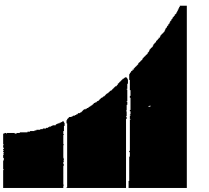
FUNDACION PARA LA EDUCACION SUPERIOR Y EL DESARROLLO



COLOMBIA: AHORRO EN DECLIVE, FINANCIAMIENTO EN AUGE

(Informe final)

FEDESARROLLO
Roberto Steiner
Andrés Escobar

Santafé de Bogotá, Octubre de 1994

Apartado Aéreo 75074 Fax 212 60 73 Cables: FEDESARROLLO Bogotá, Colombia

COLOMBIA: AHORRO EN DECLIVE, FINANCIAMIENTO EN AUGE[1]

FEDESARROLLO, Octubre de 1994

---

[1] Documento elaborado por Roberto Steiner y Andrés Escobar. Se agradece la colaboración de Carolina Santos y los comentarios de los asistentes al seminario de Fedesarrollo.

INTRODUCCION

Recientemente, el país ha observado un interesante repunte en su tasa de crecimiento, el cual ha sido en parte explicado por un significativo auge de la inversión. Paradójicamente, este desempeño se ha dado en un escenario en el cual el ahorro doméstico no ha aumentado, y en el que, consiguientemente, el incremento en la formación de capital se ha financiado esencialmente con ahorro del resto del mundo. Puesto que el acceso a adecuados volúmenes de financiamiento externo no está siempre garantizado, el logro de tasas de crecimiento económico satisfactorias y sostenibles se vincula a la generación y adecuada canalización de ahorro doméstico[2].

Simultáneamente a la lenta evolución del ahorro, en el período reciente se ha presentado un importante repunte en la intermediación financiera, con activos y pasivos creciendo a tasas muy superiores a aquellas a las que aumentan el ingreso y el producto. La disociación entre el comportamiento del ahorro y el de

---

[2] Como lo señala Deaton (1989), la importancia del ahorro no sólo radica en el hecho de que el mismo sea un prerequisito para el crecimiento. Además, el ahorro permite "suavizar" la trayectoria del consumo en presencia de un ingreso que es volátil e impredecible.

la intermediación es un aspecto que debe mirarse con un razonable grado de preocupación en razón a que existen diversos antecedentes, particularmente en América Latina, acerca del peligro que entraña la activa intermediación de recursos de ahorro externo, volátiles por naturaleza.

En el presente documento se describen y analizan la evolución, los determinantes y las perspectivas del ahorro en Colombia. Se estudia el vínculo existente entre el mismo y la política económica, con especial énfasis en las implicaciones de las recientes medidas tendientes a dificultar el acceso al endeudamiento externo. Además, se alerta sobre el peligro de que, en una economía que ahorra poco, el crédito del sistema financiero aumente a tasas muy elevadas.

El trabajo consta de tres secciones: en la primera se esclarece la diferencia entre el ahorro macroeconómico y el llamado "ahorro financiero", con el propósito de ilustrar el hecho que cada uno tiene diferentes determinantes, algo no siempre reconocido en las discusiones sobre el particular. En seguida se aborda el tema del ahorro macroeconómico, elemento central del estudio. Se describen sus principales componentes; se presenta un análisis comparativo con otros países; se revisan varios estudios sobre sus determinantes; se aporta nueva evidencia econométrica y se

presentan algunas recomendaciones de política. En la tercera sección se describe y analiza la evolución del "ahorro financiero." Finalmente, se presentan las conclusiones.

I. ALGUNAS DEFINICIONES CONTABLES

El ahorro se define como la diferencia entre los ingresos y gastos corrientes de un determinado agente, o si se prefiere, como la porción del ingreso que no se destina al consumo presente. Generalmente, los agentes económicos invierten ellos mismos y llevan el excedente al sistema financiero, quien lo pone a disposición de agentes que desean invertir.

En términos macroeconómicos, el ahorro tiene tres componentes: el privado, el público y el externo, que es la diferencia entre los gastos e ingresos del resto del mundo con respecto al país (el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos). En términos sencillos podemos definir los principales agregados macroeconómicos de la siguiente manera, suponiendo que la totalidad de la inversión la lleva a cabo el sector privado:

Y = ingreso

C = consumo del sector privado

I = inversión privada

G = consumo del sector público

X = exportaciones

M = importaciones

S = ahorro

T = impuestos

Desde el punto de vista de las fuentes de demanda, el ingreso se genera de la siguiente manera:

(1) $Y = C + I + G + X - M$

Desde el punto de vista del destino que se le da al ingreso, se tiene que:

(2) $Y = C + S + T$

Puesto que (1) y (2) deben ser iguales en todo momento,

(3) $(S - I) = (G - T) + (X - M)$

La ecuación (3) resume el equilibrio macroeconómico básico. A saber, si hay exceso de ahorro sobre inversión en el sector privado (S>I), o bien el sector público está en déficit (G>T) o la cuenta corriente está en superávit (X>M). De igual forma, si restricciones a la financiación externa obligan a mantener una cuenta corriente equilibrada (X=M), entonces un exceso de inversión sobre ahorro en el sector privado sólo es posible si simultáneamente se presenta un superávit en el sector público[3].

Una simple manipulación algebráica a partir de (3) nos permite obtener la siguiente expresión:

(4) $I = S + (T - G) + (M - X)$

La ecuación (4) indica que la inversión tiene tres fuentes de financiación: el ahorro privado, el del gobierno y el que se obtiene del resto del mundo[4]. Este último financia la inversión

---

[3] Al suponer que el sector público no invierte, (T-G) define tanto el "ahorro público" como el "déficit fiscal". Al relajar dicho supuesto, ahorro y déficit dejan de ser iguales, y el segundo pasa a representar la diferencia entre el ahorro público y la inversión pública.

[4] El término (M - X) define la cuenta corriente de la balanza de pagos. Si las reservas internacionales son constantes, un déficit en dicha cuenta (M > X) debe ser compensado por un superávit del mismo monto en la cuenta de capitales. Por lo tanto,

doméstica porque un déficit en la cuenta corriente implica que entran al país más bienes (importaciones) de los que salen (exportaciones), generándose una oferta neta positiva de bienes, adicional a la producción nacional, que se puede destinar a la inversión.

Desde el punto de vista del agente que lo genera, el ahorro tiene diferentes destinaciones; es decir, se canaliza hacia diversas actividades. Una de ellas se conoce como "ahorro financiero". Debido a que existe una amplia tendencia a identificar esas dos variables, y por lo tanto los factores que las determinan[5], es preciso caracterizar el ahorro financiero, dejando claras las diferencias y estableciendo que éste se constituye en una de las varias formas en que se puede utilizar el ahorro macroeconómico.

Es importante recordar que el ahorro macroeconómico es un **flujo**; i.e. la diferencia entre el ingreso y el consumo durante un período

---

si el saldo de reservas es constante, es indiferente hablar de "déficit en cuenta corriente" ó "superávit en cuenta de capitales".

[5] Según diversos estudios, la sensibilidad del ahorro macroeconómico a la tasa de interés es prácticamente nula, mientras que la sensibilidad de la demanda por activos financieros a esa misma variable es significativa. La no diferenciación de los dos conceptos de ahorro puede llevar a la conclusión, quizás errónea, de que es necesario aumentar las tasas de interés para incrementar el ahorro macroeconómico.

de tiempo. Por el contrario, el "ahorro financiero" es un **stock** o **acervo**, acumulado a determinada fecha. Se considera como ahorro financiero al acervo de activos financieros. La relación entre el ahorro y la demanda por este tipo de activos se puede apreciar a través de las identidades contables que se utilizan en las Cuentas Nacionales y Financieras. Haciendo una simplificación de términos, la identidad entre ahorro e inversión y las operaciones financieras puede expresarse así:

(5) S - I = PN = Cambio en M1 + Cambio en ALR + Cambio en OAF - Cambio en PF

donde PN es el préstamo neto, M1 son los medios de pago, ALR son los activos líquidos rentables (i.e. CDTs), OAF son otros activos financieros (i.e. OMAs) y PF son los pasivos financieros. En el caso de Colombia el concepto de "ahorro financiero" suele referirse a la suma de M1 y ALR (conocida como M2 si excluye papeles emitidos por el Banco Central y el Gobierno ó M3 si los incluye).

Si la inversión se ubica al lado derecho de (5) es evidente que la adquisición de bienes de capital aparece como una de varias destinaciones del ahorro macroeconómico; el excedente se utiliza para adquirir activos líquidos rentables, medios de pago, otros

activos financieros, o bien para cancelar pasivos de distinto origen. De (5) se desprende que, como norma general, un ahorro positivo (S>0) es un prerequisito para un aumento en el ahorro financiero. Sin embargo, el ahorro macroeconómico puede tener destinaciones diferentes y un cambio en los activos financieros puede provenir de fuentes diferentes al ahorro macro[6].

II. AHORRO MACROECONOMICO

El propósito de la presente sección es describir y analizar las formas en que se ha financiado la inversión en Colombia, efectuar algunas comparaciones con otros países, referenciar estudios recientes sobre determinantes del ahorro y aportar nueva evidencia empírica.

---

[6] Si S>I, el ahorro se puede destinar a la inversión o a la adquisición de activos financieros. Asimismo, en caso que I>S, la mayor inversión podría financiarse, por ejemplo, con un aumento de los pasivos financieros.

A. Un vistazo general a la inversión y sus fuentes de financiación

Como se desprende del Gráfico 1, entre 1970 y 1992 la inversión total[7] como porcentaje del PIB se ha mantenido entre 17 y 22%, alcanzando su máximo en 1988, y su nivel más bajo en 1991[8]. Mientras la tendencia de largo plazo de la inversión pública ha sido al alza, la de la inversión privada ha sido a la baja. Incluso, en 1985 la inversión pública superó a la privada. En virtud de sus magnitudes relativas, la dinámica de la inversión total está en gran parte determinada por el desarrollo del componente privado, con la notable excepción del período 1979-82, en el cual el auge de la inversión total se debe fundamentalmente al desarrollo del Plan de Integración Nacional.

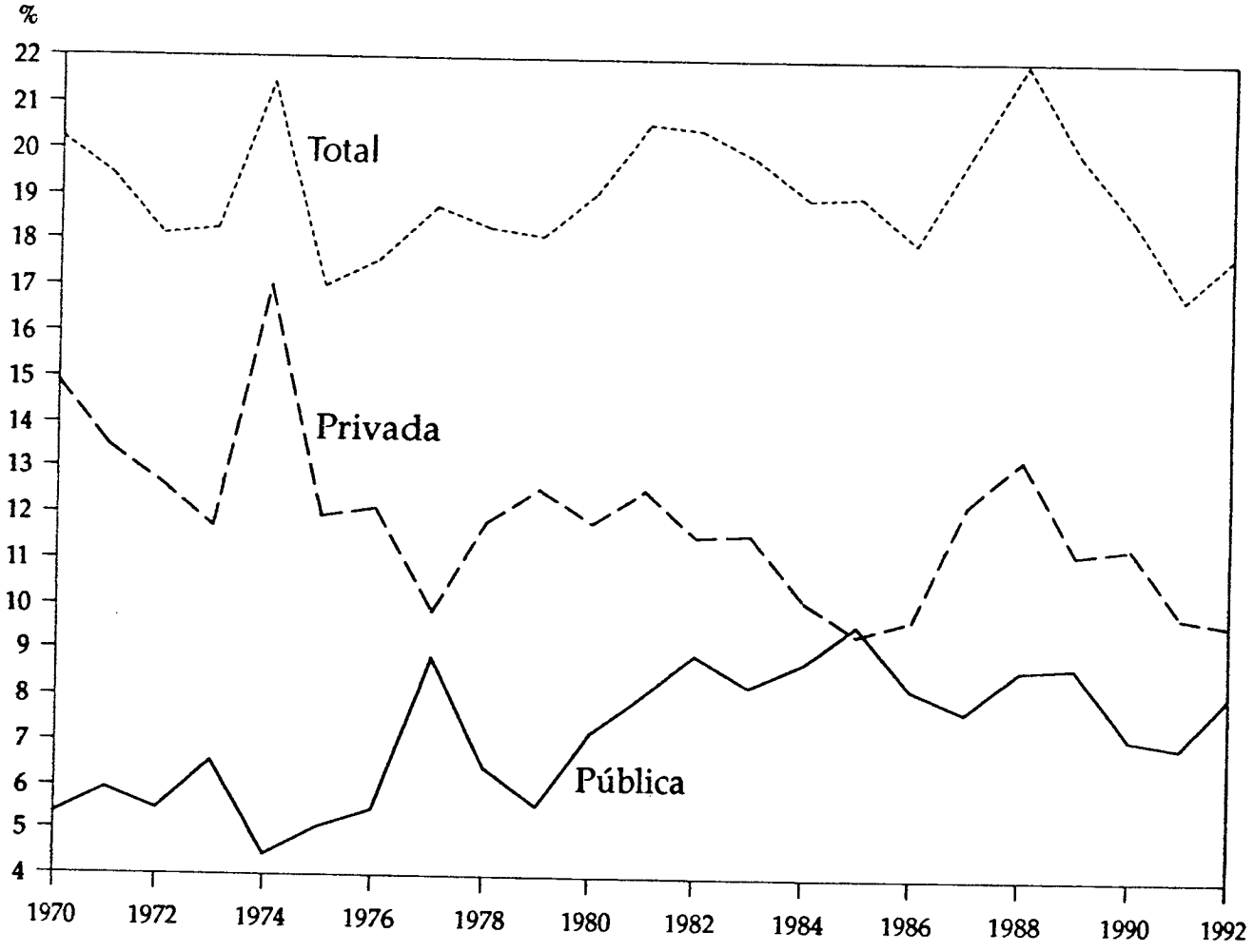
Después de una pasajera recuperación en 1988, la inversión entra en un proceso de deterioro por tres años consecutivos, hasta que en 1992 empieza una nueva fase de auge, que todavía continúa. Es importante anotar que, al igual que en el caso del componente

---

[7] Incluímos dentro de la misma el cambio en inventarios.

[8] A la fecha no están disponibles las Cuentas Nacionales para 1993. Es evidente que el crecimiento de la inversión en dicho año fue muy superior al crecimiento del producto y que, consiguientemente, el coeficiente de inversión a PIB aumentó, ubicándose seguramente por encima del 20%.

Gráfico 1
Inversión por componentes (% del PIB)



Fuente: Dane.

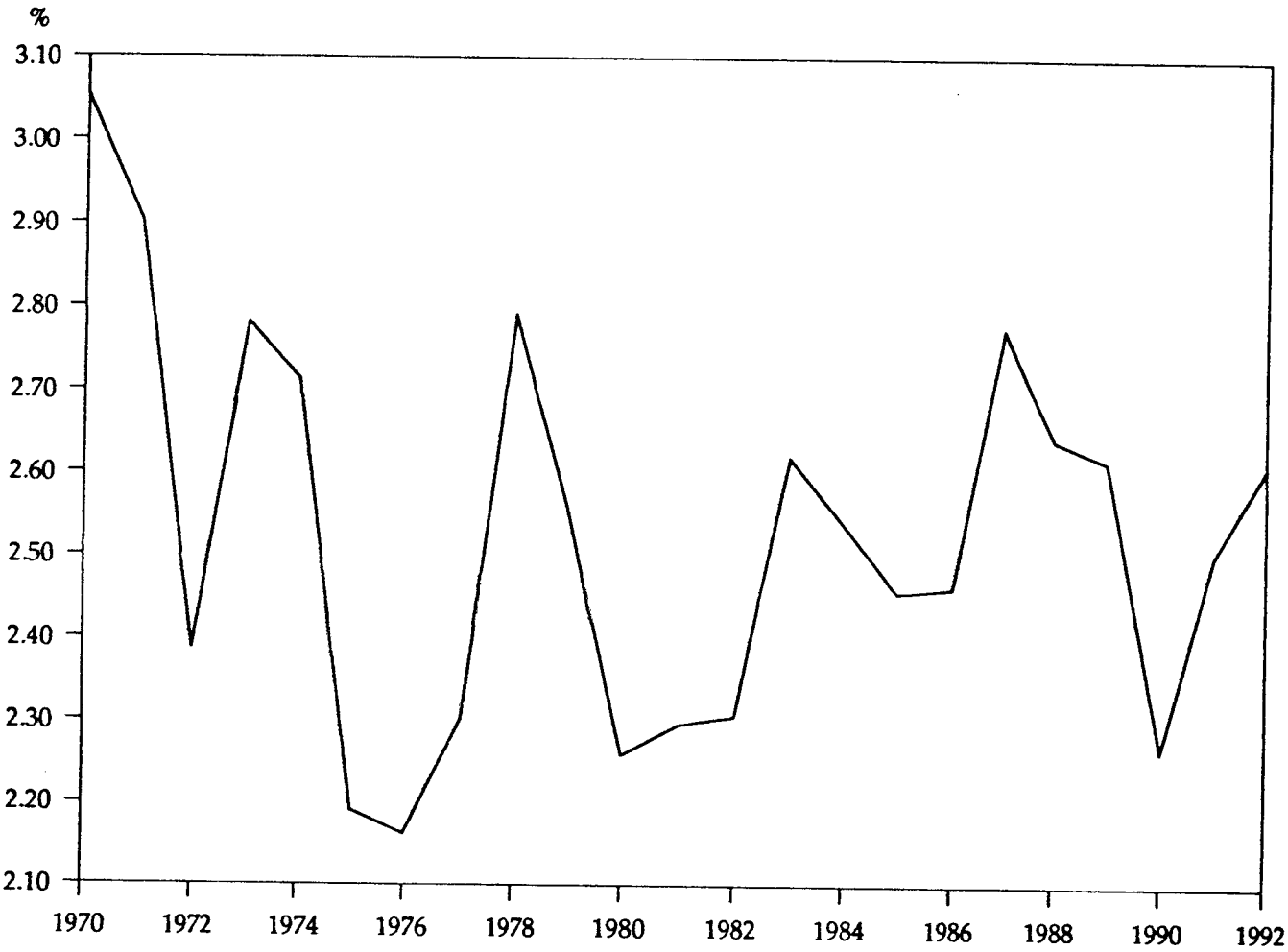
privado, desde 1992 se presenta una recuperación de la inversión pública, la cual habría crecido 16.4% en términos reales en 1993.

Uno de los principales componentes de la inversión es la formación bruta de capital en vivienda. Como se desprende del Gráfico 2, la misma se ha ubicado entre 2 y 3% del PIB, con una tendencia cíclica bastante definida. No obstante, se destacan los prolongados ciclos de deterioro entre 1987 y 1990 y el auge que se inicia en 1991, el cual aun continúa.

La inversión se financia con ahorro tanto interno como externo. En el Cuadro 1 se presenta el balance macroeconómico deducido en la sección anterior. Se destaca la creciente utilización de ahorro externo a finales de la década del setenta, que alcanza su máximo en 1982, cuando el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos superó el 5% del PIB. De igual forma, realzamos el hecho que entre 1985 y 1992 el país generó excesos de ahorro sobre inversión, es decir, financió al resto del mundo.

Con base en el Cuadro 1 se ha construído el Gráfico 3, en el cual se observa que, por lo menos hasta 1992, la cuenta corriente es el "espejo" del balance del sector público. El deterioro fiscal coincide con el deterioro en la cuenta corriente y viceversa. En

Gráfico 2
Inversión en vivienda (% del PIB)



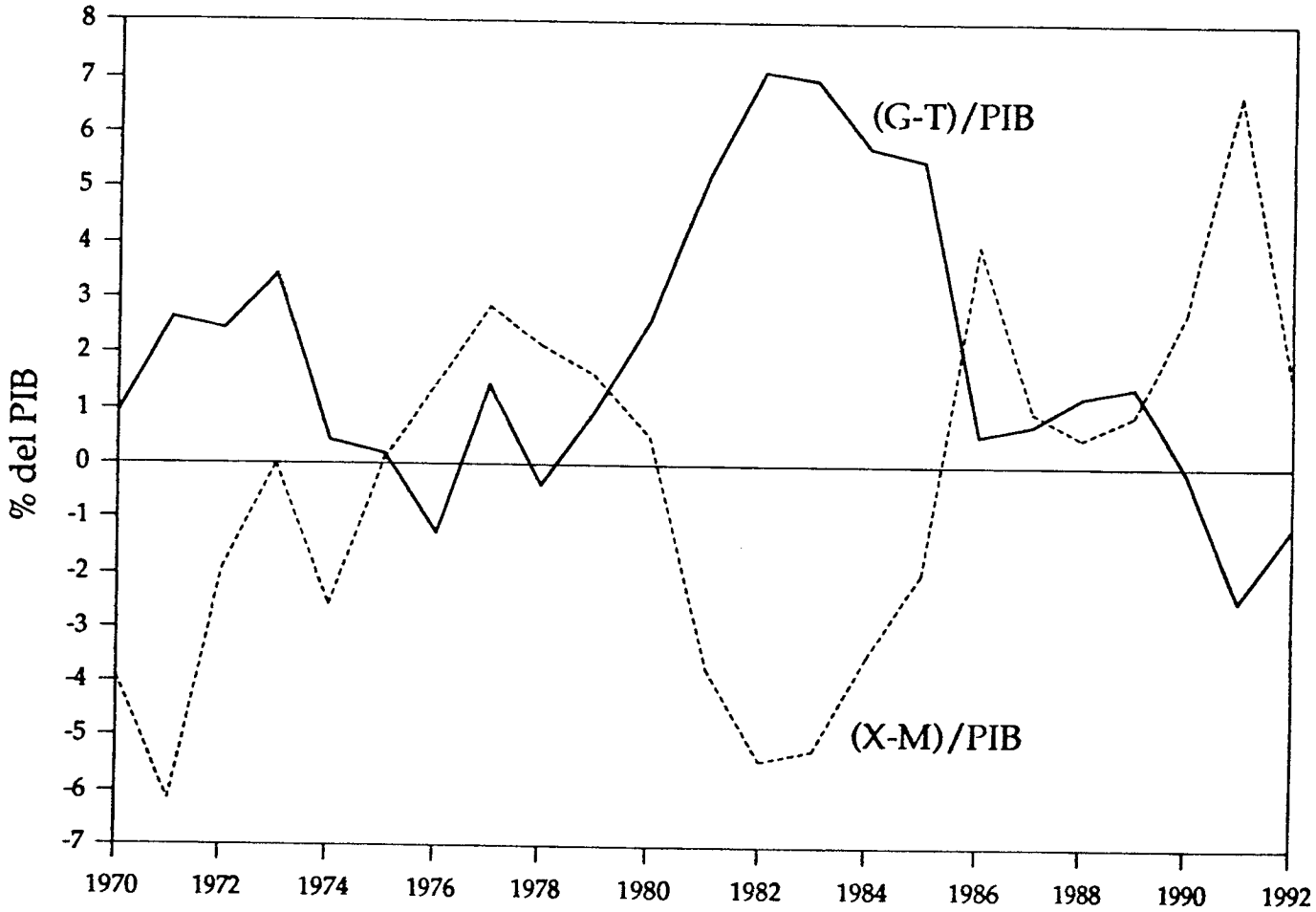
Fuente: Dane.

CUADRO 1
COLOMBIA: BALANCE MACROECONOMICO

	Como % del PIB		
	(I-S)	(X-M)	(G-T)
1970	2,97	-3,90	0,94
1971	3,51	-6,13	2,62
1972	-0,48	-1,95	2,43
1973	-3,44	0,01	3,42
1974	2,19	-2,60	0,42
1975	-0,24	0,07	0,17
1976	-0,21	1,47	-1,26
1977	-4,30	2,85	1,45
1978	-1,77	2,15	-0,38
1979	-2,55	1,62	0,93
1980	-3,13	0,51	2,62
1981	-1,52	-3,71	5,23
1982	-1,70	-5,41	7,11
1983	-1,75	-5,22	6,97
1984	-2,28	-3,46	5,74
1985	-3,55	-1,98	5,53
1986	-4,57	3,99	0,58
1987	-1,74	0,97	0,77
1988	-1,76	0,51	1,24
1989	-2,39	0,95	1,44
1990	-2,74	2,82	-0,08
1991	-4,30	6,73	-2,42
1992	-0,41	1,49	-1,08

Fuente: Dane - Cuentas Nacionales.

Gráfico 3
Balance macro del gobierno y del sector externo



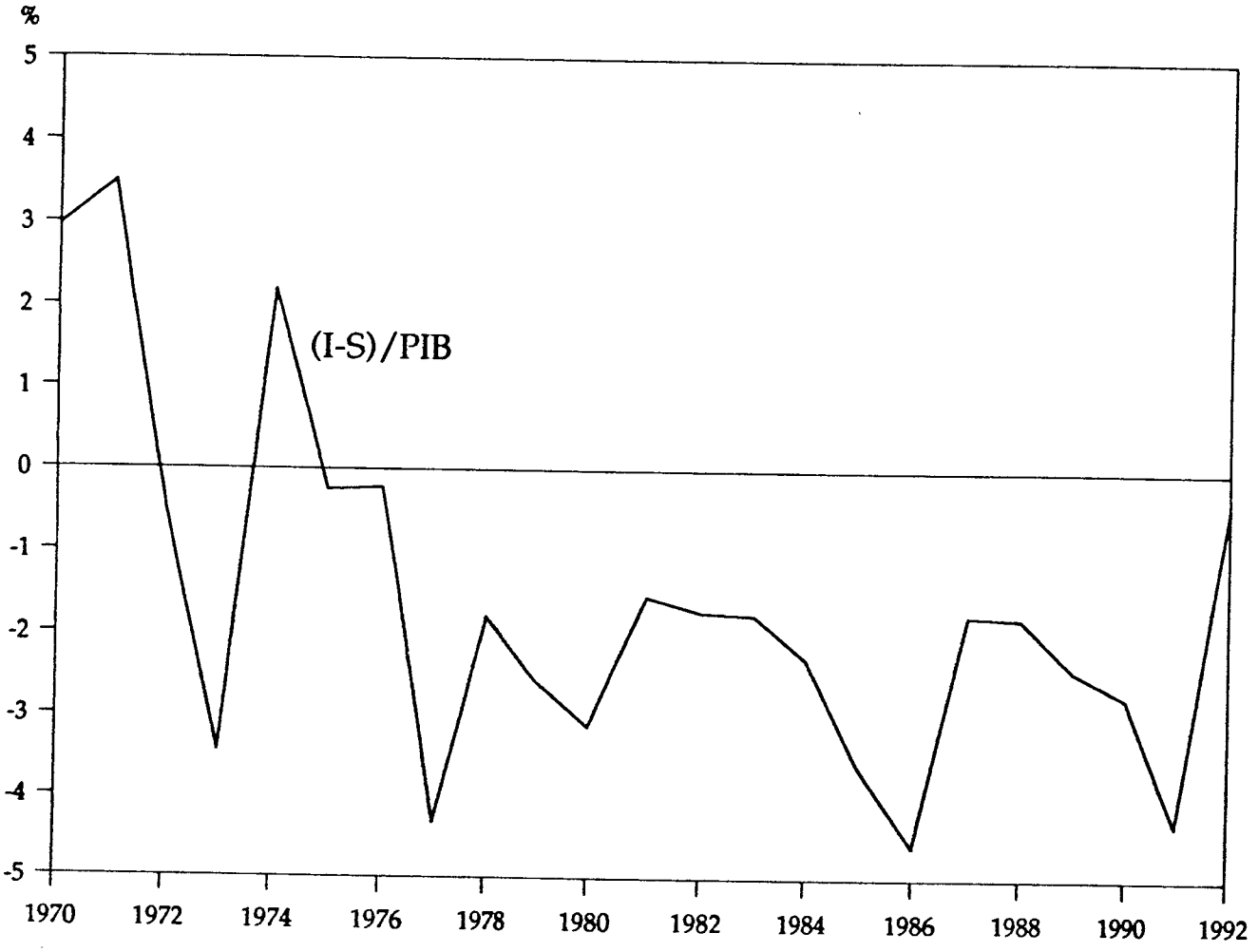
Fuente: Dane.

cambio, el balance privado (Gráfico 4) es más estable, con excesos de ahorro como norma desde hace cerca de dos décadas.

Conviene destacar el hecho que la caída de la inversión privada desde inicios de la década pasada no se origina en un comportamiento similar del ahorro privado. Por el contrario, desde 1985 el sector privado habría generado excesos de ahorro sobre inversión del orden de dos puntos del PIB por año (Gráfico 5). El balance ahorro-inversión en el sector público (Gráfico 6) ha sido más inestable, con una dinámica determinada por las tendencias del ahorro público. Este se desplomó a partir de 1978, hasta casi desaparecer en 1983, año a partir del cual se recuperó continuamente, por lo menos hasta 1991.

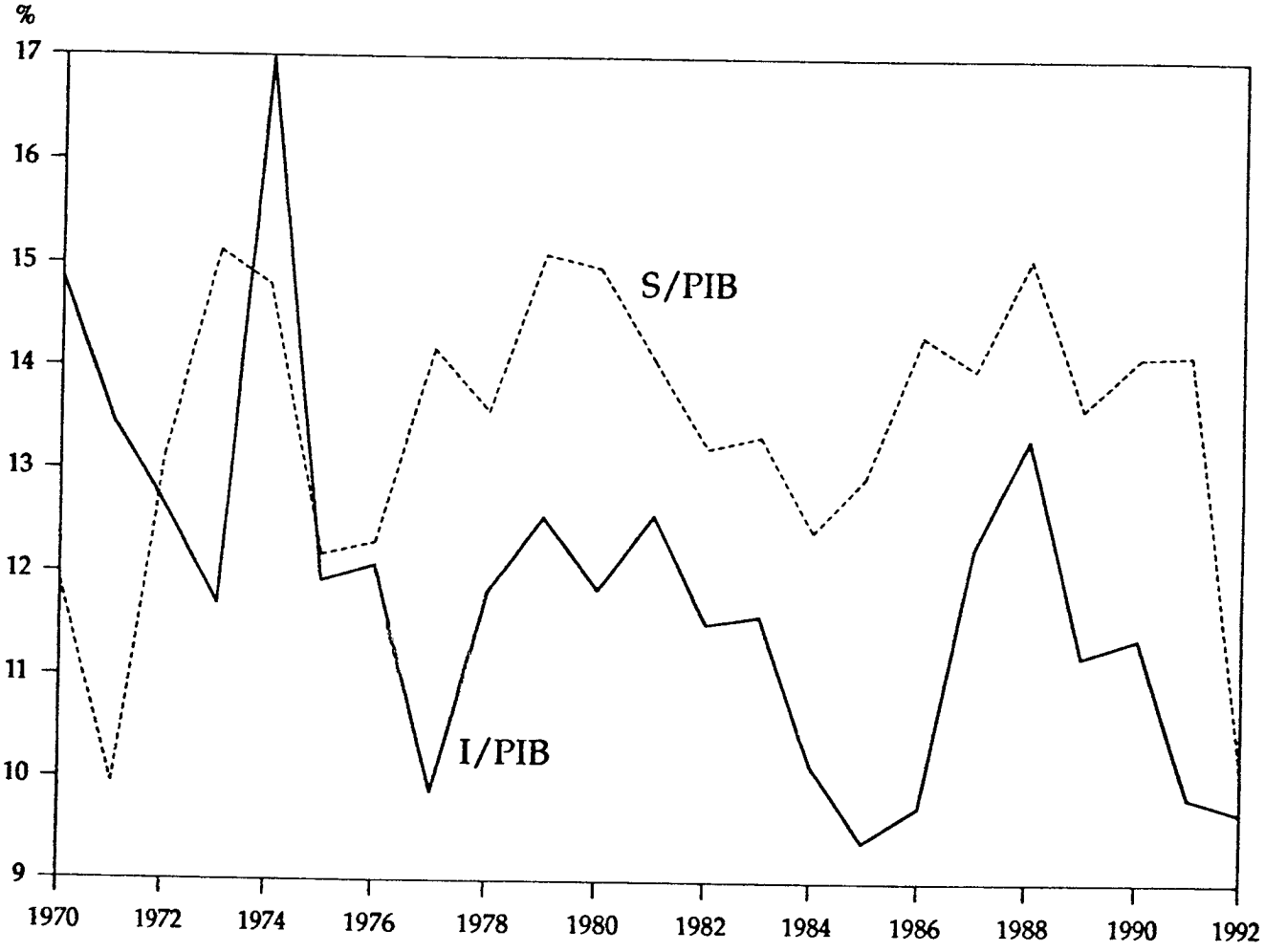
Llama la atención el cambio cualitativo que se presenta en el balance macroeconómico a partir de 1985. En la primera mitad de la década pasada el sector privado tenía un ligero faltante de ahorro, y el sector público uno significativo, conjunción que se reflejó en el importante volumen de financiamiento externo. A partir de 1985 ocurre un cambio importante, que habría de acentuarse durante los dos primeros años de la presente década. A saber, tanto el sector privado como el público pasan a financiar, en montos importantes y crecientes, al resto del mundo.

Gráfico 4
Balance macro sector privado (% del PIB)



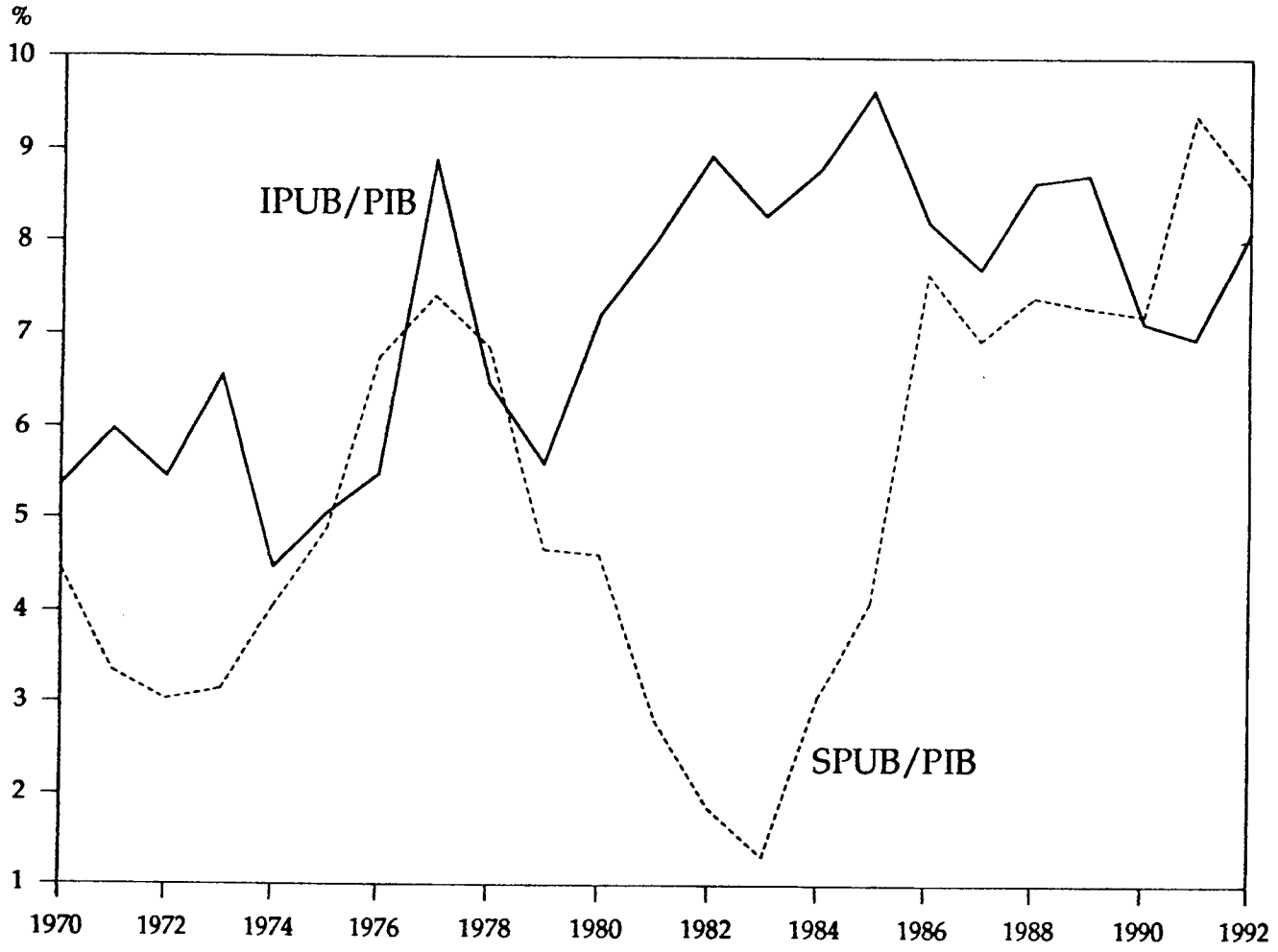
Fuente: Dane.

Gráfico 5
Ahorro e inversión privada (% del PIB)



Fuente: Dane.

Gráfico 6
Ahorro e inversión pública (% del PIB)



Fuente: Dane.

Por lo tanto, hasta 1992 no se puede caracterizar la situación colombiana como de falta de ahorro. O, lo que es lo mismo, si bien el coeficiente de ahorro quizás no era alto, era suficiente para financiar los bajos niveles de inversión. Aunque las cifras de Cuentas Nacionales aún no están disponibles para 1993, es bien sabido que en dicho año se revierte la tendencia de siete años, a saber, se presenta una caída significativa del ahorro privado, una recuperación de la inversión y, consiguientemente, por primera vez en más de dos décadas, un importante faltante de recursos en el sector privado. El mismo, al no ser cubierto con exceso de ahorro del sector público, se tradujo en la utilización de importantes recursos de financiamiento externo.

Se han realizado varios estudios para analizar los determinantes de la inversión en Colombia. Destacamos los de Bilsborrow (1968) y Chica (1984) sobre inversión en la industria manufacturera; los de Servicios de Información (1982) y Carrizosa, et. al. (1982), que analizan la inversión en vivienda; y los de Ocampo, et. al. (1988) y Fainboim (1990) que estudian la inversión total.

La literatura clásica sobre inversión habla del círculo virtuoso que existe entre ésta y la producción. La hipótesis de que el nivel de producción genera mayor inversión se conoce como el mecanismo

acelerador. El trabajo de Bilsborrow propone como principales determinantes de la inversión en la industria manufacturera el acelerador, la disponibilidad de recursos propios y la disponibilidad de divisas para la consecución de importaciones. La tasa de interés no aparece como determinante. El trabajo de Chica confirma la hipótesis del acelerador y rechaza la importancia de los recursos propios, acogiendo la disponibilidad de divisas y las restricciones al crédito como variables explicativas adicionales.

En el campo de la vivienda, el estudio de Martínez, et. al. (1982) rechaza la tasa de interés como variable explicativa y resalta la disponibilidad de recursos financieros como determinante de la inversión. Entre otras conclusiones, el estudio de Carrizosa, et. al. (1982) encuentra una influencia importante de la tasa de interés sobre la actividad edificadora, al tiempo que concuerda con el estudio de Martínez, et. al. respecto del impacto negativo de las restricciones crediticias.

Los estudios de Ocampo, et. al. (1988) y Fainboim (1990) presentan diferencias importantes en su estructuración. El primero parte de la validez del supuesto acelerador y trata la inversión en tres niveles: total, en maquinaria y equipo y en construcción. El segundo procede a verificar la validez de la existencia de un

acelerador y se preocupa por diferenciar la inversión privada de la pública. Los resultados de Ocampo et. al. (1988) muestran que la producción corriente y los precios relativos de los bienes de capital explican la inversión total; la inversión en maquinaria y equipo estaría determinada por la producción corriente, por los precios relativos y por la restricción a las importaciones. Por último, la inversión en construcción se explica por la producción corriente, la variación de la producción y los precios relativos. La validez del acelerador no pudo ser justificada en este trabajo.

El estudio de Fainboim verifica previamente la validez del acelerador, sin encontrar soporte a dicha causalidad. Por primera vez en Colombia, se incluyó el costo de uso del capital (i.e. costo de los servicios de una unidad de capital) como variable explicatoria. Para el período estudiado este costo osciló entre 12.3% y 15%. Los resultados sugieren que el costo de uso influye de manera negativa, el salario real guarda una relación positiva[9], al igual que la producción corriente. Restricciones que podrían afectar la inversión, como controles a las importaciones o

---

[9] Como era de esperarse, al ser más cara la mano de obra los empresarios reemplazan unidades de trabajo por unidades de capital (inversión), relativamente más baratas.

restricciones de tipo financiero, también resultaron significativas en el período estudiado.

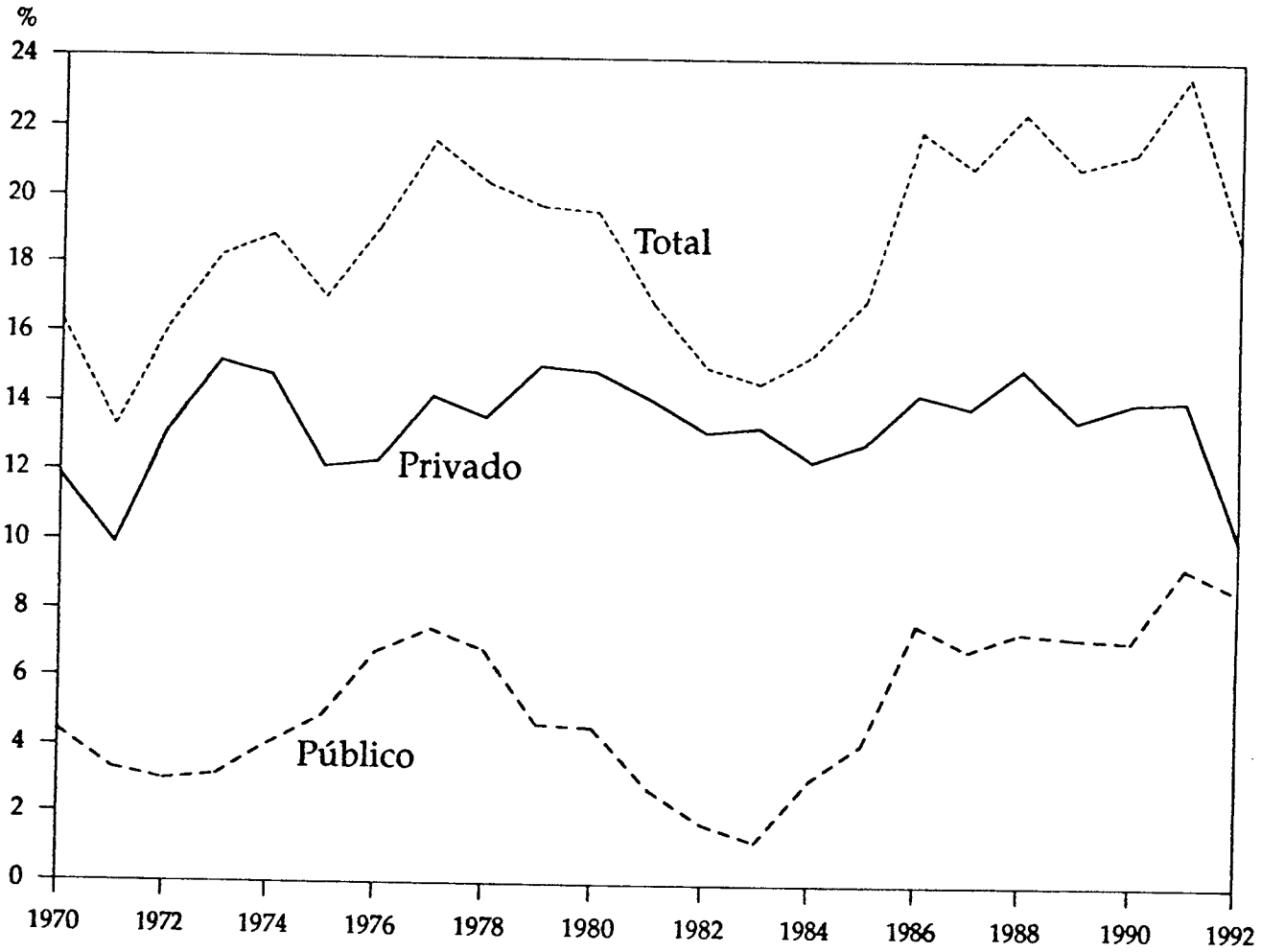
Al trabajar no con el costo de uso del capital sino con sus determinantes, los hallazgos de Fainboim revaluaron creencias anteriores, en el sentido que la política económica no tenía efectos sobre la inversión. No sólo se trata de la política comercial o monetaria, sino de la fiscal también. Las exenciones tributarias -tales como la deducibilidad del pago de intereses o la depreciación- y las tasas de tributación son variables explicativas importantes.

B. El ahorro doméstico

La tasa de ahorro doméstico va al alza desde 1971 hasta 1977, pasando de 13.3% a 21.6% del PIB, pico que coincide con la bonanza cafetera de la época (Gráfico 7). A partir de ese año, el ahorro comienza a descender pronunciadamente, llegando a ser tan sólo 14.7% del PIB en 1983.

Esta dramática caída es atríbuible al desajuste fiscal, provocado por un aumento en el gasto público que no estuvo acompañado de

Gráfico 7
Ahorro por componentes (% del PIB)



Fuente: Dane.

incrementos proporcionales en los ingresos. En efecto, el crecimiento nominal promedio de los ingresos corrientes entre 1981 y 1983 fue de 24.7% mientras los gastos crecieron anualmente al 30.3%. A partir de 1984, como resultado del proceso de ajuste y saneamiento de las finanzas públicas, la tasa de ahorro comienza a recuperarse; a partir de 1986 se estabiliza en los alrededores del 21% del PIB, con un notable "pico" en 1991.

El ahorro doméstico está determinado por el comportamiento de sus componentes público y privado. Durante el período de análisis, el ahorro privado ha fluctuado entre 10 y 15%. A partir de 1990, como resultado de una conjunción de factores que se analizan más adelante, el ahorro privado ha caído, pasando de 15.1% en 1988 a 10.1% en 1992, y con seguridad a menos de 10% en 1993. El componente público ha sido mucho más fluctuante y ha determinado en mayor medida el comportamiento del ahorro total, a pesar de no ser el componente más grande del mismo. En 1973 el ahorro público comienza a crecer, llegando en 1977 a representar el 7.4% del PIB. A partir de dicho año cae vertiginosamente por más de un lustro, llegando en 1983 a ser sólo el 1.3% del PIB. A partir de 1984, cuando se pone en práctica un programa de ajuste bastante ortodoxo, comienza un proceso sostenido de recuperación económica, que tiene como uno de sus pilares la positiva evolución del ahorro público,

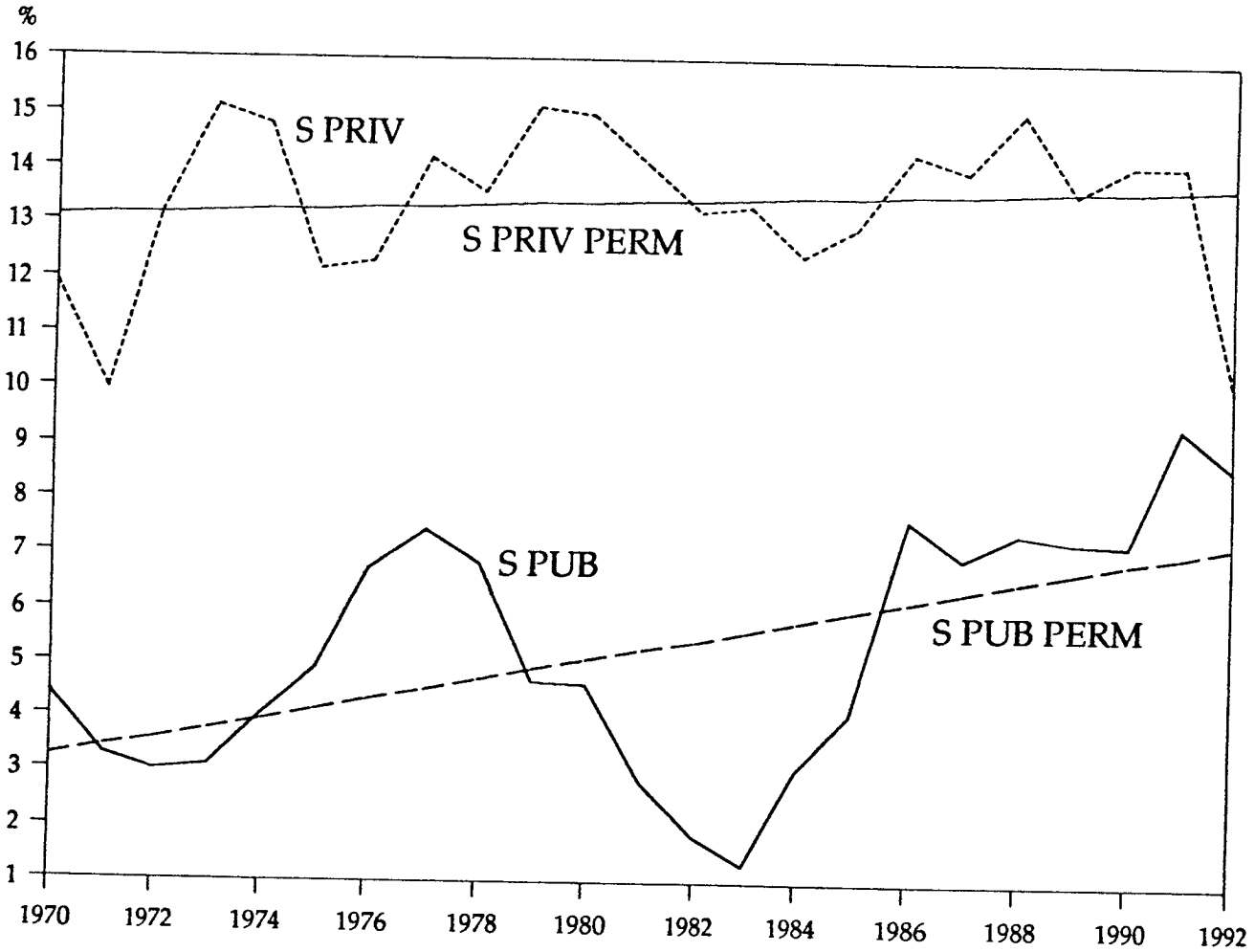
el cual aumenta prácticamente en forma continua, hasta alcanzar cerca del 10% del PIB en 1991.

Un sencillo ejercicio econométrico permite descomponer el ahorro en sus componentes permanente y transitorio[10]. El resultado, que se consigna en el Gráfico 8, permite observar que, excepción hecha de 1992 (y con seguridad de 1993), en términos relativos el ahorro privado ha estado mucho más cerca de su tendencia de largo plazo que el ahorro público. En particular, se destaca el componente transitorio positivo asociado con la bonanza cafetera de la segunda mitad de los setenta y el componente transitorio negativo de principios de la década pasada, originado en una política de aumento del gasto público sin contrapartida en incremento de ingresos fiscales. El Gráfico en mención permite observar además que entre 1970 y 1992 la tendencia del ahorro (como proporción del PIB) es estable en el caso privado y ligeramente creciente en el caso del público.

---

[10] El componente transitorio es la diferencia entre el valor observado y el componente permanente. Es decir, es el término no explicado en una regresión del tipo Log(X)= a + bT, donde X es el ahorro como proporción del PIB y T es una tendencia temporal (1,2...,T).

Gráfico 8
Ahorro público y privado (% del PIB): componentes permanente y transitorio



Fuente: Dane - cálculos Fedesarrollo.

En síntesis, la evolución del ahorro interno está en gran parte determinada por su componente público. El gran deterioro de los niveles de ahorro entre 1977 y 1983 y la sensible recuperación entre 1984 y 1991 son, en esencia, reflejo de lo sucedido en términos de la política fiscal. Llama la atención el hecho que estos grandes ciclos del ahorro público y del total no se hayan reflejado de manera muy cercana sobre la tasa de inversión, la cual ha sido relativamente estable. Ello naturalmente significa que en épocas de deterioro en la generación de ahorro doméstico se ha acudido al ahorro externo y viceversa.

C. El ahorro externo

Bajo el supuesto de que las reservas internacionales son constantes, es indiferente hablar de un déficit en la cuenta corriente o un superávit en la de capitales. En ese caso, el ahorro externo que se recibe es igual al déficit en cuenta corriente. Por analogía, un superávit en la cuenta corriente -que en esencia refleja el hecho de que el país le vende más al resto del mundo de lo que le compra- señala una situación en que el país financia al resto del mundo, o sea, un caso de "ahorro externo" negativo en las definiciones contables ya mencionadas.

Para el caso de países con un sector público intensivo en exportaciones, suele presentarse un "conflicto" entre el ahorro externo y el ahorro público; cuando el primero cae, el otro aumenta (y viceversa)[11]. Un ejemplo de la lógica detrás de esta relación lo constituye el caso de una bonanza cafetera: la misma se refleja simultáneamente en una caída en el ahorro externo (ya que representa un aumento en las exportaciones y una consecuente mejora en la cuenta corriente) y en un aumento en el ahorro del sector público (ya que se mejoran las finanzas del Fondo Nacional del Café, parte integral de las finanzas públicas).

Un ejemplo algo más complejo de la relación en mención es la forma en que una caída en el ahorro público se traduce en un aumento en el ahorro externo (es decir, en un déficit en la cuenta corriente). Dicho vínculo se puede dar de diversas maneras: (i) el deterioro fiscal se origina en masivas importaciones del sector público; (ii) el sector público no es un gran importador, pero su gasto genera presiones revaluacionistas que estimulan las importaciones del sector privado.

---

[11] Como ya se mostró en el Gráfico 3, la experiencia colombiana se acomoda a este patrón.

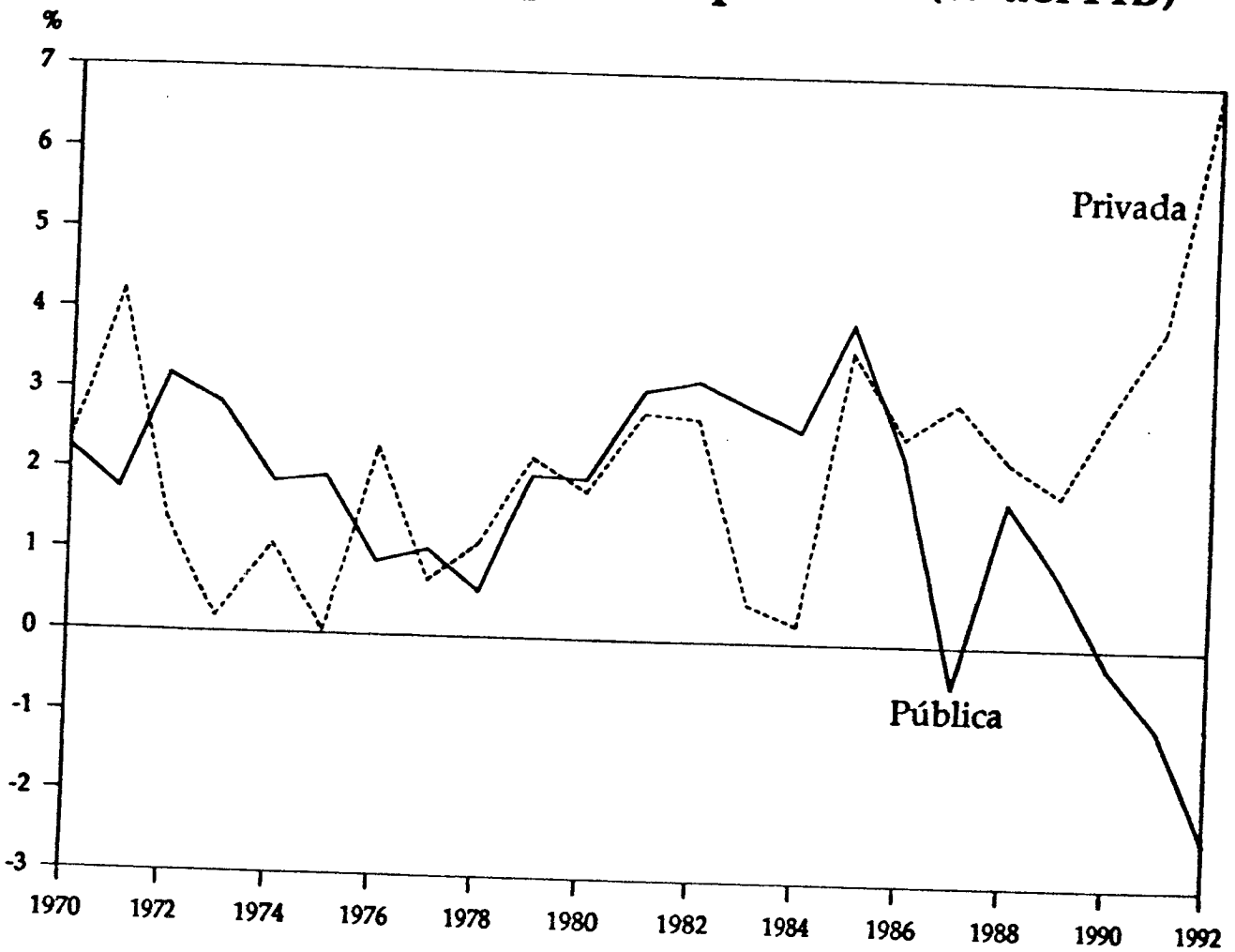
En el Gráfico 9 aparecen, como proporción del PIB en dólares de los Estados Unidos, la cuenta de capitales de los sectores público y privado[12]. Hasta finales de la década pasada ambas fueron generalmente positivas. A partir de 1988 se presenta un aumento significativo de la cuenta privada, aumento que compensa con creces el deterioro de la cuenta de capitales pública.

En los Gráficos 10 y 11 se observa que, tal y como ya lo sugerimos, el financiamiento externo se relaciona inversamente con la evolución del ahorro doméstico. En particular, el notorio aumento que se presentó en el ahorro público a partir del programa de ajuste macroeconómico de mediados de la década pasada ha permitido un notorio descenso en el uso de financiamiento externo por parte del sector público. De igual manera, el deterioro reciente del ahorro privado ha coincidido con un mayor acceso a financiamiento externo por parte de dicho sector.

---

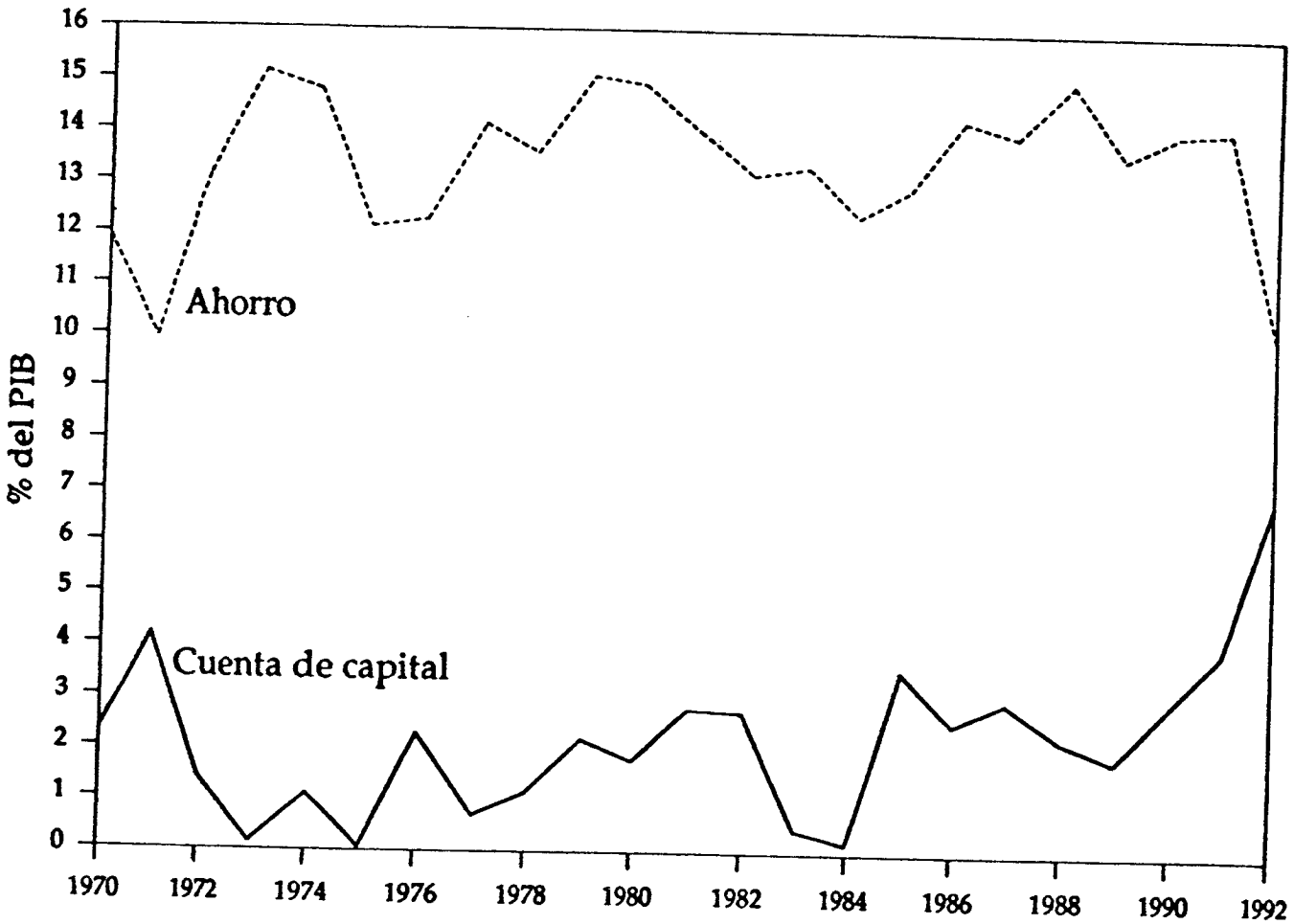
[12] La privada se obtiene por diferencia entre el total y el componente público. La cuenta de capitales total se define como el saldo de la cuenta en la balanza de pagos que elabora el Banco de la República, más los errores y omisiones, más las trasferencias. Este procedimiento equivale a plantear que, en virtud a que en el período de análisis imperaban controles a la movilidad de capitales, gran parte de éste se daba através de otros rubros de la balanza de pagos.

Gráfico 9
Cuenta de capital por componentes (% del PIB)



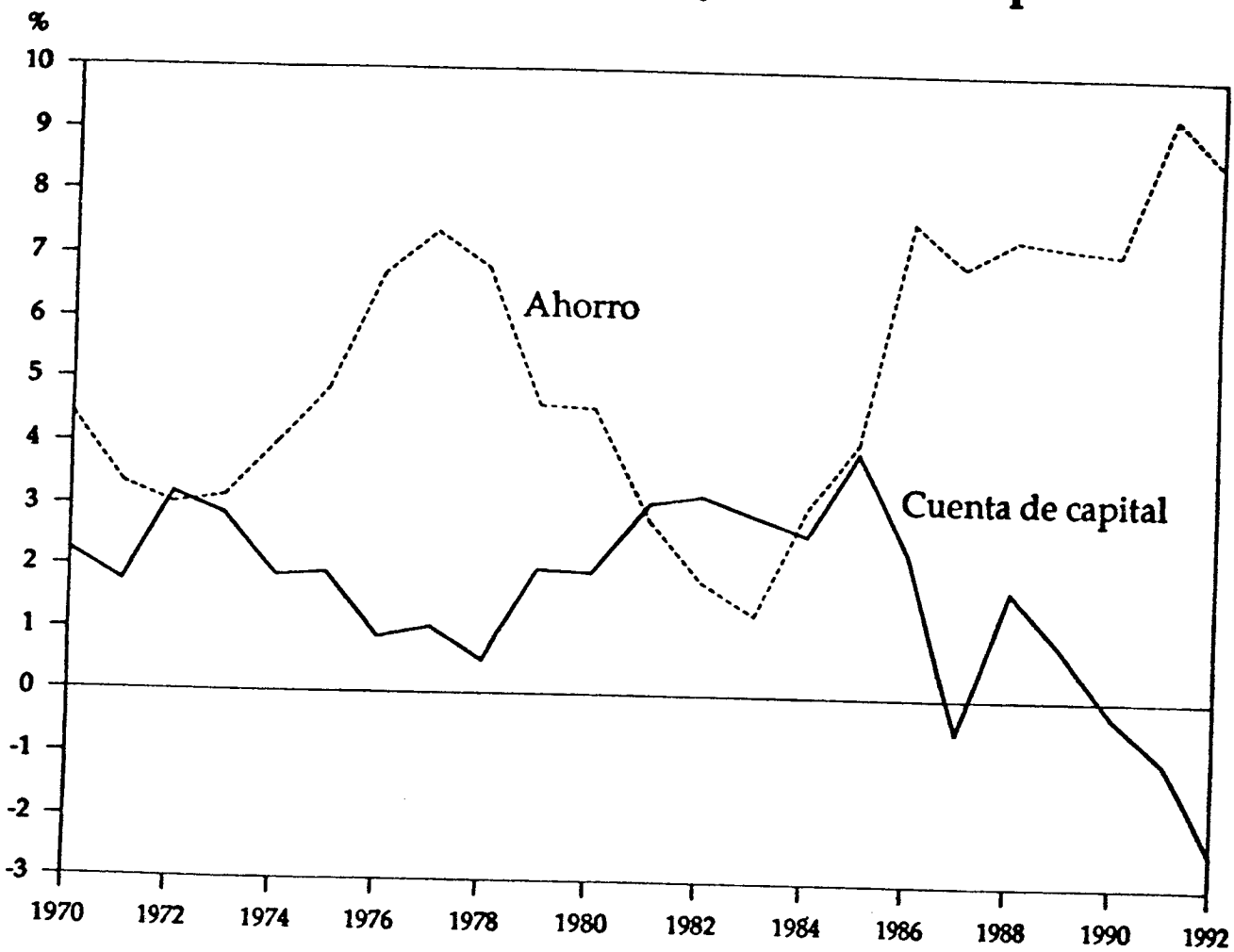
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 10
Sector privado: ahorro y cuenta de capital



Fuente: Banco de la República y Dane.

Gráfico 11
Sector público: ahorro y cuenta de capital



Fuente: Banco de la República y Dane.

D. Comparaciones internacionales

Cualquier estudio en torno al ahorro en Colombia puede lograr un mayor alcance si se hace dentro de un contexto comparativo. En lo que hace referencia a la década de los setenta, la tasa de ahorro para Colombia fue relativamente estable, entre 15% y 20% del PIB. En el Cuadro 2 se puede observar cómo, con contadas excepciones, los países del área presentan tasas similares. Al mismo tiempo, en los países del sur de Asia, los ahora denominados "tigres asiáticos", el ahorro total era muy parecido al que se presentaba en América Latina, con la excepción de Malasia y Hong Kong.

La situación en los ochenta es bien diferente. Para mediados de la década las tasas de ahorro de los países latinoamericanos son bastante bajas comparadas con las de los países asiáticos. En la mayoría de los primeros las tasas de ahorro son decrecientes entre 1980 y 1985, especialmente en los casos de Argentina, Venezuela y Colombia. El desempeño de los países asiáticos ha sido notable desde mediados de la década pasada. La tasa de ahorro en los países que se analizan ha sido creciente, con la excepción de Hong Kong, en donde era elevada de tiempo atrás. El mejor comportamiento lo presenta Singapur, en donde alcanza el 47%, tasa a la que sólo se aproxima el Japón a comienzos de los setenta. Esto, sin embargo, no

CUADRO 2
AHORRO INTERNO BRUTO (% del PIB)

Latinoamérica

	Argentina	Colombia	Chile	Venezuela	Ecuador
1965	22	17	16	34	11
1970	22	18	17	37	14
1976	25	20	11	37	25
1980	35 *	25	16	32	23
1985	16	17	16	24	24
1989	19	24	24	27	20
1991	15	23	24	23	22
1992	15	21	26	20	25

OECD

	Japón	EEUU	Francia
1965	30	12	22
1970	40	18	27
1976	38	18	24
1980	31	17	21
1985	32	16	19
1989	34	13	22
1991	34	15	21
1992	34	15	21

Este Asiático

	Indonesia	Tailandia	Malasia	Corea	Hong Kong	Singapur
1965	8	19	24	8	29	10
1970	14	21	27	15	25	18
1976	25	22	32	24	25	29
1980	30	22	32	23	24	30
1985	32	21	33	31	27	42
1989	37	29	34	37	35	43
1991	36	32	30	36	32	47
1992	37	35	35	n.d.	30	47

* Dato correspondiente a 1979.

demerita la evolución de los demás países del sudeste asiático, donde la menor tasa de ahorro para 1992 se presenta en Hong Kong, siendo ella de 30%, cifra a la cual no se aproxima ninguno de los países que aparecen en el Cuadro 2, con la excepción del Japón.

Una de las posibles explicaciones a estas diferencias radica en que varios países asiáticos comenzaron a implementar políticas de "desarrollo hacia afuera" y orientadas hacia el mercado desde finales de los sesenta y comienzos de los setenta[13], mientras que la mayoría de los países latinoamericanos consideraban que la sustitución de importaciones era eficiente en términos de crecimiento, a la vez que sus exportaciones estaban basadas en bienes primarios. Es bien sabido que algunos países de América Latina trataron de implantar políticas del mismo corte de las de los asiáticos durante la década de los setenta, pero no pudieron mantenerlas en el largo plazo.

Un elemento adicional es que tanto en el caso de los países desarrollados como en el de los asiáticos, existía desde los años

---

[13] Un factor que ha sido determinante en este desarrollo ha sido el esfuerzo por aumentar la participación de los bienes manufacturados en las exportaciones. La reducida dependencia de productos primarios les permitió mantener un rápido crecimiento durante los años 80, cuando los precios de los bienes primarios estaban deprimidos [Naya e Imada (1991)].

sesenta y setenta una relativa estabilidad política que permitía así mismo alguna estabilidad macroeconómica. En el caso de los países asiáticos, incluso con cambios en el clima político, la estrategia de desarrollo no cambiaba; generalmente era continuada por "tecnócratas competentes"[14]. El contraste con los países de América Latina, en estos términos, es bien conocido.

La diferenciación entre los países del sureste de Asia y los de América Latina se mantiene incluso ahora que varios de estos últimos han puesto en práctica reformas estructurales conducentes a abrir las economías a la competencia externa y a estimular la iniciativa privada. En particular, las recientes reformas en la región se han traducido en aumentos espectaculares del gasto privado, tanto de consumo como de inversión, financiado en gran parte con una abundancia inusitada de financiamiento externo.

Con la excepción de Chile, la caída en el ahorro doméstico ha sido importante y, en el caso de Argentina y México, francamente espectacular. Colombia cae en un punto intermedio, con un "boom" de gasto no despreciable, un acceso al financiamiento externo importante pero no desmedido, y una evolución del ahorrro doméstico

---

[14] Ibid.

que invita a una preocupación moderada[15]. Naturalmente, es apenas razonable poner en duda la sostenibilidad de las reformas estructurales cuando, en el proceso, se debilita de manera importante la generación de ahorro doméstico.

Con propósitos eminentemente descriptivos, presentamos el balance macroeconómico de dos países marcadamente diferentes a Colombia y, aperentemente, similares entre sí: Estados Unidos y Japón, las dos economías más grandes del mundo (Cuadro 3). El primero tuvo un permanente déficit en cuenta corriente durante la década de los ochenta, acompañado de un déficit fiscal de gran magnitud (4.1% del PNB en 1983). Lo anterior, unido a una tasa de ahorro promedio del 17%, financió una inversión privada que se ubicó alrededor del 16%. Japón, por otra parte, mantuvo un permanente superávit en cuenta corriente (a costa en gran medida del déficit de los Estados Unidos) y desde 1987 registra un superávit fiscal importante (3% del PNB en 1990). La mayor diferencia entre estas dos naciones reside en las tasas de ahorro e inversión privada, campo en el que el Japón ha obtenido logros muy superiores: para el período 1981-91, la tasa de ahorro privado promedio ha sido de 32% y la tasa de inversión privada 26%.

---

[15] Sobre el episodio reciente de afluencia de capitales a América Latina ver Ocampo y Steiner (1994) y Steiner (1994).

CUADRO 3
BALANCE MACROECONOMICO (% del PIB)

Estados Unidos	(X-M)	Ahorro Privado	Inversión Privada	(G-T)
1981	0,2	19,1	18,2	1,0
1982	-0,4	19,4	15,8	3,4
1983	-1,2	18,7	15,9	4,1
1984	-2,6	19,5	18,9	2,9
1985	-3,0	18,2	17,6	3,1
1986	-3,4	16,9	16,8	3,4
1987	-3,6	16,1	16,5	2,5
1988	-2,6	16,4	16,2	2,0
1989	-1,9	15,8	16,0	1,5
1990	-1,6	15,4	14,5	2,5
1991	-0,1	15,6	12,8	3,0

Japón	(X-M)	Ahorro Privado	Inversión Privada	(G-T)
1981	0,4	34,9	30,7	3,8
1982	0,6	33,7	29,5	3,6
1983	1,8	33,3	28,0	3,6
1984	2,8	32,5	27,7	2,1
1985	3,6	31,8	27,4	0,8
1986	4,3	32,4	27,2	0,9
1987	3,6	31,4	28,3	-0,5
1988	2,7	31,0	29,7	-1,5
1989	2,0	30,2	30,7	-2,5
1990	2,0	30,6	32,3	-2,9

Fuente: Krugman y Obstfeld, International Economics.

Al comparar las cifras del Cuadro 1 y del Cuadro 3, se puede ver que para el período 1981-1985, los balances de Colombia y Estados Unidos son cualitativamente similares: déficit comercial no despreciable, ahorro privado mayor a la inversión y déficit fiscal. Por otra parte, las tasas de ahorro e inversión de Estados Unidos se parecen mucho más a las de Colombia que a las de Japón[16].

E. Determinantes

1. Aspectos teóricos y evidencia para Colombia

Existen diversas teorías sobre los determinantes del ahorro, dentro de las cuales cabe mencionar las siguientes:

a) la hipótesis del ingreso permanente, según la cual el consumo depende del ingreso que los agentes perciben como estable (permanente) y, por lo tanto, existe tendencia a ahorrar una alta proporción de las rentas consideradas "transitorias", como puede ser el caso de una bonanza exportadora. En esa línea, el ahorro

---

[16] Tasa de ahorro privado promedio 1981-1985: Colombia 13%, Estados Unidos 19%, Japón 33%. Tasa de inversión privada promedio 1981-1985: Colombia 11%, Estados Unidos 17%, Japón 31%.

tiende a aumentar en períodos de auge y a disminuir en las recesiones que se presentan a lo largo del ciclo económico.

Para Colombia existen diversas aproximaciones a esta teoría[17]. La más reciente es la de López (1994), en la cual se sugiere que, en virtud a la imperfección del mercado de capitales, difícilmente se puede esperar que una parte importante de una bonanza se ahorre para ser consumida a lo largo del tiempo.

b) la teoría que relaciona el ahorro con la inflación, la cual presenta dos versiones: en primer lugar está aquella que indica que cuando se eleva el nivel de precios, los agentes privados se ven obligados a destinar parte de sus ingresos corrientes a restablecer sus tenencias reales de dinero. Esta teoría del "impuesto inflacionario" establece que la inflación elevará el ahorro privado pero no necesariamente el total, ya que el Gobierno, que es quien en últimas recibe el impuesto, no tiene una propensión al ahorro más alta que la de los agentes privados.

La segunda versión dice que el "ahorro forzoso" (causado por la inflación) no sólo produce una redistribución del ingreso entre el

---

[17] Ver, entre otros, el estudio de Clavijo (1989).

sector privado y el público, sino entre agentes privados: los asalariados, por ejemplo, que tienen una propensión a ahorrar relativamente baja, pierden ingresos frente a los propietarios de capital. Este tipo de enfoque recibe sustento empírico en el trabajo de Ocampo, et.al. (1988), donde se lee que "la pérdida de participación de los asalariados en el ingreso, bien sea en favor de los capitalistas urbanos y, en forma menos sistemática, de los receptores de rentas agropecuarias, ha sido un factor clave en la generación de ahorro forzoso. Los mecanismos mediante los cuales esta redistribución se ha generado han sido muy probablemente las presiones inflacionarias derivadas del sector agrícola o de la devaluación" (subrayado nuestro).

c) la teoría que relaciona el ahorro privado con el público, conocida como de "equivalencia Ricardiana", de acuerdo a la cual cuando el gobierno desahorra (es decir, cuando se endeuda) el sector privado ahorra, a sabiendas de que es él quien más adelante, a través de impuestos, habrá de pagar la deuda pública. Para el caso colombiano, el estudio más riguroso sobre el particular es el de Carrasquilla y Rincón (1990), quienes sugieren que un comportamiento de este estilo pareciera darse para el período 1950-89.

d) la teoría que establece una estrecha relación entre el ahorro y la tasa real de interés. De acuerdo con ella, la tasa de interés real es un reflejo de las preferencias por consumir hoy o hacerlo en el futuro. Cuando esa tasa se incrementa, se hace más atractivo postergar las decisiones de consumo, elevando los niveles de ahorro[18].

e) la teoría del ciclo de vida, según la cual el consumo y el ahorro varían con la edad de las personas, siguiendo un patrón bastante claro: a partir del momento en el cual los individuos ingresan a la fuerza de trabajo el ahorro aumenta con la edad, hasta alcanzar un máximo en los años de mayor ingreso. Posteriormente empieza a disminuir, caída que se acelera al llegar a la edad de retiro.

Esta teoría ha sido aplicada al caso colombiano por Ramírez (1992), quien encontró que el ahorro sigue el patrón esperado: se ahorra poco cuando se es joven, más durante el tope de la vida productiva, y se desahorra durante la vejez. Este resultado, en principio trivial, tiene importantes implicaciones sobre las perspectivas

---

[18] En el resumen presentado en Agudelo (1991) se indica que para el caso de Colombia ningún estudio ha podido encontrar una relación positiva entre ahorro y tasa de interés.

para Colombia, en virtud a proyecciones que sugieren un aumento de la población en los segmentos con mayor propensión al ahorro.

f) En cuanto a las teorías que relacionan el ahorro con el sector externo, la que más atención ha recibido es la que establece una relación inversa entre financiamiento externo y ahorro doméstico, lo que equivale a plantear que parte del financiamiento se consume. Para hacer una interpretación de esta relación, se parte del supuesto que la disponibilidad de divisas es una de las restricciones al crecimiento, restricción que puede afectar las decisiones de inversión y consumo público y privado.

Una alternativa de interpretación tiene que ver con la política fiscal. De acuerdo con este tipo de análisis, el acceso al financiamiento externo permite que un Gobierno pueda relajar sus esfuerzos para mantener los niveles de recaudo necesarios para financiar sus gastos. En ese orden de ideas, el financiamiento externo tenderá a estar acompañado de una baja en la tasa de tributación y, por lo tanto, en el ahorro público.

Analizando el período 1970-1987, Ocampo, et.al. (1990) sugieren que, en efecto, los esfuerzos de ahorro de las entidades públicas se debilitan con su acceso al financiamiento externo. Por su parte,

Sánchez et al. (1993) aportan evidencia en el sentido que el ahorro público primario (es decir, neto del pago de intereses sobre la deuda pública) aumenta con las exportaciones dominadas por el sector público y con la tasa de tributación.

Hay evidencia encontrada en torno a la relación entre el ahorro y el ciclo externo. Mientras algunos autores como Cárdenas (1991) resaltan el papel anticíclico de las instituciones cafeteras, lo que equivale a decir que gran parte de las bonanzas se ahorran, otros como López (1994) muestran que el país podría ser un caso típico en el que no se cumple la teoría del ingreso permanente. Es decir, el gasto está en función del ingreso corriente o, puesto en otras palabras, la propensión a gastar contemporáneamente las bonanzas es bastante elevada[19].

g) Existe un conjunto de teorías que establece una relación estrecha entre el ahorro y la distribución del ingreso. De acuerdo con ellas, la explicación de las fluctuaciones en las tasas globales de ahorro está en la diferencia entre las propensiones a hacerlo por parte de los diferentes agentes económicos. Si el

---

[19] Gaviria (1993) utiliza un modelo de máximización intertemporal y encuentra soporte al llamado efecto Laursen-Metzler. A saber, mejoras en los términos de intercambio se reflejan en aumentos en el ahorro del sector privado.

ingreso se distribuye hacia quienes tienen mayor propensión a ahorrar, la tasa global de ahorro aumenta y viceversa. Como ya mencionamos, la evidencia para Colombia vincula a la inflación como aspecto clave de ésta relación.

En conclusión, se puede afirmar que, dependiendo de las metodologías utilizadas, el período de tiempo analizado y el tipo de agente referenciado, existen resultados que dan soporte a diversas hipótesis sobre determinación del ahorro en Colombia. Llama la atención el hecho que en ninguno de los estudios consultados se encuentre una relación positiva significativa entre ahorro y tasa de interés. Por la naturaleza de los cambios que han afectado recientemente a la economía colombiana, consideramos de gran utilidad aportar nueva evidencia empírica, particularmente en razón al importante peso que se le está dando en términos de política económica a la supuesta relación inversa entre financiamiento externo y ahorro doméstico[20].

[20] Relación negativa que se da de manera incontrovertible en Argentina y México, no así en Chile a partir de 1989.

2. Nueva evidencia para Colombia

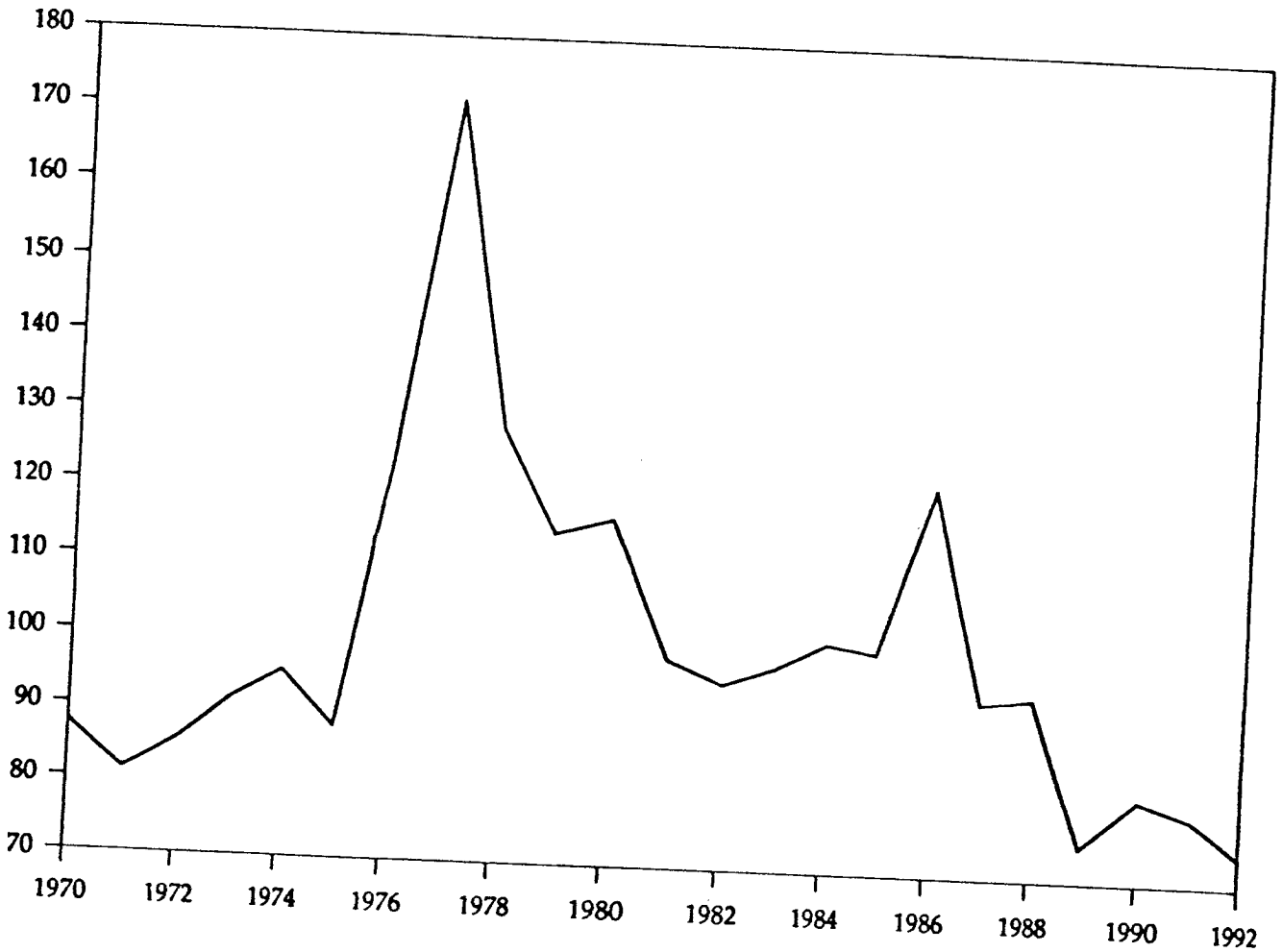
Utilizando cifras anuales para el período 1970-1992, procedemos a hacer algunas sencillas estimaciones econométricas de la función de ahorro en Colombia (Stot) así como sus componentes público (Spub) y privado (Spriv). Todas las variables se expresan como porcentaje del PIB.

Como variables explicatorias utlizamos las siguientes:

(i) los términos de intercambio (TOT), que resultan de relacionar el valor unitario de las exportaciones con el de las importaciones, teniendo como fuente el FMI (Gráfico 12). Un aumento en la variable significa una mejora en los TOT. Bajo la hipótesis nula, el ahorro debe aumentar cuando mejoran los TOT.

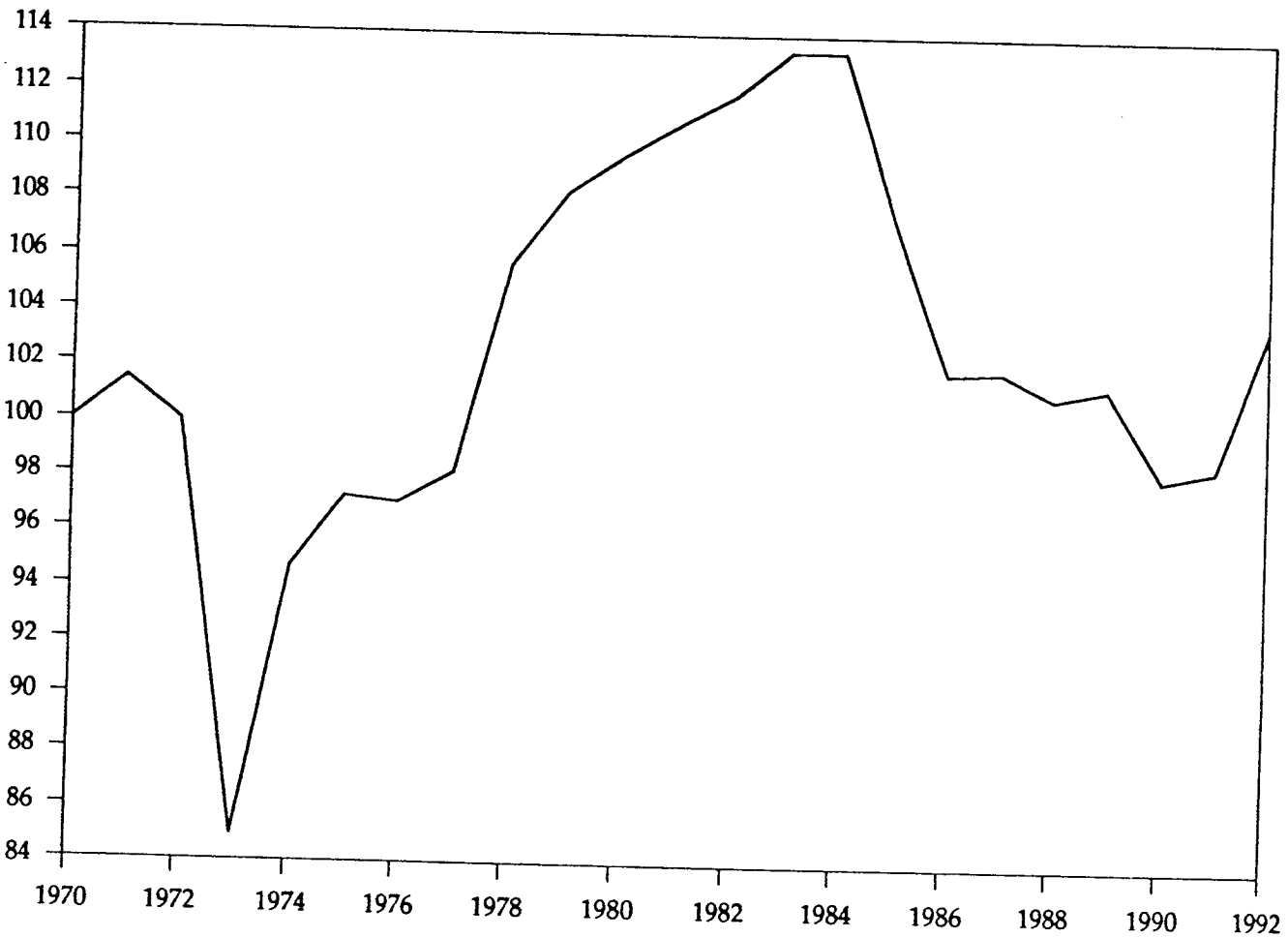
(ii) la distribución factorial del ingreso (DISTY), medida como la relación entre el ingreso que recibe el factor trabajo y el que recibe el capital (Gráfico 13). Un aumento significa una mejora en la distribución del ingreso. La hipótesis nula es que el ahorro depende negativamente de la distribución del ingreso.

Gráfico 12
Términos de intercambio
1985 = 100



Fuente: FMI.

Gráfico 13
Indice de distribución del ingreso[1]
1970 = 100



[1] Remuneración a los asalariados como % del PIB.
Fuente: Dane.

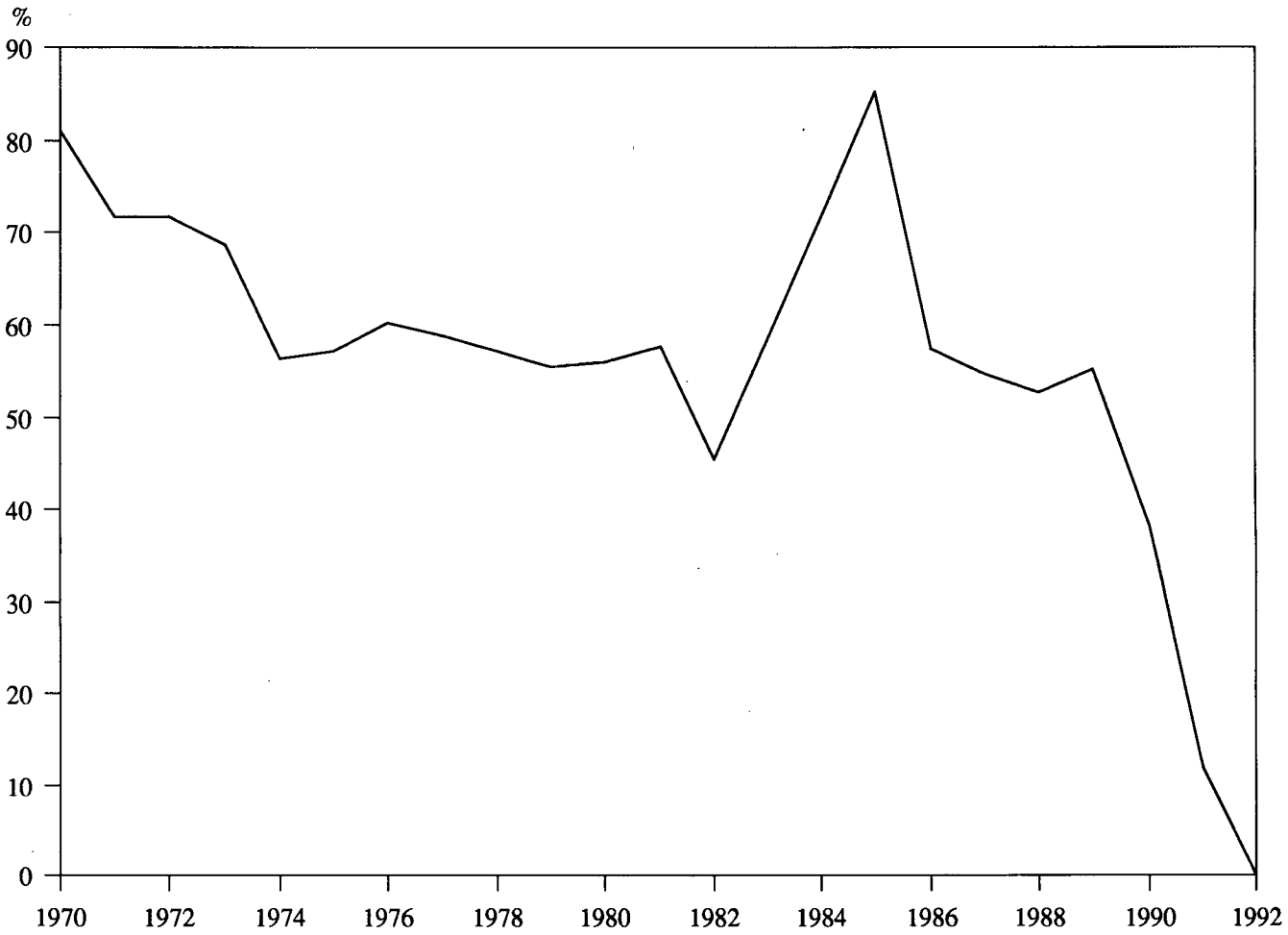
(iii) la inflación (INFL). Se postula, una relación positiva entre ahorro e inflación, en razón a que ésta actua como un impuesto a los tenedores de saldos monetarios, impuesto que, por así decirlo, sólo se puede pagar si se consume menos.

(iv) el financiamiento externo, medido por el resultado de la cuenta de capitales (CK). Se postula que a mayor financiamiento externo, menor esfuerzo de ahorro doméstico. Se toman varias aproximaciones a la cuenta de capitales: CK es la originalmente calculada por el Banco de la República; CK1 además incluye errores y omisiones; CK2 adiciona transferencias privadas; CK3 es la cuenta de capitales oficial; CK4 se calcula como CK2-CK3.

(v) el grado de apertura comercial de la economía (LICPREV), aproximado por la relación entre las importaciones sujetas al régimen de licencia previa y el total de importaciones (Gráfico 14). Se postula que a mayor apertura, mayor consumo y, consiguientemente, menor ahorro.

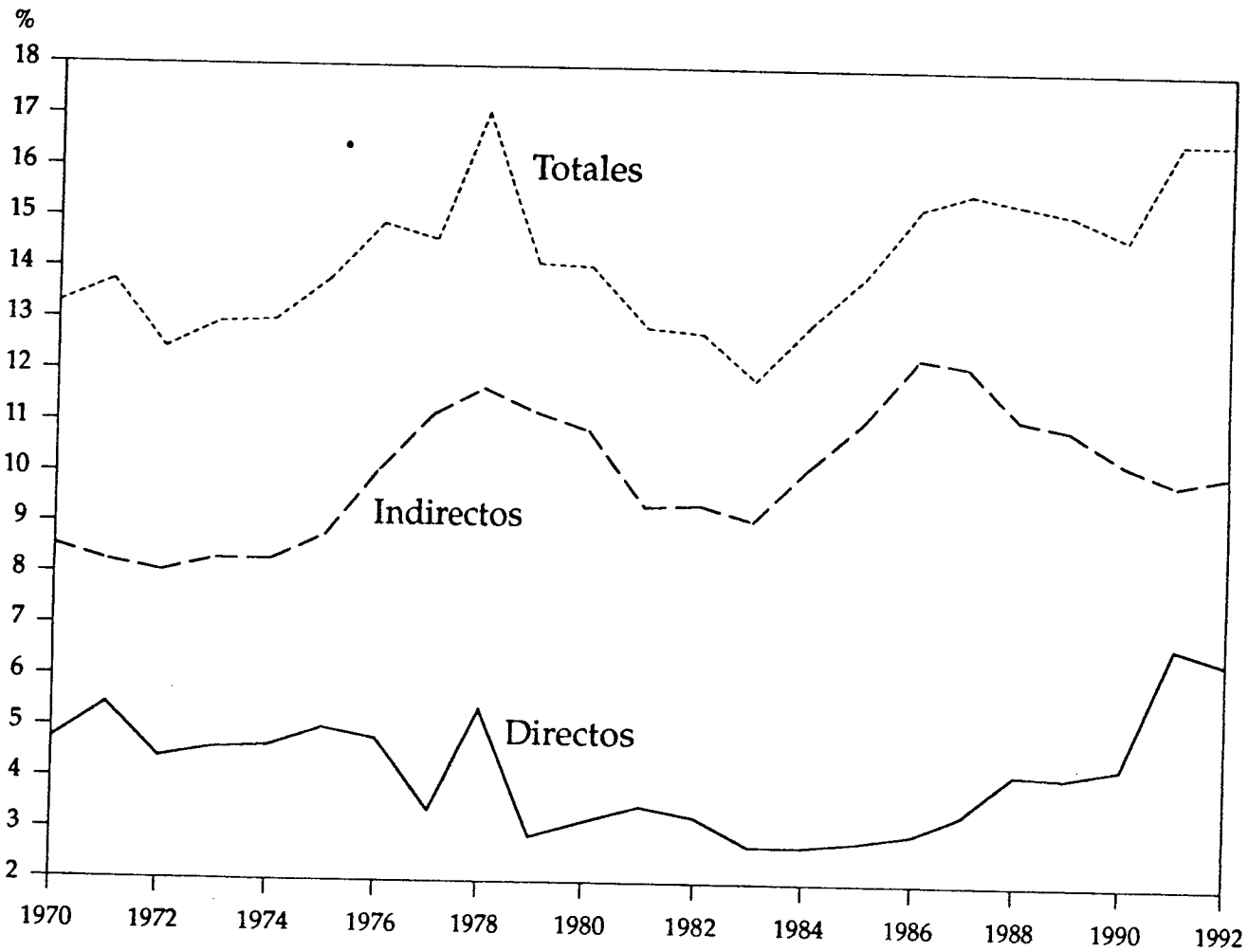
(vi) los impuestos, tanto totales (TXTOT) como directos (TXDIR) e indirectos (TXIND) (Gráfico 15). Se postula que el ahorro total aumenta con la carga tributaria, por cuanto no afecta el ahorro

Gráfico 14
Apertura comercial[1]



[1] Importaciones bajo licencia previa como % de las importaciones totales.
Fuente: G. K. Helleiner (1970-1991).

Gráfico 15
Impuestos (% del PIB)



Fuente: Dane.

privado (sector que baja su consumo para pagar impuestos), pero sí aumenta el del sector público.

(vii) la tasa de interés real, resultante de restarle a la tasa nominal la tasa de inflación.

Todas las variables, excepción hecha de algunas definiciones de CK que ocasionalmente toman valores negativos, están en logaritmos. Por consiguiente, los coeficientes de las regresiones que se reportan a continuación representan elasticidades[21]. Solamente presentamos las estimaciones que excluyen variables que no resultaron relevantes. Cuando lo amerita, se ha corregido por problemas de autocorrelación de primer orden[22].

En el Cuadro 4 se puede observar que, de acuerdo con lo postulado, el **ahorro total** depende positivamente de la tasa de inflación y de los impuestos y negativamente de la distribución del ingreso.

---

[21] Concepto que puede definirse como el cambio porcentual en la variable explicada o dependiente, producto de una variación de 1% en la variable explicativa o independiente.

[22] La autocorrelación es un fenómeno estadístico en el que una variable se ve afectada por valores anteriores de sí misma, lo cual puede causar errores de estimación. La autocorrelación de primer orden implica que la variable corriente está afectada por su valor en el período anterior.

CUADRO 4
DETERMINANTES DEL AHORRO EN COLOMBIA
(Estadísticos t entre paréntesis)

	R1 LN (STOTPIB)	R2 LN (SPUBPIB)	R3 LN (SPRIVPIB)
C	3,86102 (5.47)	16,43371 (6.15)	-2,77033 (-23.01)
LN(INFL)	0,21946 (6.31)	-	0,26171 (6.61)
LN(DISTY)	-0,83675 (-5.76)	-1,91141 (-3.21)	-
LN(TXDIR)	0,16040 (4.02)	1,09097 (6.34)	-
LN(TXIND)	0,79963 (11.35)	3,10556 (12.35)	-
LN(LICPREV)	-	-	-0,06356 (-5.03)
MA(1)	-	0.69803 (2.72)	0.80753 (3.85)
AR(1)	-0,60420 (-3.86)	-0.65977 (-1.82)	-0.64713 (-2.60)
R2	0.92	0.88	0.70
DW	2.20	2.01	1.97
F	40.38	24.11	10.05

Particularmente elevadas son la elasticidad positiva a los impuestos indirectos y la negativa a la distribución del ingreso.

Por el contrario, no son estadísticamente diferentes de cero los coeficientes de las variables que miden apertura económica, términos de intercambio, tasa de interés real y financiamiento externo.

En lo que hace al **ahorro público**, son significativas la distribución del ingreso, que lo afecta negativamente, y los niveles de tributación, que lo afectan de manera positiva.

Solamente dos variables de las siete consideradas probaron ser estadísticamente significativas en la determinación del **ahorro privado**. A saber, la inflación, que lo incrementa, y la apertura comercial, que lo disminuye.

Mirados en su conjunto, podemos concluir que la carga impositiva no afecta el ahorro privado, pero sí afecta de manera significativa el ahorro público y, por su conducto, el ahorro total. La tasa de inflación afecta de manera positiva el ahorro del sector privado y, por su conducto, el total. La apertura comercial, que parece afectar de manera negativa el ahorro del sector privado, no parece

afectar de manera significativa el ahorro total. Finalmente, la distribución del ingreso se relaciona de manera adversa con el ahorro público y con el total.

En lo que se refiere a la carga tributaria, el ahorro público y total dependen positivamente tanto de los impuestos directos como de los indirectos, pero la elasticidad a los segundos es cerca de tres veces superior a la elasticidad a los primeros.

En resumen, nuestras estimaciones aportan evidencia en el sentido de que el ahorro aumenta con la carga tributaria, pero no con la restricción al financiamiento externo. Como en otros estudios, encontramos algun soporte a la creencia de que el ahorro aumenta con la inflación, con el empeoramiento en la distribución del ingreso y con el cierre comercial de la economía. Por supuesto, en tanto la mayor inflación, el empeoramiento en la distribución del ingreso y el aislamiento comercial tienen efectos adversos en otros frentes, carecería de sentido proponerlos como mecanismos para aumentar el ahorro.

3. Implicaciones y recomendaciones de política

En los últimos años varios países de América Latina, entre ellos Colombia, han emprendido profundos procesos de cambio, orientados a abrir las economías y a incrementar el papel del sector privado. Dicho proceso ha coincidido con, y quizás en parte ha generado, una afluencia masiva de financiamiento externo.

La confianza en las reformas, las oportunidades de gasto que se han abierto y el acceso a abundante financiamiento externo han determinado un "boom" de gasto, tanto de consumo como de inversión. Contrario a lo sucedido a principios de la década pasada, en esta ocasión ha sido principalmente el sector privado el que ha incrementado significativamente la demanda agregada.

El repunte de la demanda y el acceso a financiamiento externo han producido simultáneamente dos hechos que son materia de gran preocupación en todos los países de la región. A saber, una caída pronunciada del ahorro doméstico y una indeseable apreciación de la tasa de cambio real. El gobierno que se acaba de inaugurar en Colombia ha visto con franca preocupación la caída en el ahorro y la permanencia de presiones a la baja en el tipo de cambio. Puesto que ha afirmado que, por diversas razones, hay gran inflexibilidad

en el gasto público, ha postulado la necesidad de que disminuya el gasto privado como elemento indispensable para que aumente el ahorro y cesen las presiones revaluacionistas.

Se han tomado medidas para restringir el endeudamiento externo del sector privado, bajo el entendimiento que, a menor financiación, menor gasto. Los resultados de nuestras estimaciones indican que ese quizás no sea el camino más apropiado. De una parte, no parece haber una relación significativa entre financiamiento externo y ahorro doméstico. Y, lo que es peor, incluso si la hubiese, la recomendación de política no sería obvia, ya que una cosa es encontrar que "históricamente cuando no hemos tenido acceso al financiamiento externo nos hemos visto obligados a ahorrar más", y otra bien distinta creer que "cuando al sector privado se le prohíbe utilizar el ahorro externo que está disponible, entonces dicho sector ahorra más"[23].

Las estimaciones que hemos reportado sugieren que hay una forma mucho más eficiente de aumentar el ahorro. A saber, si lo que se

---

[23] De otro lado, un reciente estudio [Steiner y Fernández (1994)] sugiere que cuando se imponen controles a la movilidad de los capitales, se crean diferenciales de tasas de interés que son arbitrados por el sector privado mediante mecanismos tan inconvenientes como el contrabando.

desea es disminuir el gasto en consumo del sector privado, lo más obvio, transparente y eficiente es aumentar el recaudo de impuestos, particularmente de aquellos de naturaleza indirecta. Puesto que estudios recientes [Perry y Herrera (1994)] han mostrado que en Colombia las tasas impositivas han aumentado bastante pero no así el recaudo, la recomendación que se desprende de nuestro análisis es que, en lugar de imponer controles al endeudamiento externo del sector privado, el gobierno haría bien en mejorar la eficiencia en el recaudo de impuestos y en eliminar las múltiples exenciones que fue necesario otorgar en los últimos años para que los proyectos de reforma tributaria se convirtiertan en Leyes de la República.

A manera de ilustración, presentamos el Cuadro 5, que compara los ingresos fiscales de diferentes países de América Latina en 1990, como porcentaje del PIB. Se puede apreciar que en Colombia los ingresos tributarios son menores a los de varios países lationamericanos. En comparación con Argentina, Brasil, Chile y México, Colombia tenía en 1990 uno de los más bajos ingresos por impuesto a la renta, uno de los dos más bajos por IVA y claramente el más bajo por contribuciones a la seguridad social. Como resultado, los ingresos totales del fisco colombiano equivalían a

CUADRO 5
RECAUDO TRIBUTARIO EN 1990
(% del PIB)

	Renta	IVA	Seguridad social	Otros**	Total sector público
Argentina	1,2	2,8	4,4	8,2	16,6
Brasil	3,9	n.d.	5,0	15,2	24,1
Chile	6,7	8,9	1,9	5,6	23,1
México	5,5	3,0	2,2	8,1	18,8
Colombia	3,9	2,8	1,6	5,9	14,2
	5,0*	4,9*			

* Datos de Colombia para 1993 (estimados).
** Incluye, entre otros, impuestos al comercio exterior y a productos específicos.
Fuente: Shome, (1992) y Herrera, (1994).

14.2% del PIB en 1990, mientras que en Chile y Brasil sobrepasaban el 23% de sus respectivos productos.

Es cierto que desde 1990 en Colombia se han sucedido una serie de reformas tributarias que han elevado el reacaudo. De acuerdo con Herrera (1994), en 1993 los ingresos por impuesto a la renta representaron el 5% del PIB y por impuesto a las ventas el 4.9%. Estas cifras continúan siendo inferiores a las registradas, por ejemplo, por Chile en 1990: renta 6.7% e IVA 8.9%.

Por supuesto, una estrategia de aumento del ahorro no puede limitarse a postular un incremento en el recaudo impositivo. Para que éste se traduzca en una efectiva contracción del gasto se hace necesario que cualquier aumento en los ingresos tributarios se traduzca, en efecto, en un mejoramiento de la posición financiera del sector público. Al respecto, no sobra recordar que diversos estudios[24] han mostrado que en Colombia en el largo plazo el sector público tiene una elevada propensión a gastar los incrementos en sus ingresos. Por lo tanto, la idea de aumentar el ahorro total por la vía de aumentar el recaudo de algunos impuestos indirectos al consumo es un planteamiento específico de una idea mucho más

---

[24] Véase por ejemplo Carrasquilla y Salazar (1992).

general, planteada por diversos analistas en los últimos dos años. A saber, la necesidad de mayor austeridad fiscal para acomodar el "boom" de gasto privado que suele acompañar la implantación de reformas estructurales, creíbles por parte del sector privado.

Al respecto, registramos con gran preocupación las menciones del anterior y el actual gobierno en el sentido que, si bien el gasto público ha crecido mucho, hay inflexibilidades que impiden recortarlo. Si las inflexibilidades, constitucionales o legales, son tan fuertes, entonces se deben revisar la Constitución y la Ley, de manera tal que el Presupuesto de gastos de la Nación sea recuperado como una poderosa herramienta de política económica. Resignarse a que el Presupuesto es inflexible equivale, ni más ni menos, a postular que en el país no se puede hacer política fiscal.

III. AHORRO FINANCIERO

Como ya lo discutimos, no es lo mismo hablar de ahorro macroeconómico que de ahorro financiero, ya que el primero es un flujo restringido a un período de tiempo y el segundo un stock que se acumula durante varios períodos. Sin embargo, el ahorro macroeconómico sí puede explicar variaciones en el ahorro financiero de un período a otro.

¿Cuál es la importancia del ahorro financiero? La economía incurre en un costo al tener que trasladar recursos de ahorradores a inversionistas, en la medida en que no hay una identidad entre estos agentes[25]. Este costo no es sólo administrativo, sino que una pobre asignación de recursos sacrifica eficiencia y limita el potencial de crecimiento, incluso en el corto plazo. Por lo tanto, el sistema financiero es la solución institucional que minimiza los costos de trasladar el ahorro a la inversión (Fry, 1988). En una economía de mercado, el principal ahorrador es el sector privado; al interior de éste, los hogares son los que más ahorran. El sector financiero es ampliamente utilizado por estos últimos como destino

---

[25] Por ejemplo, los hogares ahorran para que las empresas inviertan.

de sus ahorros, constituyéndose así el ahorro financiero como el principal proveedor de recursos para la inversión de la economía.

En un estudio realizado recientemente, Levine (1994) aporta evidencia respecto de las bondades del sector financiero sobre el crecimiento de las economías. La contundencia de ésta, según él, es suficiente para que el estudio de este sector entre a formar parte del núcleo de los temas que debe tratar la literatura del desarrollo económico. El trabajo analiza la evidencia para 80 países y cubre el período 1960-1989. Los resultados son bastante sugestivos. En primer lugar, comprueba la hipótesis de que el desarrollo del sector financiero en 1960 explica en parte el crecimiento del PIB per cápita entre 1960 y 1989. Un país donde el sector financiero tiene una presencia importante en la asignación de los recursos, tiene un soporte importante para su crecimiento de largo plazo.

En segundo lugar, la evidencia es clara en cuanto a la influencia positiva de la presencia del sector financiero en la acumulación de capital y en el aumento de la productividad de las economías. Por último, el trabajo de Levine muestra que un sistema financiero sólido y grande es un factor que permite llevar a cabo con éxito reformas estructrales.

En la siguiente sección mostraremos que, no obstante la lenta evolución del ahorro macroeconómico durante los últimos veinte años en Colombia, el ahorro financiero ha aumentado en forma bastante vigorosa, particularmente como resultado de la introducción del sistema de ahorrro y vivienda en 1972, de la liberación de tasas de interés en 1980 y de la activa participación del Gobierno y el Banco Central en el período más reciente. Señalaremos que, no obstante estos favorables desarrollos, la "profundización financiera" sigue siendo baja de acuerdo con patrones internacionales. Finalmente, analizaremos la composición del ahorro financiero por tipo de intermediario y mostraremos como ésta se ha mantenido bastante estable en el período reciente.

A. Agregados Monetarios

El Cuadro 6 muestra la evolución de diferentes agregados monetarios (M1, M2 y M3[26]) que representan el ahorro financiero como porcentaje del PIB. El más básico de los tres, M1, ha venido cayendo casi continuamente: mientras que en 1970 era el 16.3% del

---

[26] M1 = Efectivo + Depósitos en Cuenta Corriente;
M2 = M1 + Cuasidineros (Depósitos a término y depósitos de ahorro);
M3 = M2 + Títulos del Banco de la República + Papeles del Gobierno + Aceptaciones Bancarias

CUADRO 6
COLOMBIA: PRINCIPALES AGREGADOS MONETARIOS 1970-1992
Cifras como % del PIB

	M1	M2	M3*	CD	GOB	BR	AB	E/P	TRANSF.
1970	16,29	18,87	19,34	2,58	0,42	0,05	N/A	5,96	13,33
1971	15,39	18,05	18,63	2,66	0,45	0,13	N/A	5,59	12,92
1972	15,74	18,91	19,65	3,18	0,62	0,12	N/A	5,76	13,78
1973	15,86	21,06	21,99	5,20	0,73	0,20	N/A	5,28	16,50
1974	14,30	20,69	21,72	6,39	0,73	0,30	N/A	5,02	16,40
1975	14,54	22,25	22,95	7,71	0,30	0,40	N/A	5,21	17,35
1976	14,91	23,55	24,73	8,63	0,19	0,99	N/A	5,44	18,30
1977	14,46	23,00	25,20	8,54	0,13	2,07	N/A	5,70	17,43
1978	14,83	25,90	28,10	11,07	0,21	1,99	N/A	5,90	20,20
1979	14,10	24,69	27,34	10,59	0,61	2,04	N/A	5,65	19,66
1980	13,48	26,89	30,13	13,40	0,54	2,70	N/A	4,86	22,57
1981	13,10	31,90	34,65	18,80	0,53	2,22	N/A	5,12	27,31
1982	12,91	30,93	34,41	18,02	0,64	2,84	N/A	5,21	26,36
1983	13,30	33,16	35,56	19,86	1,17	1,23	N/A	5,47	28,86
1984	12,99	32,51	35,25	19,51	1,34	1,40	N/A	5,45	28,40
1985	12,93	33,88	38,17	20,95	2,21	2,08	N/A	5,35	30,75
1986	11,62	32,06	39,39	20,44	2,32	5,01	N/A	4,64	29,74
1987	11,88	31,72	37,83	19,84	2,14	3,97	N/A	4,71	29,15
1988	11,24	29,49	36,12	18,25	1,95	4,68	N/A	4,47	26,97
1989	11,25	30,35	36,56	19,10	1,67	4,54	N/A	4,30	27,72
1990	10,58	29,80	37,19	19,21	1,67	4,81	0,91	4,13	27,34
1991	10,83	30,75	40,38	19,92	0,95	7,77	0,91	4,11	27,59
1992	12,14	33,77	44,85	21,63	4,12	6,37	0,59	4,47	33,42
1993	12,27	36,96	46,66	24,69	5,10	4,09	0,51	4,32	37,74

* Desde 1990 incluye Aceptaciones Bancarias.

Fuente: Banco de la República.

PIB, para 1993 fue el 12.3%. Este comportamiento tiene su origen en el proceso de profundización financiera de la economía colombiana que se llevó a cabo en la década de los setenta y de los ochenta, período en el cual los instrumentos que reconocen intereses a los ahorradores han ganado en importancia. Es así como en 1970 éstos últimos constituían el 3.1% del PIB, mientras que en 1993 representaron el 33.9%.

Sin duda el más importante componente del ahorro financiero en cuanto a su evolución desde 1970 ha sido los cuasidineros[27]. Su mayor dinámica de expansión se vió en la década de los setenta, especialmente en el año de 1973 con la aparición del sistema de valor constante. En 1981 se aprecia un repunte importante de estos instrumentos, cuando su participación en el PIB creció 40.1%, como respuesta a la liberación de las tasas de interés en dicho año. Durante el resto de la década anterior estos instrumentos de captación evolucionaron de una manera ligeramente superior a la dinámica de la economía. De esta forma, con M1 en una permanente caída y los cuasidineros con una dinámica modesta, M2 no mantuvo su

---

[27] Los cuasidineros constituyen en la actualidad el destino más importante de los dineros que entran al sistema financiero (53.5% del ahorro financiero total en 1993).

participación entre 1981 y 1990, pasando de ser el 31.9% del PIB en 1981 a ser el 29.8% en 1990.

La emisión de títulos de contracción monetaria por parte del Banco de la República no es un fenómeno que se haya presentado exclusivamente en los últimos años. Luego de una participación incipiente de estas operaciones en 1970, para 1986 ésta ya se había multiplicado por 100, siendo especialmente importantes los años de 1971, 1976-77 y 1986. De la misma forma, el endeudamiento interno del Gobierno Nacional bajo la forma de títulos de deuda se multiplicó por 5 entre 1970 y 1986. Esta intervención no fue igualmente activa en la segunda mitad de la década anterior, período durante el cual ambos agentes perdieron terreno como depositarios del ahorro financiero. Este comportamiento se reflejó en una caída de M3 en el período 1985-1990.

Sin embargo, la tendencia se reversa de nuevo en esta década. Es bien conocida la agresiva captación de recursos que realizó el Banco de la República en 1991, año en que sus títulos representaron el 7.8% del PIB, la cifra más alta jamás alcanzada por este tipo de instrumentos. Un año más tarde, el Gobierno Nacional decide sustituir deuda externa por interna y hace una emisión masiva de

títulos que le permiten ser depositario de 3 veces más ahorro financiero (con respecto al PIB) que en 1991.

Las OMAs volvieron a ceder terreno en 1992 y 1993, al redimirse los títulos emitidos en años anteriores y relajarse la política de esterilización monetaria puesta en práctica para hacer frente a la entrada de capitales. Esta nueva abundancia de liquidez -se liberaron recursos equivalentes a casi cuatro puntos del PIB en los mencionados dos años- fue absorbida en 1993 en parte por los cuasidineros y en parte por el Gobierno Nacional.

Como es lógico, la aceptabilidad o no de un instrumento financiero por parte del público se relaciona muy de cerca con el rendimiento relativo que ofrezca. La facilidad con la cual el Banco de la República ha aumentado y disminuído su participación en la captación del ahorro financiero ha sido el resultado de cambios sustantivos en su política de tasas de interés. Así, mientras en febrero de 1990 los Títulos de Participación rendían 28.% efectivo anual, al finalizar el año dicha tasa se situaba en 45%. Cuando en 1992 se disminuye el esfuerzo de contracción, la tasa de interés se reduce a 26%.

Este desarrollo es bien favorable, porque si bien es cuestionable haber contraído en los montos en que se hizo, de cualquier manera se debe resaltar la bondad de un mercado de capitales que se ha desarrollado a tal punto que el Banco Central puede centrar su papel de ejecutor de la política monetaria en instrumentos de mercado y no en cargas impositivas a la intermediación financiera. De igual manera, ante restricciones constitucionales a que el gobierno reciba financiación del Banco de la República, aquel ha podido acudir al mercado doméstico para suplir sus necesidades de recursos. En efecto, la rápida colocación de Bonos Ley 55 en 1991 sólo requirió del reconocimiento por parte del gobierno de una tasa de interés que consultara las realidades del mercado.

Las aceptaciones bancarias se incluyen como parte de M3, pero su contabilización sólo se realiza a partir de 1990. Si bien su participación ha sido menor, consideramos importante incluirlas como posibilidades ofrecidas por el sector financiero para la conformación del portafolio de un inversionista. Como resultado de todo lo anterior, como porcentaje del PIB el ahorro financiero total (M3) se multiplicó en más de dos veces en los últimos 23 años, siendo evidente la intensa profundización financiera que ha vivido el país recientemente.

Un punto que merece especial atención es el aumento del ahorro financiero susceptible de ser transferido a otros agentes[28], que pasó de representar el 13.3% del PIB en 1970 a ser el 37.7% en 1993. Estos son los recursos que el sistema financiero puede intermediar e irrigar a las diferentes ramas productivas de la economía y que pueden promover el crecimiento económico a través de la acumulación de capital[29].

Si bien es evidente el proceso de profundización financiera que se ha vivido en Colombia, la situación frente al resto del mundo en esta materia no es enteramente satisfactoria. Colombia se encuentra rezagada frente a varios países, incluídas algunas naciones

---

[28] Del ahorro financiero total debe deducirse el representado en títulos del Banco de la República, ya que son recursos que "salen de circulación", y el efectivo y las aceptaciones bancarias, ya que no es un ahorro que pueda ser intermediado o transferido por el sector financiero.

[29] Es importante resaltar el hecho de que el notorio dinamismo del ahorro que se intermedia a través del sistema financiero no se ha visto aparejado por desarrollos en el mismo sentido en el mercado accionario. En efecto, e independientemente del "boom" de precios que ha caracterizado a todas las bolsas de valores de América Latina en la reciente coyuntura, las acciones continuan siendo una fuente de financiación poco importante para las empresas. Es así como no ha aumentado el número de compañías transadas en Bolsa, ni ha disminuído la enorme concentración de la actividad bursátil. El repunte accionario reciente no ha estado vinculado a medidas tributarias que eliminaron la doble tributación sobre acciones, y que datan de la década anterior, sino más bien a la presencia de fondos de inversión extranjera [Valderrama (1991)].

latinoamericanas (Cuadro 7)[30]. Entre los países escogidos sobresalen Japón y Suiza, cuyo ahorro financiero supera el valor total de la producción. Un segundo grupo lo conforman aquellos con una profundización superior al 50% del PIB. En él se encuentra Alemania, seguido por España, Estados Unidos y Corea. Una tercera agrupación es la de las naciones cuyo ahorro financiero se encuentra entre el 30% y el 50% del PIB. A ésta pertenecen Chile (44%), Venezuela (38%) y Colombia (32%). Por último aparecen dos países que ahorran en términos financieros menos del 30% de su PIB: Turquía (25.4%) y México (25.3%).

B. Crédito

Como es apenas lógico, el aumento en el ahorro financiero transferible (que pasa de 27% del PIB en 1987 a 38% en 1993) ha tenido como contrapartida un espectacular aumento en la cartera del sistema financiero. La misma ha crecido a tasas del orden de 50% anual durante los últimos dos años.

---

[30] Para efectos de hacer una comparación basada en parámetros homogéneos, se utilizó la medida de profundización financiera de Levine (1994): pasivos líquidos/PIB. Esta información puede ser obtenida en el International Financial Statistics que publica el FMI, específicamente en las líneas 55l y 99b.

CUADRO 7
PROFUNDIZACION FINANCIERA 1970-1992
(% del PIB)

	Japón	Suiza	Alemania	España	EEUU	Corea	Chile	Venezuela	Colombia	Turquía	México
1970	102,11	116,99	55,23	75,70	62,41	36,34	n.d.	28,95	n.d.	30,45	31,26
1975	124,77	95,83	61,76	87,19	64,58	33,05	n.d.	48,38	16,99	28,53	31,81
1980	140,40	118,90	62,12	80,72	60,83	35,81	28,09	54,81	28,32	21,79	31,90
1985	161,66	143,16	65,80	66,52	67,47	40,37	41,92	61,47	n.d.	31,14	27,65
1990	189,75	146,72	71,47	71,00	66,81	56,48	44,38	41,43	29,76	25,41	25,30
1992	n.d.	141,73	71,38	n.d.	65,61	64,03	43,87	38,18	32,30	n.d.	n.d.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Este desarrollo, satisfactorio en sí mismo al permitir avances significativos en la inversión y el consumo, no deja de señalar aspectos preocupantes. Al fin y al cabo, en una economía que ahorra poco la contrapartida del aumento en los agregados financieros es, en gran parte, el ahorro externo.

Cuando este último se esteriliza por completo en el Banco Central, en esencia lo que se da es un aumento pari-passu en los activos (reservas internacionales) y pasivos (OMAs) del Banco Central. En la eventualidad de una salida de capitales, el problema en esencia consiste simplemente en "desinflar" el balance del Banco Central.

Los riesgos son mucho mayores cuando parte del aumento en la afluencia de divisas no se esteriliza sino que, en efecto, se convierte en el "fondeo" del aumento en la cartera del sistema financiero[31]. En tal caso, la supervisión bancaria y una ajustada política de encajes se vuelve esencial, por cuanto ante una eventual salida de reservas, y consiguientemente ante una eventual pérdida de depósitos, se puede poner en serio peligro la solidez del sistema financiero.

---

[31] O bien porque efectivamente se "monetizan" las reservas que adquiere el Banco Central o bien porque el sistema financiero directamente intermedia recursos del exterior.

Precisamente, autores como Calvo et al. (1993) han señalado que lo más importante del reciente episodio de afluencia de divisas quizás no sea el aumento en el gasto o la apreciación del tipo de cambio, sino el riesgo inherente que la abundancia de recursos representa para la solidez del sistema financiero.

C. Intermediarios Financieros

El ahorro financiero se distribuye entre diferentes tipos de intermediarios. Desde un punto de vista institucional[32], el ahorro financiero en Colombia es captado preferencialmente por los bancos, las corporaciones financieras, las corporaciones de ahorro y vivienda y las compañías de financiamiento comercial. Del presente análisis se excluye al Banco de la República y al Gobierno Nacional[33].

---

[32] Una porción del ahorro financiero se capta por fuera del sistema financiero tradicional y de la ley. Cualquier estadística sobre el monto de este ahorro es una especulación debatible, razón por la cual este estudio sólo trata el sector financiero institucional.

[33] Las captaciones de los organismos cooperativos se excluyen por su bajísima participación en el total del sector. Las captaciones de fiduciarias no se tuvieron en cuenta para evitar posibles dobles contabilizaciones de recursos.

Al igual que en el resto del estudio, el análisis del caso colombiano se hace para el período 1970-1992. A partir de 1990 se incluyen como instrumentos de captación las aceptaciones bancarias, debido a su notable dinamismo en este período. En un sentido estricto, no deberían ser incluídas como ahorro financiero depositado en los bancos[34], pero se le imputan a éstos porque son un sustituto a instrumentos de ahorro realizables, emitidos por otras instituciones financieras.

En 1970, los bancos tenían prácticamente el monopolio del ahorro institucional en Colombia (Cuadro 8). Sin embargo, con la creación del sistema UPAC, en 1973 las CAV ya manejaban el 12% del ahorro financiero del país. Con el permiso que se dio a las corporaciones financieras para que emitieran CDTs en 1978 y con el inicio de las captaciones de las compañías de financiamiento comercial (también bajo la forma de CDTs) en 1982, paulatinamente los bancos fueron perdiendo participación en el mercado.

Al analizar el período 1981-1989, en el cual los cuatro tipos de instituciones ya se encontraban en funcionamiento, las tendencias

---

[34] Las aceptaciones bancarias no son un instrumento de captación tradicional. Su liquidez es inmediata al descontarlas en el mercado secundario, pero hasta su vencimiento no es necesario que estén respaldadas por recursos depositados en el banco.

CUADRO 8
AHORRO FINANCIERO POR INTERMEDIARIOS
1970-1992
Composición porcentual

	Bancos*	CORFIN	CAV	CFC
1970	100,0	0,0	0,0	0,0
1971	100,0	0,0	0,0	0,0
1972	99,2	0,0	0,8	0,0
1973	87,9	0,0	12,1	0,0
1974	83,5	0,0	16,5	0,0
1975	80,4	0,0	19,6	0,0
1976	79,0	0,0	21,0	0,0
1977	80,5	0,0	19,5	0,0
1978	72,1	8,6	19,3	0,0
1979	70,7	5,9	23,4	0,0
1980	70,3	5,6	24,1	0,0
1981	65,0	5,0	23,0	6,9
1982	62,9	4,5	26,8	5,8
1983	60,7	4,7	28,9	5,6
1984	61,2	4,5	29,1	5,2
1985	59,6	4,6	30,8	5,0
1986	59,9	4,5	30,2	5,4
1987	61,7	3,9	28,5	5,9
1988	58,9	3,8	31,1	6,2
1989	57,0	6,0	30,0	7,0
1990	53,4	6,9	32,5	7,3
1991	53,6	5,7	34,0	6,6
1992	55,8	5,3	32,1	6,8
1993	56,3	4,6	31,9	7,2

* Desde 1990 incluye Aceptaciones Bancarias.

Fuente: Banco de la República.

han sido claras. Los bancos cedieron participación, fenómeno que ocurrió también con las corporaciones financieras: en 1981, los dos anteriores manejaban el 70% del ahorro financiero; para 1989, este porcentaje descendió al 63%. Los "ganadores" de esta pugna por el ahorro financiero fueron, por lo tanto, las corporaciones de ahorro y vivienda y las compañías de financiamiento comercial. Es así como en 1989 manejaban el 37% del ahorro financiero después de controlar el 30% en 1981.

Sin embargo, entre 1991 y 1993 las anteriores tendencias se modifican. Si bien las corporaciones financieras continúan cediendo participación, los bancos recuperan algunos puntos. Las compañías de financiamiento comercial no ceden ni ganan una porción del mercado, mientras que las corporaciones de ahorro y vivienda ceden, junto con las corporaciones financieras, los puntos que ganaron los bancos.

IV. CONCLUSIONES

1. En el presente documento hemos analizado la evolución, los determinantes y las perspectivas del ahorro en Colombia, así como el vínculo existente entre el mismo y la política económica, con especial énfasis en las implicaciones de las recientes medidas tendientes a dificultar el acceso al endeudamiento externo. Además, hemos alertado sobre el peligro de que, en una economía que ahorra poco, el crédito del sistema financiero aumente a tasas muy elevadas.

2. Hemos mostrado que hasta 1992 la situación colombiana no se puede caracterizar como de falta de ahorro; si bien el coeficiente de ahorro no ha sido elevado, ha sido suficiente para financiar los bajos niveles de inversión. Aunque las cifras para 1993 aún no están disponibles, en dicho año se revierte la tendencia y se presenta, por primera vez en más de dos décadas, un importante faltante de recursos en el sector privado. El mismo, al no ser cubierto con exceso de ahorro del sector público, se ha traducido en la utilización de importantes recursos de financiamiento externo.

3. La evolución del ahorro doméstico está en gran parte determinada por su componente público. El deterioro de los niveles de ahorro entre 1977 y 1983 y su recuperación entre 1984 y 1991 reflejan lo sucedido en términos de la política fiscal. Estos grandes ciclos del ahorro no se han reflejado de manera muy cercana sobre la tasa de inversión, la cual ha sido relativamente estable, gracias a que en épocas de deterioro en la generación de ahorro doméstico se ha acudido al ahorro externo y viceversa.

4. En el mismo sentido, hemos mostrado que el financiamiento externo se relaciona inversamente con la evolución del ahorro doméstico. Así, el notorio aumento que se presentó en el ahorro público a partir del programa de ajuste de mediados de la década pasada ha permitido un notorio descenso en el uso de financiamiento externo por parte del sector público. De igual manera, el deterioro reciente del ahorro privado ha coincidido con un mayor acceso a financiamiento externo por parte de dicho sector.

5. Con la excepción de Chile, la reciente coyuntura latinoamericana se ha caracterizado por importantes caídas en el ahorro doméstico, y, en el caso de Argentina y México, por descensos espectaculares. Colombia representa un punto intermedio. La confianza en las reformas, las oportunidades de gasto que se han abierto y el acceso

a abundante financiamiento externo han determinado un "boom" de gasto, que se ha traducido en dos hechos que son materia de preocupación en todos los países del area. A saber, una caída pronunciada del ahorro doméstico y una indeseable apreciación de la tasa de cambio real. Es apenas razonable poner en duda la sostenibilidad de las reformas estructurales cuando, en el proceso, se debilita de manera importante la generación de ahorro doméstico.

6. Dependiendo de las metodologías utilizadas, el período de tiempo analizado y el tipo de agente referenciado, existen resultados que dan soporte a diversas hipótesis sobre determinación del ahorro en Colombia. Resalta el hecho de que en ninguno de los estudios se encuentre una relación significativa entre ahorro y tasa de interés. Nuestros ejercicios indican, entre otras, que quizás la más poderosa herramienta de política para aumentar el ahorro es el incremento en el recaudo de impuestos indirectos.

7. El nuevo gobierno ha visto con preocupación la caída en el ahorro y la permanencia de presiones a la baja en el tipo de cambio. En virtud a suponer que hay gran inflexibilidad en el gasto público, ha postulado la necesidad de que disminuya el gasto privado. Con tal fin, se han tomado medidas para restringir el endeudamiento externo. Los resultados de nuestras estimaciones

indican que ese quizás no sea el camino más apropiado, ya que no parece haber una relación significativa entre financiamiento externo y ahorro doméstico. Las estimaciones que hemos reportado sugieren que hay una forma mucho más eficiente de aumentar el ahorro. A saber, si lo que se desea es disminuir el gasto en consumo del sector privado, lo más obvio, transparente y eficiente es aumentar el recaudo de impuestos, particularmente de aquellos de naturaleza indirecta. En tal sentido, el gobierno haría bien en mejorar la eficiencia en el recaudo de impuestos y en eliminar las múltiples exenciones existentes.

8. Por supuesto, se avanzaría poco si el recorte en el gasto privado se traduce en mayor gasto público. Registramos con gran preocupación las menciones del anterior y el actual gobierno en el sentido que hay inflexibilidades que impiden controlar este último. Si las inflexibilidades son tan fuertes, entonces se deben revisar la Constitución y la Ley. El Presupuesto de la Nación debe ser recuperado como una poderosa herramienta de política económica. Resignarse a que el Presupuesto es inflexible equivale a postular que en el país no se puede hacer política fiscal.

9. No obstante la lenta evolución del ahorro y su preocupante deterioro en algunos episodios, la profundización financiera ha

evolucionado satisfactoriamente, particularmente en los últimos años. Ello ha determinado que el sector productivo cuente con mejores y más eficientes mecanismos de financiación.

10. En una economía que ahorra poco y que está sujeta a una importante afluencia de divisas, se debe mirar con cuidado el proceso mediante el cual aumenta en forma demasiado pronunciada la cartera del sistema financiero. Una eventual reversión de los flujos de capital podría poner en riesgo la solidez del sistema financiero el cual, en el período reciente, ha "apalancado" gran parte de sus créditos en la abundancia de divisas. Por lo tanto, la adecuada supervisión de la actividad financiera se vuelve crucial, hoy más que nunca.

REFERENCIAS

Agudelo, M.I. (1991): "Compatibilización de las dos fuentes del ahorro y la inversión", **Ensayos sobre política económica**, junio.

Bilsborrow, R.E. (1968): **The determinants of fixed investing by manufacturing corporations in Colombia**, Tesis doctoral, Universidad de Michigan.

Calvo, G.A., L. Leiderman y C. Reinhart (1993): "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: The role of external factors", **IMF Staff Papers**, marzo.

Cárdenas, M. (1991): **Coffee exports, endogenous state policies and the business cycle**, Tesis doctoral, Universidad de California en Berkeley.

Carrasquilla, A. y H. Rincón (1990): "Relaciones entre déficit público y ahorro privado: aproximaciones al caso colombiano", **Ensayos Sobre Política Económica**, diciembre.

Carrasquilla, A. y N. Salazar (1992): "Sobre la naturaleza del ajuste fiscal en Colombia", **Ensayos Sobre Política Económica**, junio.

Carrizosa, M., C.J. Fajardo y R. Suescún (1982): **Análisis económico del sistema de valor constante**, Documento CEDE No. 71.

Chica, R. (1984): **La financiación de la inversión en la industria manufacturera colombiana: 1970-1978**, Informe del CEDE.

Clavijo, S. (1989): "Ingreso permanente y transitorio: ¿Qué tanto ahorran (o consumen) los colombianos?", **Coyuntura Económica**.

Deaton, A. (1989): "Saving in Developing Countries", **Annual Conference on Development Economics**, Banco Mundial.

Fainboim, I. (1990): "Inversión, tributación y costo de uso del capital en Colombia: 1950-1987", **Ensayos Sobre Política Económica**, diciembre.

Fry, M. (1988): **Money, Interest, and Banking in Economic Development**, The Johns Hopkins University Press.

Gaviria, A. (1993): "El ahorro privado y los términos de intercambio", **Ensayos Sobre Política Económica**, junio.

Herrera, S. (1994): "Comentarios sobre la política fiscal 1990-1994", en O.L. Acosta e I. Fainboim (eds.) **Las Reformas Econonómicas del Presidente Gaviria: Una Visión Desde Adentro.**

Levine, Ross (1994): **Does the Financial System Matter?**, The World Bank.

López, A. (1994): "La teoría del ingreso permanente y las restricciones de liquidez en Colombia", en R. Steiner (compil.) **Estabilización y Crecimiento, Nuevas Lecturas de Macroeconomía**, Fedesarrollo.

Naya, S. e P. Imada (1991): **Why east asian economies have been successful: some lessons for Latin America**.

Ocampo, J.A. (1992): "Trade policy and industrialization in Colombia 1967-1991", en G.K. Helleiner (ed.) **Trade and industrialization reconsidered**.

Ocampo, J.A., J.L. Londoño y L. Villar (1988): "Comportamiento del ahorro y la inversión: evolución histórica y determinantes", en E. Lora (ed.) **Lecturas de Macroeconomía Colombiana**, Fedesarrollo.

Ocampo, J.A., C. Crane y S. Farné (1990): "Determinantes del ahorro en Colombia, 1970-1987", en G. Held y R. Szalachman (eds.) **Ahorro y Asignación de Recursos Financieros**, CEPAL.

Ocampo, J.A. y R. Steiner (1994): "Introducción", en Ocampo (ed.) **Los Capitales Extranjeros en las Economías Latinoamericanas**, Fedesarrollo-BID.

Perry, G. y A.M. Herrera (1994): **Finanzas Públicas, Estabilización y Reforma Estructural en América Latina**, BID.

Ramírez, M. (1992): "El ahorro en Colombia", en Ediciones Uniandes, **Cambios Estructurales y Crecimiento**.

Sánchez, F., E. Lora y A. Parra (1993): "Ahorro, inversión y perspectivas de crecimiento en Colombia", en E. Bacha (ed.) **Requisitos de Ahorro e Inversión para Restaurar el Crecimiento en América Latina**, PUC Río de Janeiro y BID.

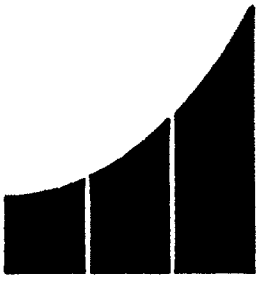
Servicios de Información y Econometría Ltda. (1982): **El sistema colombiano de ahorro y vivienda**, Bogotá, BCH.

Shome, P. (1992): "Trends and future directions in tax policy reform: a Latin American perspective", FMI, Documento de Trabajo.

Steiner, R. (compil.) (1994): **Afluencia de Capitales y Estabilización en América Latina**, Fedesarrollo y Tercer Mundo.

-------- y C. Fernández (1994): "Evolución y determinantes del contrabando en Colombia", **Coyuntura Económica**, septiembre.

Valderrama, M.T. (1991): "Impacto de la reforma tributaria de 1986 sobre la estructura patrimonial de las empresas", **Ensayos Sobre Política Económica**, junio.



FEDESARROLLO

FUNDACION PARA LA EDUCACION SUPERIOR Y EL DESARROLLO

FEDESARROLLO es una entidad colombiana, sin ánimo de lucro dedicada a promover el adelanto científico y cultural y la educación superior, orientándolos hacia el desarrollo económico y social del país.

Para el cumplimiento de sus objetivos, adelantará directamente o con la colaboración de universidades y centros académicos, proyectos de investigación sobre problemas de interés nacional.

Entre los temas de investigación que han sido considerados de alta prioridad están la planeación económica y social, el diseño de una política industrial para Colombia, las implicaciones del crecimiento demográfico, el proceso de integración latinoamericana, el desarrollo urbano y la formulación de una política petrolera para el país.

FEDESARROLLO se propone además crear una conciencia dentro de la comunidad acerca de la necesidad de apoyar a las Universidades colombianas con el fin de elevar su nivel académico y permitirles desempeñar el papel que les corresponde en la modernización de nuestra sociedad.