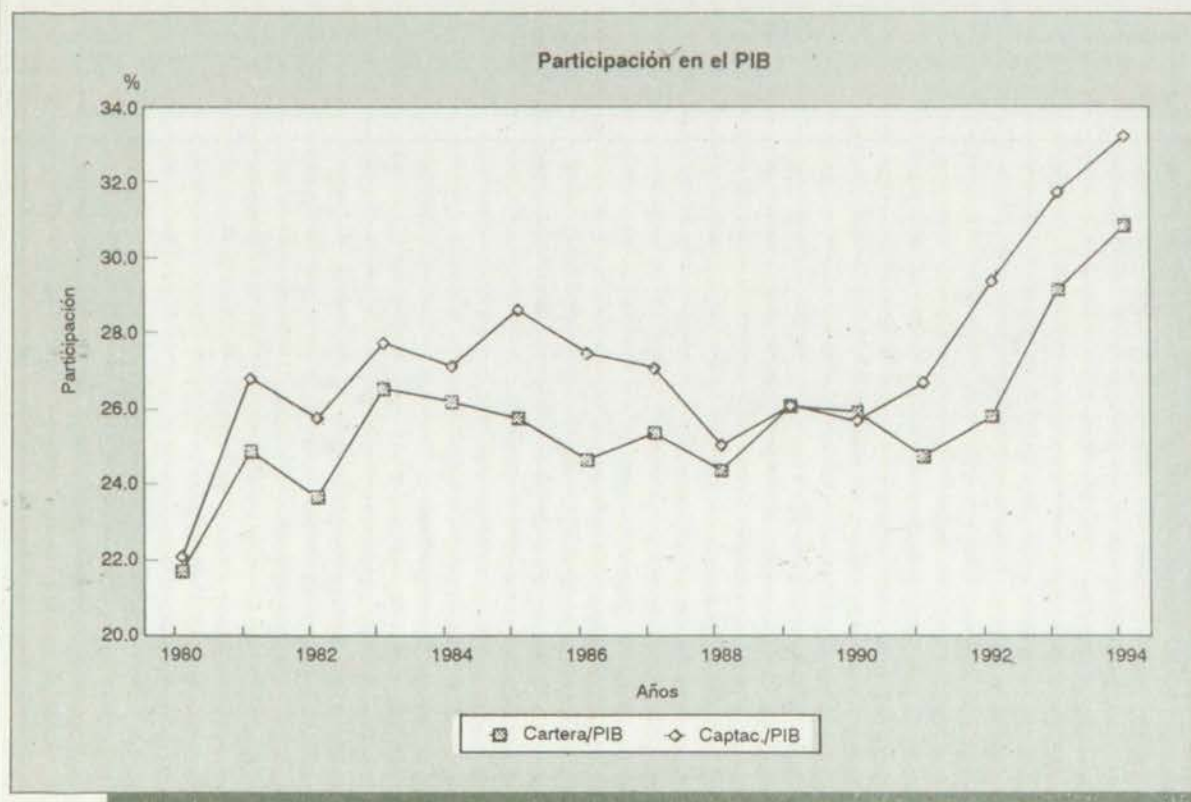


La relajación de las restricciones de liquidez y el aumento del consumo privado

Introducción

En los últimos dos años, el crédito de los intermediarios financieros tuvo un crecimiento sin precedentes en la historia económica del país. La cartera del sistema financiero aumentó a tasas superiores al 50% anual en 1993 y se espera que en 1994 crezca a ritmos cercanos al 45% anual. De esta manera, a septiembre de

1994, la cartera en moneda nacional representaba el 31.7% del PIB, después de haber permanecido en niveles próximos al 25% por cerca de una década. A su vez, las captaciones del sistema también registraron un gran dinamismo. En efecto, mientras en la década anterior ellas representaban en promedio 27.3% del PIB, en la actualidad alcanzan 33.4% del PIB (véase gráfico).



Al analizar el destino de la cartera se destaca la pérdida de participación progresiva del crédito al sector agropecuario e industrial. Así, mientras el primero tenía una participación de 13.4% en 1991, en marzo de 1994 ella era tan sólo de 7.5%; por su parte, el crédito al sector industrial

cayó de 21.2% a 15.6% en las mismas fechas. Este comportamiento contrasta con el crédito dirigido al consumo y al comercio, cuya participación, durante el período en cuestión, pasa de 17.7% a 22.3% y de 10.3% a 13.8% (Cuadro 1).

CUADRO 1

Composición de la cartera del sistema financiero según destino económico

(Participación porcentual)

	Diciembre 1991	Diciembre 1992	Diciembre 1993	Marzo 1994
Sistema financiero	100.0	100.0	100.0	100.0
- Agropecuaria	13.4	12.3	11.4	7.5
- Minería	1.9	1.4	1.1	1.2
- Industrial	21.2	19.7	16.1	15.6
- Comercio	10.3	10.8	13.1	13.8
- Eléctrico	1.4	1.3	0.9	0.9
- Servicios	3.0	3.5	4.9	4.7
- Construcción	28.9	28.6	28.5	30.9
- Consumo	17.7	20.0	21.3	22.3
- Admón. Pública y def.	2.1	2.4	2.7	3.0

Fuente: Informe trimestral de los establecimientos de crédito-Superintendencia Bancaria.

En el Cuadro 2 se observa el elevado crecimiento del gasto agregado en los últimos años y, en particular, durante 1993 cuando los consumos público y privado crecieron 17.8% y 8.8% en términos reales, respectivamente. En este sentido, es importante anotar que el aumento del gasto agregado ha superado considerablemente el crecimiento del producto y, por lo tanto, no es de extrañar el disparo del crédito de los intermediarios financieros. En la coyuntura actual, sin embargo, no hay claridad acerca de las razones que han contribuido al elevado crecimiento del consumo. Por esta razón, las presentes Notas tienen

el propósito de explicar dicho comportamiento, haciendo especial énfasis en el consumo privado. Las Notas están divididas en tres partes. En la primera, se enfatiza el papel que desempeña la relajación de las restricciones de liquidez en la Teoría del Ingreso Permanente (TIP), la cual, desde que fue postulada por Milton Friedman en 1957, ha sido la teoría predominante para entender los determinantes del consumo. La segunda parte analiza las causas de la disminución de las restricciones de liquidez, haciendo especial énfasis en los flujos de capital. La tercera parte señala la conclusión.

CUADRO 2

Ahorro y consumo

Años	Como proporción del PIB				Crecimiento real	
	Ahorro privado	Consumo privado	Ahorro público	Consumo público	Consumo privado	Consumo público
1985	12.9	69.0	4.1	10.7	1.9	4.5
1986	14.3	65.3	7.7	9.8	3.2	1.4
1987	14.0	66.1	7.0	9.8	3.8	5.6
1988	15.1	65.5	7.4	10.1	3.7	9.9
1989	13.6	65.3	7.3	10.6	3.2	5.6
1990	14.1	65.4	7.2	10.3	3.0	3.1
1991	12.9	66.3	9.7	10.3	1.6	3.2
1992 p	10.1	69.9	8.6	11.0	4.2	6.8
1993 pr	7.2	71.4	8.3	12.0	8.8	17.8
1994 pry	6.2	71.3	8.8	12.1	4.5	6.0

p: provisional DANE; pr: preliminar DANE; pry: proyección DNP.

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística y Departamento Nacional de Planeación.

I. Las restricciones de liquidez: consecuencias teóricas de su relajación

De acuerdo con la TIP, el consumo de los hogares está relacionado más con el ingreso futuro que con el ingreso corriente. De esta manera, el consumo tiende a ser mayor que el ingreso corriente cuando este último es bajo y con expectativas de aumentar, y tiende a ser menor que el ingreso corriente si se espera que éste descienda en el futuro. Esta predicción es semejante a la de la teoría del ciclo de vida, la cual sostiene que si los consumidores jóvenes anticipan un crecimiento prolongado en su ingreso, y pueden endeudarse a costa de dicho incremento, su desahorro en sus primeros años del ciclo de vida puede inducir una relación negativa entre ahorro y crecimiento.

En este sentido, la teoría del ciclo de vida bajo expectativas racionales indica que el ahorro bajará (subirá) si se espera que el ingreso aumente (caiga). En el caso colombiano, es probable que los agentes hayan asimilado el descubrimiento de Cusiana como un incremento en su ingreso disponible futuro ocasionando una disminución en su ahorro presente. En particular, este tipo de comportamiento es claro en el Gobierno, dado el aumento sin precedentes del consumo público (Cuadro 2).

Es importante enfatizar, sin embargo, que una condición necesaria para que se cumplan estas dos teorías (la TIP y la del ciclo de vida) es que los mercados de capitales sean perfectos: si algunos agentes tienen restricciones de liquidez, al estar sujetos a racionamientos en el crédito, el consumo tenderá a responder más al ingreso corriente que al futuro. De esta forma, si los individuos no están en capacidad de endeudarse, las reducciones en el ingreso irán acompañadas de descensos en el consumo a pesar de que exista la expectativa de mayores ingresos en el futuro. En otras palabras, el consumo será tan volátil como el ingreso corriente y no habrá posibilidad de suavizarlo.

En Colombia existe evidencia de que, hasta 1989, el 75% del ingreso le pertenecía a consumidores con restricciones de liquidez¹. En este sentido, se podría argumentar que tan sólo un 25% de los colombianos se comportaban de acuerdo con la teoría del ingreso permanente y del ciclo de vida, pudiendo así suavizar su consumo; el otro 75%, sin embargo, consumía todo su ingreso corriente estando sujeto a su volatilidad. Este resultado es compatible con el modelo clásico de Sir Arthur Lewis en donde la distribución

¹ López, A. (1994). "La Teoría del Ingreso Permanente y las restricciones de liquidez en Colombia", en Roberto Steiner (compilador), *Estabilización y crecimiento, Nuevas Lecturas de Economía*, Fedesarrollo.

del ingreso es un determinante importante del ahorro. En efecto, no debería sorprender que los agentes con restricciones de liquidez fueran los empleados urbanos y los campesinos, dado que ellos tienen un acceso más limitado al mercado de capitales que el que tienen los agentes urbanos con rentas de capital.

En parte, como consecuencia de las fuertes entradas de capital, las restricciones de liquidez reinantes en décadas anteriores han disminuido en los últimos años, lo cual se ha reflejado en los elevados crecimientos de la cartera experimentados en 1993 y 1994. De esta manera, a algunos agentes se les ha hecho más fácil endeudarse y, con ello, el consumo debe haber dejado de depender tanto del ingreso corriente y puede seguir una trayectoria menos volátil gracias a que las disminuciones en el ingreso corriente pueden ser suavizadas mediante un mayor endeudamiento. Así, pues, la disminución de las restricciones de liquidez en los últimos años, en Colombia, puede estar en capacidad de explicar el auge experimentado por el consumo privado o, dicho de otra manera, el descenso en el ahorro de los hogares, el cual no necesariamente debería ser visto como algo negativo, ya que simplemente es el rereflejo de que el consumo es ahora menos volátil que antes ².

Es interesante anotar que este tipo de comportamiento no es un fenómeno exclusivo de Colombia. En particular, las reformas financieras y cambiarias realiza-

das desde finales de los años ochenta en los países latinoamericanos, así como el influjo de capitales, condujeron al relajamiento de las restricciones de crédito enfrentadas por los hogares y, por ende, a un aumento en su consumo. Esto es especialmente claro en el caso mexicano, donde la relación consumo privado-PIB se incrementó de 69.4% a 72.2% entre 1988 y 1992, al tiempo que la relación crédito bancario a los particulares del sector no financiero-crédito total, pasó de 24.8% a 44.6% en igual período. A su vez, en 1991 y 1992 el crédito de consumo de la banca comercial y de desarrollo mexicana se incrementó en 62.0% y 44.5% en términos reales, respectivamente, mientras que el crédito total de estas instituciones aumentó 26.5% y 28.4% en dichos años.

Adicionalmente, cabría recordar el extraordinario auge del consumo en varios países desarrollados en la década del ochenta. En el caso del Reino Unido, por ejemplo, este auge estuvo asociado con el relajamiento de la estricta política monetaria imperante en los años setenta. El mayor acceso al crédito que tuvieron los

² Un factor adicional a la relajación de las restricciones de liquidez, que puede explicar el desarrollo reciente del consumo es la relación activos (tanto físicos como financieros)-ingreso. En efecto, de acuerdo con la teoría del ciclo de vida y/o del ingreso permanente, un incremento en dicha relación debe verse reflejado en un aumento de la relación consumo-ingreso. En particular, cabe anotar que, además de los incrementos en activos financieros, la inflación de activos fijos (*i.e.* vivienda) registrada en los últimos años puede haber inducido un significativo incremento de la relación activos-ingreso.

hogares británicos durante toda la década del ochenta como consecuencia de dicho relajamiento, representó un aumento sin precedentes en el crédito de consumo e hizo que los tradicionales modelos econométricos de consumo, los cuales no tenían en cuenta la liberación financiera, sufrieran un tremendo fracaso en el momento de hacer proyecciones.

Por otra parte, el hecho de que el crédito al consumo haya ganado participación, a la vez que aquél a la industria y a la agricultura haya perdido importancia (Cuadro 1), puede tener repercusiones perjudiciales en el crecimiento económico. En efecto, si los individuos no pueden endeudarse tanto como desean, el ahorro puede ser mayor que aquel efectuado en una economía con mercados de capitales perfectos³. Así, por ejemplo, mientras más alta sea la cuota inicial que un individuo debe dar para comprar una casa, mayor tendrá que ser el ahorro que éste realiza. A su vez, si el sistema financiero está en la capacidad de racionar el crédito a los hogares, al mismo tiempo que se lo otorga eficientemente a las empresas, la acumulación de capital y el crecimiento se pueden ver fortalecidos. La evidencia presentada por Jappelli y Pagano sugiere que la liberación financiera en los mercados de crédito e hipotecas para los consumidores, trajo consigo una disminución en el ahorro y en las tasas de crecimiento económico de los países de la OECD.

En resumen, la reciente disminución de las restricciones de liquidez puede tener efectos positivos sobre el bienestar de los individuos, ya que posibles bajas en su ingreso corriente pueden llegar a ser suavizadas a través de un mayor endeudamiento. No obstante, si dicho relajamiento afecta primordialmente a los hogares y no a las empresas, pueden existir efectos perjudiciales sobre el crecimiento. Además, es evidente que los esfuerzos del proceso de estabilización se dificultan si la disminución en el ahorro privado no es compensada por niveles de ahorro público superiores a los observados. De hecho, los mayores niveles de consumo han generado presiones inflacionarias sobre los bienes no transables, lo cual, unido al mayor crédito externo privado, ha sido factor de apreciación de la tasa de cambio.

II. Causas de la relajación de las restricciones de liquidez

La razón principal de la relajación de las restricciones de liquidez en los últimos años se encuentra en los elevados flujos de capital experimentados por la economía en esta década. Dichos flujos fueron estimulados por la presencia de diversos

³ Jappelli, T. y Pagano, M. (1994). "Saving Growth and Liquidity Constraints", *Quarterly Journal of Economics*, pp. 83-109.

factores externos, así como por las reformas estructurales emprendidas en años anteriores.

A) Los factores externos

Independientemente de la importancia que hayan podido tener las diferentes reformas adoptadas a principios de esta década en la atracción de capitales internacionales, los factores externos han desempeñado un papel central. Al fin y al cabo, no de otra forma se podría explicar que otros países de América Latina, que han ejecutado políticas macroeconómicas diferentes y que no han realizado reformas estructurales, hayan registrado flujos de capital incluso superiores a los presentados en Colombia.

Son diversos los factores externos que han inducido el flujo de capitales hacia América Latina. Entre ellos, cabe destacar: i) La caída en las tasas de interés de corto plazo de los Estados Unidos, las cuales, en 1991, alcanzaron su nivel más bajo desde principios de la década del sesenta. Dado el nivel de las tasas de interés en América Latina, dicho comportamiento debió incentivar la repatriación de capitales y el endeudamiento de los agentes latinoamericanos en el mercado de capitales de los Estados Unidos. ii) La recesión de los Estados Unidos y la caída de los términos de intercambio de América Latina, lo cual refleja fundamentalmente el descenso de

los precios del petróleo y otros bienes primarios. Estos factores han contribuido al deterioro creciente de la cuenta corriente de la balanza de pagos de los países latinoamericanos y a la necesidad de que éste sea financiado por capitales externos. Sin embargo, se debe reconocer que los choques autónomos a los flujos de capital internacional han desempeñado un papel más importante que los choques a los términos de intercambio, en el comportamiento reciente de los movimientos de capital hacia Latinoamérica. iii) Los cambios en la regulación en los mercados de capitales de los países industrializados en 1990. En particular, la aprobación de la "Regulación S" y la "Regla 144 A" en los Estados Unidos, disminuyó los costos de transacción enfrentados por los países en desarrollo en el mercado de capitales norteamericano⁴.

B) Los factores internos

Es difícil pensar en una relajación de las restricciones de liquidez de no haberse adoptado, a finales de 1990, la estrategia de apertura internacional que siguió las directrices generales adoptadas por el gobierno del presidente Barco en su programa de modernización de la economía.

⁴ Calvo, G., Leiderman, L. y Reinhart, C. (1993). "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America", *IMF Staff Papers*, Vol. 40, pp. 108-151.

Este plan contempló reformas profundas en la legislación laboral, en los regímenes cambiario y de comercio exterior, en el tamaño del sector público y en la modernización del sector financiero.

1. La apertura comercial y la política macroeconómica

En relación con el proceso de apertura económica, la disminución de aranceles llevó a una caída significativa de los precios relativos de los automóviles y otros bienes, lo cual estimuló el consumo. Además, se debe hacer referencia a las políticas macroeconómicas que acompañaron la apertura, ya que ellas contribuyeron al relajamiento de las restricciones de liquidez. En particular, la defensa de la tasa de cambio y el control de la inflación, en medio de una coyuntura internacional propicia para el influjo de capitales, hizo necesaria una política monetaria contractionista basada fundamentalmente en el empleo de Operaciones de Mercado Abierto (OMA). Si bien en el corto plazo esta medida contribuyó a frenar las presiones inflacionarias, en 1993 y 1994 buena parte del incremento de la base monetaria tuvo su origen en OMA que se estaban venciendo. Se podría argumentar, entonces, que la reducción en las restricciones de liquidez fue, en parte, el resultado del aumento de la oferta monetaria, originado en el intento de defender la tasa de cambio para consolidar el proceso de apertura.

A esta defensa contribuyó parcialmente el ahorro del sector público, el cual pasó de 7.2% del PIB en 1990 a 8.8% del PIB en 1994 (Cuadro 2). Con ello, la caída en el ahorro privado pasa a ser explicada no sólo por la política monetaria sino también por la fiscal. En efecto, existe evidencia de que un aumento en el ahorro público puede conducir a una disminución del ahorro privado⁵. En el caso colombiano este tipo de efecto puede haber sido reforzado por el hecho de que el aumento del ahorro público se originó en un incremento de los impuestos y no en una reducción de los gastos. En este sentido, el trabajo de Corbo y Schmidt-Hebbel estima que el ahorro privado puede caer entre 16 y 50 centavos si el ahorro público aumenta \$ 1 a raíz de un recorte del gasto; mientras tanto, si dicho aumento se produce como consecuencia de incrementos en los impuestos, la caída del gasto privado puede estar entre 48 y 65 centavos.

Finalmente, es importante anotar que la rigidez de los precios en el sector productor de bienes no transables, combinada con menores expectativas de devaluación de la tasa de cambio, trajo consigo una caída en la tasa de interés *ex-ante*. En efecto, dado que el precio de los bienes

⁵ Corbo, V. y Schmidt-Hebbel, K. (1991). "Public Policies and Saving in Developing Countries", *Journal of Development Economics*, vol. 36, North Holland.

no transables se determina de acuerdo con la inflación esperada y el exceso de demanda en ese mercado, las expectativas de una menor devaluación futura junto a unos mayores precios de los bienes no transables indujo la disminución en la tasa de interés. De esta manera, se estimuló la sustitución de ahorro por gasto, especialmente en bienes de consumo e inversión en el sector productor de bienes no comercializables. La principal expresión de este fenómeno fue el aumento del crédito interno y externo dirigido al mercado de estos bienes.

2. Otras reformas estructurales

Las reformas estructurales realizadas a principios de esta década no sólo estimularon la entrada de capitales extranjeros; ellas también contribuyeron a un relajamiento adicional de las restricciones de liquidez y al incremento del consumo de los hogares, al menos en el corto plazo.

Por una parte, la modernización del sector público y la reforma laboral condujeron a planes de retiro e indemnizaciones, los cuales estimularon el gasto privado. A su vez, la reforma financiera, establecida por la Ley 45 de 1990, diversificó la capacidad del sistema financiero para prestar financiación y servicios relacionados con la internacionalización de la economía; creó las bases para el ingreso al sector y otorgó los instrumentos para incrementar

la competencia y eficiencia del sector. De esta manera, la reforma consolidó el proceso de recuperación del sistema financiero iniciado en la mitad de los años ochenta⁶. En este sentido, se debe anotar que, en concordancia con la Ley 45 de 1990 y la Ley 35 de 1993, en lo corrido de esta década se privatizaron entidades financieras oficiales, se redujeron los niveles de encaje e inversiones forzosas y se redujo el grado de especialización de los intermediarios financieros, entre otras medidas. Ello, sin lugar a dudas, debió contribuir a la reducción de las restricciones de liquidez.

III. Conclusiones

A pesar del efecto positivo sobre el bienestar de los individuos que tiene la reducción de las restricciones de liquidez, los esfuerzos del proceso de estabilización se dificultan si la disminución en el ahorro privado no es compensada por niveles de ahorro público superiores a los observados. De hecho, los mayores niveles de consumo han generado presiones inflacionarias en los bienes no transables, a la vez que la dependencia sobre el crédito externo privado ha sido factor, como en el resto de América Latina, de apreciación

⁶ Cortés, J. (1993). "Reformas financieras en Colombia", mimeo, Banco de la República.

de la tasa de cambio. En este sentido, sería deseable una política fiscal que generara ahorro público a través de una reducción del gasto, ya que así disminuirían los efectos negativos que tiene el ahorro público sobre el privado y se atenuarían las presiones a la revaluación de la tasa de cambio.

Es una característica preocupante del crecimiento del crédito en los últimos años que la cartera con destino al consumo ha

ganado participación mientras que aquella con destino a la industria ha decaído en importancia. Tal como se argumentó en estas Notas, este tipo de comportamiento puede tener efectos perjudiciales en el crecimiento económico de largo plazo.

MIGUEL URRUTIA MONTOYA

Gerente General*

* Estas Notas se elaboraron con la colaboración del doctor Alejandro López Mejía.