



Ahorro financiero

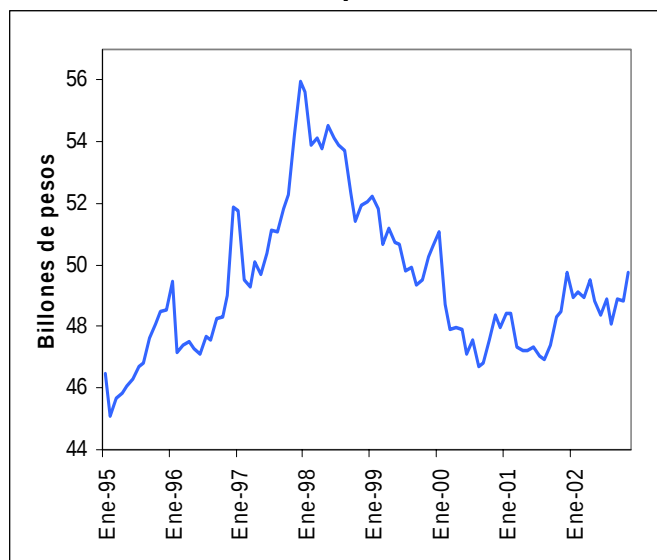
RECOMPOSICION DEL PORTAFOLIO

En algunos círculos han surgido recientemente interrogantes respecto a la evolución del ahorro financiero. Este –que comprende los medios de pago ampliados más los bonos menos el efectivo– registra un decrecimiento considerable a lo largo de los últimos 5 años.

Como lo indica el gráfico 1, el periodo más crítico en la evolución del ahorro financiero se inició en 1998. Aunque su caída parece haberse detenido desde mediados de 2001, todavía no retoma una clara tendencia ascendente y se encuentra en niveles muy bajos, en comparación con años anteriores. Entre diciembre de 1997 y noviembre de 2002 decreció en términos reales en \$6,2 billones de pesos de 1998, lo que equivale a una reducción de 11%.

Gráfico 1

Ahorro financiero real a precios de 1998



Fuente: Banco de la República. Cálculos: Asobancaria.

Puesto que el ahorro financiero representa la cantidad de recursos con la que los estableci-

mientos financieros apalancan el crédito que fluye hacia la actividad productiva y, por lo tanto, es un factor de impulso del crecimiento económico, reviste gran importancia explorar las causas de la situación descrita. Por ello, en esta edición de *La Semana Económica* se busca aportar una explicación de su evolución durante los últimos años. Para este fin, inicialmente se discute cuáles son los factores que explican la caída del ahorro financiero. Posteriormente se muestra cuál ha sido su efecto sobre la recomposición del portafolio financiero y de los hogares y, por último, se presentan algunas conclusiones.

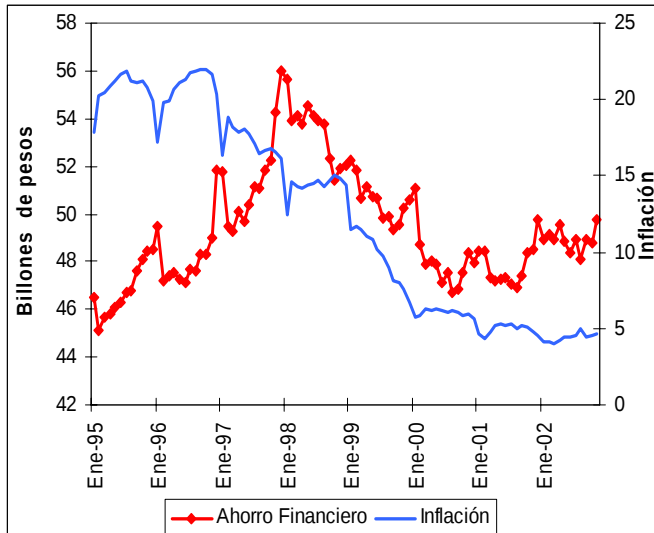
Inflación y ahorro forzoso

Un factor de gran importancia en la reducción del ahorro financiero es el rompimiento de la inercia inflacionaria que, hasta finales de los años noventa, mantenía la dinámica de la inflación en niveles de dos dígitos.

Con referencia a la inflación, la teoría económica afirma que al elevarse los niveles de precios, los individuos se ven obligados a destinar parte de sus ingresos corrientes a restablecer sus tenencias reales de dinero. Inflaciones elevadas hacen que el dinero pierda su valor con mayor rapidez, favoreciendo así el denominado ahorro forzoso, para proteger el poder adquisitivo.

Sin embargo, tras la fuerte reducción de la inflación de finales de los años noventa, la pérdida de valor del dinero se volvió más lenta y se hizo menos costoso mantener saldos reales de dinero. Por lo tanto, se puede afirmar que la menor depreciación del dinero ha favorecido la reducción del ahorro forzoso y, claro está, del ahorro financiero. El gráfico 2 aporta evidencia de esta relación, dado que muestra cómo coincide la caída del ahorro financiero con la disminución de la inflación.

Gráfico 2
Ahorro financiero real a precios de 1998 e inflación



Fuente: Banco de la República, DANE. Cálculos: Asobancaria.

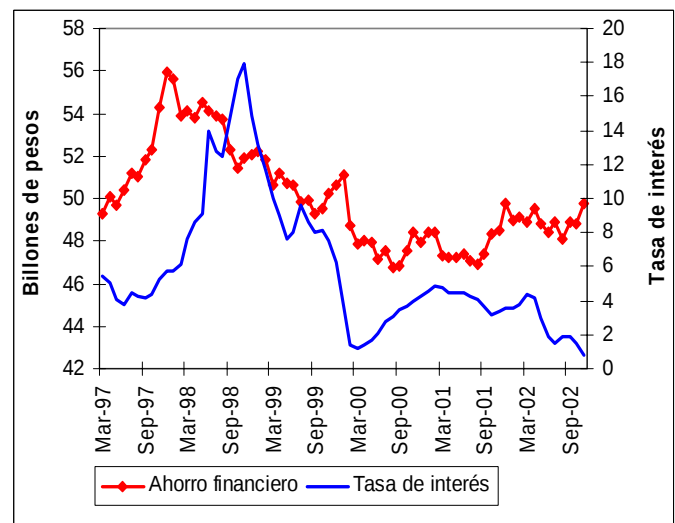
Tasas de interés y ahorro financiero

Otro factor que contribuye a explicar la evolución del ahorro financiero en Colombia, es el nivel de las tasas de interés. En el marco de la teoría económica neoclásica, la tasa de interés afecta las preferencias intertemporales de los consumidores, generando una disyuntiva entre un mayor consumo en el presente (lo que equivale a un menor ahorro) o un mayor consumo en el futuro (con mayor ahorro en el presente). En otras palabras, esto quiere decir que ante tasas de interés elevadas los individuos se ven incentivados a ahorrar, para así aumentar su consumo futuro en detrimento del consumo presente. Asimismo, una tasa de interés baja no genera mayores estímulos al ahorro, haciendo que los individuos valoren menos el rendimiento que obtienen por su dinero y prefieran entonces consumir una mayor parte de su ingreso en el presente, disminuyendo el ahorro.

Teniendo en cuenta la reciente coyuntura de las tasas de interés, se puede explicar parte de la evolución del ahorro durante los últimos años. En Colombia, las tasas reales han caído fuertemente desde finales de 1998, situándose hoy en día en

los niveles más bajos de la última década (ver gráfico 3), disminuyendo así la rentabilidad del ahorro. Esto implica que el ahorro genera un menor flujo de ingresos en el futuro y, por lo tanto, los individuos prefieren consumir más, especialmente bienes durables.

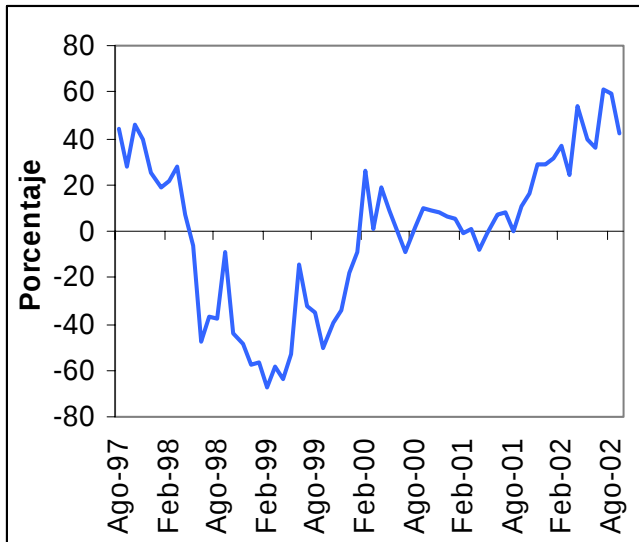
Gráfico 3
Ahorro financiero real a precios de 1998 vs tasa de CDTs real.



Fuente: Banco de la República. Cálculos: Asobancaria.

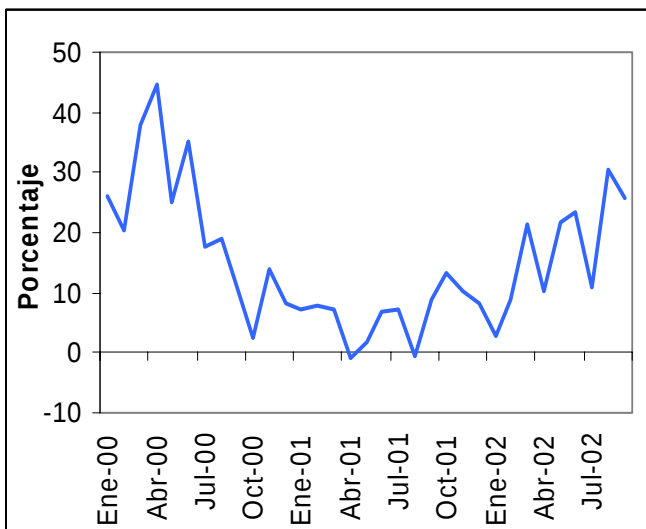
Alguna información reciente parece dar fuerza a esta hipótesis. El gráfico 4 muestra que pese a la baja dinámica de la economía, hay un notable repunte en las ventas de automóviles. Antes de la crisis económica de 1999 se vendían en el país alrededor de 140 mil vehículos nuevos por año. Con la crisis, las ventas cayeron hasta un mínimo de 57 mil en 1999. A partir de ese año se empiezan a recuperar gradualmente, pero adquieren una particular dinámica de crecimiento desde finales del año anterior (66 mil carros vendidos de enero a septiembre de este año). De igual forma, las ventas de electrodomésticos cambiaron su dinámica desde mediados del año anterior y están creciendo a tasas superiores al 20% anual (gráfico 5).

Gráfico 4
Crecimiento de las ventas de autos



Fuente: Econometría Consultores - Comité Automotor.
Cálculos: Asobancaria.

Gráfico 5
Crecimiento del índice real de ventas al por menor de muebles y electrodomésticos para el hogar



Base 1999=100

Fuente: DANE. Cálculos: Asobancaria

El tres por mil

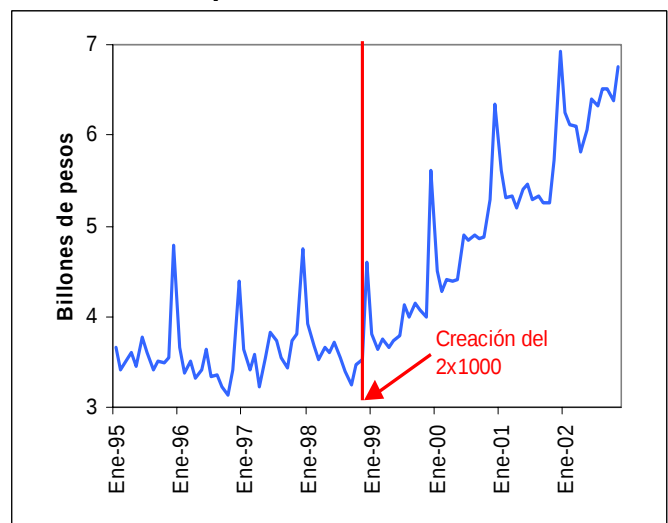
Quizás, uno de los factores que más aporta en la explicación de la disminución del ahorro

financiero durante los últimos años, es el gravamen sobre los movimientos financieros, que fue instaurado como impuesto transitorio en 1998, bajo el amparo del Estado de Emergencia Económica y Social. Por el atractivo de su fácil aplicación y elevado recaudo, pasó a ser un impuesto permanente y su tarifa se aumentó del 2 al 3x1000.

Este tributo ha generado grandes distorsiones en la economía y en el sistema financiero, como lo hemos resaltado en diversas oportunidades. Quizás uno de sus efectos más apreciables es la disminución de la rentabilidad que los ahorradores obtienen por sus depósitos, lo que ha generado una mayor preferencia por efectivo. Este efecto no sólo va en contra del desarrollo y modernización de los medios de pago, sino que se ha traducido en un decrecimiento del ahorro financiero.

El gráfico 6 muestra cómo a partir de la implantación del 2x1000 se registra un drástico cambio en la tendencia del efectivo.

Gráfico 6
Efectivo real a precios de 1998



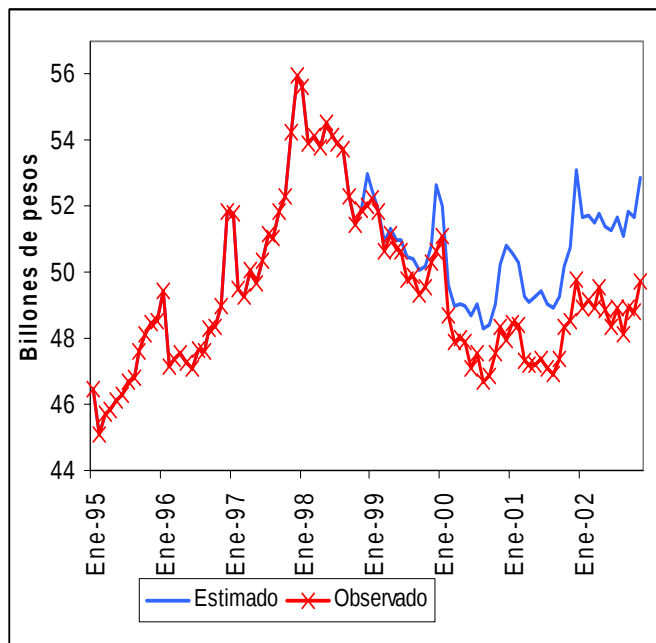
Fuente: Banco de la República. Cálculos: Asobancaria

Antes de la implantación del 2x1000, el ahorro financiero era el 93,6% de M3 más bonos, mientras que el restante 6,4% correspondía al efectivo. Hoy en día la proporción de ahorro fi-

nanciero es de 89%, cediendo frente al desbordado crecimiento del efectivo (68,2% en términos reales entre noviembre de 1998 y noviembre de 2002).

Del mismo modo, el gráfico 7 muestra cuál hubiese sido el nivel de ahorro financiero, de no existir el gravamen sobre los movimientos financieros¹. A partir de este gráfico se puede concluir que si bien este impuesto no explica toda la caída del ahorro, sí aclara en parte su evolución durante los últimos años; sin el gravamen, el ahorro financiero estaría hoy en niveles cercanos a los observados antes de su implantación.

Gráfico 7
Ahorro real observado y estimado a precios de 1998



Fuente: Banco de la República. Cálculos: Asobancaria

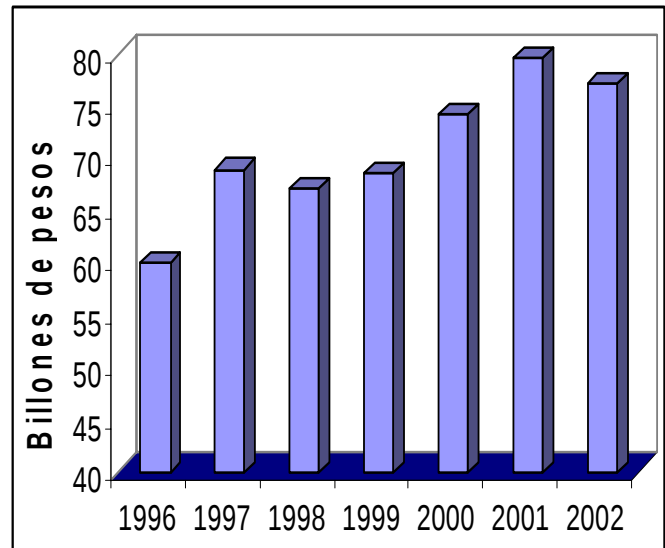
Recomposición del portafolio

La caída en el ahorro financiero puede también responder a una recomposición del portafolio de los inversionistas. Mientras que el ahorro fi-

¹ Esta estimación se obtiene proyectando el ahorro financiero, dado un nivel de efectivo igual al observado antes de la aplicación del 2x1000.

nanciero ha decrecido en los últimos años, el portafolio financiero presenta una tendencia totalmente diferente (gráfico 8). El portafolio financiero se obtiene sumando los TES, el agregado monetario M3 y los bonos.

Gráfico 8
Portafolio financiero real a precios de 1998



Fuente: Banco de la República. Cálculos: Asobancaria.

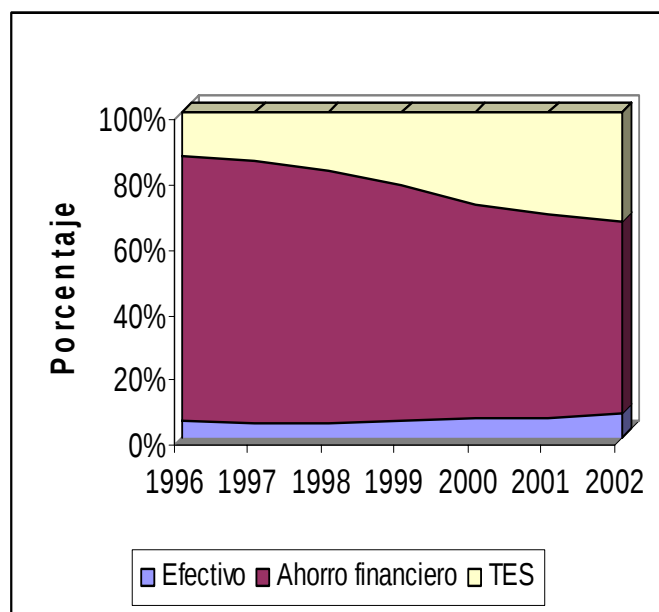
Precisamente, el considerable aumento que se observa en el portafolio financiero, obedece al crecimiento de las inversiones en títulos de deuda pública. Como se observa en el gráfico 9, las inversiones en deuda pública a noviembre de 2002 conformaban el 36,6% del total del portafolio financiero, frente al 13,4% observado en el mismo periodo de 1996.

El notable desarrollo del mercado de deuda pública en los últimos años ocasionó un cambio sustancial en la composición de los portafolios tanto de los establecimientos de crédito como de los inversionistas institucionales. Mientras que hace algunos años, la participación de los títulos emitidos por el sector financiero era la más alta, hoy han cedido ese puesto a los TES.

Diversas circunstancias han orientado esas decisiones. En el caso de los establecimientos de crédito han tenido peso particular las inversiones forzosas, la capitalización con los alivios de Fo-

gafín y la obligación del Banco de la República de realizar su política monetaria con títulos de deuda pública. En el caso de los fondos de pensiones han incidido las modificaciones en los rangos para la composición de sus portafolios. Adicionalmente, todo el esquema del mercado convirtió los TES en el instrumento más líquido, de forma que los fondos fiduciarios, las compañías de seguros, las firmas comisionistas de bolsa y, en general, todas las entidades financieras han incluido crecientes volúmenes de ellos en sus portafolios.

Gráfico 9
Composición del portafolio financiero real a precios de 1998



Fuente: Banco de la República. Cálculos: Asobancaria

Conclusiones

El ahorro financiero en Colombia ha decrecido durante los últimos años y sus causas son atribuibles a diferentes factores, como el gravamen a los movimientos financieros, la reducción de la inflación, los bajos niveles de tasa de interés y el desarrollo del mercado de deuda pública.

Dada la importancia que tiene el ahorro financiero para la labor de canalización de recursos para la financiación del desarrollo económico, se

deben buscar los mecanismos para restablecer su dinámica.

En nuestra opinión, la caída de la inflación y de las tasas de interés puede tener efectos transitorios en las decisiones intertemporales entre consumo y ahorro. Si los nuevos niveles de estas variables son estables, cabe esperar que los consumidores revisen sus decisiones; esto es, que las inflaciones de un dígito y las tasas de interés correspondientes constituyen un nuevo escenario que debe ser valorado por los agentes económicos.

La recomposición de los portafolios hacia los TES, sin duda contribuye a explicar la menor dinámica del ahorro financiero. Pero cabe esperar que sus efectos a futuro sean menores. En primer lugar, porque difícilmente el país repetirá un crecimiento tan acelerado de la deuda pública (por lo menos las presiones para un ajuste estructural de las finanzas públicas así lo indican). En segundo término porque la prudencia financiera indica que es sano tener un balance en los portafolios, evitando la concentración excesiva en un solo emisor.

De los diferentes aspectos que hemos mencionado, es claro que el gravamen a los movimientos financieros es el que genera mayores distorsiones. Aun cuando se puede entender que la situación de penuria fiscal presione a la toma de decisiones que no siempre son las mejores en materia de estructura impositiva, el país debe mantener en la mira que este impuesto debe ser eliminado en el mediano plazo; esto implica quitarle su carácter permanente y devolverle el transitorio.