones de consumo de acuerdo con la hipótesis del ingreso permanente. En este sentido nuestro interés es aportar elementos para probar que la presencia de restricciones de liquidez podría estar modificando la HIP en Colombia.

### 4. Las decisiones de financiamiento y consumo en Colombia

Para complementar el análisis contable, conviene analizar la relación entre el ahorro y el consumo de los hogares a través del análisis econométrico, con el objetivo que nos hemos planteado inicialmente de entender si los cambios del mercado financiero en Colombia pueden haber afectado los patrones de consumo y, por lo tanto, de ahorro. Si partimos del supuesto de que los hogares ahorran con el propósito de consumir en el futuro, entonces un modelo que analiza los

determinantes del ahorro describe el comportamiento del consumo de los hogares. Con el fin de establecer los determinantes del ahorro y el consumo de los hogares en Colombia, se utiliza aquí un modelo estático de ecuaciones simultáneas.

Este tipo de modelos siempre incluyen restricciones presupuestales dado que los recursos son limitados. Los hogares deben llevar a cabo una distribución óptima de los recursos con el fin de garantizar la maximización de su utilidad a lo largo de una trayectoria. Planteamos, por lo tanto, que las decisiones de consumo de los hogares se determinan simultáneamente con las de su financiamiento. La restricción presupuestal del hogar está dada por su flujo de caja, que se incrementa por ejemplo, cuando adquiere nuevos créditos.

De esta manera, se utiliza un modelo que tiene en cuenta la interacción del consumo, el ahorro y el endeudamiento, siguiendo lo establecido en la literatura convencional: las decisiones de consumo de los hogares son determinadas simultáneamente con las de su financiamiento. Se plantea con este objetivo un modelo de ecuaciones simultáneas, similar al utilizado por Sánchez, Murcia y Oliva (1996) para el caso de las empresas. Se realizan las estimaciones para el período global 1970-1993, utilizando el método de mínimos cuadrados en dos etapas con datos de cuentas nacionales y cuentas financieras con el fin de establecer las relaciones de simultaneidad entre las variables.

$$C_t = f(S_t, \Delta Deuda_t, Y_t, P_{C_t}, T_t)$$

$$S_t = f(C_t, \Delta Deuda_t, Y_t, r_t, P_{X_t}, T_t)$$

$$\Delta Deuda_t = f(C_t, S_t, PC_t, r_t, T_t, M2_t)$$

$\begin{matrix} - & + & - & - & + & + \\ + & - & + & - & + & + \end{matrix}$

donde:

$C_t$ : consumo de los hogares.

$S_t$ : ahorro bruto de los hogares.

$\Delta Deuda_t$ : endeudamiento adquirido por lo hogares en el período.

$Y_t$ : ingresos laborales, de propiedad en empresas y transferencias a los hogares.

$PC_t$ : precio relativo de los bienes de consumo calculado como la relación entre el deflactor del consumo y el deflactor del PIB.

$Px_t$ : términos de intercambio.

$r_t$ : tasa de interés real promedio.

$M2_t$ : oferta Monetaria Ampliada.

$T_t$ : impuestos pagados por los hogares.

La primera línea sobre las ecuaciones indica los signos esperados en un modelo que incluye como  $\Delta Deuda_t$ , el endeudamiento de largo plazo de los hogares. Por otra parte, la segunda línea establece los signos esperados si la variable que se incluye es el endeudamiento de corto plazo. El modelo es estimado tomando las variables como porcentaje del PIB real.

#### **a. Determinantes del consumo, el ahorro y el endeudamiento de largo plazo**

El Cuadro 6 muestra los resultados de las estimaciones del primer ejercicio que utilizó como endeudamiento la serie de operaciones de préstamos de largo plazo a los hogares, es decir, los préstamos para vivienda otorgados por el BCH, el ICT y las corporaciones de ahorro y vivienda para el período 1950-93<sup>10</sup>.

Estos resultados indican que si los hogares adquieren deuda de largo plazo para financiar

vivienda, entonces reducen sus niveles de consumo con el objetivo de generar excedentes para pagar estos préstamos. Como puede observarse, un incremento de 1 peso en la deuda de largo plazo implica una disminución de 0.31 pesos en el consumo, y un incremento de un peso en el ahorro se traduce en una disminución similar del consumo corriente, 0.29 pesos. Estos coeficientes resultaron ser significativos al 99% de confianza. Estos datos indican que un incremento en la financiación de vivienda podría incrementar los niveles de ahorro de los hogares y favorecer, por lo tanto, el ahorro nacional.

Por otra parte, existe evidencia para afirmar que la adquisición de préstamos para vivienda genera cambios en los patrones de ahorro de los hogares. De hecho, el coeficiente del endeudamiento en la ecuación de ahorro tiene signo positivo y es significativo, lo que implica que no hay sustitución entre ahorro y endeudamiento de largo plazo. Es decir, los hogares acumulan recursos para cancelar sus deudas en la medida en que por cada peso de endeudamiento de largo plazo adquirido, se incrementa su ahorro en 0.30 pesos.

Por otra parte, un incremento de 1 peso en el ingreso produce incrementos de 0.38 pesos en el consumo. Adicionalmente, y como era de esperarse, un incremento del precio relativo de los bienes de consumo implica una reducción del consumo de 0.19 pesos.

De acuerdo con los resultados de la ecuación de ahorro, un incremento de 1 peso en el consumo

<sup>10</sup> Las series de consumo, ahorro, ingreso e impuestos para el período completo 50-93 son tomadas del trabajo de López, Gómez y Rodríguez (1996), que lleva a cabo un empalme de la serie del 50-70 construida por el Banco de la República con aquella para el período 70-93 que realiza el Dane.



**Cuadro 6. ESTIMACIONES DEL MODELO UTILIZANDO ENDEUDAMIENTO DE LARGO PLAZO**

Variable dependiente	Período 50-93		
	Consumo	Ahorro	$\Delta$ Deuda
Consumo		-0.5794 *** (-3.3695)	-0.2346 ** (-2.5670)
Ahorro	-0.2991 *** (-2.8924)		0.1351 (1.6067)
$\Delta$ Deuda	-0.3167 *** (-3.3742)	0.3019 ** (2.3922)	
Ingreso	0.3878 *** (4.4483)	0.6123 *** (5.4508)	
Precio relativo	-0.1909 *** (-3.4870)		-0.1941 *** (-4.4993)
Términos de intercambio		0.0661 *** (3.9708)	
Tasa de interés		-0.0002 (-0.5439)	0.0002 (0.8412)
$M_2$			0.1932 *** (4.9146)
Número de observaciones	42	42	42
$R^2$	0.903	0.70	0.87
Durbin Watson	1.6	2.0	1.3

Valor absoluto del estadístico t entre paréntesis. \* Significativo al 90%. \*\* Significativo al 95%. \*\*\* Significativo al 99%. Todas las variables como proporción del PIB real. El método de estimación es mínimos cuadrados en dos etapas.

causa una disminución de 0.58 pesos en el ahorro, y un aumento de 1 peso en el ingreso de los hogares implica un incremento de 0.61 en su ahorro. Es interesante además, confirmar la relación positiva entre los términos de intercambio y el ahorro.

Para explicar el endeudamiento; el consumo, el precio relativo de los bienes de consumo y la oferta monetaria ampliada son significativos y presentan los signos esperados. Por un lado, un incremento de 1 peso en  $M_2$  conlleva un aumento

de 0.19 pesos en el endeudamiento de largo plazo y por otro, un incremento de 1 peso en el precio relativo de los bienes de consumo ocasiona una reducción de 0.19 pesos en los préstamos para vivienda adquiridos por los hogares. Esto indica que las variaciones en el precio relativo de los bienes de consumo, generalmente causados por ciclos de los precios de alimentos, si tienen incidencia sobre el endeudamiento en la medida en que generan caídas en el ahorro y por lo tanto disminuyen las posibilidades de endeudarse en el largo plazo.

Por otra parte, es importante mencionar que los impuestos no son una variable explicativa significativa en este modelo, razón por la cual se excluyen. Adicionalmente, la tasa de interés real no es significativa en explicar el comportamiento del ahorro ni el del endeudamiento, lo cual confirma los hallazgos de trabajos anteriores.

El hecho de que el endeudamiento de largo plazo afecte los patrones de consumo podría estar indicando que los agentes no tienen buenas expectativas respecto a sus ingresos futuros y por lo tanto están interesados en crear excedentes de ingresos reduciendo su consumo con el objetivo de cancelar en períodos posteriores los préstamos que han adquirido para inversión. Este comportamiento podría significar que el desempeño económico relativamente bueno del país respecto a otros países latinoamericanos no ha generado confiabilidad en los agentes y las expectativas de crecimiento en el futuro no han sido transmitidas al comportamiento de los hogares.

#### ***b. Determinantes del consumo, el ahorro y el endeudamiento de corto plazo***

En el Cuadro 7 se muestran los resultados del segundo ejercicio que se llevó a cabo. En este caso se utiliza como endeudamiento la serie de variaciones anuales de los préstamos de corto plazo y de los créditos comerciales a los hogares (cuentas financieras del Banco de la República). Dado que las cuentas financieras se elaboran a partir de 1970, este modelo se estimó únicamente para el período 70-93.

De acuerdo con estos resultados, las decisiones de endeudamiento a corto plazo están correlacionadas con las decisiones de consumo. Los signos de ahorro y endeudamiento en la primera ecuación corresponden a los esperados, es decir, un

incremento autónomo del ahorro implica una disminución del consumo y, por otra parte, un incremento de los préstamos de corto plazo y los créditos comerciales implica un aumento en el consumo debido a que ese es el objetivo principal de este tipo de endeudamiento.

El coeficiente de ahorro indica que un incremento exógeno de 1 peso en el ahorro de los hogares genera una disminución de 0.54 pesos en el consumo corriente. Por su parte, el coeficiente de endeudamiento establece que un incremento de 1 peso en la deuda de corto plazo permite un incremento de 0.25 pesos en el consumo. Los signos de las demás variables explicativas del consumo corresponden a los esperados, y adicionalmente, los coeficientes son significativos como puede apreciarse en el Cuadro 7.

Por otra parte, el coeficiente de deuda en la ecuación de ahorro tiene signo negativo y es significativo, esto indica sustitución entre ahorro y endeudamiento de corto plazo. El coeficiente muestra que para el período 70-93, un aumento de un peso en el endeudamiento implicaba una disminución de 0.46 pesos en el ahorro. El coeficiente del consumo también tiene el signo esperado. En efecto, un incremento de 1 peso en el consumo conllevaba a una disminución de 0.46 pesos en el ahorro. Estos resultados son importantes, dado que el período de fuerte disminución en la tasa de ahorro (ver Gráficos 1 y 6) está asociado a un claro incremento en la tasa de consumo.

La ecuación de ahorro muestra adicionalmente, que un incremento de 1 peso en el ingreso percibido por los hogares ocasiona un incremento de 0.55 pesos en el ahorro. Otro resultado interesante es aquel que concierne a los impuestos; si observamos el Cuadro 7 podemos establecer que

**Cuadro 7. ESTIMACIONES DEL MODELO UTILIZANDO ENDEUDAMIENTO DE CORTO PLAZO**

Variable dependiente	Período 1970-1993		
	Consumo	Ahorro	ΔDeuda
Consumo		-0.4640 ** (-2.2261)	0.4981*** (7.8432)
Ahorro	0.5410 *** (-4.3424)		-0.1512* (-1.7600)
ΔDeuda	0.2572 * (1.8278)	-0.4588 ** (-2.0094)	
Ingreso	0.6540 *** (12.1901)	0.5536 *** (4.9749)	
Precio relativo	-0.4049 *** (-7.5557)		0.0433 (0.9372)
Términos de intercambio		0.0604 *** (3.8169)	
Impuestos		-1.0144 *** (-2.3235)	
Tasa de interés		-0.0199** (-2.3235)	-0.0433 *** (-7.7431)
M <sub>2</sub>			0.1251 *** (4.3957)
Número de observaciones	23	23	23
R <sup>2</sup>	0.946	0.813	0.921
Durbin Watson	1.6	1.7	2.24

Valor absoluto del estadístico t entre paréntesis. \* Significativo al 90%. \*\* Significativo al 95%. \*\*\* Significativo al 99%. Todas las variables como proporción del PIB real. El método de estimación es mínimos cuadrados en dos etapas.

un incremento exógeno de 1 peso en los impuestos directos cancelados por los hogares ocasionaría una disminución de 1.01 pesos en el ahorro durante el período 70-93. Este resultado es importante, si tenemos en cuenta que muchas de las explicaciones que se han atribuido a la caída del ahorro están asociadas con el incremento de la carga tributaria. De nuevo, se confirma la relación directa entre los términos de intercambio y el ahorro de los hogares, dado que el

signo del coeficiente corresponde al esperado y es significativo.

Finalmente, los signos de las variables consumo y deuda en la ecuación de endeudamiento son los esperados. Por un lado, un incremento exógeno de 1 peso en el consumo implica un incremento de 0.49 pesos en el endeudamiento de corto plazo de los hogares, y por otro, un incremento exógeno de un peso en el ahorro tiene

como resultado una disminución de 0.15 pesos en el endeudamiento.

De la ecuación se desprende, además, que la tasa de interés real parece afectar las decisiones de endeudamiento de corto plazo, no así las de largo plazo. De hecho, el coeficiente de la tasa de interés tiene el signo esperado y es significativo. Adicionalmente, un incremento de 1 peso en la oferta monetaria ampliada implica un incremento de 0.12 pesos en la deuda de corto plazo de los hogares.

Resumiendo los resultados, es claro que las decisiones de consumo implicaron por un lado disminuciones en los préstamos para vivienda solicitados por los hogares en el período 50-93 y por otro, incrementos en el endeudamiento de corto plazo en el período 70-93. Adicionalmente, este ejercicio evidencia que hay sustitución entre ahorro y endeudamiento de corto plazo de los hogares. Por lo tanto, al observar el incremento del endeudamiento de corto plazo en la Gráfico 8, podemos establecer que las reformas de 1991 que aceleraron el proceso de liberalización financiera en Colombia tuvieron como consecuencia la sustitución de ahorro interno por ahorro externo para el financiamiento de las transacciones de los hogares, en especial consumo. Por otra parte, parece ser que los impuestos pagados por los hogares son un determinante importante del ahorro (ver Cuadro 7). De hecho, incrementos de los impuestos fueron compensados completamente por disminuciones en el ahorro durante el período 1970-1993.

Para complementar estos resultados, se presenta a continuación un ejercicio que establece el impacto del cambio autónomo en cada variable explicativa sobre el cambio en la tasa de ahorro de los hogares dados los resultados del modelo

anterior. Sabemos que la ecuación de ahorro presentada en el modelo de ecuaciones simultáneas es:

$$\begin{aligned} \text{Ahorro}_t = & C + a_1 \text{Consumo}_t + a_2 \text{Endeudamiento}_t \\ & + a_3 \text{Ingreso}_t + a_4 \text{Impuestos}_t + \\ & a_5 \text{Términos de Intercambio}_t + a_6 \text{Tasa} \\ & \text{de interés real}_t + E_t \end{aligned}$$

A continuación, definimos la forma de calcular el impacto de un cambio autónomo en cada variable explicativa sobre el cambio en la variable dependiente:

$$\Delta \text{Ahorro}_t = a_1 \Delta \text{Consumo}_t + a_2 \Delta \text{Endeudamiento}_t + a_3 \Delta \text{Ingreso}_t + a_4 \Delta \text{Impuestos}_t + a_5 \Delta \text{Términos de Intercambio}_t$$

Excluimos la tasa de interés, dado que el signo de este coeficiente no corresponde al esperado de acuerdo con la literatura económica y por lo tanto no debe ser incluida como una variable explicativa significativa del comportamiento del ahorro de los hogares. Los resultados de este ejercicio se muestran en el Cuadro 8.

El cambio del ahorro por cambios autónomos de las variables explicativas predicho por el modelo es bastante aproximado al cambio porcentual del ahorro de los hogares, a excepción del último período para el cual aproximadamente un punto del PIB real no es explicado por cambios en las variables elegidas. Sin embargo, puede observarse que el impacto de cambios autónomos en el consumo y el endeudamiento sobre el cambio en el ahorro de los hogares en el último período es muy significativo respecto a los períodos anteriores. Por un lado, el 44.8% del cambio en el ahorro es explicado por el incremento del consumo y un 58.6% es explicado por el incremento del endeudamiento de corto plazo de los

hogares en el período 91-93. Durante el período 86-90, el incremento del endeudamiento de corto plazo de los hogares explica solamente el 7% de la disminución del ahorro. Parece ser, sin embargo, que existe un problema de contabilidad dado que el incremento también muy significativo en el ingreso se debe en gran parte a aumentos no esperados en las transferencias a los hogares. De no ser por este cambio en el ingreso percibido por los hogares, el consumo y el endeudamiento habrían explicado prácticamente la totalidad de la disminución del ahorro de los hogares en el período 91-93.

## V. CONCLUSIONES

A partir de 1991, la composición del ahorro en Colombia sufrió un cambio, dado que se substituyó ahorro interno por ahorro externo, y adicionalmente el ahorro público y la inversión nominal aumentaron ligeramente como porcentaje del PIB. Estos hechos coinciden con el período en el cual se impulsaron en el país importantes reformas estructurales que afectaron el comportamiento de los individuos. Entre ellas, la reducción

en las restricciones de liquidez facilitada por la reforma financiera y la mayor disponibilidad de recursos para la intermediación producto de la masiva entrada de capitales cambió los patrones de comportamiento tanto de empresas como de hogares.

Este trabajo tenía dos objetivos básicos; el primero, describir el cambio en el comportamiento financiero de los hogares a raíz de los cambios experimentados por el sector financiero a partir de 1991 y, segundo, determinar en qué medida el mayor acceso al crédito asociado a estas transformaciones propició un crecimiento en el consumo y, por lo tanto, una disminución en el ahorro de los hogares. Con tales propósitos, se utilizaron como herramientas un esquema de fuentes y usos que utiliza información de las Cuentas Nacionales y las Cuentas Financieras, y un modelo de ecuaciones simultáneas para las decisiones de consumo, ahorro y endeudamiento.

Al analizar el comportamiento de los hogares se nota que a partir de 1991, además del incremento sostenido de cerca de 1 punto del PIB en el

**Cuadro 8. IMPACTO DE UN CAMBIO AUTONOMO EN CADA VARIABLE EXPLICATIVA SOBRE LA VARIABLE DEPENDIENTE**

Período	Cambio porcentual del ahorro	Impacto de un cambio autónomo en					Cambio predicho del ahorro
		C	ΔDeuda	Y	T	PX	
71-75	0.029	0.007	0.006	0.006	0.003	0.000	0.022
76-80	0.011	0.005	0.002	-0.006	0.011	-0.001	0.011
81-85	-0.009	0.008	0.003	-0.023	0.004	0.002	-0.006
86-90	-0.015	0.008	-0.001	-0.011	0.001	-0.021	-0.023
91-93	-0.029	-0.013	-0.017	0.013	0.000	-0.001	-0.018

Fuentes: Cálculos del autor. Variaciones de las variables como porcentaje del PIB real.

consumo de bienes durables, los agentes financiaron una proporción menor de su inversión con ahorro propio, pasando a utilizar de manera significativa las fuentes de recursos externos (endeudamiento de corto y largo plazo). Este hecho fue facilitado tanto por el proceso de liberalización financiera como por reformas adicionales que complementaban el plan de modernización de la economía colombiana, entre las que se encuentran la reforma cambiaria y la laboral.

Adicionalmente, los datos indican que los hogares llevaron a cabo una relocalización de recursos durante este período. Incrementaron de manera significativa sus operaciones en depósitos de ahorro y cuentas CAV e inversiones en CDTs, mientras que liquidaron buena parte de su tenencia en acciones, otras formas de financiación y cesantías. Estas tendencias parecen indicar que los agentes estaban interesados en buscar rendimientos de corto plazo a pesar de los intentos por crear incentivos para la colocación de recursos a largo plazo con el fin de motivar la inversión en el país. Estos hechos muestran que a pesar del descenso en el ahorro macroeconómico, el ahorro financiero presentó un crecimiento propiciado por las reformas del 91, en particular la financiera, aunque ésta no es la única.

Dado que estos datos indicaron que la disminución en la tasa de ahorro de los hogares está estrechamente relacionada con las facilidades que encontraron los agentes para obtener créditos, se estimó un modelo de determinación de consumo diseñado para medir la importancia del endeudamiento de los hogares en sus decisiones de ahorro y consumo. Los resultados indicaron, por un lado, que la adquisición de préstamos de vivienda incrementa el ahorro de los hogares dado que éstos están interesados en

crear excedentes para cancelar las deudas que han adquirido para financiar sus inversiones. Por otro lado, se corroboró que existe sustitución entre ahorro y endeudamiento de corto plazo. De hecho, el incremento en el endeudamiento de corto plazo y el aumento en el consumo podrían explicar prácticamente la totalidad de la disminución del ahorro de los hogares en el período 91-93.

El hecho de que las variaciones de la deuda afecten las decisiones de consumo podría implicar que los agentes colombianos si enfrentan restricciones de liquidez, pues de lo contrario éstas no deberían ser un determinante significativo del consumo. Este hallazgo es importante, dado que varios trabajos han establecido la validez de la hipótesis del ingreso permanente y, por lo tanto, rechazado la existencia de restricciones de liquidez en el mercado de capitales colombiano.

Para finalizar, es importante mencionar que es posible que los resultados aquí expuestos sean producto de una situación coyuntural en la cual los agentes apenas se están adaptando a las nuevas condiciones del mercado. Sin embargo, se podría esperar que en el largo plazo, el desarrollo de las reformas del sector financiero ofrezca perspectivas más alentadoras. En este sentido, un manejo adecuado de los nuevos instrumentos de los que ahora dispone el sector podrán propiciar incrementos en el ahorro de los hogares y, por lo tanto, beneficios en el ahorro doméstico y la inversión. Para mencionar un ejemplo, los planes voluntarios de los fondos de cesantías y pensiones son un incentivo a ahorrar por encima de los niveles mínimos establecidos por el Estado. Adicionalmente se están planteando estímulos tributarios asociados a este



tipo de planes que pueden convertirse en mecanismos de estímulo al ahorro a largo plazo como resultado de la reforma laboral y financiera. En conclusión, el desarrollo adecuado de nuevos

productos financieros enmarcado por las facilidades que ofrece un proceso de profundización financiera puede estimular el ahorro de los hogares a largo plazo en el futuro.

## BIBLIOGRAFIA

- Acosta, O. Evolución del ahorro y comportamiento financiero de los agentes. I Congreso Nacional del Ahorro (Memoria). Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda. Agosto, 1991.
- Banco Mundial. Colombia: Financial Sector Reform. Volume One-The Main Report, 1992.
- Beveridge, S. y C. Nelson "A new approach to decomposition of economic time series into permanent and transitory components with particular attention to measurement of the business cycle". *Journal of Monetary Economics*, 7. Pag. 151-174, 1981.
- Calderón, A. Explica la Liberación del Sistema Financiero la Caída del Ahorro? *Estrategia Económica*. Abril 1995
- Carrasquilla, A. La Asignación Intertemporal del Consumo en Colombia. *Ensayos sobre Política Económica*, No. 16. 1989.
- Carrasquilla, A. y Rincón, H. Relaciones entre Déficit Público y Ahorro Privado; aproximaciones al caso colombiano. *Ensayos sobre Política Económica*, No. 18. 1990.
- Carroll, C. y Weil, C. Saving and Growth: a reinterpretation. NBER, *Working paper*, No. 5097. Ab, 1993.
- Clavijo, S. Ingreso Permanente y Transitorio: Qué tanto ahorran (o consumen) los colombianos? *Coyuntura Económica*, 1989.
- Clavijo, S. y Fernández, J. Consumo Privado e Ingreso Permanente: Nueva evidencia para Colombia. *Ensayos sobre Política Económica*, No. 16. 1986.
- Corbo, V. Public Policy and Saving in Developing Countries. *Journal of Development Economics*. Julio 1991.
- Cuellar, M. Documento Seminario Cladei. 1992. pgs. 10-15.
- Deaton, A. Understanding Consumption. Clarendon Press. Oxford, 1992.
- Echeverry, J. Short Run Savings Fluctuations and Export Shocks Theory and Evidence for Latin America. *Borradores Semanales de Economía*, Banco de la República. Marzo 1996.
- Edwards, S. Why are Saving Rates so Different across Countries?: an International Comparative Analysis. NBER *Working Paper*, No. 5097. Abril 1995.
- González, G.M. Interest Rates, Savings and Growth in LDCs: an Assessment of Recent Empirical Research, *World Development*, Vol. 16, No. 5. Mayo 1988.
- Hall, R. y Mishkin, F. The Sensitivity of Consumption to Transitory Income: Estimates from Panel Data of Households. *Econometrika*, No. 50. pp. 461-481. 1982.
- Hayashi, F. The Permanent Income Hypothesis: Estimation and Testing by Instrumental Variables. *Journal of Political Economy*, No. 90. pp.895-916, 1982.
- Judge, G., et. al. Introduction to the Theory and Practice of Econometrics. Second Edition. John Wiley & Sons. 1988.
- López, A. La Teoría del Ingreso Permanente y las Restricciones de Liquidez en Colombia. En: Estabilización y Crecimiento. Steiner, R. (comp). Fedesarrollo. 1994.
- López, A. Las Últimas Décadas: un Proceso Lento e Interrumpido de Liberación Financiera. *Revista del Banco de la República*. Febrero 1995.
- López, A. Savings and Structural Reforms in Colombia in the 1990s: basis for new quantitative work. Banco Mundial. Versión no publicada. Enero 1996.
- López, A. Why did colombian private saving decline in the early 1990s? Versión preliminar. Banco Mundial. Julio, 1996.
- López, A., Gómez, C. y Rodríguez, N. La caída de la tasa de ahorro en los años noventa: Evidencia a partir de una base de datos para el período 1950-1993. Versión preliminar. Banco de la República y Banco Mundial. Mayo, 1996.
- López, A., Misas, M. y Oliveros, H. Understanding Consumption in Colombia. Versión Preliminar. Banco de la República y Banco Mundial. Mayo, 1996.
- McKinnon, R.I. Money and Capital in Economic Development, Washington, D.C. The Brookings Institution. 1973.
- Misión de Estudios del Mercado de Capitales. Ministerio de Hacienda-Banco Mundial-Fedesarrollo. Informe final. Mayo, 1996.
- Ocampo, J., Londoño, J. y Villar, L. Comportamiento del Ahorro y la Inversión: Evolución Histórica y Determinantes" En: *Lecturas de Macroeconomía Colombiana*. 1985.

- Sala-i-Martin, X. Apuntes de Crecimiento Económico. Bosch. Barcelona. 1995.
- Sánchez, F., Murcia, G. y Oliva, C. Auge y colapso del ahorro empresarial en Colombia: 1983-1994. Departamento Nacional de Planeación. Unidad de Análisis Macroeconómico. *Archivos de Macroeconomía*, Documento 44. Abril, 1996.
- Shaw, E.S. Financial Deepening in Economic Development, New York, Oxford University Press.
- Urrutia, M. El ahorro en Colombia: determinantes y comportamiento reciente. Nota Editorial. *Revista del Banco de la República*. Agosto de 1995.
- Urrutia, M. Primeros efectos de las reformas al sector financiero. Nota Editorial. *Revista del Banco de la República*. Enero de 1996.
- Zeldes, S. Consumption and Liquidity Constraints: An Empirical Investigation. *Journal of Political Economy*, No. 2, Vol.97. 1989.