

**ANÁLISIS DEL COMPORTAMIENTO DE LA INVERSIÓN PRIVADA EN
COLOMBIA 1980-2002**

**HENRY FERNANDEZ PINTO
JAZMIN MARITZA SERRANO MANTILLA**

**UNIVERSIDAD INDUSTRIAL DE SANTANDER
FACULTAD DE CIENCIAS HUMANAS
ESCUELA DE ECONOMIA Y ADMINISTRACION
BUCARAMANGA
2005**

**ANÁLISIS DEL COMPORTAMIENTO DE LA INVERSIÓN PRIVADA EN
COLOMBIA 1980-2002**

**HENRY FERNANDEZ PINTO
JAZMIN MARITZA SERRANO MANTILLA**

Trabajo de Tesis

**ISAAC GUERRERO RINCON
Director de Trabajo de Grado**

**UNIVERSIDAD INDUSTRIAL DE SANTANDER
FACULTAD DE CIENCIAS HUMANAS
ESCUELA DE ECONOMÍA Y ADMINISTRACION
BUCARAMANGA
2005**

“A mi familia, especialmente a mis padres, Luis Francisco Fernández y Blanca Pinto, por todos sus esfuerzos, dedicación y sobre todo por guiarme por el camino del conocimiento.

A mis compañeros de la escuela de economía, por todos los momentos vividos y especialmente a tí Jazmin Serrano por haber compartido instantes difíciles y especiales.

Igualmente, a tí Mayita Vera Jácome y a tu familia por mostrarme la senda inmensa del amor y la fraternidad”.

Henry Fernández Pinto.

“A Dios y a la virgen, por iluminarme y darme fortaleza para culminar mis estudios; a mi padre y a mi madre por permitirme lograr una meta más en mi vida; a mi familia por darme sustento y apoyo en momentos importantes; a Henry, mi compañero de trabajo de grado, por su paciencia, confianza y por demostrarme que aún los hombres pueden ser los mejores amigos; y finalmente a Jairo Andrés por darme motivos para continuar, por estar siempre ahí cuando más lo he necesitado y por brindarme todo su amor”.

JAZZ

AGRADECIMIENTOS

Al profesor Isaac Guerrero por sus consejos, orientación, su dedicación y sobre todo por creer en nuestra capacidad. Por esto y mucho más....Gracias.

Igualmente a todos los profesores de la escuela de economía por haber forjado y sentado las bases teóricas y prácticas de nuestro conocimiento.

CONTENIDO

	pág.
INTRODUCCION	14
1. MARCO TEORICO Y CONCEPTUAL	16
1.1 MARCO TEORICO	16
1.1.1 Neoclásicos	16
1.1.2 J. M. Keynes	23
1.1.3 Hyman Minsky	27
1.2 MARCO CONCEPTUAL	29
2. ANÁLISIS DEL COMPORTAMIENTO Y DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN PRIVADA EN COLOMBIA 1980-2002	31
2.1 RESEÑA DEL COMPORTAMIENTO DE LA INVERSIÓN PRIVADA	31
2.1.1 Inversión Privada En El Contexto De América	31
2.1.2 Inversión Privada En Colombia	39
2.2 ANÁLISIS DE LOS PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN PRIVADA EN COLOMBIA	53

3. EFECTOS DE LAS REFORMAS ESTRUCTURALES Y LOS SHOCKS EXTERNOS EN EL DESEMPEÑO DE LOS PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN PRIVADA EN COLOMBIA	68
3.1 PRINCIPALES REFORMAS ESTRUCTURALES	68
3.2 POLÍTICA ECONÓMICA Y DESEMPEÑO DE LA INVERSIÓN PRIVADA Y EL AHORRO EN COLOMBIA	72
3.3 LOS SHOCKS EXTERNOS Y SUS EFECTOS SOBRE EL AHORRO Y LA INVERSIÓN PRIVADA	82
4. CONCLUSIONES	87
BIBLIOGRAFIA	90
ANEXOS	93

LISTA DE ANEXOS

	pág.
Anexo A Variables macroeconómicas América Latina	93
Anexo B Variables macroeconómicas Colombia	94
Anexo C Variables modelo econométrico	95
Anexo D Ahorro en Colombia	96

LISTA DE GRAFICOS

	pág.
Gráfico 1 Ajuste del stock de capital	23
Gráfico 2 Comportamiento de FBKF en América Latina	32
Gráfico 3 Evolución del PIB en América Latina	33
Gráfica 4 Cuenta Corriente América Latina	37
Gráfico 5 Tasas de crecimiento de FBKF e inversión privada en Colombia	40
Gráfico 6 Tasa de crecimiento del PIB y FBKF en Colombia	41
Gráfico 7 Comportamiento inversión privada y pública en Colombia	41
Gráfico 8 Déficit de la balanza comercial Colombia	42
Gráfico 9 Cartera del sistema financiero colombiano	43
Gráfico 10 Tasas de interés en Colombia	47
Gráfico 11 Déficit del GC y SPNF	49
Gráfico 12 Ahorro público y privado en Colombia	79
Gráfico 13 Ahorro de los hogares y empresas en Colombia	80

LISTA DE CUADROS

	pág.
Cuadro 1 Modelo uno	59
Cuadro 2 Modelo dos	60
Cuadro 3 Multicolinealidad	61
Cuadro 4 Test de Chow	61
Cuadro 5 Heterocedasticidad	62
Cuadro 6 Autocorrelación	62
Cuadro 7 Ljung-Box	63
Cuadro 8 Test de Rancing	63
Cuadro 9 Modelo Final	64

TITULO: ANALISIS DEL COMPORTAMIENTO DE LA INVERSION PRIVADA EN COLOMBIA 1980-2002*

AUTORES: HENRY FERNANDEZ PINTO**

JAZMIN MARITZA SERRANO**

PALABRAS CLAVES: Inversión privada, determinantes, reformas neoliberales, shocks externos, política económica.

DESCRIPCION O CONTENIDO:

En este trabajo se presenta un análisis del desenvolvimiento de la inversión privada en Colombia durante el periodo comprendido entre 1980-2002. Allí se pudo constatar que el comportamiento de la inversión fue muy volátil e inestable; causa de ello se deriva de factores tales como el mal manejo de la política económica (monetaria, fiscal y cambiaria), así como las crisis financieras generadas tanto por los problemas internos como por shocks externos.

De igual forma se encontró evidencia del impacto negativo que causó las reformas estructurales neoliberales de finales de los ochenta y principios de los noventa. Esto se pudo corroborar por medio de un modelo econométrico en el cual se incorporó una variable cualitativa que hacía referencia a la misma.

La metodología que se implementó fue de carácter descriptivo deductivo; de esta forma, en primera instancia se realizó un análisis evolutivo de la inversión y posteriormente se extrajeron las causas de dicho desenvolvimiento.

* Trabajo de tesis de grado.

** Facultad de ciencias humanas. Escuela de economía. Director: ISAAC GUERRERO RINCON.

TITLE: ANALYSIS OF THE PERFORMANCE OF THE PRIVATE INVESTMENT IN COLOMBIA 1980-2002*

AUTHOR: HENRY FERNANDEZ PINTO
JAZMIN MARITZA SERRANO****

KEY WORDS: investment private, determinant or decisive, reform neoliberal, external shocks, economical policy.

DESCRIPTION OR CONTENT:

In this word is present an analysis of the development private investment in Colombia during the period among 1980-2002. There is can verify that the investment performance was very volatile and unstable; cause of it is derive of factor just as the wrong handling of the economical policy (monetary, fiscal, and exchange), as well as the financial crisis generate so much by internal problematic as by external shocks.

Of same way is found evidence of the negative impact that cause the neoliberal structural reform of last of the 80`s and beginning of the 90`s. This is be beable to corroborate by means of an econometrical model in which is incorporated a qualitative variable that make reference to same.

The methodology that is implementing was of descriptive deductive nature; of this way, in first instance is make an evolutionary analysis of the investment and later is extract the causes of say development.

* Work of thesis of grade.

** School of human`s science. School of economy. Director: ISAAC GUERRERO RINCON.

INTRODUCCION

La importancia que presenta la inversión privada en el contexto económico colombiano ha motivado la realización de diversos estudios sobre el papel de esta variable como catalizadora de la economía. Por tal motivo al analizar el desenvolvimiento de la inversión privada en Colombia y su contexto América Latina, se observa que a lo largo de las dos últimas décadas esta variable presentó un comportamiento bastante irregular afectando adversamente tanto indicadores económicos como sociales.

Los estudios realizados sobre la inversión privada como tal son muy escasos, en su mayoría tratan la inversión privada sectorial, como es el caso de los estudios sobre inversión en infraestructura, en telecomunicaciones, en industria, entre otros; y en algunos casos, los trabajos, se enfocan en los determinantes de la inversión total. En especial, la mayoría de investigaciones se dirigen a corroborar el modelo del acelerador keynesiano, y en algunos casos a revisar el efecto de variables que en particular consideran relevantes.

En este sentido la presente investigación tiene por objeto realizar un análisis del comportamiento de la inversión privada en Colombia en las últimas dos décadas y partiendo de allí, determinar las principales variables que influyen en el comportamiento de la inversión privada. A su vez analizar la influencia de las reformas estructurales, el manejo de la política económica y los efectos generados por los shocks externos sobre los principales determinantes de la dinámica de la inversión y el ahorro.

El tipo de estudio que se llevará a cabo será de carácter descriptivo-explicativo. Descriptivo ya que permite la delimitación de los sucesos que conforman el problema de investigación, haciendo posible descubrir y corroborar la relación de los elementos que influyen en la variable de análisis: la política económica (fiscal, monetaria y cambiaria) las reformas estructurales y shocks externos. De igual forma el estudio es de tipo explicativo ya que da cabida a la comprobación de hipótesis causales, es decir permite explicar la relación causa efecto entre variables dependientes e independientes. De conformidad con lo anterior, se llevara a cabo, primero una fase descriptiva para posteriormente pasar a una fase explicativa.

La realización de una investigación de este nivel, es de gran importancia ya que permite colocar en controversia distintos aspectos relevantes. En primer lugar contrastar la realidad económica con los modelos teóricos del pensamiento convencional, en segundo lugar determinar las causas y efectos que generaron el

desarrollo económico en un periodo dado (1980-2002) y, en última instancia actualizar, corroborar y ampliar estudios anteriormente realizados.

De igual manera se determina este periodo de estudio, ya que es precisamente en estas dos últimas décadas donde se percibe un cambio del modelo económico, se pasa de un proteccionismo acérrimo a un liberalismo económico de carácter neoclásico como se esbozara posteriormente. Dichas reformas estructurales pretendían dinamizar el desarrollo económico y para tal fin una de las variables claves era la inversión. En este sentido es de vital importancia analizar el comportamiento de la inversión privada en Colombia antes y después de dichas reformas.

Para tal fin, en el primer capítulo se esbozará las principales corrientes del pensamiento económico que hacen referencia a la inversión privada. En particular se traerá a colación la teoría neoclásica por ser la base de las reformas estructurales de los años noventa. En segunda instancia se traerá a colación la teoría keynesiana dada su importancia para la interpretación tanto del comportamiento como de los determinantes de la inversión. Igualmente se presentará la teoría de Hyman Minsky para el análisis de los ciclos financieros buscando explicar la incidencia de éstos sobre los niveles de inversión, dado que en el desarrollo económico el sistema financiero interfiere en el proceso real de la inversión.

De igual forma en un segundo capítulo se realizará un análisis tanto del comportamiento de la inversión privada en Colombia como su contexto América latina; y de igual forma se revisará los determinantes de la inversión privada a la luz de las teorías antes expuestas.

En un tercer capítulo, en base a los principales determinantes de la inversión privada, se examinará igualmente el efecto tanto de las reformas estructurales, el manejo de la política económica así como los shocks externos, sobre la variable de análisis. Finalmente teniendo una visión más clara y amplia sobre la inversión privada en Colombia, se presentará una serie de conclusiones.

1. MARCO TEORICO Y CONCEPTUAL

1.1 MARCO DE REFERENCIA

Dentro de la teoría económica convencional se ha venido estudiando la relación existente entre el crecimiento económico y la inversión, buscando entre otros explicar sus determinantes y a su vez analizar la influencia tanto de los diferentes agentes económicos como del Estado sobre la misma. Como resultado de ello han surgido diversas teorías con el ánimo de controvertir y ampliar los argumentos respecto a dicho tema.

Dada la importancia de la inversión en el ámbito económico y para el propósito de la presente investigación –la inversión privada en Colombia- se asumirá como marco de referencia tres enfoques teóricos, con el fin de analizar a la luz de estos enfoques tanto el comportamiento y los determinantes de la inversión como el impacto de la política económica y el contexto internacional. En primer lugar se revisará la teoría neoclásica por ser la base en la cual se fundamentan las reformas estructurales de los años noventa, que le dará sustento a la principal hipótesis de este trabajo. En segunda instancia se traerá a colación la teoría keynesiana dada su importancia para la interpretación tanto del comportamiento como de los determinantes de la inversión.

Por último se tendrá en cuenta la teoría de Hyman Minsky para el análisis de los ciclos financieros buscando explicar la incidencia de éstos sobre los niveles de inversión, dado que en el desenvolvimiento económico el sistema financiero interfiere en el proceso real de la inversión. Esto da lugar a que el sistema financiero sea una pieza clave en el análisis de la inversión privada.

1.1.1 Neoclásicos. El modelo neoclásico centra su análisis en la asignación eficiente de los recursos de una economía. Para esta corriente del pensamiento económico, sí se deja operar libremente las fuerzas del mercado, si no existe intervención estatal, monopolios, la producción será la máxima posible y la economía logrará el pleno empleo de todos los factores de producción (tierra, capital y trabajo).

“La flexibilidad de los precios de todos los factores de la producción es el mecanismo que garantiza una situación de equilibrio en la que la totalidad de los recursos es utilizada, en la que oferta y demanda se igualan, en la que los planes de todos los agentes económicos se ven cumplidos”¹.

¹MEADE, James. *Una teoría neoclásica del crecimiento*. Fondo De Cultura Económica. p.11-15.

Desde esta perspectiva la existencia de recursos ociosos se explica por factores externos al funcionamiento normal del mercado capitalista. Responden a la intervención del estado, que con sus políticas obstaculiza el libre juego de los agentes económicos (mediante la fijación de precios, el gasto público, etc.) impidiendo así el equilibrio general de la economía y por tanto la utilización eficiente de todos los recursos (tierra, capital y trabajo).

En conformidad con lo anterior, el modelo de los neoclásicos se desarrolla funcionando en tres mercados: mercado de trabajo, de bienes y de dinero. En lo referente al mercado de trabajo este considera en primer lugar, al equipo de capital como constante en el corto plazo, de este supuesto se deduce que el producto solo podría variar cuando varíe la cantidad de trabajo utilizada. El modelo se desarrolla en la siguiente ecuación:

$$Y = f(K, N)$$

Donde,

Y= producto;

K= equipo de capital disponible, constante en el corto plazo;

N= cantidad de trabajo.

La característica esencial de esta función reside en sus rendimientos decrecientes, la mayor contratación de trabajo trae consigo un producto total mayor, pero el incremento del producto decrece a medida que aumenta la mano de obra empleada. Esto debido a que en el corto plazo el equipo de capital es constante.

Así, una empresa que opere en libre competencia contratara trabajadores hasta el punto en que el valor del producto marginal del trabajo sea igual al salario² (precio del trabajo). En consideración el valor del producto marginal del trabajo representa el ingreso adicional que recibirá el empresario a la hora de vender un producto adicional. El empresario solo demandara trabajo hasta el punto en que el ingreso adicional obtenido por utilizar una unidad adicional de trabajo sea igual al costo adicional en el que incurrió, se trata de comparar el ingreso adicional con el salario. Es decir la demanda de trabajo se detiene en el punto en que el valor del producto marginal del trabajo es igual al salario.

La demanda de trabajo no puede llevarse más allá de este nivel, ya que el ingreso percibido por la venta del producto (valor del producto marginal) resultaría inferior al costo adicional (salario) requerido para generar esa producción.

De estas consideraciones como lo expresa Andjel³, se percibe que dada las características de la función de producción $Y = f(K, N)$, resultaría imposible incrementar el salario correspondiente a cada nivel de empleo, pues hacerlo significaría que los costos (salario) resultarían superiores a los ingresos que se

²CUADRADO RUROURA, Juan R. *Introducción a la política económica*. Mc Graw-Hill 1995.

³ ANDJEL, Eloísa. *Keynes: teoría de la demanda y el desequilibrio*. Editorial Diana, 1992.

recibirían (valor del producto marginal del trabajo). Así, solo cambios en las técnicas utilizadas permiten salarios mayores a un nivel de empleo determinado. Por consiguiente desde esta perspectiva no cabe el desempleo, de existir desempleados, ellos lo son por decisiones propias, ya que una reducción en el salario permitiría aumentar la demanda de trabajo.

Bajo estas condiciones, la flexibilidad del trabajo posibilita el pleno empleo de la fuerza de trabajo disponible y por consiguiente garantiza la obtención del producto máximo que los recursos disponibles permiten.

En cuanto al mercado de bienes en el modelo, como se esbozo anteriormente, al asumir que la flexibilidad permite el pleno empleo de la mano de obra, de igual forma se generará la máxima producción en una economía. Supone entonces que cualquiera que sea la producción alcanzada esta será demandada (vendida) y por ende siempre habrá un equilibrio en el mercado. Se asume como válida la ley de Say según la cual la oferta crea su propia demanda.

Por consiguiente la plena realización del producto en la economía, requiere que todo el ingreso producido en el periodo sea gastado, es decir que todo el ingreso monetario se dirija a la compra del producto que dio origen a ese ingreso. De donde este ingreso debe gastarse en la compra de bienes de consumo e inversión.

Como lo expone Andjel⁴, generalmente “los receptores de ingreso no consumen la totalidad del mismo ni la invierten directamente, sino que ahorran parte de él. Para lograr la plena* realización del producto se requiere que la parte del ingreso no consumido –esto es, ahorrado- sea invertido”.

Los neoclásicos asumen que el ingreso no consumido (ingreso ahorrado) mediante la operación del mercado es invertido. Para ellos el ingreso no consumido es ahorrado, pero este ahorro no se traduce en atesoramiento, ni en dinero ocioso, por el contrario estos saldos se trasladan al mercado de dinero donde se compran bonos que generan un rendimiento.**

Los individuos que emiten estos bonos, permiten a su vez, que otros empresarios puedan comprar bienes de capital por encima de sus ahorros. De esta forma, mediante el mercado como mecanismo de equilibrio, la demanda de ahorros (o inversión) se iguala siempre con la oferta de ahorros; y por tanto se llega a una

⁴ Ibíd.

*Bajo el enfoque neoclásico la plena realización del producto se obtiene cuando se optimiza el uso de los factores (tierra, capital y trabajo).

** Para los neoclásicos el sistema financiero es un perfecto regulador de la actividad del sector real y por tanto este no genera ningún desequilibrio al sistema; de existir desequilibrios estos son resultado de la intervención estatal.

situación en la que todo el ingreso no consumido es dirigido a la inversión. $S = I$

Con respecto al mercado de dinero, en este modelo, la función más relevante que se le asigna al dinero es la de realizar transacciones. A su vez se asume una identidad contable que indica que la cantidad de dinero que circula es igual al valor del total de las transacciones. $M*V=P*T$

En el modelo neoclásico el estado óptimo de la economía se da cuando simultáneamente se presenta equilibrio en los tres mercados, es decir, cuando en el mercado de trabajo la oferta laboral es igual a la demanda laboral; así mismo en el mercado de bienes el ahorro es igual a la inversión, y finalmente en el mercado de dinero se asume que la cantidad de dinero que circula es igual al valor del total de las transacciones.

$$DL = OL$$

$$S = I$$

$$M*V = P*T$$

Donde,

OL= oferta de trabajo

DL= demanda de trabajo

S = ahorro

I = inversión

M = masa monetaria

V = velocidad de circulación

P = precios

T = número de transacciones

Dadas las condiciones y supuestos anteriores, para los neoclásicos bajo este esquema se genera una situación de equilibrio en la economía, por lo tanto la ley de Say rige dado que toda la producción es absorbida por la demanda y luego todo el ingreso no consumido (ahorrado) es invertido, estando así siempre el mercado en equilibrio.

Estas ideas se constituyeron en la base fundamental de las reformas estructurales neoliberales de finales de los años ochenta y principios de los noventa en Colombia, las cuales tenían como finalidad abrir el mercado financiero y comercial, generando una mayor movilidad de recursos destinados tanto al ahorro como a la inversión, y de esta forma provocar un mayor crecimiento económico.

Por otra parte, esta corriente de economistas plantearon las bases de los determinantes o componentes esenciales de la función de inversión. Para ellos la demanda de inversión se ve afectada por diferentes variables como son: la tasa de interés, el nivel de producción, la depreciación, los impuestos y la política económica.

Su análisis se divide en dos partes, en primer lugar intentan determinar cuál es el stock de capital deseado (aquel que le gustaría tener a las empresas en el largo

plazo); y en segundo lugar interpretar el ritmo al que los empresarios ajustan su stock de capital para alcanzar el nivel que desean a lo largo del tiempo.

En lo referente al stock de capital deseado los empresarios en el momento de decidir cuánto nuevo capital deben utilizar en su proceso productivo tienen en cuenta elementos como la aportación del nuevo capital a sus ingresos y el costo de utilizar más capital. Estos elementos son tomados como el valor del producto marginal del capital* y el costo de alquiler o uso de capital**.

De lo anterior se deduce una primera aproximación al proceso inversor: la empresa estará interesada en aumentar su stock de capital en la medida en que el valor del producto marginal del capital*** sea superior o al menos igual al costo de alquiler o uso del capital. Por tanto, cuando el valor del producto marginal del capital es inferior al costo de uso de capital, los empresarios no estarán dispuestos a realizar ningún proyecto de inversión, dado que en este punto los costos son superiores a los ingresos.

Para dar una mayor amplitud a esta relación básica es necesario especificar que determina para los neoclásicos el costo de uso (alquiler) del capital. Para calcular el costo de uso de capital, se parte del siguiente supuesto: que la empresa o el inversionista al momento de comprar nuevo capital recurre a la financiación. Partiendo de este supuesto el costo del uso del capital será igual al tipo de interés que constituye el primer indicador del costo de la inversión. Aunque como lo expresa Sachs⁵, incluso aunque la empresa financie la inversión por medio de recursos propios (beneficios retenidos) debe considerar que el tipo de interés es el costo de oportunidad, ya que podría prestar esos recursos y obtener intereses por ellos.

Ahora bien, cabe suponer que la empresa compra el capital con recursos prestados y paga los intereses correspondientes. Así mismo, como es lógico el capital se deprecia a lo largo del tiempo, con lo cual la empresa debe gastar dinero para que el capital siga funcionando y para reponerlo en el futuro. Por tanto esa depreciación es considerada como un segundo elemento del costo de utilizar el capital.

Un último elemento de gran importancia dentro de la determinación del costo de uso de capital es la influencia que ejercen los impuestos gubernamentales. En la exposición de la teoría neoclásica de la inversión de Fisher⁶ se considera un

* El valor del producto marginal es igual a el producto marginal del capital (aumento que experimenta la producción utilizando una unidad adicional de capital) multiplicado por el precio del producto.

** Es el costo de utilizar una unidad adicional de capital.

*** Es en última instancia el ingreso adicional percibido.

⁵SACHS, Larrayn. Macroeconomía

⁶FISHER, Stanley. DORNBUSCH, Rudiger. STARTZ, Richard. Macroeconomía. Séptima Edición. Mac Graw Hill, 1998.

elemento del costo de uso de capital los impuestos*, en contraposición a otros macroeconomistas como Sachs Larrain, Robert Barro y otros, los cuales los excluyen. Dichos impuestos son en primer lugar, el impuesto sobre la renta; y en segundo lugar la deducción fiscal por inversión.

El impuesto a la renta de sociedades es un impuesto (t) proporcional sobre los beneficios, el cual afecta el nivel de inversión en dos formas: en primer lugar, bajo el supuesto de un aumento en los impuestos, la inversión se ve afectada como resultado de una reducción en el ingreso neto. Dado que la proporción del ingreso destinada al consumo es constante esta reducción del ingreso no se traduce en una reducción del consumo, sino por el contrario en una reducción del ahorro y por tanto del nivel de inversión.

Un segundo efecto sobre el nivel de inversión, consecuencia de un aumento en este impuesto, se percibe en el mercado accionario cuando la inversión se financia en parte mediante capital en acciones; dado que los accionistas que invierten en las empresas (las cuales usan estos fondos para financiar inversión) transfieren este costo adicional del impuesto al costo de la acción, se genera por tanto una caída en las expectativas de la empresa de financiar inversión mediante acciones como resultado de un mayor costo del rendimiento de las acciones.

En contraposición al impuesto sobre la renta, la deducción fiscal por inversión permite a las empresas deducir una proporción (t) de los impuestos a la renta, de acuerdo al monto de inversión hecha durante un período. Esta medida busca incentivar el nivel de inversión y reducir el costo de uso de capital. De acuerdo a todas las consideraciones anteriores podemos expresar por tanto el costo de uso de capital en la siguiente función:

$$\begin{aligned} \text{CU} &= f(\text{tipo de interés} + \text{depreciación} + \text{impuestos} - \text{deducción fiscal}^*) \\ \text{CU} &= f(r + d + t - df) \end{aligned}$$

Una vez expuestos estos elementos preliminares y fundamentales del modelo neoclásico, se puede configurar ahora la ecuación fundamental del stock de capital deseado (K^*), es decir aquél que desean poseer los empresarios en el mediano o largo plazo.

$$\text{Donde } K^* = f(\text{CU}, Y)$$

Esta ecuación indica que el stock de capital deseado de la economía depende del costo de alquiler de capital y del nivel de producción (Y). Por tanto, cuanto menor es el costo de alquiler de capital, mayor es el stock de capital deseado; y cuanto mayor es el nivel de producción, mayor es el stock de capital deseado y viceversa.

* Para la presente investigación se tendrá en cuenta como medida de impuesto para el caso colombiano el impuesto a la renta.

* En Colombia el costo de uso de capital no se ve afectado en gran medida por las deducciones fiscales; dado que estos se eliminaron casi en su totalidad a partir de 1995 y 1999.

De igual manera en el marco neoclásico se expone, además del stock de capital deseado, el ritmo al que las empresas planean ajustar su capital existente con el deseado. Como lo expone Fisher⁷, la hipótesis se basa en el llamado modelo del acelerador flexible o ajuste gradual del capital, según el cual cuanto mayor es la diferencia entre el stock de capital existente y el deseado, más rápida es la tasa de inversión de las empresas.

El ajuste consiste en que las empresas planean reducir en cada periodo una proporción (π) de la diferencia entre el stock de capital deseado y el existente. Denominando $K - 1$ al stock de capital existente al final del último período y K^* al stock de capital deseado para el siguiente periodo; luego la diferencia entre el stock de capital deseado y el efectivo es $(K^* - K - 1)$.

Las empresas planean aumentar el stock de capital del último período $K - 1$ una proporción π de la diferencia $(K^* - K - 1)$, de tal manera que el stock de capital efectivo al final de período actual (K) sea:

$$K = K - 1 + \pi (K^* - K - 1)$$

La ecuación anterior establece que los empresarios planean tener al final del período un stock de capital K tal que desaparezca una proporción π de la diferencia entre $(K^* - K - 1)$. Esta ecuación muestra el nivel de inversión bruta, dado que contempla tanto la nueva inversión (representada por $\pi (K^* - K - 1)$) como la inversión por reposición del capital existente (donde $K - 1$ equivale a la depreciación necesaria para mantener al capital existente). Por lo tanto de la ecuación anterior se puede formular el nivel de inversión neta de la manera siguiente:

$$I = \pi (K^* - K - 1)$$

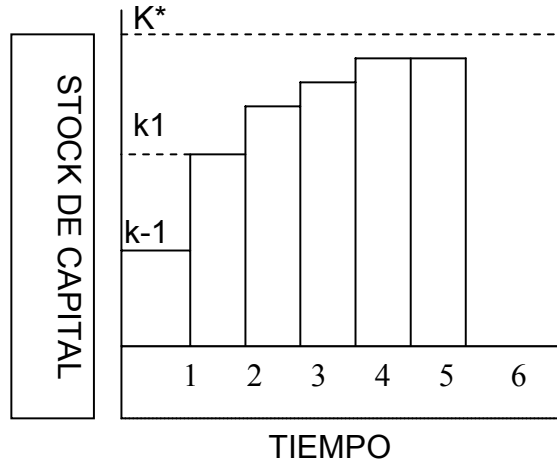
En la figura siguiente se muestra como se ajusta el stock de capital a partir de un nivel inicial $K - 1$ hasta alcanzar el nivel deseado K^* . Una empresa cuyo volumen de producción es $Y - 1$ y su nivel de capital existente es $K - 1$ en un momento determinado percibe un aumento inusitado de la demanda y a su vez expectativas favorables del resto de la economía; por tanto, encontrará que su producción deseada es $Y^* > Y - 1$ y su capital deseado pasa a ser $K^* > K - 1$. En dicha situación la empresa planeará reducir cada período en promedio la mitad de la diferencia entre el stock de capital existente y el deseado.

En consecuencia, como se observa a continuación en la gráfica 1 en el periodo actual, partiendo de una inversión inicial $k-1$, el empresario determinara que la inversión para el primer periodo será igual a $k1$; la cual corresponde a la

⁷ FISHER, Stanley. *Macroeconomía*. Sexta edición. Capítulo 12

proporción de $\pi(K^* - K_{-1})$ donde ($\pi = 0.5$). En cada período posterior, la empresa reduce la diferencia entre el stock de capital existente y el deseado. Ver gráfico.

Gráfica 1 Ajuste del stock de capital



*Stanley Fischer, Rudiger Dornbush. Macroeconomía. Sexta Edición. Pagina 384.

Sintetizando el modelo neoclásico se puede apreciar que el nivel de inversión neta de la economía $I = \pi (K^* - K_{-1})$ presenta una conducta dinámica; en primer lugar porque el nivel de inversión actual se ve afectado por el nivel de inversión anterior K_{-1} y en segundo lugar porque depende de las expectativas. De donde, el capital deseado K^* depende de la estimación de la producción futura y del costo de uso de capital. Por tanto, las empresas sólo planean reducir en cada período una proporción (π) de la diferencia ($K^* - K_{-1}$) entre el stock de capital existente y el deseado; lo que se traduce en última instancia en una respuesta retardada del nivel de inversión de toda la economía. En otras palabras el modelo neoclásico plantea teóricamente que el nivel de inversión real del presente será una diferencia entre lo que se desea tener y lo que se tiene en el momento; lo cual a su vez depende de dos elementos. En primer lugar el nivel de producción y en segundo lugar el costo de la inversión.

Dada la relevancia tanto de la producción como de las expectativas del entorno económico en el modelo neoclásico, se hace indispensable revisar más a fondo la relación existente entre las expectativas de riesgo de los agentes económicos y el sector real de la economía; en este sentido se hace imprescindible traer a colación en el próximo apartado la teoría keynesiana, dada su profundidad de análisis sobre dichos elementos.

1.1.2 J. M Keynes. En su afán por explicar las fluctuaciones que sufre la economía, John Maynard Keynes, postula su teoría de la inversión como explicación a los desequilibrios en los niveles de producto y ocupación que lleva a la economía a las llamadas crisis económicas. Para explicar dicha teoría,

tenemos que partir en primera instancia del producto. Los empresarios fijan el monto del producto con base en las previsiones de venta que ellos forjan, siendo estimadas remitiéndose al presente: Las condiciones actuales del mercado son el elemento indicador del futuro. Según Keynes⁸ estas previsiones son de dos tipos. Las primeras (de corto plazo) se relacionan con el ingreso que el empresario espera recibir. Las segundas (de largo plazo) se relacionan con las ganancias que el empresario espera obtener en el futuro si incorpora hoy nuevo equipo productivo a su planta.

En este mismo sentido, el argumento keynesiano⁹ expresa que: Cuando aumenta el empleo, aumenta el producto y el ingreso real. Al aumentar el ingreso real, aumenta el consumo, pero no tanto como el ingreso, diferencia que se acentúa a niveles mayores de ingresos. El consumo depende del ingreso y salvo a niveles de ingreso muy bajos, la totalidad del ingreso no se destina al consumo. Dada esta relación entre el ingreso y el consumo, se establece entonces la propensión al consumo.

Dicho consumo se ve afectado por un conjunto de factores tanto objetivos como subjetivos. Los subjetivos responden a hábitos personales y a características psicológicas, adquiridos socialmente, estos son: precaución, previsión, cálculo, mejoramiento, independencia, empresa, orgullo y avaricia. Por otra parte dentro de los factores objetivos que afectan al consumo se encuentran: Los cambios en el valor del dinero, cambios imprevistos en el valor de bienes de capital, cambios en la tasa de interés, política fiscal, expectativas en cuanto al nivel del ingreso futuro.

De esta forma, la propensión marginal al consumo juega un papel significativo en el análisis de los determinantes del nivel del ingreso en tanto define a uno de los componentes de la demanda y permite cuantificar por medio del concepto del multiplicador, el incremento total del ingreso ocasionado por un aumento en el gasto. El impacto de todo gasto adicional depende del multiplicador, y éste depende de la magnitud de la propensión marginal al consumo. Cuando la propensión marginal al consumo se aproxima a la unidad, pequeños incrementos en la inversión conducen al pleno empleo y provocan fluctuaciones leves tanto en el ingreso como en el empleo.

En la medida que el comportamiento del consumo es pasivo respecto al ingreso, será la inversión la que explique el nivel de actividad económica y sus fluctuaciones. En este sentido la teoría del comportamiento empresarial planteada por Keynes respecto a la inversión, basado en la conducta del empresario, busca maximizar las ganancias. Sin embargo como lo expresa Andjel¹⁰ por encima del cálculo racional y preciso en la evaluación de estas ganancias, prima un estado

⁸ KEYNES, J. M. *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*. Capítulo 5, página 50.

⁹ Ibid. Capítulo 3, página 35.

¹⁰ ANDJEL, Eloísa. *Keynes: Teoría de la Demanda y el Desequilibrio*. Página 54.

general de ánimo de optimismo o pesimismo, relacionado con la apreciación de los inversores sobre el contexto económico, social y político de la sociedad, que impulsa o frena las inversiones.

La teoría keynesiana de la inversión se sustenta entonces, sobre la base de las expectativas que forjan los agentes económicos respecto a la marcha de la economía. Para tal fin, al intentar explicar las fluctuaciones de la inversión, Keynes parte de la creación de un vínculo con el ritmo de los rendimientos esperados y el comportamiento financiero.

En primera instancia se vale de la información sobre el volumen del producto (sector real), que permite determinar la inversión por medio de dos conceptos. El primero los rendimientos probables, conformada por la relación de costos y la estimación del comportamiento de la economía; y el segundo, el precio de oferta del bien de capital ó el llamado costo de reposición, que hace referencia al precio que bastaría exactamente para producir una unidad adicional del mismo.

Asociando los conceptos anteriores Keynes considera que las fluctuaciones de la inversión se deben a tres motivos:

1. Alguna combinación de los rendimientos probables que van a lo largo del ciclo económico. Este rendimiento probable es resultado de la escasez de capital.
2. La tasa de interés determinada en los mercados financieros.
3. La relación entre el factor de capitalización para rendimientos probables sobre prestamos en dinero.

Entonces, la influencia del sector real sobre la inversión recae sobre los flujos de efectivo de los bienes de capital al usarse en la producción o rendimientos probables, y la curva de oferta de los bienes de capital recién producidos. La conexión de estos dos términos, Keynes¹¹ la presenta de dos formas:

La primera estableciendo una relación de pendiente negativa entre la inversión y una tasa de descuento que la llama curva de eficiencia marginal del capital. Definía entonces la eficiencia marginal del capital como si fuera la tasa de descuento que lograría igualar el valor presente de la serie de anualidades dada por los rendimientos esperados del bien de capital, en todo el tiempo que dure, a su precio de oferta.

En este orden de ideas, se considera que la limitante de la inversión se da por medio de la eficiencia marginal del capital. La propia marcha de la inversión genera las fuerzas que al reducir la eficiencia marginal del capital, coartan las posibilidades de proseguir con el proceso inversor. Este límite se hace manifiesto cuando la eficiencia marginal del capital se iguala a la tasa de interés. Keynes¹²

¹¹KEYNES, Op cit. P.125

¹²Ibid. Pág. 126

aclara: la tasa de inversión sería empujada hasta aquel punto de la curva de demanda de inversión en que la eficiencia marginal de capital en general sea igual a la tasa de interés del mercado.

La segunda forma en que se da el mecanismo de inversión consiste en capitalizar los rendimientos probables a fin de generar un precio de demanda para los productos de inversión. Esta interpretación basada en la productividad, toma la variabilidad de la relación entre el valor presente o tasa de capitalización y la tasa de interés del mercado para préstamos de dinero, en la cual si el valor presente de la tasa de capitalización es mayor o igual a la tasa de interés del mercado, la inversión se hará efectiva; de lo contrario no se tendrá incentivo para realizar dicha inversión. Esta medida es más sensata y acorde con la incertidumbre y la preferencia por el riesgo de los dueños de activos en la determinación de inversiones.

Esta teoría plantea dos elementos racionales que determinan la inversión. El primero afirmar que la inversión sólo se llevará a cabo si los rendimientos esperados actualizados con la tasas de interés de mercado son mayores que el precio de oferta del bien de capital. La segunda forma sería calcular la tasa de descuento de un bien de capital y comparar ésta con la tasa de interés de mercado. La inversión entonces requiere del cálculo racional, de expectativas fundamentadas, pero se realiza por sustentarse en una voluntad de hacer, de dejar a un lado los temores de pérdidas posibles y se traduce en la acción empresarial, en la implementación de proyectos, en inversiones.

Sin embargo, existe un término keynesiano que comúnmente se conoce como “la trampa de la liquidez” que plantea un límite a nivel de inversión. En este sentido, Andjel¹³ sustenta que hay situaciones en la economía en la cual las decisiones de inversión no dependen de la tasa de interés, dado que aún si se llegara a la existencia de tasas de interés mínimas o iguales a cero, esto no se traduciría en un aumento del monto de la inversión real. Dado que existen factores psicológicos (precaución y previsión) por los cuales los agentes económicos no incurrirían en una demanda de crédito creciente y por lo tanto la tasa de interés no es considerada como un determinante de la inversión en última instancia.

Es así como J. M. Keynes se desprende de las teorías neoclásicas con respecto a la tasa de interés, dado que demuestra que no siempre el ingreso no consumido – ahorrado- es invertido; siendo este un elemento más por los cuales el libre juego del mercado no garantiza el equilibrio de pleno empleo en la economía y que por el contrario, lo propio de una economía capitalista consiste en la inestabilidad del nivel de actividad económica y en el uso insuficiente de sus recursos.

Además, se considera que a la hora de invertir y de determinar el volumen de dicha inversión, se debe tener en cuenta la variable riesgo; dado que los

¹³ Andjel. Op cit p.136

rendimientos esperados deben cubrir los riesgos en los que se incurre al realizar un proceso de producción. En estos riesgos se incluye aquel del empresario al asumir una actividad cuyos resultados no están garantizados y que se materializan con los rendimientos probables, y el del prestamista al conceder créditos con un margen de garantías, que se traduce directamente en una tasa de interés más alta cuando mayor es el riesgo que corre al conceder dicho crédito. Entonces, a medida que crece el monto invertido, también aumentara la tasa de riesgo y la tasa de interés, y dado el comportamiento de la economía llegará un momento en el que no resulte rentable proseguir con el proceso inversor.

En síntesis la teoría keynesiana de la inversión esta determinada por los siguientes factores: la oferta monetaria, los rendimientos esperados, la tasa de interés, el precio de oferta de los bienes de capital y las expectativas de riesgo de los agentes económicos.

Los argumentos tanto de la teoría neoclásica como keynesiana, centrada en los determinantes de la inversión dejan de lado el análisis de elementos adversos en el sistema financiero, los cuales generan desestabilización del proceso real de inversión. En este sentido es relevante examinar a continuación la teoría de Minsky para comprender tanto las causas como los efectos del sistema financiero sobre las crisis.

1.1.3 Hyman Minsky. Desarrollo su teoría para explicar el ciclo y la crisis a las que esta sujeta la economía capitalista. Su análisis se enfoca en la demanda efectiva, para ello estudia la variable decisiva en la determinación del producto y de sus oscilaciones -la inversión-.

Minsky¹⁴ estudia la relación que guarda la inversión con el sistema financiero y las condiciones que generan frecuentemente una situación recesiva o una crisis. Desarrolla para ello un análisis que percibe las relaciones que guardan entre si la inversión, las ganancias, el financiamiento y las posibilidades de saldar deudas. Como en el proceso económico, la intermediación financiera se interpone entre el proceso real de inversión y la propiedad de los recursos con los que se lleva a cabo la inversión, el punto de partida del análisis se centra en el sistema financiero, el cual capta y crea recursos para poner a disposición de la empresa.

“Los agentes económicos –empresas, consumidores, instituciones financieras- son unidades vinculadas entre sí a través de sus carteras o portafolios. Dichas carteras están constituidas por activos que se poseen o controlan, y por pasivos en que dichos agentes incurrieron, precisamente para controlar dichos activos [...] y el modo en que las carteras responden a las condiciones del mercado financiero (lo mismo que la manera en que se comportan el apalancamiento de fondos

¹⁴ MINSKY, H., *Financial Structure: Indebtedness and Credit*. Citado en Eloísa Andjel, Keynes: Teoría de la demanda y el desequilibrio. Pág. 77.

internos a medida que cambian la incertidumbre y las condiciones del mercado financiero) son la esencia de la teoría de la inversión”¹⁵

El análisis se centra en la demanda de recursos destinada a nuevas inversiones así como la que se orienta al refinanciamiento. Por tanto en una situación en la que se están generando las expectativas de ganancia y en la que se está ampliando el mercado, las decisiones de inversión aumentarían. Al mismo tiempo las instituciones financieras estarán dispuestas a otorgar créditos en condiciones favorables, ya que las ganancias actuales permiten saldar las deudas y las expectativas de ganancias futuras crean un clima de confianza en el mercado. Se genera entonces una demanda creciente de recursos para destinar a la inversión.

En esta etapa de auge, la anticipación de ganancias crecientes lleva a las empresas a crear políticas de endeudamiento cada vez mayores, políticas que siguen las instituciones financieras, generando facilidades en el otorgamiento de créditos y adecuando la oferta a la demanda creciente.

En este contexto muchas unidades se endeudarán y recurrirán durante un cierto tiempo a nuevos endeudamientos para pagar los intereses de sus obligaciones, otras se endeudarán debiendo saldar sus compromisos, de mediano y largo plazo, recurriendo a nuevos préstamos. Por tanto el funcionamiento del mercado financiero resulta indispensable para generar esta dinámica.

En este proceso, durante un periodo de tiempo resulta posible satisfacer la demanda creciente de recursos financieros con una base monetaria constante, sin que se eleve el tipo de interés. Sin embargo el grado de exposición del sistema financiero crece, ya que el riesgo que se asume es mayor, todo ello conduce a tasas de interés crecientes.

Consecuentemente el aumento de la tasa de interés eleva el precio de oferta de los activos capital (costo creciente), con lo que el volumen de la inversión cae. Se reducen de esta forma las ganancias favoreciendo así la disparidad entre ganancias esperadas y realizadas. Cuando ello ocurre, empresas que contaban con ingresos por concepto de ganancias para hacer frente a sus obligaciones, deben recurrir a otros procedimientos (venta de activos) para saldar sus deudas.

“Esta situación se autoperpetúa agravándose con el paso del tiempo: las empresas con recursos suficientes para saldar sus deudas reducen el monto de su inversión ante el aumento del tipo de interés y el clima de incertidumbre: provocan así una caída en las ganancias. Aquellas unidades que no pueden prescindir de nuevos endeudamientos para cumplir con sus compromisos de pago, ven tanto por la reducción de las ganancias como por la tasa de interés creciente y la caída en el valor de sus activos, cada vez más difícil la posibilidad de saldar sus deudas

¹⁵ PUYANA, Jaime. *Modelos macroeconómicos de crecimiento y de fluctuaciones cíclicas*. Cap 6.

y más cercana la de quebrar”.¹⁶

En este entorno, la magnitud de la recesión y la posibilidad de una crisis dependen de la estructura económica del periodo, del peso que tiene en el conjunto de la economía las empresas que ante cambios en el tipo de interés se ven imposibilitadas de enfrentar satisfactoriamente sus compromisos. Por consiguiente mientras mayor sea la tasa de endeudamiento, más vulnerable resulta la actividad inversora. Se eleva así la tasa de interés y se desencadena la dinámica recesiva anteriormente expuesta, caída de la inversión, de las ganancias, peso mayor de la deuda, riesgo mayor, inestabilidad de la demanda de dinero, nuevo aumento en el tipo de interés y así sucesivamente.

Se puede percibir entonces que la recesión y la crisis surgen del propio comportamiento del mercado durante la situación de auge: las instituciones financieras, en un medio de actividad económica creciente, con perspectivas de ganancias seguras, crean, las condiciones para la futura recesión o crisis al conceder préstamos a unidades económicas que solo pueden saldar estas obligaciones recurriendo a nuevas deudas. De este enfoque, centrado en el análisis del comportamiento de las instituciones financieras y de las empresas se percibe que la vulnerabilidad de la economía capitalista, esta sujeta por sus propias características a fluctuaciones y crisis en el transcurso de su funcionamiento.

Finalmente, una vez esbozada a la luz de la teoría económica los determinantes de la inversión, se hace necesario corroborar empíricamente la veracidad de dicho postulado, analizando tanto el desenvolvimiento histórico de la inversión privada en Colombia durante la década de los ochenta y noventa, así como un modelo cuantitativo que refleje las tendencias del mismo.

1.2 MARCO CONCEPTUAL

Rendimientos decrecientes: La mayor contracción de trabajo trae aparejado un producto total cada vez mayor, pero a partir de un determinado momento, el incremento del producto decrece a medida que aumenta la mano de obra empleada. A medida que se emplean más trabajadores, el aporte del último a la producción es menor.

Producto marginal de trabajo: Representa la cantidad de producto que agrega al último trabajador contratado, esta cantidad disminuye a medida que aumenta el número de trabajadores contratados. Matemáticamente se expresa como el incremento del producto (δY) ocasionado por un incremento en el empleo (δN), en

¹⁶ MINSKY, H. Op cit. P.81

otras palabras la primera derivada de la función de producción, esto es $= \delta Y / \delta N$

Ley de Say: Esta ley postula que toda oferta crea su propia demanda; por un tanto se supone que toda la producción alcanzada por una economía durante un periodo es demandada absolutamente por el mismo mercado.

El mecanismo del acelerador de inversión: La teoría del acelerador de inversión argumenta que la inversión neta de una economía esta en función del crecimiento del gasto colectivo de la misma. $\Delta K = \omega \Delta Y$

Multiplicador: Explica la relación existente entre un aumento de la inversión con respecto a un aumento del ingreso.

Propensión marginal al consumo: Conjunto de determinaciones del público referentes a cuánto se proyecta consumir del aumento de ingreso que se espera obtener.

Eficacia marginal del capital: La relación entre el rendimiento probable de un bien de capital y su precio de oferta o reposición; es decir, que la relación entre el rendimiento probable de una unidad más de ese tipo de capital y el costo de producir dicha unidad, corresponde a la eficacia marginal del capital para ese determinado tipo.

Coste de reposición: El coste de renovación cuando se aplica a capital circulante. Es el coste de un bien medido al precio que costaría su nueva instalación, descontando la depreciación habida hasta el momento.

2. ANÁLISIS DEL COMPORTAMIENTO Y DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN PRIVADA EN COLOMBIA 1980-2002

2.1 RESEÑA DEL COMPORTAMIENTO DE LA INVERSIÓN PRIVADA

2.1.1 Inversión Privada En El Contexto De América Latina. La evolución de la inversión en América Latina en las dos últimas décadas no ha mantenido en general una tendencia marcada. Lo que se puede apreciar es una serie de fluctuaciones a través de dicho periodo que han sido el resultado de diferentes factores que le han dado la pauta al desarrollo evolutivo de la que podríamos llamar “la variable clave” en el proceso de crecimiento de la economía.

Siendo entonces de gran importancia la inversión en cualquier economía, y en especial la inversión privada, como lo es nuestro caso en particular, partiremos cada década en los periodos que se consideren necesarios para esbozar su desempeño. Para la década de los ochenta se dividirán en tres periodos importantes, el primero que va desde 1980-1983, el segundo de 1984-1985 y el tercero de 1986-1989. De igual manera para la década de los noventa se consideraran tres periodos, el primero que abarca de 1990 hasta 1994, el segundo de 1995-1998 y finalmente un tercer periodo que seria 1999 al 2002.

El transcurso de la década de los ochenta se caracterizo por una merma y deterioro constante en los principales indicadores de la región. Situación tal que reflejo en todo el lustro una señal de crisis, que no se había vivido desde la gran depresión de los años treinta en la mayoría de los países de América Latina y el caribe.

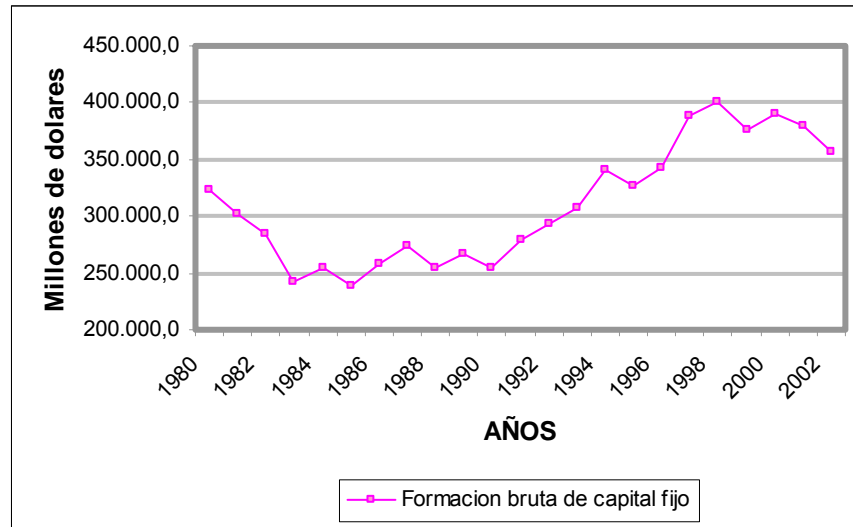
En el periodo comprendido entre 1980 y 1983 la formación bruta de capital fijo sufrió con gran intensidad la crisis a la que se estaba enfrentando la región, debido por una parte al deterioro de los precios de intercambio y por otra a la deuda externa, situación que contrasta con los años anteriores en los cuales había crecido con vigor (1970-1980). Esta tendencia se puede apreciar en la gráfica 2

* Para el caso de América Latina el análisis de la inversión se realizó en base a la FBKF dado que no existen datos desagregados de la inversión privada como tal; la FBKF es la mejor aproximación del comportamiento de la inversión privada dada su participación del 70% en la misma.

que se presenta en la pagina siguiente.

En lo referente al deterioro de los precios de intercambio estos influyeron en la disminución de las exportaciones en cuanto a su precio, pero en cambio el monto del volumen se elevo cerca del 8% en 1983¹⁷. Sin embargo acompañado con la disminución de las compras externas en cuanto a su volumen, constituyó, al mismo tiempo un efecto y causa del regular desempeño de la actividad económica interna, que contrajo a su vez los niveles de inversión.¹⁸

Grafica 2 Comportamiento de la Formación Bruta de Capital Fijo en A.L



Fuente: CEPAL

Tanto la disminución del volumen de las importaciones provocadas por las políticas restrictivas, aplicadas por los gobiernos, las cuales estaban destinadas a generar un superávit en la balanza comercial con el fin de contrarrestar el déficit del sector externo en la mayoría de los países de la región; así como la expansión de las exportaciones, generaron que la disminución de la disponibilidad de bienes fuera mucho mayor que el crecimiento del producto, con lo cual se contrajo la demanda interna.

Por otra parte, durante la década de los años setenta, los países de América Latina y el Caribe habían recibido una transferencia neta de recursos equivalente al 2% de su producto interno bruto (PIB) anual contratado a una tasa de interés flotante, la cual debían responder tanto a amortizaciones como a intereses de su

¹⁷ CEPAL. Proporción de precios constantes del 95.

¹⁸ NACIONES UNIDAS. Estudio económico de América Latina y el Caribe 1983. Pág. 5.

* Políticas de ajuste aplicada en numerosos países durante 1983 para reducir los desequilibrios externos.

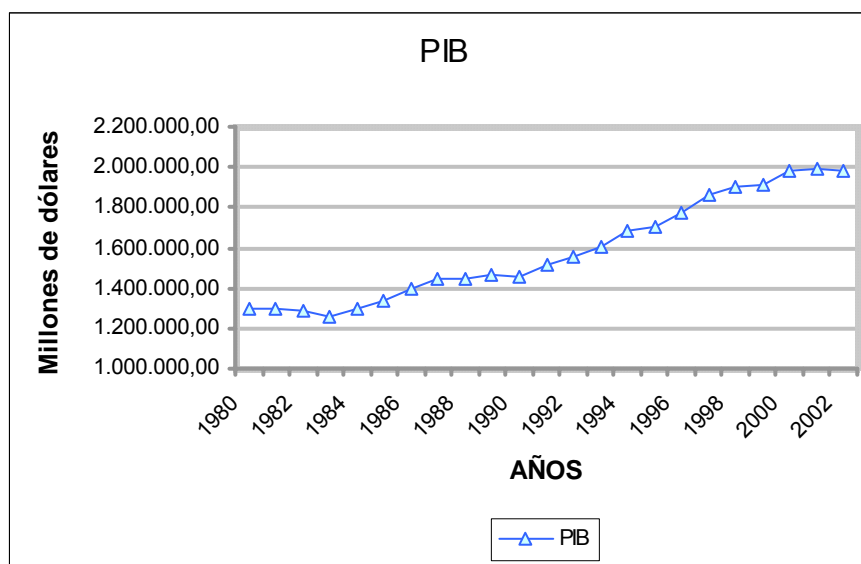
deuda externa mediante nuevos préstamos.

En este sentido como lo expresa el BID¹⁹, el alza de la tasa de interés en los mercados financieros internacionales provocó desequilibrios en el pago del servicio de la deuda, que de hecho entre 1973-1981 equivalían al 16% del valor de las exportaciones y fue aumentando aun ritmo anual de cerca del 20%, que unido a la merca del PIB disminuyeron tanto el ahorro disponible para la inversión interna como las reservas de divisas, provocando a su vez una caída drástica del ingreso neto de capitales.

En última instancia, tanto la desfavorable relación de precios de intercambio como la salida masiva de flujos de capital, provocaron una caída en el ingreso, una disminución de los créditos externos y un aumento del servicio de la deuda que conllevó a contraer fuertemente la inversión durante el primer periodo de la década de los ochenta (1980-1983) como se pudo observar anteriormente en la gráfica 2.

En el segundo periodo, que comprende los años 1984-1985, se puede percibir un crecimiento débil en el producto interno bruto, después de haber disminuido continua y marcadamente entre 1979 y 1983, se recupera levemente en 1984 para luego volver a debilitarse en 1985. ** (ver a continuación gráfica 3)

Gráfica 3 Evolución del PIB en A.L



Fuente: CEPAL

Sin embargo, en este periodo también se continuó con los mismos problemas del

¹⁹ Mesa Redonda sobre la deuda externa de América latina. BID. 1984. Pág. 5.

^{**} En 1984 la actividad económica se elevó en la mayoría de los países de la región, caso contrario a 1985 donde la mejoría del PIB se debe al crecimiento de unos pocos países (ejemplo, Brasil).

pasado con respecto al sector externo. Aunque el volumen de las exportaciones se mantuvo, y tanto la política económica como la falta de divisas, restringía las importaciones, solo se consiguió reducir el saldo en cuenta corriente a niveles más bajos que en años anteriores pero aun con saldo negativo. La causa de que la expansión de las exportaciones y la contracción de las importaciones no hayan mejorado la situación económica de la región como en años anteriores, se debe a la desfavorable relación de los precios de intercambio y el pago de remesas netas de intereses y utilidades durante dicho periodo.

Siendo así, tanto la disminución del ingreso neto de capital, junto con la transferencia de recursos hacia el exterior, fueron las principales limitantes para la reanudación de un proceso económico sostenido hacia una evolución favorable de la formación bruta de capital fijo en la región.

En el último periodo de la década, que se puede precisar entre 1985 y fines de los ochenta, la crisis económica que se desató desde 1981 adquirió ribetes dramáticos. Los rasgos esenciales de este periodo como lo indica las Naciones Unidas²⁰ fueron la falta de dinamismo de la actividad económica, la persistencia de los desequilibrios macroeconómicos, la caída de la formación de capital y el deterioro de los niveles de vida. A partir de 1984 y hasta fines de la década de los 80, el incremento en el servicio de la deuda externa sumado a la reversión en los flujos de capitales y a la menor tributación, derivada de la caída en la actividad económica, generaron una creciente brecha fiscal la que se constituyó en uno de los factores determinantes de la fuerte aceleración inflacionaria que caracterizó a la región en dicho periodo. Como lo expresa la CEPAL²¹ el hecho de que se haya marcado una brecha fiscal enorme, dio paso a un descenso de la inversión pública, en algunos países el impacto se profundiza entre 1985 y 1989, que a su vez se traspasa al sector privado llevando a detener importantes proyectos en sectores en que la inversión pública presenta una externalidad significativa sobre la inversión privada.**

No obstante, aunque se distinguió de años precedentes dado que mejoró la relación de precios del intercambio, el incremento del valor de las exportaciones no surgió el efecto esperado –facilitar una expansión económica vigorosa– por dos razones. En primer lugar por que el aumento del valor de las exportaciones fue contrarrestado con incrementos en las transferencias al exterior, originado por las alzas en la tasa de interés y por una profunda caída en el financiamiento externo***; y en segunda medida por el peso que representaba las restricciones de

* Como el proceso de sustitución de importaciones ya era muy avanzado al desencadenarse la crisis, no era fácil reducir las importaciones sin que ello incidiera negativamente sobre el producto.

²⁰ NACIONES UNIDAS. *Estudio económico de América Latina y el Caribe 1988*. P. 9.

²¹ CEPAL. *Ahorro, inversión y crecimiento*. P.13

** Como lo son el sector energético, de infraestructura portuaria y carreteras.

*** Sin embargo, el cese de préstamos fue lo que causó que por primera vez en la historia la deuda externa tuviera un descenso real.

origen interno, tanto estructurales como coyunturales, de las políticas económicas que se habían planteado para estabilizar los efectos de la crisis. En efecto, los recurrentes desajustes macroeconómicos asociados a la deuda, a la crisis fiscal y a la escasez de divisas, se han reflejado en las crecientes presiones inflacionarias, el debilitamiento del proceso de inversión y la reducción de la capacidad de la política económica para responder a las crisis.

El fenómeno presentado durante este periodo se puede interpretar según la concepción de Minsky como el efecto causado por parte del sector financiero internacional hacia el sector real. En otras palabras, el efecto se generó a partir de la crisis de la deuda externa la cual aumentó las tasas de interés internacionales provocando a su vez un alza tanto en el costo de la deuda como en el riesgo. Esta situación provocó un estado de incertidumbre en la economía mundial que condujo a los prestamistas a reducir los volúmenes de capital hacia la región. Desencadenándose de esta forma una recesión generalizada que junto con los problemas estructurales existentes, socavó la capacidad de pago y por consiguiente condujo a todo el sistema financiero internacional a la agudización de las crisis.

En síntesis, la década perdida como suelen llamarle, dejó de relieve que para superar la crisis se debía cumplir tres requisitos: mayor capacidad para importar*, mejorar la gestión económica interna y realizar transformaciones de tipo estructural con el fin de vencer obstáculos seculares**²², que impiden alcanzar un mayor crecimiento y una mayor equidad.

El comienzo de la década de los noventa deja ver un nuevo cuadro económico, con la implementación de las reformas estructurales. Las siete principales reformas llevadas a cabo desde finales de los ochenta fueron: La reforma tributaria, la apertura comercial, la reforma del sistema de jubilaciones, las privatizaciones, la reforma al mercado laboral, la liberalización financiera y los programas macroeconómicos de estabilización; las cuales estaban encaminadas a estimular tanto el crecimiento como la inversión, en la mayoría de los países de la región.

La estrategia neoliberal, plasmada en las reformas estructurales fue puesta en marcha debido a tres aspectos. El primero hace referencia a la crisis de la deuda en los años ochenta que llevó a desequilibrios macroeconómicos; el segundo al estancamiento de los factores productivos como consecuencia de la implantación del modelo de industrialización sustitutiva de importaciones (ISI) en la década de los setentas, y la tercera debida a las críticas hechas a las fallas inherentes al intervencionismo estatal.

* Sobre todo para aquellos países con menor grado de industrialización que vieron limitaciones en la compra de maquinaria, equipo e inversión.

** Como sistemas de educación inadecuados, estructuras agrarias ineficientes, escasa aplicación del progreso técnico al proceso productivo, sistemas tributarios y financieros anacrónicos.

Teniendo en cuenta este nuevo contexto, se puede determinar tres periodos en este último lustro, que es motivo de la presente investigación. Un primer periodo expansivo que va desde 1990-1994, el segundo periodo que es de recuperación de 1995-1998; y finalmente un periodo de crisis entre 1998-2002.

Durante el primer periodo, que comprende desde 1990-1994, se puede apreciar que existe un proceso expansivo. Se perfilo un mayor crecimiento* y una menor tasa de inflación. A pesar de que a principios de los noventa tanto los niveles de inversión como de crecimiento eran bajos, y existía una diferencia sustancial entre la tasa de ahorro y el nivel de la inversión. En este periodo todos los sectores mostraron gran dinamismo, en especial el de los servicios, que contribuyo con la mitad del crecimiento del producto de la región en su conjunto, y la industria manufacturera, cuyo aporte fue de una cuarta parte.

Este nuevo impulso fue promovido por los grandes volúmenes de capital extranjero; que por una parte se utilizó para cubrir el gran déficit fiscal en cuenta corriente, y por otro lado iban dirigidos a financiar la inversión, con el fin de hacer un esfuerzo por modernizar la estructura productiva, en algunos países de la región.

En lo que se refiere tanto a exportaciones como a las importaciones**, estas se han mantenido en constante aumento gracias a un contexto favorable proporcionado por el repunte de las economías industrializadas, la expansión del comercio internacional y el dinamismo del comercio intraregional. De igual manera influyo la tendencia ascendente del dinamismo en el volumen de las ventas externas e internas. Ver a continuación gráfica 4 en la pagina siguiente.

Sin embargo, el impacto de este mayor crecimiento económico fue contrarrestado por el alza en las tasas de interés, que dada la insuficiencia de ahorro interno*, se tuvo que recurrir a grandes cantidades de préstamos externos. Dichos pasivos correspondían a emisión de bonos, a préstamos de instituciones financieras internacionales y regionales, y prestamos otorgados por los gobiernos de países industrializados.

El segundo periodo de la década de los noventa (1995-1998) comienza con la explosión de la crisis cambiaria de México, a finales de 1994, que tuvo repercusiones casi inmediatas en otros países de la región. Lo que se reflejo en una disminución significativa de las reservas internacionales, caída de las cotizaciones de la bolsa de valores y problemas de liquidez en los sistemas

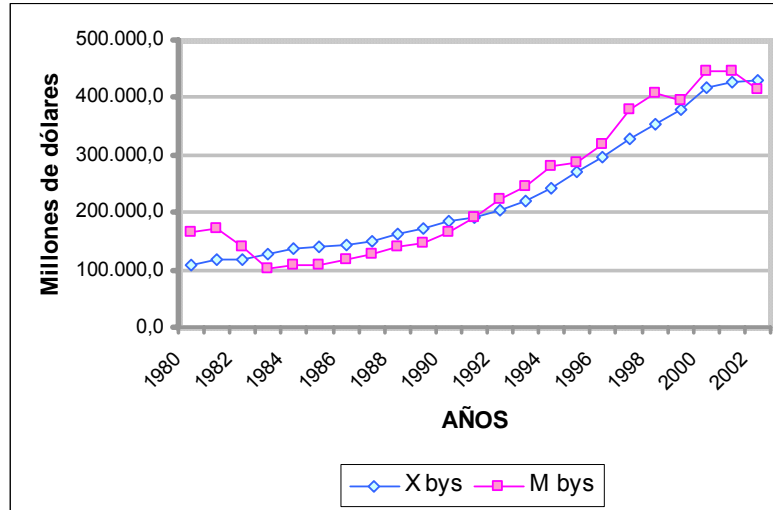
* El producto creció en forma bastante generalizada, ya que solo en cuatro países se registraron contracciones del nivel de actividad.

** Sobre todo la expansión de importaciones de bienes de capital, reflejado en los aumentos en formación bruta de capital.

* El ahorro externo contribuyo casi con la cuarta parte al financiamiento de la inversión.

bancarios

Gráfica 4 Cuenta corriente América Latina



Fuente: CEPAL

No obstante, no se puede asemejar a la crisis de 1982, puesto que la situación de los diferentes países no era la misma. A finales de 1994 los países venían de una expansión económica, bajas tasas de inflación y de interés, con las cuales estaban mejor preparados para enfrentar la situación, no dando paso a una crisis generalizada propiamente dicha.

Además, la crisis de 1995 no fue de carácter global, puesto que su origen se localizó en México y solo fue seriamente afectado Argentina que arrastro consigo a Uruguay. Gracias a importantes cambios que se realizaron en el marco institucional y legal vinculado con la inversión –programas de privatización, que por sí solos no generan nuevas inversiones, pero si crean las condiciones requeridas para que el proceso de acumulación se acelere-. La crisis solo interrumpió momentáneamente el proceso expansivo por el que atravesaba América Latina desde el periodo anterior.

La gran entrada de capitales a la región entre 1996 y 1997 favoreció considerablemente tanto la expansión de la formación bruta de capital fijo así como la de las exportaciones e importaciones, traduciéndose en la recuperación económica que se reflejó en los principales indicadores económicos. (Ver nuevamente gráfica 2 y 4)

A diferencia de los años en expansión de la economía en la región, en la segunda mitad de 1997 con la crisis asiática, se dio paso a una crisis generalizada en toda

América Latina. Los efectos de transmisión a través del comercio fueron considerables, pero su impacto se hizo sentir sobre todo por la vía financiera.

A partir de 1997 en América Latina tanto los factores externos como internos intervinieron en el proceso de crecimiento, e hicieron que la región se viera sumergida en un periodo de crisis económica. Por una parte la crítica situación internacional, que inestabilizó los precios de los productos primarios relevantes para la región –en términos reales descendieron a niveles históricamente bajos– trajeron consigo una caída de los valores unitarios de exportación y una reducción del ritmo de crecimiento de los volúmenes exportados. Por otro lado la escasez de financiamiento externo producto de la restricción y alza del costo del financiamiento externo, condujo a mermar la tendencia expansiva de las importaciones y a reducir considerablemente el nivel de la inversión, a diferencia de años anteriores, donde la formación bruta de capital fijo alcanzó un crecimiento del 13.2% en 1997 y luego descendió a niveles del 3.5% en 1998.

A los anteriores aspectos que incidieron en la crisis, se sumaron los estragos que provocaron los desastres climáticos que se dieron en la América Latina en 1998. Desastres como el fenómeno del niño (que afectó a toda la región), así como los huracanes de Georges en el Caribe y el huracán de Mitch en Centroamérica; causaron los mayores estragos como inundaciones y sequías, afectando al sector agropecuario y a los países dependientes de la generación hidroeléctrica.

En el último periodo (1999-2002) la economía de la región sufrió las consecuencias tanto del manejo de las políticas como de las crisis internacionales, que se dieron en el periodo anterior. El efecto adverso de la crisis internacional sentó las bases de la recesión económica por la que atravesó la región en 1999. El entorno hostil al que se enfrentaba Latinoamérica se evidenciaba por un lado en la demanda de productos latinoamericanos y por otra parte en la caída de los precios de las materias primas.

Por el lado de la demanda de productos tanto las exportaciones como las importaciones presentaron tendencia a la baja; sin embargo, lo que sostuvo en muchos países los niveles de exportación fue gracias al comercio intraregional. Ahora, la contracción de los precios y el volumen de las exportaciones, que no se vivía desde 1982, provocó una caída en los ingresos por exportaciones obligando al mismo tiempo a contraer en muchos casos el gasto en importaciones.

Debido al carácter global de la crisis, y a pesar de la leve recuperación de la actividad económica en el 2001, los ataques del 11 de septiembre agudizaron la recesión, la cual fue perceptible en los principales países que tenían nexos comerciales con Estados Unidos sufriendo las consecuencias del atentado en materia económica. El ambiente de incertidumbre que se vivía en el momento, provocó la fuga masiva de capitales –dadas las expectativas de los agentes económicos– y al mismo tiempo contrajo la entrada de capitales a la región. Razón por la cual los niveles de inversión se vieron reducidos; después de haber

aumentado un 3.9% en el 2000 se paso a una reducción del 2.6% en el 2001.²³

Finalmente, el contexto al que se han tenido que enfrentar los países de América latina en la última década, dejan entrever el impacto que tienen tanto los fenómenos de origen externo como la problemática regional. Los shocks externos, y su transmisión de un país a otro, incidieron en dos aspectos. Por una parte en la cuenta corriente dado el efecto sobre el comercio vía precios de intercambio y por otra parte en la cuenta de capital debido a los desequilibrios financieros y de los insuficientes flujos de capital. De igual forma, la problemática regional se percibió en las ineficientes y tardías respuestas de las políticas de los gobiernos frente a los desequilibrios macroeconómicos -ajustando los gastos y disminuyendo la inflación- dejando de lado los impactos generados sobre la demanda interna.

Una vez analizado el contexto latinoamericano en cuanto al desempeño de la inversión privada, se hace indispensable a su vez realizar una revisión del comportamiento de la inversión privada en Colombia –dado que es objeto de estudio en este trabajo de grado- en las dos últimas décadas con el fin de determinar los factores claves en el desenvolvimiento de la misma.

2.1.2 Inversión Privada En Colombia. Para la presente descripción del comportamiento de la inversión privada dividiremos el análisis en dos décadas respectivas –la de los años ochenta y noventa- y finalmente el desenvolvimiento de los años 2000 a 2002.*

La década de los años ochenta presento claramente tres periodos de desenvolvimiento económico: Un primer periodo comprendido entre los años 1979-1981, el cual presentó un crecimiento moderado, tanto de la inversión como de la actividad económica en general; sin embargo se observo una tendencia decadente en el año 1981. El segundo periodo se caracterizó como una etapa de crisis que inicio con una contracción al final de 1981 y culmino con una recesión en 1985; y finalmente los años ochenta presentaron una considerable recuperación económica comprendida entre los años 1986-1989.

A principios de la década (1979-1981) se puede apreciar un incremento considerable tanto de la inversión privada como publica**, como lo expresa Garay²⁴, generada por la favorable relación de los precios de intercambio y la mayor cobertura de préstamos internos y externos. En efecto la inversión privada se incremento pasando de un crecimiento anual del 4% y 5% en los años 1979-

²³ CEPAL.. Crecimiento promedio anual de cifras en precios constantes del 95.

* El año 2004 no se introduce en el análisis por la ausencia de estadísticas e información respectiva.

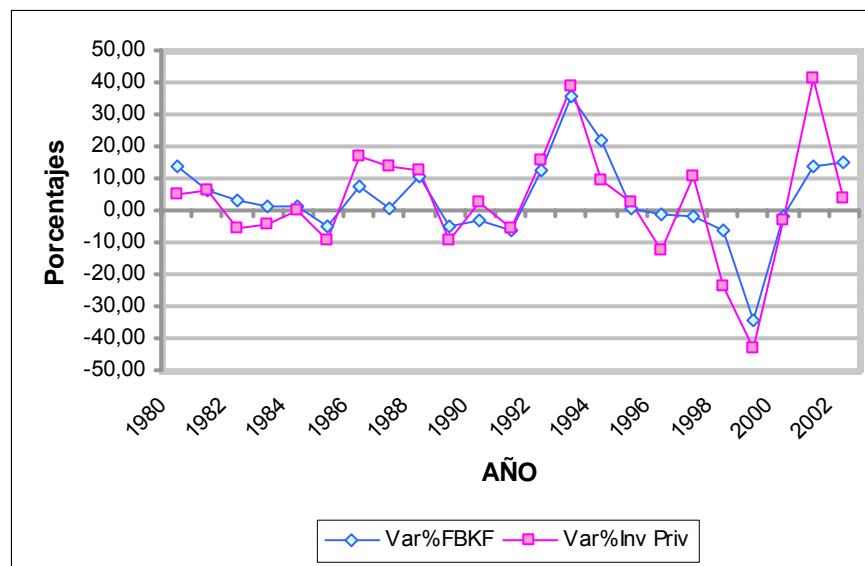
** Lo que equivale a un incremento en términos agregados de la formación bruta de capital fijo (FBKF); dado que esta variable esta compuesta por la suma de la inversión privada y publica.

²⁴ GARAY, Luis Jorge. *Colombia Y La Crisis De La Deuda*.1991. Pág. 589

1980 a un nivel del 6.49% en 1981.^{***} Esta tendencia se puede apreciar en la siguiente página en el gráfico 5.

Por su parte, el sector público el cual también se beneficio del préstamo externo en gran medida, esto debido tanto a las políticas y planes del gobierno del presidente Turbay como al importante papel que desempeñaba el financiamiento externo -fuente generadora de ingresos para el diseño del plan de integración nacional- causó un incremento sustancial en la inversión pública. Por consiguiente, encontramos que en 1980 y 1981 la inversión pública aumento en un 5% y 5.98% respectivamente.²⁵

Gráfico 5 Tasas de crecimiento de FBKF e Inversión privada en Colombia



Fuente: Banco de la República

De igual forma, como se incremento sustancialmente la inversión pública destinada a sectores sociales, la inversión privada aumento en esta primera etapa de la década, dado el contexto favorable: una tasa de cambio estable y facilidad de importación de capital, así mismo, como lo describiría Keynes, las expectativas que forjaron los agentes respecto a la marcha de economía fueron favorables; y por tanto las previsiones y rendimientos probables permitieron la incorporación de nuevo equipo productivo.

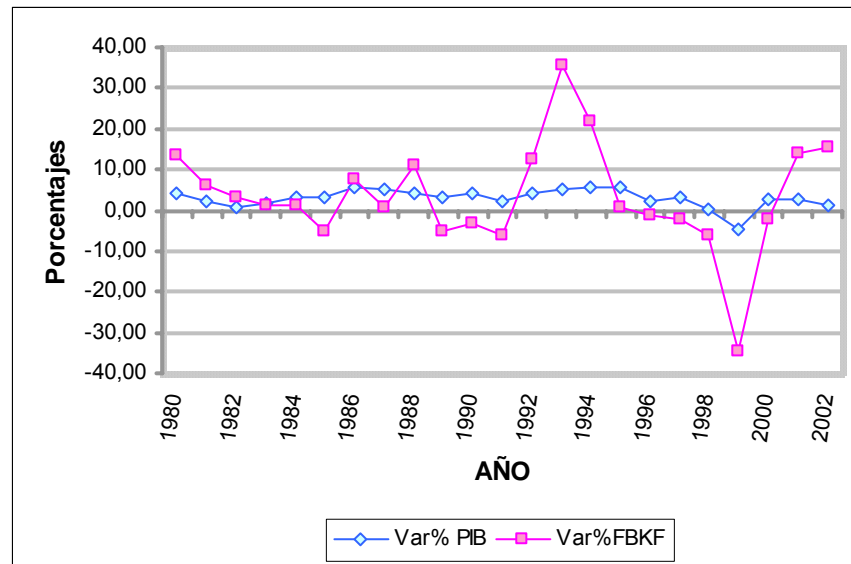
El segundo periodo de esta década comprende una recesión que se prolongo en un intervalo aproximadamente de cuatro años (1982-1985), durante este lapso el indicador agregado a la inversión nacional (FBKF) disminuyó de un nivel máximo

^{***} Los incrementos porcentuales son calculados de las cifras originales presentadas por el Banco de la República y agregados por los autores a precios constantes con año base 1994.

²⁵ Estadísticas Banco de la republica.

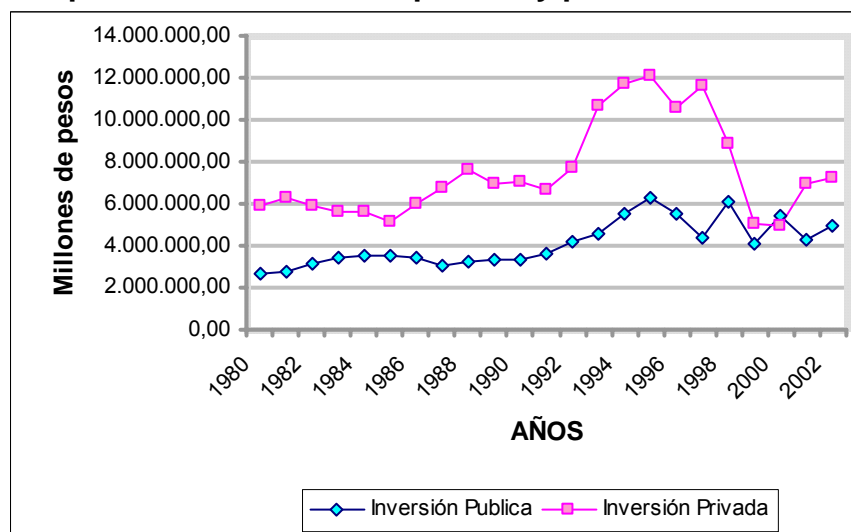
de crecimiento de 13.7% anual en 1981, a unos niveles mínimos de 1.17% en 1983 y -5.91% en 1985. Así mismo, el nivel de inversión privada descendió, de una tasa de crecimiento anual de 6.49% en 1981, a unos niveles de -5.33% y -4.55% en 1982 y 1983 respectivamente; llegando a un punto crítico en 1985 donde el nivel de desaceleración fue de -9.23% anual²⁶ (Ver a continuación gráfico 6 y nuevamente el gráfico 5). En contraposición a esta tendencia recesiva el sector público se vio obligado a incrementar las tasas de inversión en un 5% anual durante este periodo como se puede apreciar a continuación en el gráfico 7.

Gráfico 6 Tasa de crecimiento del PIB y FBKF en Colombia



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 7 Comportamiento inversión privada y pública en Colombia



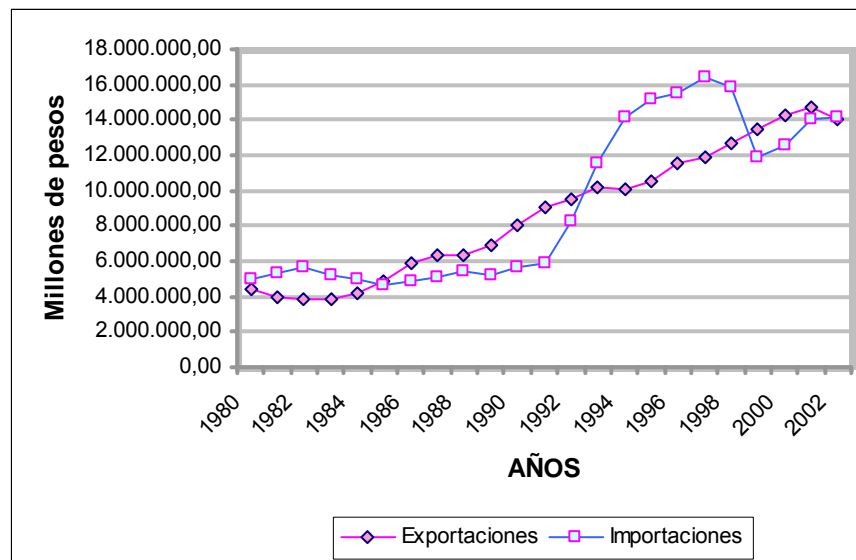
Fuente: Banco de la República

²⁶ Estadísticas del Banco de la República.

Es indudable que el pésimo desenvolvimiento de la inversión privada y de la economía en general durante este periodo fue el resultado de un problema macro-estructural grave, el cual estuvo asociado tanto a causas internas como externas. Dentro de las causas externas de la crisis de este periodo se pueden señalar en primer lugar, el incremento de los precios del petróleo en 1979 y 1980, el cual contribuyó a la génesis de la recesión económica mundial de 1980; así mismo como lo expresa el BID²⁷, este fenómeno acentuó y agravó la trayectoria y crisis ascendente de la deuda externa, la cual generó un alza extraordinaria en las tasas de interés y desequilibrios financieros que se tradujeron en una recesión generalizada.

Las repercusiones del agravamiento de esta crisis internacional se vieron reflejadas en algunos aspectos de la macroeconomía colombiana como fue la desfavorable balanza de pagos en cuenta corriente y de capital. En la primera generado por el déficit comercial y en la segunda por la fuga de capitales, que se constituyó en un elemento más de la ausencia de ingresos y estabilidad a la estructura económica nacional. Como se puede apreciar a continuación en la gráfica 8.

Gráfica 8 Déficit en balanza comercial colombiana



Fuente: Banco de la República

De igual forma, el comportamiento ascendente de la deuda externa contribuyó en la depresión de dos elementos esenciales de la actividad económica y la inversión durante el periodo 1982-1985: El ahorro y la financiación de créditos. El ahorro se disminuyó como consecuencia del aumento en el pago de intereses y

²⁷ BID. *Mesa Redonda Sobre La Deuda Externa De América Latina.. XXV Reunión Anual De La Asamblea De Gobernadores Punta Del Este, República De Uruguay. 1984.*

amortizaciones; así mismo la contracción severa de los créditos tanto internos como externos fue resultado de la disminución drástica de los flujos de recursos externos y el elevado nivel de riesgo internacional.

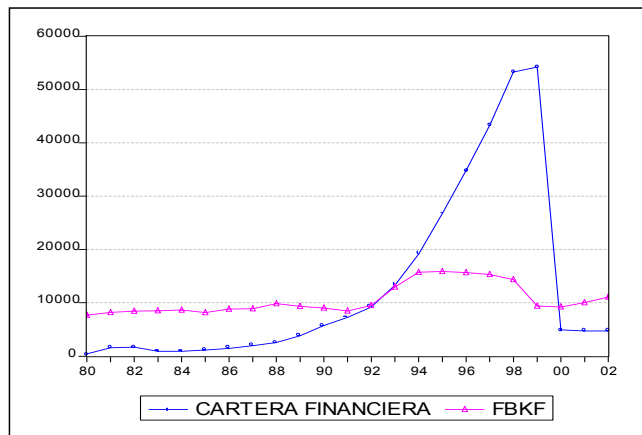
En términos generales, las tres repercusiones de origen externo más graves con respecto a la inversión neta lo constituyeron, en primer lugar la disminución de las importaciones y flujos de bienes de capital; en segundo lugar la caída del ahorro; y por último, la agudización de la crisis interna del sector financiero colombiano.

Una vez esbozadas las causas externas de esta recesión de mitad de los años ochenta se podrá apreciar igualmente las causas internas de la misma, las cuales, sin lugar a dudas se encuentran perfectamente correlacionadas con todos los elementos exógenos anteriormente expuestos. Dentro de los factores endógenos generadores de desaceleración de este periodo (1982-1985), tanto de la economía en general, como de la inversión privada como tal, encontramos en primer lugar la crisis financiera y su gran impacto sobre el sector real.

Al revisar los estudios realizados de macroeconomía colombiana se encuentra que en la primera mitad de los años ochenta, uno de los aspectos más destacados del sector financiero nacional como de varias economías latinoamericanas, fue la existencia de una crisis; resultado del excesivo retraso en el cobro y recuperación de cartera, y el exagerado nivel de endeudamiento de las empresas privadas y públicas.

En el periodo 1980-1985 se observó claramente una tendencia al mayor endeudamiento por parte del sector empresarial colombiano, debido a que se produjo una acumulación de créditos que facilitó el endeudamiento hasta niveles peligrosos de las principales sociedades del país; todo esto bajo la convicción de que sus utilidades y rendimientos probables eran suficientes para cubrir los gastos financieros, y que la oferta de crédito seguiría haciendo posible la renovación de los préstamos. Esta tendencia se puede apreciar a continuación en la grafica 9.

Gráfica 9 Cartera del sistema financiero colombiano



Fuente: Banco de la República

En contraste con lo esperado la disminución del ritmo de crecimiento de la economía colombiana y los shocks externos de la recesión mundial a partir de 1982, sorprendió a parte importante del sector productivo con altos costos financieros, cada vez más difíciles de cubrir, vinieron entonces las moras e incumplimientos en los pagos, que finalmente se tradujeron en concordatos empresariales, y en carteras de dudoso recaudo de las entidades financieras. El resultado fue la crisis del sector productivo cuando la economía se desacelero a partir de dicho periodo.

Un estudio realizado a comienzos de los años ochenta por Hernández²⁸ demostró que la evolución del endeudamiento de las sociedades anónimas entre 1950 y 1978 fue de carácter moderado, y que no obstante esta tendencia se desdibujó a comienzos de 1980, cuando se presentó un desarrollo creciente del endeudamiento financiero con la contraparte de un debilitamiento del mercado accionario como instrumento de movilización de recursos, situación que generaría las condiciones para una crisis financiera posterior.

Otro estudio realizado en 1987 por Carrizosa²⁹ cálculo los coeficientes de endeudamiento para el promedio de las empresas colombianas, encontrando que en las décadas del sesenta y setenta este osciló alrededor del 28.3%, cuestión que cambio en el periodo 1980-1985, en donde este indicador se ubico alrededor del 70%. Para estos investigadores el problema entre el sector financiero y el sector real, se originó porque el endeudamiento total del sector real no estuvo acompañado por un aumento similar por parte de los ingresos y de los activos líquidos. Argumentan además, que en comparación con las décadas anteriores en este periodo 1981-1985 las sociedades colombianas presentaron un mayor nivel de riesgo.

Por consiguiente, bajo el marco analítico de Hyman Minsky en este periodo se generó un fenómeno en el sistema financiero de cartera vencida y por tanto de incapacidad de sostener el ritmo creciente de nuevos créditos al sector real, con las consecuencias nefastas de una crisis generalizada a partir de 1982, la cual estallo con una recesión en 1985. El efecto de la crisis sobre el nivel de inversión y de la economía en general se puede apreciar nuevamente en los gráficos 5 y 6.

Este impase llevo al gobierno nacional a optar por una serie de políticas a partir de 1983 con el fin de emitir una cantidad importante de dinero para subsidiar la capitalización del sector financiero; y aunque hay que señalar que con estas medidas muchas entidades financieras se abstuvieron de un colapso mucho más profundo, el costo para la nación en términos de inversión social fue muy alto.

De igual forma, otra de las causas internas de la crisis de este periodo es

²⁸ HERNANDEZ GAMARRA, Antonio. La crisis financiera de los setenta: un plan para conjurarla. Revista.

²⁹ CARRIZOSA, Mauricio, URDINOLA, Antonio. Endeudamiento privado Interno En Colombia: 1970-1985. Revista Banco De La Republica #24.

atribuible al papel desempeñado por el gobierno en cuanto al manejo de la política económica,* la cual fue contradictoria respecto al contexto nacional e internacional. En primer lugar el manejo de las finanzas públicas no fue llevado con prudencia fiscal tanto por los gobiernos anteriores como por el de la coyuntura de la recesión. Por otra parte los ingresos corrientes del momento no eran suficientes para financiar los gastos del estado y la única forma de cerrar la brecha era a través del crédito. Dada la coyuntura económica mundial y la crisis de la deuda externa el gobierno se vio obligado a extraer recursos del sector financiero nacional para financiar el exceso de gasto; ante lo cual el efecto inmediato fue el aumento de las tasas de interés (las cuales se ven afectadas además por las crisis internacional de la deuda y la recesión mundial) y por consiguiente la disminución de recursos y expectativas para invertir.

Un segundo elemento, del mal manejo institucional, estuvo asociado al frente cambiario; pues durante los años 1982-1985 el gobierno permitió, en primer lugar una fuerte devaluación real y en segundo lugar instauró una serie de trabas a las licencias de importación de maquinaria y equipos. Estos dos elementos generaron un fuerte impacto negativo sobre el nivel de inversión: la devaluación hace mucho más costosa la importación de maquinaria y la restricción hace imposible la misma.

Por último, dentro de las causas internas de la recesión de esta segunda etapa de la década de los ochenta, se puede considerar que hubo una caída tanto de la demanda agregada como de las expectativas de los agentes económicos. El proceso se inició en el año 1982 con una caída sustancial del crecimiento del PIB a tan solo el 0.95% anual, esto indica que existió una caída principalmente en el nivel de consumo. Elemento que llevo a los agentes a pensar que para el año 1983 la situación se extrapolaría, y evidentemente en este año el PIB solo creció al 1.5%³⁰. Entonces, dadas las expectativas de los agentes económicos se percibió una tendencia que se podría estar autoperpetuando y para el siguiente periodo (1984) deciden invertir y consumir una proporción mucho menor a la del periodo anterior.

Esto generó un espiral descendente en materia tanto de inversión y consumo como de expectativas, que culminó con la crisis de 1985. Se puede por tanto pensar que en este lapso el mecanismo del acelerador (comportamiento de la economía en el periodo anterior y presente) determinó el nivel y las expectativas de la inversión posterior, la cual no fue alentadora como se puede apreciar.

El último periodo de la década de los ochenta (1986-1989) se constituyó como una etapa de recuperación económica mas bien moderada, dado que existían toda una serie de problemas estructurales que los agentes económicos vieron con algo

* El manejo de la política económica (monetaria, fiscal y cambiaria) durante las dos décadas, será objeto de un mayor análisis en el capítulo 3.

³⁰ Estadísticas del Banco de la República.

de prudencia (deuda externa, déficit fiscal, la recuperación del sistema financiero y algunos problemas de narcotráfico y orden público). No obstante en términos generales el desempeño de la economía y el nivel de inversión como tal fue considerable.

La inversión privada aumentó a un ritmo de crecimiento anual de 16.8%, 13.49% y 12.24% durante los años 1986, 1987 y 1988 respectivamente. De la misma forma el comportamiento general de la economía durante este lapso fue alrededor del 4.5% de incremento anual; no obstante en contraposición a la tendencia que se venía desarrollando, el año 1989 fue un periodo de contracción para el nivel de inversión privada (-9.0% de crecimiento) lo que no significó una caída de la actividad productiva en general, la cual se mantuvo a un ritmo de crecimiento del PIB en 3.41%³¹.

Dentro de los factores que permitieron la recuperación de este periodo se encuentra en primer lugar, la expansión económica mundial, en segundo lugar la disminución del riesgo financiero nacional e internacional y finalmente, el aumento de la demanda agregada interna y la eliminación de las restricciones de importaciones de bienes de capital. Todos estos elementos generaron un mayor nivel de expectativas y por tanto nuevos planes de inversión.

No obstante, el hecho de que en el año 1989 se halla reducido el nivel de inversión privada en contraposición a la actividad económica en general, la cual si presentó un comportamiento positivo; parece indicar un cambio en las expectativas en el sentido de postergar la inversión, dado que los agentes percibieron mejores posibilidades de inversión después de 1990 por la eminente razón del proceso de apertura que se avecinaba.

Del análisis de las diferentes fuentes de información puede concluirse que: aunque el comportamiento de la inversión no parece haber sido muy dinámico entre 1980 y 1990, por lo menos no disminuyó en términos reales (creció en promedio al 2.33%)* a pesar de la fuerte crisis por la que atravesó la economía en la primera mitad de la década.

A su vez, la evolución de la inversión privada en los años noventa en Colombia presentó un comportamiento bastante irregular. Al igual que en la década de los ochenta en el desenvolvimiento de esta variable se destacan claramente tres periodos: uno de depresión que va desde 1989-1991, seguido de un auge entre 1992 y 1995, y posteriormente un periodo final de contracción severa que inicio en 1996 y se profundizó en 1999, resultado de la gran recesión económica.

En el primer periodo ocurre una leve caída tanto del nivel de inversión como de la

³¹ *Ibíd.*

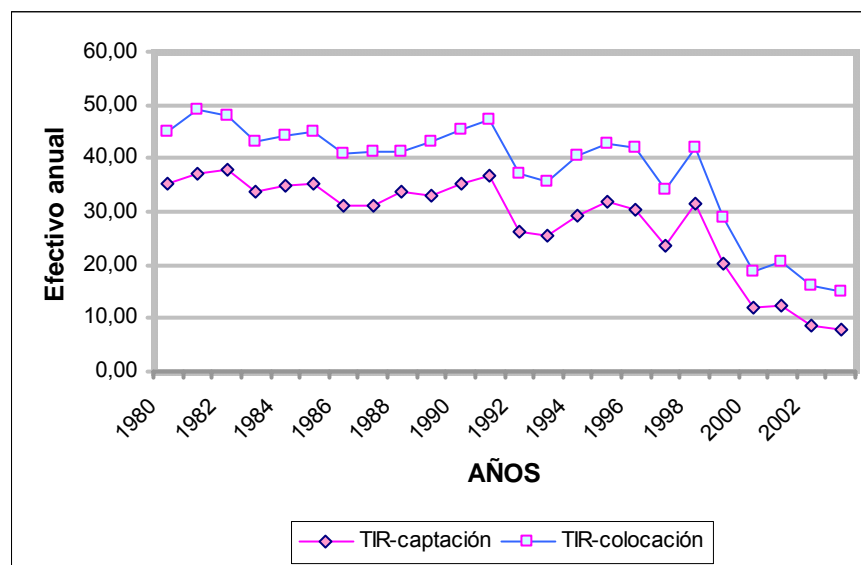
* Este es el nivel crecimiento de la inversión en toda la década con base en cálculos propios de las estadísticas suministradas por el banco de la republica y expresadas a precios constantes de 1994.

actividad económica en general; así mismo y en antagonismo a este, el segundo periodo muestra un crecimiento exacerbado de toda la actividad económica, resultado del impacto tanto de la apertura como del aumento del consumo e inversión tanto pública como privada. No obstante, en contraposición a esta tendencia y en forma similar a los años ochenta en el tercer periodo (1996-1999) se agravaron y presentaron serias fallas estructurales, algunas de las cuales venían considerándose desde aquel periodo. Fallas que a partir de las reformas neoliberales de 1991 llegaron a profundizarse. Se ha de mencionar en primer lugar un problema de flujos (déficit fiscal y cambiario) y de balances, que causaron impacto en el sector real. Igualmente, durante esta fase contractiva tanto el mal manejo institucional y de política económica, como el efecto de los shocks y las crisis internacionales se constituyeron en elementos agravantes de la recesión.

En lo referente al primer periodo (1989-1991) el nivel de inversión se contrajo alrededor de un 4.14% con relación a los años anteriores; de igual forma el nivel de actividad de la economía en general se redujo, muestra de ello fue el bajo crecimiento del PIB alrededor de 2% menos; así mismo el nivel de desempleo se ubico alrededor del 10.7% resultado de la contracción.*

Dentro de los factores adversos al desenvolvimiento de este periodo se puede apreciar en primer lugar, que hubo un elevadísimo nivel de las tasas de interés, tanto de captación como de colocación, elemento que redujo ostensiblemente la demanda de créditos y por consiguiente el nivel de inversión. En el gráfico 10 de la se puede apreciar el nivel de dichas tasas para este periodo.

Gráfica 10 Tasas de interés en Colombia



Fuente: Banco de la República

* Ibíd.

En segundo lugar, durante este trienio (1989-1991) se generó en el ambiente político y socio-económico una tensión tanto de expectativas como de incertidumbre, debido a tres elementos sumamente delicados para desempeño del país; en primer lugar el proceso electoral y los eventos desafortunados de Luis Carlos Galán; en segundo lugar un recrudecimiento del narcotráfico y la violencia; y en tercer lugar el proceso de apertura económica y la consolidación de la nueva carta política y constitucional de 1991.

De igual forma, a nivel internacional el contexto no fue el mas favorable, dado que el crecimiento de las principales economías mundiales fue muy regular, esto en parte por encontrarse en la fase descendente del ciclo económico y en parte por las guerras en medio oriente y su impacto sobre los precios del petróleo.

En el segundo periodo (1992-1995) los gastos de inversión mostraron un aumento formidable; la inversión privada aumentó durante este lapso a un promedio anual del 16.66% y la inversión total de la economía o formación bruta de capital fijo (FBKF) a 17.8% anual (Ver nuevamente gráficas 5 y 6). De igual forma, el nivel de las importaciones tanto de bienes de capital como de consumo aumento de forma inusitada, creciendo a un promedio anual del 34.28% en contraposición a las exportaciones las cuales crecieron tan solo al 15% anual durante este mismo lapso. (Ver nuevamente gráfica 8 déficit en balanza comercial). Se observa entonces que durante este periodo la economía colombiana creció a un promedio del 5% anual y el nivel de inversión privada aumento ostensiblemente en comparación a los años anteriores.

Este aumento considerable de los gastos de inversión, son el resultado de la estrecha relación entre la dinámica del sector real de la economía y las expectativas de inversión de los empresarios. Dentro de este contexto se puede apreciar que en el momento de auge de la economía existe una relación directa y dinámica entre la inversión privada y el desenvolvimiento de la demanda interna; de igual forma se combinaron otros factores como la disponibilidad y bajos costos de recursos financieros tanto internos como externos y la facilidad para importar maquinaria y equipo.

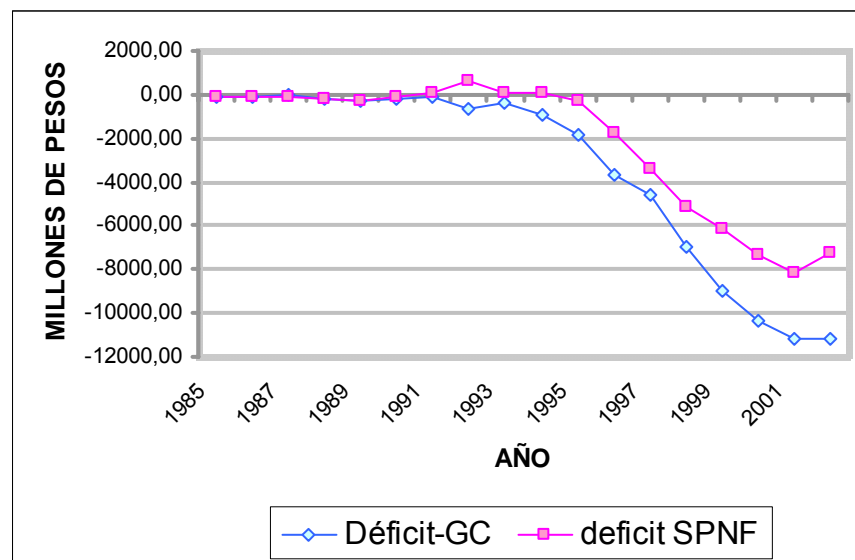
Así mismo, como se observó en una investigación de Echeverry³² que el excesivo nivel de gasto en consumo e inversión durante este periodo (1992-1995) estuvo auspiciado por tres circunstancias particulares: primero, a principios de los noventa se da un auge significativo de exportaciones ilegales, que género importantes fortunas y constituyó un boom de gasto.

En segundo lugar, al principio de la década hubo importantes hallazgos de petróleo en los campos de Cusiana y caño limón; y en consecuencia se generaron expectativas que permitirían al país contar con cerca de US \$3.000 millones al año

³²ECHEVERRY, Juan Carlos. *Memorias De La Recesión De Fin De Siglo En Colombia*. Boletines De Divulgaciones Económica. DNP. Enero 2001.

a partir de 1997. Induciendo con esto tanto al gobierno nacional como a los banqueros internacionales a pensar que Colombia era un país rico y solvente. En ese momento se relajó la restricción de liquidez y Colombia pasó de tener un acceso restringido al crédito a una disponibilidad prácticamente ilimitada del mismo. Esto generó eminentemente un aumento del gasto público; el cual pasó del 13% del PIB en 1990 a 19% en 1998³³. Esta tendencia puede apreciarse también en los déficits sostenidos del gobierno central (GC) y del sector público no financiero (SPNF) a partir de principios de la década. (Ver a continuación gráfico 11 déficit gobierno GC y SPNF). Una buena parte de este gasto se dirigió por medio de las transferencias hacia salud, educación e infraestructura para las regiones, así mismo hacia la reestructuración del sector de la justicia.

Gráfica 11 Déficit del GC y SPNF



Fuente: Banco de la República

Un tercer elemento, que a juicio del autor aumentó los gastos en consumo e inversión en este periodo está asociado al sector externo; elemento bastante relevante para comprender la crisis posterior de 1999. Se plantea que el aumento del gasto público y privado fue intensivo en bienes y servicios no transables, es decir bienes que no compiten con el exterior: salarios de empleados y funcionarios, gastos generales y obras, que son intensivos en insumos no transables. Como lo menciona Vargas³⁴ "Este hecho condujo a un aumento en el precio de los bienes no transables con relación al precio de los bienes transables que son aquellos que están buscando competir con el resto del mundo. Desde el

³³ Bases estadísticas del Banco de la República. www.bnrep.gov.co/estadísticas.

³⁴ VARGAS, Hernando. *Apertura, Encajes E Intermediación Financiera*. Revista Del Banco De La República # De 1997.

punto de vista cambiario eso quiere decir que hay una apreciación del tipo de cambio real”.

Con esta recuperación del peso, el costo real de las mercancías extranjeras cayó durante aproximadamente 6 años (1990-1996), fortaleciendo la capacidad adquisitiva de los salarios colombianos. En consecuencia este elemento ayuda a explicar porque se presentó un aumento considerable en las importaciones de bienes de consumo e inversión (el gasto en consumo fue absolutamente superior al de inversión) y porque el nivel de actividad de la economía colombiana en este periodo fue tan álgido.

Dentro de la lógica del desenvolvimiento económico se percibe un comportamiento cíclico, por tanto después de una etapa de crecimiento se prevé una contracción. El periodo de 1996-1999 se muestra claramente como un periodo de contracción, no sólo para la economía colombiana sino a nivel de la economía mundial. Durante este el nivel de inversión privada disminuyó en un 12.61% en 1996 y aumentó en un 10% para 1997; sin embargo nuevamente en 1998 y 1999 se contrajo a niveles del -23.72% y -42.93% anual y continuó con la tendencia negativa hasta el año 2000 cuando presentó un crecimiento del -2.85% anual³⁵. Ver nuevamente gráficas 5 y 6.

De igual forma, el nivel de inversión total de la economía FBKF mostró un crecimiento absolutamente negativo durante todo este periodo (1996-2000) al presentar un nivel de desenvolvimiento promedio anual de -9.25%. En forma similar el nivel de actividad económica en general expresado en el comportamiento del PIB fue muy regular, dado que creció en promedio anual a solo 0.70%, con dos recesiones bien marcadas en 1998 y 1999 donde cayo a niveles del 0.48% y -4.8% de crecimiento anual. (Ver nuevamente grafica 6)

Durante este periodo se conjugaron factores adversos al desenvolvimiento económico tanto en el ámbito interno como externo. “A nivel internacional, la crisis mundial desencadenada tras el colapso de las economías asiáticas y en especial la de Rusia, redujo los volúmenes de comercio y con ello las posibilidades de exportación, y a la vez restringió y encareció el acceso a recursos en el mercado internacional de capitales”.³⁶

En el ámbito interno se pueden mencionar varios factores, en particular la recesión económica de la segunda mitad de los años noventa es considerada como un problema de flujos, balances y política económica. En una investigación de Echeverry se concluye que la recesión se produjo por que: “los hogares, empresas y gobierno entraron a una fase de gasto acelerado a lo largo de la década, por encima de su generación de ingresos, que los llevó a producir déficits sostenidos y

³⁵ Estadísticas Banco de la República.

³⁶ FEDESARROLLO. *La inversión privada en la década del noventa, revista coyuntura económica*. Vol XXX junio 2000.

persistentes, es decir un problema de flujo. Esto condujo a acumular un nivel de deudas que aumento considerablemente sus pasivos y su vulnerabilidad financiera, lo cual creo un problema en sus balances”³⁷. Esta situación generó por espacio de 6 años (1990-1996), las condiciones para la fase recesiva que comenzó a finales de 1996.

El problema de los flujos* (déficit fiscal, cambiario y empresarial) se remontan al principio de la década con tres circunstancias particulares como ya se había esbozado anteriormente: en primer lugar al comienzo de la década se da un auge muy significativo de exportaciones ilegales y posteriormente hacia el final se reduce los ingresos nacionales de este tipo. El segundo hecho notorio fue los importantes hallazgos de petróleo; y el tercer y último elemento lo constituyó el elevadísimo nivel de gasto público.

Los primeros dos elementos (narcotráfico y petróleo) agravaron el nivel de solvencia y estabilidad del país por dos circunstancias, en primer lugar le generaron a la nación las falsas expectativas de poder contar con un consumo e ingreso superior al presente. En segundo lugar, permitieron la ampliación de cupos y la disponibilidad de préstamos para esta economía por parte de la banca nacional e internacional.

Por su parte, el elevadísimo nivel de gasto público durante los años (1990-1995) generó tres aspectos perjudiciales en términos generales como lo expresa Parra³⁸: en primer lugar para financiar estos gastos el gobierno recurrió al sector financiero, desplazando así recursos del sector privado al público, los cuales se habría podido asignar mejor posteriormente. El segundo hecho estriba en que con esta medida presiono al alza las tasas de interés y con ello contrajo el nivel de inversión real.

El tercer y último efecto se dio vía impacto sobre el tipo de cambio, dado que se fortaleció una apreciación de la moneda durante estos años, generándose así, una disminución real del costo de las mercancías extranjeras y por tanto un aumento en las importaciones de bienes de consumo.

En la misma forma como se presentó el problema de los flujos, el desequilibrio de los balances (déficits en los balances financieros de las firmas y las familias) se originó como un exceso de optimismo y expectativas por parte de las familias y empresarios nacionales. Las familias incurrieron en un exceso de gasto orientado a la adquisición de vivienda y consumo en la primera mitad de la década. El problema estribó en que sus pagos hipotecarios estuvieron indexados al aumento en la tasa de interés más no en la inflación; y las tasas de interés empezaron a crecer desafortunadamente a partir de 1996 como consecuencia de las presiones

³⁷ ECHEVERRY, Juan Carlos. *Económica Colombiana: Memorias de la recesión de fin de siglo en Colombia*. DNP, enero 2001.

* El problema de los flujos de la economía colombiana se pueden apreciar los déficit en cuenta corriente y el déficit de GC y del SPNF.

³⁸ PARRA, Clara Helena. *Crisis financieras*. Boletines de divulgación económica. DNP. Enero 2000.

generadas por la demanda de recursos del sector público y por la crisis internacional que afectaba al sector financiero. Esta situación se tradujo en una eminente pérdida de recursos, ingresos y solvencia para las familias.

De igual manera, las firmas incurrieron a principio de la década en un elevado nivel de endeudamiento, tanto con el sector financiero nacional como extranjero, resultado del exceso de optimismo sobre el futuro de la economía colombiana durante estos años. No obstante, en contraposición a estas expectativas los agentes se encontraron con que a partir de 1996 la economía en general se contrae, resultado de los problemas estructurales anteriormente expuestos, situación que los lleva a incurrir en dificultades para seguir pagando sus acreencias, generándose así un espiral creciente de deuda en toda la economía repercutiendo en un deterioro de la calidad de la cartera del sistema financiero, con efectos desestabilizadores y recesivos. Esta tendencia se puede apreciar nuevamente en la grafica 9 sobre la cartera del sistema financiero.

Como respuesta a esa desaceleración la política económica promovió una burbuja especulativa de actividad económica entre 1997 y 1998; dado que pretendió superar la recesión de 1996-1997 con una política cortoplacista estilo keynesiano tradicional precipitando con esto un aumento en las tasas de interés y un desbalance cambiario y no una expansión de la demanda agregada como se esperaba. Este hecho, a su vez agravó el problema acumulado en los balances de las familias y las empresas conduciendo la economía a la profundidad de la recesión de 1998 y 1999.

Se aprecia por tanto, que las decisiones de gasto asumidas por el gobierno, así como el boom de consumo, de adquisición de vivienda y cartera hipotecaria tomadas por las empresas y las familias a principio de la década del noventa, generó una alta vulnerabilidad en los balances de la economía. Esta situación perpetuó un aumento de pasivos en el conjunto de agentes con una repercusión final desestabilizadora en el sistema financiero; con efectos depresivos conducentes en última instancia a una gran recesión.

Por último, el periodo comprendido entre los años 2001 al 2003 parece presentar una muy leve recuperación de la actividad económica en general. El crecimiento del PIB es de tan solo 1.5% promedio anual y de igual forma, el crecimiento de la inversión privada y total (FBKF) solo osciló alrededor del 3.62% anual, cifra bastante inferior comparada con años precedentes. De igual forma el nivel de déficit fiscal no presenta una disminución sustancial a pesar de los esfuerzos realizados en materia tributaria. Por su parte en el sector externo, la cuenta corriente presento una leve mejoría al mostrar superávit los años 2001 y 2002; sin embargo esta tendencia perdió dinamismo hacia mediados del año 2003. Por último el manejo tanto institucional como de política económica no presentaron cambios sustanciales.

En síntesis, se puede apreciar que en el transcurso de las dos últimas décadas en

Colombia, el desarrollo económico ha sido muy inestable debido a varios factores, los cuales han resultado muy similares a los que se presentaron en el mismo lapso de tiempo en toda América latina. Por una parte el efecto causado por los shocks externos generó la desestabilización del sistema financiero, afectando adversamente la inversión en general. Así mismo, un segundo aspecto que influyó fue el problema originado tanto en los flujos (déficit fiscal y cambiario) como en los balances -de las familias y las empresas- los cuales afectaron y se constituyeron en generadores de crisis internas para el sistema financiero y la economía en general. Por otra parte, el último aspecto relevante para el regular desempeño de la economía colombiana lo constituyó el mal manejo institucional y de política económica aplicado durante este periodo.

Finalmente, lo esbozado hasta el momento proporciona argumentos que permiten contrarrestar la hipótesis neoclásica en la cual el ingreso no consumido (ingreso ahorrado) mediante la operación de mercado es invertido. De esta forma, dicho ingreso no consumido es ahorrado, sin embargo este ahorro no es atesorado, siendo por tanto trasladado al mercado de dinero donde se compran bonos que generan un rendimiento. Así, mediante el mercado como mecanismo de equilibrio, la demanda de ahorros –ó inversión- se iguala siempre con la oferta de ahorro; y por tanto se llega a una situación en la que todo el ingreso no consumido es dirigido a la inversión.

Se percibe entonces que en el desenvolvimiento de la economía colombiana en la década de los ochenta y los noventa se presentaron fallas en el mercado que al mismo tiempo no proporcionaron las condiciones necesarias para que se diera el cumplimiento de la hipótesis neoclásica. En particular, el sistema financiero no fue un perfecto regulador del proceso inversor como supone la teoría, y por el contrario este se constituyó en un elemento más de desestabilización del mercado.

Tanto la teoría económica como la revisión histórica, esbozadas con anterioridad, dejan ver el impacto que tienen algunas variables macroeconómicas sobre la inversión. De igual forma, dentro de este contexto se percibe la existencia de elementos exógenos que han afectado dicha variable como lo son las crisis financieras y la apertura económica. Con el ánimo de ampliar y corroborar estos elementos se planteará a continuación la construcción de un modelo econométrico que en última instancia dará sustento a las observaciones mencionadas con anterioridad.

2.2 ANALISIS DE LOS PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA INVERSION PRIVADA EN COLOMBIA

La gran importancia que tiene la inversión como motor generador de crecimiento, se ha visto reflejada en la evolución de la economía colombiana. Como se aprecia

en la sección anterior, la inversión privada ha jugado un papel clave a la hora de jalonar la economía por las sendas del crecimiento y el desarrollo económico.

En este sentido, después de haber analizado el comportamiento de la inversión privada en Colombia y su contexto América Latina, se hace importante centrar la atención en los principales determinantes de la misma, con el fin de proporcionar las bases para sustentar no solo las causas si no también los efectos sobre dicha variable. Para tal fin se tomara como referencia tres puntos cruciales. En primer lugar se revisara los estudios precedentes realizados sobre el tema, en segundo lugar se corroborará matemáticamente -por medio de un modelo econométrico- la incidencia de las variables relevantes como determinantes de la inversión; y finalmente, todo ello se analizara a la luz de la teoría económica.

En la sección anterior se concluyó que tanto la política, dirigida a corregir los desequilibrios macroeconómicos, como los shocks externos influyeron en la dinámica de la inversión privada generando una diferenciación en el comportamiento de dicha variable entre los países de América latina y el caribe.

Teniendo en cuenta lo anterior, tanto investigadores como instituciones se han visto motivados a la ardua tarea de estudiar los determinantes de la inversión privada como tal. En su gran mayoría, los estudios realizados se enfocan en analizar el efecto del modelo del acelerador keynesiano, anexando además, algunas variables de interés particular.

Entre las investigaciones realizadas en Colombia, encontramos la realizada por Bilsborrow³⁹ en 1968 quien al analizar el comportamiento de la inversión privada en el periodo de 1950 a 1964 concluye que tanto el mecanismo del acelerador como la disponibilidad de fondos propios son las variables que influyen a la hora de tomar las decisiones de inversión. Con respecto al mecanismo del acelerador se demostró que un mayor nivel de actividad económica crea las condiciones que inducen a un mayor ritmo de inversión, de igual forma la disponibilidad de fondos propios o lo que es lo mismo de recursos por parte de los empresarios, genera en ellos autonomía y seguridad respecto a las inestabilidades del sistema financiero.

En un estudio posterior, Ospina⁴⁰ (1976) llega al mismo punto que Bilsborrow con respecto al acelerador y a la disponibilidad de fondos propios, y además, al incluir variables como la disponibilidad de divisas y las condiciones institucionales y económicas, estas cobran igualmente importancia como determinantes de la inversión. Por una parte la disponibilidad de divisas influye para el sector empresarial en el sentido de que la mayor parte de las inversiones en capital fijo son importados, siendo relevante para tal fin mantener estable el tipo de cambio. Por otra parte es necesario que las instituciones propicien un clima de certidumbre

³⁹BILSBORROW. *The Determinants of Fixed Investment by Manufacturing Corporations in Colombia*. Ensayos sobre política económica.

⁴⁰RUBIO. *Determinantes de la inversión industrial en Colombia*. Coyuntura Económica, Diciembre.

que garantice elementos importantes como la seguridad, los derechos de propiedad y el cumplimiento de los contratos.

Con el fin de hacer nuevos aportes y de ampliar el periodo de estudio con cifras más actuales, en 1983 Rubio⁴¹ toma como periodo de evaluación desde 1958-1980 intentado buscar una explicación significativa en la relación divisa-inversión, mezclando variables de precios y el acervo de capital rezagado un periodo junto con las variables de disponibilidad de crédito. La idea inicial era llegar más allá del modelo del acelerador, es decir comprobar que tanto la demanda como el acervo de capital son los determinantes más importantes de la inversión industrial en Colombia. La importancia del trabajo de Rubio estribó en demostrar que un nivel de inflación moderado genera condiciones más adecuadas para los empresarios, así mismo el nivel de inversión del periodo anterior (acervo de capital rezagado) como el desenvolvimiento económico de dicho periodo determinará en gran medida el nivel de inversión del periodo posterior.

Por otra parte, aparece en este mismo año otro trabajo, realizado por Chica⁴², corroborando también el modelo del acelerador e incluyendo variables como cantidades de crédito y disponibilidad de divisas. Al final concluye que al incorporar estas variables al modelo del acelerador, la variable cantidad de créditos pierde significancia para explicar el nivel de inversión en Colombia. El hecho de que se incrementen o disminuyan los créditos no implica que la inversión privada presente el mismo comportamiento, dado que el incremento en los créditos puede desviarse hacia el consumo y no hacia el sector productivo.

Otros trabajos realizados posteriormente se basaban en algunos casos en probar el modelo del acelerador y, en su mayoría en incorporar variables que consideraban claves como determinantes de la inversión. Entre las variables tomadas en consideración en la investigación conjunta realizada por Ocampo, Londoño y Villar⁴³ (1985), se encontraron como relevantes los precios relativos de los bienes de inversión, las condiciones financieras y de liquidez medida por la tasa de interés, y la variable de restricción de importaciones. Como conclusión de este trabajo se encontraron que los factores de demanda son los que explican el comportamiento de la inversión privada en Colombia.

⁴¹OSPINA. *Estimación de una función de inversión para Colombia*. Corporación Centro Regional de Población, mimeo.

⁴²CHICA. *La financiación de la inversión en la industria manufacturera colombiana: 1970-1980*, en *Desarrollo y Sociedad*, Vol.15-16.

⁴³OCAMPO, Londoño. VILLAR. *Comportamiento del ahorro y la inversión: evolución histórica y determinantes*. E. Lora, editor, *Lecturas de macroeconomía colombiana*, Tercer Mundo-Fedesarrollo.

Además de las investigaciones realizadas por economistas en particular, el tema de la inversión es de gran importancia para las instituciones, debido a la relación crucial existente entre el comportamiento de la inversión productiva y su capacidad instalada para acumular la producción. Con este fin, Fedesarrollo⁴⁴ realizó una encuesta sobre el comportamiento y los determinantes de la inversión fija en los sectores industriales, en un espacio de tiempo fijado entre 1980 y 1988. Dentro de la encuesta los aspectos más importantes y concluyentes a los que se llegaron son en primer lugar, que el determinante básico de la inversión industrial es el mecanismo del acelerador, así como se esbozo anteriormente, es el nivel de la actividad económica en última instancia el que induce a un mayor nivel de inversión. En segundo lugar se encontró que existe una relación significativa entre la inversión y la disponibilidad de divisas para importar los bienes de capital necesarios. Y en tercer lugar, se halló que los dos aspectos decisivos en el instante de invertir en el ámbito empresarial son la disponibilidad de recursos propios y la capacidad organizacional para decidir si con las utilidades del periodo se reparten dividendos o se invierte.

A su vez, otra conclusión a la que se llegó a partir de la encuesta realizada por Fedesarrollo, es que la tasa de interés resulta irrelevante a la hora de tomar decisiones de inversión por parte de los empresarios, dado que la disponibilidad de créditos y los costos financieros no muestran mucha importancia como incentivo para la inversión.

De igual forma entre los trabajos de investigación más importantes en materia de inversión, se encuentra el de Fainboim⁴⁵ en 1990, esta vez se pone en tela de juicio si los efectos de la tributación recaen sobre la inversión. Para dicho fin él utiliza el modelo neoclásico diseñado por Jorgeson, en el cual la inversión depende del producto, del salario real y del costo del uso del capital (precio relativo de la maquinaria, los impuestos a la renta de las sociedades y la deductibilidad tributaria por pago de intereses), logrando concluir que dichas variables si inciden significativamente sobre la inversión; una mayor tributación disminuye las utilidades de los empresarios provocando dos efectos; por un lado disminuye el nivel de inversión y por otro lado genera en los agentes la preferencia de inversión en otro sector, optando en la mayoría de los casos por el sector financiero.

Un estudio similar se realizó en 1995 por parte de Cárdenas y Olivera⁴⁶, ellos plantearon la hipótesis según la cual el comportamiento reciente de la inversión

⁴⁴ FEDESARROLLO. *La Inversión Privada en la Coyuntura Actual*. (1988)

⁴⁵ FAIMBOIM. *Inversión, tributación y costo de uso del capital en Colombia: 1950-1987*, en Ensayos sobre política económica, No18, diciembre.

⁴⁶ CÁRDENAS. OLIVERA. *La crítica de Lucas y la inversión en Colombia: nueva evidencia*. Ensayos sobre política económica.

en Colombia puede estar asociado con la disminución de las restricciones externas y con los efectos del dinamismo de la actividad económica. Resulta apenas lógico que después de las reformas estructurales de 1991 se quiera evaluar si dichas reformas impactaron de alguna forma la inversión. Los resultados afirman, una vez más, que el mecanismo del acelerador es el que determina la inversión en Colombia y que por el contrario no es tan significativo el hecho de que se presenten restricciones externas.

Así mismo, con el fin de corroborar o contrarrestar los estudios anteriormente expuestos, se definirán ciertas variables en base a los lineamientos neoclásicos, Keynes y Hyman Minsky; para cuantificar los efectos de dichas variables sobre la inversión por medio del método de mínimos cuadrados ordinarios.

En primera instancia se tomarán como variable relevante el PIB, dada su importancia en la teoría keynesiana sustentada en el principio del acelerador, según la cual el nivel de actividad económica es el determinante fundamental de la inversión. Adicionalmente, se tendrán en cuenta variables como lo son el déficit fiscal, la tasa de cambio, las exportaciones y las importaciones para asociarlas a los efectos por un lado de la oferta monetaria y por otra parte a la capacidad instalada en maquinaria y equipo, que en su mayoría es importada.

En segundo lugar, se considerará la tasa de interés de colocación y el impuesto a la renta y complementarios, como sustento tanto de los impactos positivos como negativos –explicados anteriormente– sobre el costo de uso de capital y en última instancia sobre la parte del ingreso destinado a la inversión.

En tercer lugar, sujeto a las condiciones óptimas que aprueba Minsky en su teoría de los ciclos y crisis económicas, se tomara como referencia una variable cualitativa y una cuantitativa como lo son la cartera del sistema financiero y la inestabilidad financiera respectivamente.

Finalmente, se considerarán dos variables adicionales –la inversión pública y el cambio estructural– que se evaluarán para determinar el efecto externo sobre la inversión y en gran medida el efecto del cambio estructural para sustentar una de las hipótesis principales del presente trabajo.

El modelo econométrico que inicialmente se va a evaluar por medio del método de los mínimos cuadrados ordinarios, con base en las cifras que se presentan en el Anexo C.

VARIABLES DE ANÁLISIS

ECUACIÓN DEL MODELO

$$\text{Inver Priv} = b_0 + b_1 \text{PIB} - b_2 \text{TIRc} - b_3 \text{ITCR} - b_4 \text{Cartera-SF} + b_5 \text{X-bys} - b_6 \text{M-bys} - b_7 \text{InvPub} + b_8 \text{Def-GC} - b_9 \text{ImpRenta} - b_{10} \text{D1} - b_{11} \text{D2} + \mu$$

Donde,

Inver Priv = inversión privada*

PIB = producto interno bruto*

TIRc = tasa de interés de colocación (promedio anual)*

ITCR = tasa de cambio real*

Cartera-SF = cartera del sistema financiero*

X-bys = exportaciones de bienes y servicios*

M-bys = importaciones de bienes y servicios*

InvPub = inversión pública*

Def-GC = déficit fiscal del gobierno central**

ImpRenta = impuesto a la renta y complementarios**

D1 = cambio estructural (0=antes de apertura económica de 1991 1=apertura)

D2 = inestabilidad financiera (1=inestabilidad 0=estabilidad financiera)

FUENTE: Banco de la República Y DANE.

Sin embargo, debido a que aun no se cuenta con evidencia matemática de la existencia de un cambio estructural, se planteara inicialmente un modelo alternativo en el cual se omitirá la variable D1 (cambio estructural) en el modelo a evaluar. Los resultados arrojados por el paquete estadístico del modelo se presentan en la pagina siguiente.

MODELOS ALTERNATIVOS

MODELO 1

$$\text{Inver Priv} = b_0 + b_1 \text{PIB} - b_2 \text{TIRc} - b_3 \text{ITCR} - b_4 \text{Cartera-SF} + b_5 \text{X-bys} - b_6 \text{M-bys} - b_7 \text{InvPub} + b_8 \text{Def-GC} - b_9 \text{ImpRenta} - b_{10} \text{D2} + \mu$$

Para este primer modelo se puede apreciar que existen tres variables irrelevantes (la tasa de interés, la tasa de cambio real y las exportaciones) y por el contrario todas las otras variables presentaron la relación esperada entre la variable dependiente (inversión privada) y las variables independientes; como se puede comprobar por medio de las pruebas de hipótesis realizadas a continuación.

* Variables en miles de millones de pesos a precios constantes de 1994 según cuentas nacionales.

** A precios de mercado base de 1975 y 1994 (no se pueden transformar a precios constantes de un solo año, dado que no coinciden las series en un año común para hacer el cambio de base)

FUENTE: Banco de la República Y DANE

Cuadro 1 Modelo uno

Dependent Variable: INV_PRIVADA				
Method: Least Squares				
Date: 02/23/05 Time: 10:44				
Sample: 1980 2002				
Included observations: 23				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PIB	0.204126	0.034141	5.978.866	0.0001
TIR_COLOC	-18556.38	19695.89	-0.942145	0.3647
ITCR	11681.26	12735.73	0.917203	0.3771
CARTERA_SF	-1.095.019	8.318.120	-2.316.426	0.0126
X_BY5	-0.681571	0.140562	-0.681571	0.3004
M_BY5	0.698207	0.061014	1.144.329	0.0000
INV_PUBLICA	-0.474410	0.126995	-3.735.655	0.0028
DEFICIT_GC	4.480.187	4.910.889	9.122.964	0.0000
IMPST_RENTA	-2.320.435	8.453.276	-2.745.012	0.0178
D_2CRISISFIN	-626771.2	194266.6	-3.226.345	0.0073
C	-1963966.	1431556.	-1.371.909	0.1952
R-squared	0.993816	Mean dependent var		7514445.
Adjusted R-squared	0.988663	S.D. dependent var		2272302.
S.E. of regression	241942.3	Akaike info criterion		2.793.672
Sum squared resid	7.02E+11	Schwarz criterion		2.847.978
Log likelihood	-3.102.723	F-statistic		1.928.578
Durbin-Watson	2.727.830	Prob(F-statistic)		0.000000

H0: K1 = 0 T-stadist = 5.978866 H0: K2 = 0 T-stadist = -0.942145
 H0: K3 = 0 T-stadist = 0.917203 H0: K4 = 0 T-stadist = -2.316426
 H0: K5 = 0 T-stadist = -0.848906 H0: K6 = 0 T-stadist = 11.44329
 H0: K7 = 0 T-stadist = -3.735655 H0: K8 = 0 T-stadist = 9.122964
 H0: K9 = 0 T-stadist = -2.745012 H0: K10 = 0 T-stadist = -3.226345
 H1: Kn ≠ 0 T-critico = 2.201 ∞=0.05, n-k= 11

En esta prueba se puede apreciar que se rechaza la hipótesis nula K1, K4, K6, K7, K8, K9 y K10=0 y se concluye a un nivel de confianza del 95% que son significativos y diferente de 0; así mismo los parámetros K2, K3 y K5 son no

significativos. Es decir, las variables tasa de interés de colocación, tasa de cambio real y las exportaciones no explican el nivel de la inversión.

Dado los anteriores resultados, se determina un segundo modelo econométrico para ser evaluado. Se eliminarán las variables que en el modelo anterior resultaron no ser significativas. El segundo modelo a evaluar es:

MODELO 2

$$\text{Inver Priv} = b_0 + b_1\text{PIB} - b_2\text{Cartera-SF} - b_3\text{M-bys} - b_4\text{InvPub} + b_5\text{Def-GC} - b_6\text{ImpRenta} - b_7\text{D2} + \mu$$

Cuadro 2 Modelo dos

Dependent Variable: INV_PRIVADA				
Method: Least Squares				
Date: 02/23/05 Time: 11:01				
Sample: 1980 2002				
Included observations: 23				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PIB	0.049501	0.024240	2.342.128	0.0591
CARTERA_SF	-1.736.845	9.156.922	-2.899.757	0.0072
M_BYS	0.738871	0.066064	1.118.410	0.0000
INV_PUBLICA	-0.484902	0.195927	-2.474.912	0.0257
DEFICIT_GC	-5.898.677	4.704.449	-12.538.509	0.0000
IMPST_RENTA	-2.231.054	1.303.653	-2.711.386	0.1076
D_2CRISISFIN	-519598.4	255902.4	-2.330.455	0.0604
C	1839343.	970513.8	2.895.225	0.00750
R-squared	0.978404	Mean dependent var		7514445.
Adjusted R-squared	0.968326	S.D. dependent var		2272302.
S.E. of regression	404405.5	Akaike info criterion		2.892.643
Sum squared resid	2.45E+12	Schwarz criterion		2.932.139
Log likelihood	-3.246.540	F-statistic		9.708.245
Durbin-Watson	1.177.091	Prob(F-statistic)		0.000000

Este segundo modelo presenta una mayor significancia de los parámetros allí se puede apreciar que el PIB, la cartera del sistema financiero, las importaciones, el déficit del gobierno central, el impuesto a la renta y las crisis financieras afectan a la inversión privada. Además, las variables independientes, explican con acierto a la inversión privada en un 97.8% como lo muestra el coeficiente de correlación (R-squared = 0.978404), siendo este tan significativo como el del modelo anterior.

Sin embargo, aunque el modelo en si proporcione gran explicación, todavía tiene que revisarse si cumple con ciertas especificaciones en cuanto a su estructura. Se procederá a realizar unas pruebas al modelo como lo son multicolinealidad, heteroscedasticidad, cambio estructural y autocorrelación.

Cuadro 3 Multicolinealidad

	INV_PRIV	CARTERA_SF	M_BYS	INV_PUB	DEFICIT_GC	IMPSTREN	D2CRISISF	PIB
INV_PRIV	1	0.49	0.67	0.63	0.03	0.33	-0.29	0.52
CART_SF	0.49	1	0.72	0.6	-0.40	0.41	0.30	0.66
M_BYS	0.67	0.72	1	0.8	-0.6	0.59	0.06	0.92
INV_PUB	0.63	0.61	0.88	1	-0.5	0.52	0.06	0.82
DEFI_GC	0.03	-0,4	-69	-53	1	-0.43	-0.22	-0.77
IMPST-R	0.33	0.41	0.59	0.52	-0.43	1	-0.10	0.55
D2CRISISF	0,3	0.30	0.06	0.069	-0.22	-0.10	1	-0.01
PIB	0.52	0.66	0.92	0.82	-0.7	0.55	-0.01	1

Se puede apreciar que el modelo no presenta multicolinealidad dado que el R de asociación de cada una de las variables independientes es menor que el R cuadrado y ajustado del modelo 2, siendo estos 0.978404 y 0.968326 respectivamente. De igual forma las pruebas en Excel de cada una de las variables no mostraron multicolinealidad, luego no existe evidencia de una relación lineal entre las variables independientes.

Cuadro 4 Test de estabilidad de Chow

Chow Breakpoint Test: 1992			
F-statistic	4.269.802	Probability	0.035670
Log likelihood ratio	4.074.492	Probability	0.000002

HO: estabilidad estructural

H1: cambio estructural

Dado que el F estadístico= 4.269802 es mayor que el F crítico= 3.73, y a su vez la probabilidad del test (0.03) es < 0.05% se rechaza la hipótesis nula de estabilidad estructural con un 95% de confianza, y se acepta la hipótesis alternativa de cambio estructural a partir del año 1992. Por consiguiente se introducirá una variable dummy (con ceros antes de esta fecha y de unos posteriormente) en el modelo final, por cuestiones metodológicas.

Cuadro 5 Heterocedasticidad

White Heteroskedasticity Test:		
F-statistic	0.600132	0.804993
Obs*R-squared	1.067.983	0.637620

HO: homocedasticidad

H1: heterocedasticidad

La prueba de White permitió determinar que el modelo 2 no presenta heteroscedasticidad dado que, en primer lugar el F estadístico=0.60 es menor a la Ji cuadrado critica ($\chi^2=2.1763$ con 7 gl), cayendo en la zona de no rechazó de la hipótesis nula; además la probabilidad (0.6376) es > 0.05 nos indica que en efecto no se rechaza la hipótesis nula de homoscedasticidad, es decir, no existe evidencia de una relación sistemática entre la variable explicativa y los valores absolutos de los residuos.

Cuadro 6 Autocorrelación

Dependent Variable: INV_PRIVADA				
Method: Least Squares				
Date: 02/23/05 Time: 11:01				
Sample: 1980 2002				
Included observations: 23				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PIB	0.049501	0.024240	2.342.128	0.0591
CARTERA_SF	-1.736.845	9.156.922	-2.899.757	0.0072
M_BYB	0.738871	0.066064	1.118.410	0.0000
INV_PUBLICA	-0.484902	0.195927	-2.474.912	0.0257
DEFICIT_GC	-5.898.677	4.704.449	-12.538.509	0.0000
IMPST_RENTA	-2.231.054	1.303.653	-2.711.386	0.1076
D_2CRISISFIN	-519598.4	255902.4	-2.330.455	0.0604
C	1839343.	970513.8	2.895.225	0.00750
R-squared	0.978404	Mean dependent var		7514445.
Adjusted R-squared	0.968326	S.D. dependent var		2272302.
S.E. of regression	404405.5	Akaike info criterion		2.892.643
Sum squared resid	2.45E+12	Schwarz criterion		2.932.139
Log likelihood	-3.246.540	F-statistic		9.708.245
Durbin-Watson	1.177.091	Prob(F-statistic)		0.000000

HO: no correlación serial μ

H1: correlación serial μ

Partiendo de la prueba **Durbin-watson** con una muestra de $n=23$ y parámetros $k=7$ ($dl= 0.715 < d \text{ estadístico} = 1.177 < du= 2.208$) con una significancia del 95%, luego se puede decir que hay evidencia inconclusa relacionada con la presencia o no de autocorrelación de primer orden, por tanto se procede a realizar una segunda prueba para determinar la existencia de la misma; para tal caso se asumirá la prueba de Ljung-box a continuación:

Cuadro 7 Ljung-Box

Sample: 1980 2002
Included observations: 23

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
. *** .	. *** .	1	0.348	0.348	3.1569	0.076
. * .	. ** .	2	-0.116	-0.269	3.5248	0.172
*** .	. ** .	3	-0.355	-0.258	7.1573	0.067
. ** .	. * .	4	-0.261	-0.075	9.2134	0.056
. .	. .	5	-0.008	0.031	9.2155	0.101
. * .	. ** .	6	-0.095	-0.310	9.5188	0.146
. .	. .	7	-0.008	0.035	9.5213	0.217
. * .	. ** .	8	-0.105	-0.222	9.9401	0.269
. * .	. * .	9	0.068	0.097	10.132	0.340
. .	. *** .	10	-0.035	-0.325	10.187	0.424
. * .	. .	11	-0.084	-0.037	10.523	0.484

La grafica de autocorrelación parcial (partial correlation), en la cual el área entre las líneas punteadas indican la zona de No rechazo de la hipótesis nula (no autocorrelación) y el área fuera de le las líneas punteadas indica la zona de rechazo de la hipótesis nula (autocorrelación), deja apreciar claramente que no se rechaza la hipótesis nula, dado que la correlación parcial permanece en el intervalo, y por tanto, no existe presencia de autocorrelación.

Cuadro 8 Test Rancing

HO: linealidad en las variables

H1: no linealidad en las variables

Ramsey RESET Test:			
F-statistic	0.190000	Probability	0.669563
Log likelihood ratio	0.310044	Probability	0.577653

Otra prueba relevante para la estabilidad del modelo la constituyo la prueba de Ramsey, con ella se determino que el modelo es lineal en sus variables ya que no se rechazo la hipótesis nula de linealidad en los parámetros, con un 95% de

confianza, dado que el F estadístico 0.19 es menor que el F crítico 0 3.73, cayendo dentro de la zona de aceptación. Además, se puede apreciar que la probabilidad de 0.669 fue superior al 0.05% corroborando con esto, igualmente, la no presencia de multicolinealidad.

Por ultimo, se constituyo el modelo final, totalmente depurado y corregido; no presenta autocorrelación, multicolinealidad, heterocedasticidad. Las variables que se eliminaron del primer modelo corrido (tasa interés de colocación, tasa de cambio real y exportaciones) a parte de ser poco significativas si presentaban multicolinealidad, heteroscedasticidad; sin embargo dado que a pesar de corregir esos problemas continuaban siendo irrelevantes en sus t-estadísticos se opto por eliminarlas.

De igual forma la expresión funcional del modelo es lineal dado que en la prueba de Ramsey se determinó que el modelo es lineal en sus variables. Por el contrario, si se encontró que el modelo presenta un cambio estructural a partir de 1992 fecha en que se asume realmente el proceso de apertura, al principio se asumió el año 1991 pero no presentaba cambio estructural entonces se pensó en la existencia de rezago en la reforma y en la asimilación por parte de los agentes a partir de 1992 periodo que fue considerado como de cambio estructural.

MODELO FINAL

Cuadro 9 Modelo Final

Dependent Variable: INV_PRIVADA				
Method: Least Squares				
Date: 02/23/05 Time: 10:35				
Sample: 1980 2002				
Included observations: 23				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PIB	0.084028	0.007887	1.065.403	0.0000
CARTERA_S_F01	-1.866.646	5.941.067	-3.141.938	0.0067
M_BYS01	0.768556	0.045675	1.682.680	0.0000
INV_PUBLICA01	-0.436918	0.138192	-3.161.663	0.0065
DEFICIT_GC01	-61.148.475	2.661.499	-2.297.520	0.0000
IMPST_RENTA01	-2.488.221	9.197.224	-2.705.404	0.0163
D_2CRISISFIN01	-515707.2	160254.8	-3.218.045	0.0057
D_1APERT01	-1139134.	240150.1	-4.743.425	0.0003
R-squared	0.989293	Mean dependent var	7514445.	
Adjusted R-squared	0.984297	S.D. dependent var	2272302.	
S.E. of regression	284749.3	Akaike info criterion	2.822.481	
Sum squared resid	1.22E+12	Schwarz criterion	2.861.977	
Log likelihood	-3.165.854	Durbin-Watson stat	2.008.639	

$$\text{InverPriv} = b1\text{PIB} - b2\text{Cartera-SF} + b3\text{M-bys} - b4\text{nvPub} - b5\text{DeficitGC} \\ - b6\text{ImpRenta} - b7\text{D1(apertura)} - b8\text{D2(crisisfincr)} + \mu$$

$$\text{InverPriv} = 0.0840\text{PIB} - 18.66646\text{CarteraSF} + 0.768556\text{M-bys} - 0.436918\text{nvPub} \\ - 611.4848\text{DeficitG} - 24.88221\text{ImpRenta} - 1139134\text{D1(apertura)} \\ - 515707.2\text{D2(crisisfincr)} + \mu$$

La inversión privada en Colombia esta explicada en este modelo por ocho variables el PIB, la cartera del sistema financiero, las importaciones, la inversión publica, el déficit del gobierno central, el impuesto a la renta, la apertura y las crisis financieras. Con un coeficiente de determinación ($R^2 = 0.98$), se asume que el modelo es muy bueno, es decir, las variables independientes explican la inversión privada en un 98% cumpliendo con los requisitos estadísticos para que el modelo sea verosímil.

En primera instancia, el modelo arrojo evidencia que indica la insignificancia de tres variables para explicar el comportamiento de la inversión privada en Colombia. En primer lugar se encuentra la tasa de interés, el hecho de que esta variable resultara poco significativa para explicar el nivel de inversión en este modelo, deja ver en términos keynesianos al parecer la existencia de la llamada trampa de la liquidez para el desenvolvimiento de la economía nacional. Por consiguiente, en los periodos en los cuales la política monetaria redujo las tasas de interés (vía reducción de la inflación, la oferta monetaria y la ampliación de los encajes) no se tradujo en un aumento del volumen de inversión.

De igual manera Reflejándose así el impacto negativo que ha presentado el m, otra variable que tampoco resulto significativa fue la tasa de cambio real (ITCR) dado que al parecer la existencia de la inestabilidad de la misma no ha generado una tendencia que permita evidenciar el impacto de esta sobre la inversión privada. Igualmente no se encontró evidencia matemática que permita concluir la significancia del nivel de exportaciones para la determinación de la inversión privada como tal, presentándose la hipótesis de que el ingreso percibido por concepto de exportaciones no se dirige hacia la compra de inversión real sino más bien, al parecer, hacia el sector financiero.

Por una parte, con respecto al PIB, se presenta una relación lineal positiva que cumple la hipótesis del acelerador keynesiano. En efecto un mayor nivel de producción y de actividad económica crea las condiciones que inducen a un mayor ritmo de inversión*, por consiguiente cuando el PIB aumenta en mil millones de pesos(constantes) manteniendo las demás variables constantes la inversión privada se incrementa en 0.0840 miles de millones de pesos.

** La explicación sobre dicha relación se encuentra mas clara y completa en el primer capitulo de este trabajo. (sección 1.1.2)

Por otra parte, con respecto al déficit fiscal, como se esperaba, sostiene una relación negativa con la inversión, dado que reduce la oferta monetaria, al destinarla a cubrir los gastos del gobierno central, provocando un aumento en las tasas de interés haciendo más costosa la inversión. En efecto, un aumento de esta, contrae la inversión en -611.4848 miles de millones. Reflejándose así en este modelo el impacto negativo que ha presentado el mal manejo de las finanzas públicas en Colombia durante las dos últimas décadas.

En lo que concierne a las importaciones estas parecen ser significativas para la inversión, en cuanto presentan una relación positiva que permite inferir que la compra en maquinaria y equipo satisface la capacidad productiva instalada, al expandir su capacidad, ejerciendo un impacto positivo sobre la inversión. En contraste a lo anterior, cuando el nivel de importaciones se incrementan en mil millones, de igual manera la inversión en 0.768556 miles de millones de pesos.

Con respecto a la variable impuesto a la renta y complementarios, como sostenían los neoclásicos esta mantiene una relación lineal negativa, dado que teóricamente, y en efecto, un aumento en dicha variable supone la reducción proporcional a los beneficios en el ingreso neto y posteriormente la disminución de recursos destinada a la inversión. Provocando además que el costo de uso de capital se encarezca. Este rubro importante del sector público como lo es el nivel de impuesto a la renta ejerce un efecto negativo importante dado que disminuye la inversión privada en 24.88221 millones de pesos cuando esta aumenta en mil millones.

Lo que se refiere a la cartera del sistema financiero y a la inestabilidad financiera, estas presentan una relación lineal negativa como suponía Minsky. Por una parte, ante un aumento en la cartera financiera se contraen los préstamos para invertir, debido tanto al riesgo como a las expectativas del sistema como tal, provocando que cuando la cartera se incrementa en mil millones de pesos, manteniendo constante las demás variables que tienen incidencia, la inversión privada se disminuye en 18.66646 millones de pesos; y por otra parte la inestabilidad financiera supone que en épocas de crisis, estas afectan negativamente el nivel de la inversión haciéndose vulnerable la economía, en este sentido el impacto de las crisis financieras se ve reflejado en la reducción de la inversión en -515707.2 miles de millones de pesos al mantener constante las demás variables. Estas dos variables permiten igualmente, para el propósito de la investigación dar sustento técnico para rechazar la hipótesis neoclásica según la cual todo el ingreso no consumido (ahorro) es dirigido mediante el mercado y el sistema financiero como perfecto regulador hacia la inversión. Observándose que existe fallas de mercado inherentes al desenvolvimiento del sistema (crisis financieras, shocks externos) que no permiten el cumplimiento de dicha hipótesis y que por tanto el mercado y las reformas estructurales no son la máxima panacea como medidas tanto de inversión y crecimiento económico.

Finalmente, lo que tiene que ver con la inversión pública, esta sostiene una relación lineal negativa, debido a que por una parte desplaza la inversión privada

al demandar recursos del sector*, y por otra parte aumenta las tasas de interés al reducir la oferta de dinero en el mercado. Por su parte, se encontró que la inversión pública contrae la inversión privada en -0.436918 miles de millones de pesos ante un incremento de esta en mil millones de pesos.

Por último se percibe que el efecto de la apertura económica, instaurado dentro del marco de la variable cambio estructural, ha generado un profundo impacto sobre el nivel de inversión, viéndose afectada en un $-1.139.134$ miles de millones de pesos anuales en tiempo de aplicación de la misma. Por tanto, se observa que a partir de las reformas estructurales de 1991; estas han impactando negativamente el desenvolvimiento de la inversión privada y el crecimiento de la economía colombiana, corroborándose así que a partir de estas reformas nuestra economía estará mucho más sujeta a shocks externos y cambios drásticos de la economía mundial.

* Sin embargo, no se puede descartar la hipótesis por parte de la CEPAL, la cual supone que tanto la inversión pública como privada son complementarias, en el sentido de que a medida que se incrementa la inversión pública, está creando las condiciones favorables (infraestructura, salud, educación, seguridad, entre otras) que los agentes privados pueden percibir como posibilidades de ganancias futuras, decidiéndose entonces a invertir.

3. EFECTOS DE LAS REFORMAS ESTRUCTURALES Y LOS SHOCKS EXTERNOS EN EL DESEMPEÑO DE LOS PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN PRIVADA EN COLOMBIA

3.1 PRINCIPALES REFORMAS ESTRUCTURALES

El proceso económico por el que venían atravesando tanto Colombia como América Latina en la década de los ochenta, más comúnmente llamada “década perdida” dio paso a una serie de reformas estructurales que pretendían dinamizar el desarrollo económico por medio de la variable clave inversión.

El hecho de canalizar la atención en una serie de reformas, donde se pensaba que se encontraría la solución, radicaba en un conjunto de factores que hicieron posible este nuevo viraje en materia económica. La principal causa se encuentra en la crisis de la deuda externa que se presentó a mitad de la década de los ochenta. Un endeudamiento sobremedido, basado en una subestimación de los riesgos de endeudamiento, provocó una recesión en los créditos otorgados, que sumados a una elevada tasa de interés real y a un menor ritmo de crecimiento, desencadenó tanto en un insostenible servicio de la deuda como en una crisis generalizada en materia financiera en la región.⁴⁷

Un segundo aspecto importante también, se enfoca en el decaimiento del modelo de industrialización sustitutiva de importaciones (ISI), implementado a mitad de los años setenta. Dicho proceso comenzó a tener rendimientos fuertemente decrecientes, reflejados en el estancamiento de la productividad, llevó a que se repensara un nuevo modelo que se ajustara a tanto a la realidad como a las necesidades económicas de la región.

Esta tendencia se empieza a observar en la región a comienzos de 1970, cuando los shocks petroleros y la consecuente liquidez financiera internacional crearon las condiciones de apoyo para las economías latinoamericanas, las cuales atravesaban por la crisis del modelo sustitutivo, permitiéndoles de esta forma financiar la inversión y crecer con endeudamiento. No obstante, como se había expresado con anterioridad, la crisis de la deuda externa generó en América Latina la reversión de estos flujos de capitales, constituyéndose así en el primer impacto regional de la volatilidad de los flujos, la cual se mantuvo desde finales de los años setenta hasta mediados de la década de los ochenta generando una gran desaceleración en este periodo considerado como las más bajas de los últimos cuarenta años.

Finalmente, un tercer aspecto relevante en la implementación de las reformas

⁴⁷ OCAMPO, José Antonio. Más Allá Del Consenso De Washington: Una Visión Desde La CEPAL. Revista CEPAL No. 66. Diciembre de 1998.

estructurales neoliberales, lo causo las severas criticas tanto teóricas como empíricas hacia el intervencionismo estatal, debido no solo a las ineficiencias del sistema, si no además por intentar crear un estado de bienestar moderno sobre la base de una estructura económica endeble.

En ese tiempo, se percibió entonces, como una opción de cambio de carácter moderado el Neoliberalismo Económico, ni total intervencionismo, ni un capitalismo salvaje; pensado como una complementariedad entre el sector publico y el sector privado⁴⁸ con miras a lograr un optimo crecimiento económico con desarrollo social en el largo plazo.

De esta forma, las reformas estructurales neoliberales* que contienen sus principios en la teoría neoclásica –pues sostiene la firme convicción de que el conjunto de medidas señaladas es condición necesaria y también suficiente para el crecimiento, y que de no darse estos resultados, esto se debería a rigideces derivadas de intervenciones de la política e institucionalidad económicas- le da un cambio al modelo económico, pasando de un proteccionismo acérrimo a un liberalismo económico fundamentado en la liberalización financiera, comercial y la desregulación del estado.

En la mayoría de los países de América Latina, este proceso de transformaciones y reformas se puede ubicar a principios de la década de los ochenta. Sin embargo en Colombia –como es de importancia para el estudio en proceso- los cambios más radicales se pueden citar para 1991 con la nueva constitución, en la cual se exponen las nuevas normas institucionales relevantes en el proceso de apertura económica. “La transformación ocurre desde el llamado modelo sustitutivo de importaciones hacia un modelo caracterizado por la apertura comercial, financiera y del mercado de capitales, en este proceso mientras el estado se fue retirando de la producción y restringiendo el financiamiento de la inversión, los actores privados nacionales y extranjeros fueron asumiendo su liderazgo.”⁴⁹

Entre las reformas que se dieron a finales de la década de los ochenta y principios de los noventa encontramos, las que se orientan a la liberalización de los precios, desregulación de los principales mercados, eliminación de subsidios, equilibrio fiscal, eliminación de barreras arancelarias, privatizaciones de empresas publicas, entre otros. Las principales reformas que afectaron a Colombia en el transcurso de la implementaron de las mismas, y que son objeto de estudio son las siguientes:

En primera instancia, la reforma comercial se orientaba hacia la apertura en el

⁴⁸ Economía Colombiana. Revista de la Contraloría General de la República No 237. Sep-Oct de 1991.

* Los principios o bases de estas reformas son tanto neoliberales como estructurales. Sin embargo, se le amerita al neoliberalismo por haber acelerado el viraje, gracias a su critica despiadada hacia la estrategia anterior, su insistencia a la importancia de la apertura comercial y su defensa inequívoca de las virtudes del mercado.

⁴⁹ MOGUILLANSKY, Graciela. *Inversión y Volatilidad Financiera en América Latina*. CEPAL.

comercio, con el fin de promover la industrialización y el crecimiento de la región. En la práctica, la forma de proceder entre 1985-1989 fue hacia una reducción gradual y parcial de aranceles y a su vez una disminución de los subsidios a exportaciones; sin embargo, la reforma hecha en 1990 implicaba la reducción drástica de las tasas arancelarias, la eliminación de licencias precias de importación, la disminución de la dispersión arancelaria y la eliminación de subsidios a las exportaciones.

Se suponía entonces, que con estos lineamientos por una parte, se aumentaría la participación de las exportaciones en el PIB, dado que el arancel es un impuesto indirecto a las exportaciones tradicionales; y de otro lado se llegaría a un mayor crecimiento económico por la vía de la inversión de maquinaria importada de alta tecnología, gracias a la eliminación de licencias por parte de las importaciones. En un sentido más amplio, estas medidas traerían consigo una mayor competitividad, y la oportunidad de abarcar un mayor mercado, dada la magnitud del libre comercio a los que estarían sujetos los agentes económicos.

Una segunda modificación, se hace visible en la reforma financiera y del mercado de capitales, la cual suponía que la liberalización financiera conllevaría a elevar el ahorro y mejoraría la asignación y la eficiencia de la inversión. En 1990 dicha reforma se centró en instaurar la banca de filiales, la liberalización de la entrada al sistema, eliminación de restricciones a la inversión extranjera, la liberalización de la tasa de interés, liberalización parcial del mercado cambiario, prohibición de captación en moneda extranjera y autonomía del banco central.

Lo que se pretendía con esta reforma, era entonces, por una parte un crecimiento económico sostenido mediante el incremento de la inversión que procedería de la libre entrada de capitales; y por otra parte, el aumento en las tasas de interés generaría un efecto sustitutivo positivo al conllevar a un menor consumo siendo desplazado hacia el ahorro. Las relaciones causales entre ahorro, inversión y crecimiento operan en múltiples direcciones generando círculos virtuosos (o viciosos): un mayor nivel de inversión generara más crecimiento, que a su vez elevara el ahorro y facilitara el financiamiento de mayores niveles de inversión. Las mejoras (o deterioros) autónomos de las tasa de crecimiento tienden a reproducirse, a través de sus efectos positivos en los flujos de ahorro e inversión.

No obstante como considera RAMOS⁵⁰, el mercado de capitales es algo especial, ya que no se trata de un intercambio de un bien por otro, sino el intercambio de un bien (dinero) por una promesa a futuro, lo que entrañablemente quiere decir que esta conectado o interrelacionado directamente con otros mercados, que por su rápido ajuste, tiende a absorber y reflejar los desequilibrios de los mismos. Adicionalmente, esta liberalización en la tasa de interés, provoca con el tiempo que el servicio del crédito externo sea insostenible, creando problemas en el

⁵⁰ RAMOS, Joseph. *Un Balance De las Reformas Estructurales Neoliberales en América Latina*. Revista CEPAL No 62. Agosto de 1997.

sistema financiero, ya que generara límites para mantener déficit en cuenta corriente (ahorro externo) elevados.

Otras reformas efectuadas, se percibieron en el ámbito de la política macroeconómica, enfocada hacia dos direcciones, las políticas antiinflacionarias y las políticas de ajuste ante desequilibrios externo, con el fin de responder a las secuelas generadas por las crisis internacionales.

En lo concerniente a dichas políticas, en 1990 la reforma fue precedida por una parte, por fuertes devaluaciones que generan una resignación de recursos hacia las actividades transables y de gasto hacia las no transables. En este sentido, la devaluación favorecer las exportaciones en ciertos sectores económicos haciéndolas más atractivas para los inversionistas.

De otro lado, la condición necesaria para bajar la inflación se halla en reducir la expansión monetaria, que conlleva a reducir el déficit. Sin embargo, esta medida tiende a fuertes recesiones dado su impacto en el producto interno bruto, por lo que es indispensable que esta política sea coordinada a la par con medidas que guíen las expectativas y el comportamiento de los agentes económicos. Adicionalmente, afecta la inversión por dos vías, tanto por el lado del producto como por del gasto del gobierno central, que en últimas son variables relevantes para determinar el nivel de inversión.

Una última reforma relevante para la inversión privada, se refiere a la reforma tributaria, realizada en 1992, la cual se dirigía hacia la reducción de impuestos sobre las remesas de las empresas extranjeras, catalogar como no declarantes los fondos de inversión extranjera y la instauración de la devolución de impuestos.

La importancia de esta reforma radica en la manera de operar para mantener los desequilibrios macroeconómicos dentro de los márgenes tolerables (bajar el déficit fiscal). Esta finalidad se puede lograr por medio de una reducción del gasto ó por un aumento de los impuestos. Cuando se opta por la primera alternativa, esta afecta directamente a la inversión pública; y cuando se elige vía carga tributaria, esta impacta directamente sobre el sector privado. En este sentido, la última alternativa, dependiendo de cómo se asuma, afecta la inversión de las empresas, que en última instancia afectan el crecimiento económico.

De esta forma, la reforma realizada en Colombia, se dirigía precisamente a reducir la imposición tributaria, de forma tal que favoreciera y motivara la realización de la inversión extranjera.

En términos generales las reformas estructurales neoliberales buscaban corregir los desequilibrios macroeconómicos, aumentar la inversión y por ende generar un mayor crecimiento económico. No obstante lo que se ha observado en el desenvolvimiento tanto de la inversión como de la economía en general, es que este cambio de estrategia no ha logrado los objetivos propuestos como se pudo

apreciar en el capítulo anterior. De igual forma como se percibirá a continuación, tanto el manejo de la política económica como los factores externos han imposibilitado los objetivos de tan mesiánicas reformas.

3.2 POLITICA ECONOMICA Y DESEMPEÑO DE LA INVERSIÓN PRIVADA Y EL AHORRO EN COLOMBIA

En el transcurso de la investigación se ha observado el desenvolvimiento de la inversión privada en Colombia, el cual en términos reales es muy regular no solo para el país si no para toda la región de América latina como conjunto. Se ha encontrado así mismo bajo análisis econométrico, que tanto el déficit fiscal, el impuesto a renta, la apertura económica y las crisis financieras impactan negativamente el desenvolvimiento de nuestra variable de análisis.

En esta misma dirección analítica, el propósito de este apartado es mostrar como a través de las dos décadas acontecidas, la política económica se constituyo en un agravante más de las crisis registradas, en antagonismo de lo esperado.

En teoría económica se plantea que la política económica debe constituirse en un elemento dinamizador de la actividad del sector real,^{*} de donde las políticas monetaria y fiscal actúan armoniosamente y bajo límites considerables. Y en este mismo sentido la política cambiaria buscará en todo momento mantener la mayor estabilidad posible, lo cual se reflejará en un mayor nivel de inversión y crecimiento.

En contraposición a las recomendaciones teóricas, la tendencia de la economía colombiana deja percibir que dentro de sus problemas estructurales el mal manejo de la política económica es uno de ellos.

Al analizar el desenvolvimiento de la economía colombiana durante los años ochenta se puede observar, que la gran recesión que se experimento durante los años 1981-1985 fue causa tanto de factores internos como externos. Dentro de los factores internos generadores de inestabilidad, aparte de la crisis del sistema financiero, la contracción de la demanda efectiva y la ausencia de expectativas favorables, se encontró además un fuerte efecto recesivo generado por las políticas fiscal, monetaria y cambiaria^{**}.

En particular la política fiscal no fue conducida con prudencia y eficiencia durante la coyuntura de este periodo, ni tampoco por la de los gobiernos anteriores. El

* Esencialmente en Keynes, aunque no con tanta profundidad en la obra de Minsky.

** Los factores externos, la crisis financiera y la ausencia de expectativas y demanda, fueron comentados en el capítulo dos. En esta lección se centrara en el manejo de la política monetaria, fiscal y cambiaria.

proceso de desajuste fiscal se centro en dos aspectos como lo expresa Bernal⁵¹: en primer lugar en la estructura tributaria (ingresos) y en segundo lugar en los gastos de funcionamiento e inversión (egresos).

Con respecto a los ingresos lo primero que se debe mencionar es que la década de los ochenta inicia con un debilitamiento del esfuerzo tributario, el cual es generado por varios aspectos como: el relajamiento de los controles administrativos, la ampliación de la evasión y la elusión y a su vez por la desaceleración de la actividad económica y la consecuente crisis. Con respecto a la estructura de gastos se observo un aumento inusitado tanto en el nivel de gasto y funcionamiento como en el nivel de inversión pública. El aumento de los gastos en funcionamiento estuvo asociado a la creciente burocracia del sector público, por su parte el aumento de la inversión fue resultado en parte de las grandes inversiones realizadas en áreas como la minería, la industria, el transporte y las comunicaciones.⁵²

En consecuencia se puede observar que durante este periodo se presentó tanto un debilitamiento de ahorro publico como un alza en el déficit fiscal (el déficit fiscal del sector publico no financiero entre 1981 y 1985 alcanzo niveles del 7.5% del PIB y a su vez el déficit del gobierno central se ubico alrededor de 7 y 8.6% del PIB).⁵³ En consecuencia dada la coyuntura económica mundial, la crisis de la deuda externa y la situación de las finanzas publicas, el gobierno se ve obligado a extraer recursos del sector financiero nacional para financiar el exceso de gasto. El efecto inmediato es el aumento de las tasas de interés (las cuales se ven además afectadas por la crisis internacional de la deuda externa y la recesión mundial) y por consiguiente la disminución de recursos y expectativas para invertir. (Ver nuevamente gráfica 10)

Todos estos elementos generaron sin lugar a dudas, que la política fiscal en la primera mitad de la década del ochenta se constituyera en un factor más de la desestabilidad tanto para la inversión como para el ahorro y por tanto para el crecimiento económico. Sin embargo, este desbalance en las cuentas fiscales impondría unas complejas condicionalidades, que llevó al gobierno nacional a realizar enormes esfuerzos durante los años 1985-1989.

Durante este lapso como lo expresa Carrasquilla⁵⁴, la política fiscal logra un fortalecimiento y transformación de las finanzas publicas, se consigue una recuperación tanto de la estructura tributaria (ingresos) como de los gastos (egresos). Dentro de la estructura tributaria se corrigieron diversas distorsiones en cuanto a equidad y eficiencia, así como también se asumieron medidas de ajuste

⁵¹BERNAL, Joaquín. *Comportamiento de la política fiscal en Colombia 1980-1990*. Documento publicado en Ensayos de política económica No 19, artículo 1, junio de 1991.

⁵² *Ibíd.* Pagina 10.

⁵³ Cuentas Nacionales, DANE.

⁵⁴ Alberto Carrasquilla. Sobre la naturaleza del ajuste fiscal en Colombia. Ensayos sobre política económica No 2, Junio de 1992.

tanto en el control de la evasión-elusión como en el recaudo interno (aumento del IVA e impuesto a la renta) y externo (aumento de impuesto a la importaciones de bienes de consumo).

Así mismo, dentro del control de los gastos se dio en primer lugar, una desaceleración tanto del nivel de gasto y funcionamiento como del monto de inversión pública; y en segundo lugar, se generó un pequeño aumento del ahorro. De igual forma, se impuso un mayor control al endeudamiento externo e interno.

Es necesario resaltar, que aunque estas medidas adoptadas por las autoridades para reducir la magnitud del déficit fiscal produjeron los efectos esperados en el mediano plazo; no lograron una consolidación eminente en el largo plazo (1989 en adelante), lo cual le ha dado a esta problemática un carácter estructural. Por tanto, el déficit fiscal y su impacto negativo sobre la inversión y el ahorro es una prueba fehaciente del mal manejo de la política fiscal durante los años ochenta.

Por su parte la política monetaria, que se espera en términos teóricos y de planeación económica, y como lo sustenta Keynes en su teoría general, sea un instrumento de reactivación y coordinación de las expectativas de los agentes e inversionistas; actuó en sentido muchas veces contraproducente no solo de la actividad del sector real sino también de la política fiscal y cambiaria.

En particular, durante la recesión de 1982-1985 la política monetaria mostró un desenvolvimiento deficiente; y en términos generales un manejo muy regular durante toda la década del ochenta. En este sentido durante la gran recesión las autoridades monetarias y el banco de la república, dejaron ver una ausencia e incapacidad de coordinación como entes reguladores del sistema monetario y financiero del país ante la génesis y consumación de la crisis financiera y económica de este periodo.

Se puede apreciar por ejemplo, que las autoridades monetarias incurrieron en tres grandes errores en materia legal, que fueron elementos vitales como detonantes de la crisis: en primer lugar, se permitió la consolidación de un bajo nivel de seguros de depósito que debieron mantener los bancos como medida de prudencia financiera. En segundo lugar, no se fortaleció y validó la normatividad y regulación financiera de acuerdo al nuevo entorno nacional e internacional de alta volatilidad. Y en finalmente, esta flexibilización normativa estuvo respaldada por una garantía gubernamental de protección a los depósitos bancarios. Lo que implicó en términos generales como lo plantea Hernández⁵⁵, un respaldo del sector público a los activos riesgosos del sector financiero y por tanto, que este asumiera las pérdidas de la recesión ocurrida.

Así mismo, durante el periodo de crisis y en el resto de los años ochenta permitió y

⁵⁵ HERNANDEZ GAMARRA, Antonio. *La crisis financiera de los setenta: un plan para conjurarla*. Revista Economía Colombiana. Contraloría General de la República No 298. Sep-Oct del 2003.

consolido niveles peligrosos de inflación; los cuales se dieron como resultado en primer lugar de una agitada expansión monetaria, y en segundo lugar como resultado de la transferencia de recursos por parte del Banco de la República al gobierno central, lo cual constituyo una emisión mas de dinero y por tanto un aumento mas del nivel de inflación. Este elemento erosiono el nivel de inversión vía diferencial de las tasas de interés, las cuales por el efecto inflacionario ocasionaron un sobre costo en el nivel de crédito y por tanto en términos de eficiencia marginal del capital una disminución de los rendimientos probables; o en términos de H. Minsky un sobre costo financiero negativo para la solvencia y estabilidad de la inversión en el largo plazo.

Por otro lado, aparte del proceso inflacionario, la política monetaria impacto también las tasas de interés ascendentemente resultado de la colocación de bonos en el mercado abierto, esto con el fin de recoger más fondos para subsidiar el gobierno central, dado que este se quedo sin recursos resultado de la contracción del financiamiento internacional. Esta transferencia de recursos del sector privado al público genera un alza en las tasas de interés reales del mercado lo cual constituye en última instancia un factor adverso para el mecanismo del crédito y por tanto de la inversión.

De igual forma, se puede observar que hubo ausencia respecto a una política rigurosa de control al endeudamiento tanto externo como interno durante esta etapa y los años precedentes; lo cual hace muy vulnerable a cualquier economía y se puede decir igualmente que aun hoy la normatividad colombiana es muy laxa en estos términos.

Un último aspecto criticable desde el punto de vista social y político, con respecto al manejo de la política monetaria en los años ochenta y también en los noventa lo constituyo el subsidio y financiamiento de la quiebra del sistema financiero mediante la emisión de una cantidad muy importante de dinero. Es criticable esta medida adoptada en primer lugar porque aparte de no haber generado la normatividad para evitar la crisis, se decide asumir el costo de la misma; en segundo lugar, porque se constituye en una desviación de recursos del sector publico hacia el sistema financiero que bien podrían haberse invertido socialmente ¿acaso las utilidades del sector financiero son invertidas socialmente?. Y en tercer lugar, desde el punto de vista técnico esto se constituyo en una ampliación de la oferta monetaria y por tanto en un aumento de la inflación.

Por su parte, la política cambiaria que se constituye en el elemento dinamizador de las relaciones internacionales de la economía colombiana, presentó al comienzo de la década (1980-1983) una descordinación y esterilidad eminente como mecanismo de reactivación de la inversión. No obstante, después de 1985 a 1989 generó unas condiciones mucho más favorables en términos de intercambio e inversión real, lo cual es consecuente con la mejoría en el nivel de crecimiento y estabilidad de este periodo.

Al comienzo de la década y durante la crisis, la política cambiaria permitió la

consolidación de una inestabilidad cambiaria generada por la fuerte fluctuación del tipo de cambio, esencialmente se presentó una tendencia devaluacionista de la moneda. Este hecho impactó negativamente el nivel de inversión por dos razones fundamentales, en primer lugar encareció el precio de la maquinaria y equipo importado, y en segundo lugar, dado que la gran mayoría de empresarios nacionales estaban endeudados en dólares, se vieron en la obligación de transferir más recursos al exterior y por tanto esto redujo ostensiblemente el monto de capital para la inversión.

Asimismo, un segundo elemento asociado al mal manejo institucional en el frente cambiario se pudo observar en una serie de trabas a las licencias de importación que se implantó al comienzo de los años ochenta. Con esta medida se desestimuló la importación de capital y por consiguiente la inversión privada como tal.

De igual forma, en este contexto devaluativo de primera mitad de la década se generó un déficit en la balanza de pagos: en la cuenta corriente resultado del déficit comercial y en la cuenta de capitales como consecuencia de la fuga de los mismos. (Ver nuevamente gráfico 8). El punto crítico que este déficit reveló fue la existencia de una falta de competitividad de la estructura productiva nacional frente a la competencia internacional. Dado que la moneda se estaba devaluando y al contrario de lo que se espera en la lógica ordinaria (un aumento de las exportaciones) nuestra economía incurrió cada vez más en un aumento exacerbado de las importaciones. No obstante, a pesar de estas circunstancias tan severas, la política cambiaria no presentó ninguna modificación sustancial como medida de compensación o modificación del desajuste en la balanza de pagos.

Sin embargo, esta tendencia fue contrarrestada parcialmente a partir de 1985 hasta principios de 1990 cuando se da inicio al proceso de apertura económica. Allí la política cambiaria busca en primer lugar contrarrestar la crisis de la balanza de pagos mediante la estabilización del tipo de cambio, minimizando el proceso devaluativo, resultado de ello fue la consolidación desde 1985 hasta 1991 de un superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. De igual forma, durante esta coyuntura se logró eliminar las restricciones a las importaciones de bienes de capital, lo cual estimuló fuertemente la inversión privada. Por último, la política cambiaria a pesar de que eliminó las restricciones a las importaciones de bienes de capital, tuvo la prudencia de mantener las restricciones a las importaciones de bienes de consumo, con lo cual la mayoría de agentes económicos generó un acervo considerable de ahorro hasta comienzos de los años noventa cuando este se deteriora totalmente.

Al final de los años ochenta y comienzos de los noventa (1989-1991) la preocupación para las autoridades económicas nacionales se centraba en dos aspectos fundamentales. En primera instancia, la reducción en el nivel de inflación

el cual se encontraba en 1989 en 26.12% y en 1990 en 32.37% respectivamente.⁵⁶ En segundo lugar reducir el déficit fiscal, el cual para 1990 oscilaba en 180.12 miles de millones de pesos.⁵⁷

Como respuesta al problema inflacionario la política monetaria puso en marcha un programa de estabilización drástico a partir de 1990; el cual presentó los siguientes elementos básicos: en primer lugar, se amplió las operaciones de mercado abierto con el propósito de reducir y captar dinero mediante bonos, en segunda instancia, se decidió ampliar el encaje marginal al cien por ciento para la mayoría de los depósitos del sistema financiero y de esta forma reducir la oferta monetaria manteniendo dinero congelado en el sistema bancario.

A su vez, la política fiscal dada la coyuntura de las finanzas publicas presento un comportamiento moderadamente contraccionista, a causa de la reducción ostensiblemente los gastos de inversión y por contrario se incremento la tasa básica de impuestos (el IVA aumento del 10-12% a comienzos de la década).⁵⁸ De igual manera, la política cambiaria optó por la reducción del proceso depresiativo de la moneda, lo cual impacto en forma ascendente las tasas de interés internas.

El resultado de la implementación de estas políticas fue el aumento de las tasas reales de interés –la tasa de interés de colocación para 1990-1991 oscilo alrededor del 46%-⁵⁹ y la consecuente caída del crédito real interno. Por consiguiente, dado el carácter contraccionista de las políticas monetaria, fiscal y cambiaria y su ausencia de coordinación generó un estancamiento de la demanda interna, provocando una recesión innecesaria en un contexto internacional que permitía un mayor desempeño de la economía colombiana en este periodo 1989-1991.

Entrada la década de los años noventa y la consecuente consolidación de las reformas neoliberales, se percibe un fuerte impacto de las mismas sobre el manejo de la política económica y por tanto sobre el desempeño de la inversión privada y el ahorro. Durante el periodo comprendido entre 1992-1996 la economía colombiana creció a un promedio del 5% anual y el nivel de inversión privada aumento ostentadamente en comparación a los años anteriores. Este dinamismo fue auspiciado, tanto por las reformas estructurales como por el manejo de las políticas monetaria, fiscal y cambiaria.

La política monetaria contribuyó en cuatro frentes esenciales durante este periodo de crecimiento, en primer lugar mejoró la estabilidad macroeconomica con una baja inflación, en segundo lugar elimino la financiación al gobierno central con lo

⁵⁶ Indicadores económicos del Banco de la Republica.

⁵⁷ *Ibíd.*

⁵⁸ *Ibíd.*

⁵⁹ *Ibíd.*

* La coordinación en materia de política económica plantea que el manejo óptimo es aquel donde la política monetaria, fiscal y cambiaria, actúa por lo general prudentemente armonizada.

cual se redujo en gran magnitud tanto el déficit fiscal como la inflación. De igual forma coordinó y generó condiciones para mantener unas tasas de interés bajas con relación a los años anteriores. El cuarto y último aspecto como lo expone Botero⁶⁰, permitió una laxitud normativa en el manejo del sistema financiero, lo cual implicó una flexibilidad en la asignación crediticia de todo el sector.

Por su parte, la política fiscal fue de carácter expansivo durante este lapso (1991-1996) consolidando y fortaleciendo el espiral de crecimiento de este periodo. Esta expansión estuvo dirigida a dos frentes, los gastos de inversión y los gastos de funcionamiento, por consiguiente se puede observar como el gasto público pasó del 13% del PIB en 1990 al 19% en 1998.⁶¹ Esta tendencia puede observarse igualmente en el déficit sostenido del gobierno central y del sector público no financiero a partir de principios de la década. (Ver nuevamente gráfico 11)

En este sentido se puede apreciar que la política fiscal en esta primera mitad de la década rompió con la tendencia de austeridad fiscal que se había propuesto en el periodo (1986-1989) y por el contrario se presentó un aumento desigual entre ingresos y gastos a favor de los últimos. Esto originó una caída en el nivel de ahorro público, lo cual fue contrarrestado con aumentos en los créditos externos a través de la Banca Internacional.

Por otro lado, así como lo menciona Parra⁶², la política cambiaria resultado de las reformas estructurales impactó también de diferentes formas el nivel de expansión de esta etapa; en primer lugar dado que la apertura de la cuenta financiera y de capital se dieron de manera simultánea generó a partir de 1992 una enorme entrada de capitales, lo cual creó un exceso de liquidez y recursos tanto al sector real como al financiero.

De igual forma, la consecuente entrada de capitales ocasionó una apreciación real de la tasa de cambio lo que representó simultáneamente un aumento de las importaciones tanto de bienes de capital como de consumo, reflejándose así un constante déficit comercial a lo largo de la primera mitad de la década del noventa. (Ver nuevamente gráfica 8)

Cabe mencionar, que aunque la mayoría de estas decisiones en materia de política económica fueron coyunturalmente viables, en términos estructurales se constituyeron en un elemento desestabilizador y generador de la crisis de final de la década de los años noventa. En primera instancia, por que los déficit fiscal y cambiario se convertirían en un problema de flujos como se menciona en el capítulo dos. Y en segundo lugar porque el proceso devaluativo y la desregulación comercial y financiera socavó el nivel del ahorro interno y por tanto la capacidad

⁶⁰ BOTERO GARRIDO, José Antonio. La banca pública colombiana: de la crisis financiera 1998-1999 a los días recientes.

⁶¹ Estadísticas Banco de la República.

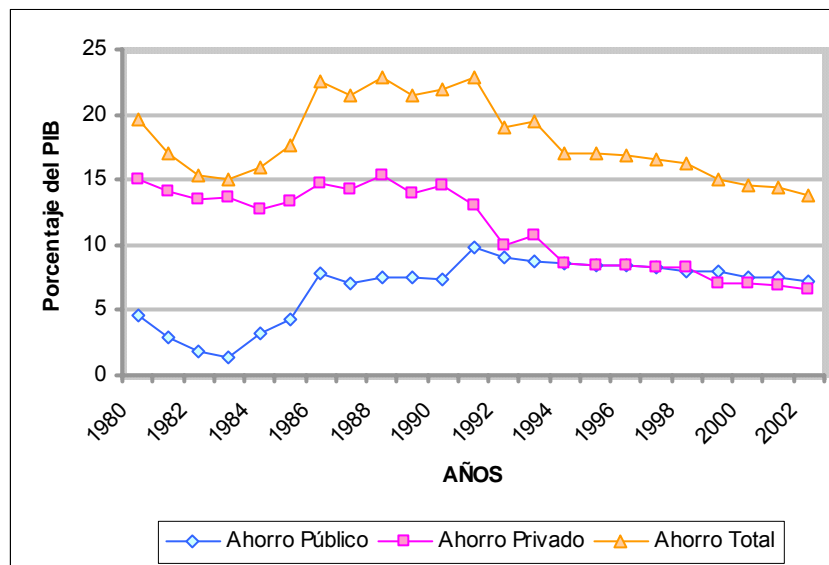
⁶² PARRA, Clara. SALAZAR, Natalia. *Crisis Financiera. Boletines De Divulgación Económica DNP*. Enero 2000.

de autofinanciamiento nacional.

Esta problemática como lo menciona Sanchez⁶³, se consolidó a partir de 1991, periodo en el cual Colombia experimentó una disminución significativa en su tasa de ahorro interno, tanto público como privado. No obstante, la tasa de inversión se mantuvo constante hasta 1996, debido a que la disminución del ahorro interno fue cubierta por un aumento considerable del ahorro externo.

La caída del ahorro nacional (público y privado) fue realmente drástica como se puede apreciar a continuación en el gráfico 12. Allí se observa, que después de haber mantenido un ritmo estable durante toda la década del ochenta, al llegar a los años noventa esta tendencia se derrumbó. En particular la caída del ahorro privado fue bastante pronunciado.

Gráfica 12 Ahorro público y privado en Colombia

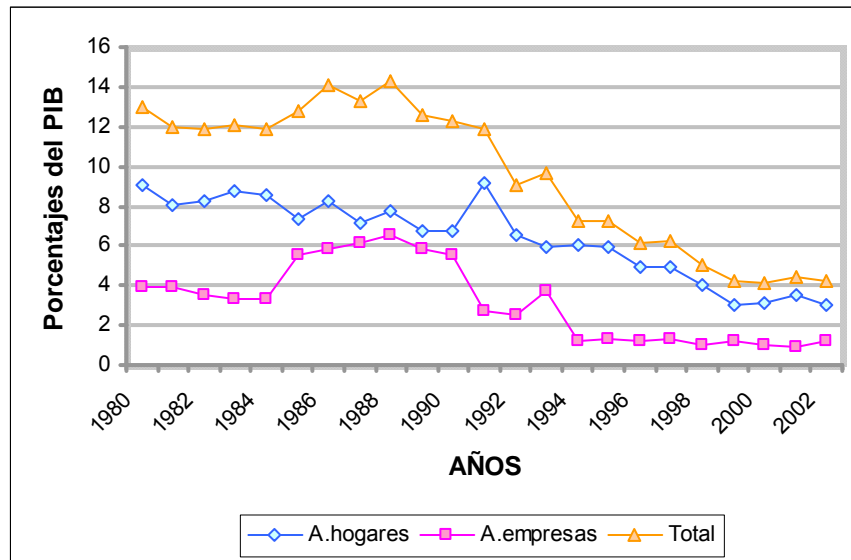


Fuente: Cuentas Nacionales DANE.

Al realizar una desagregación del ahorro privado entre ahorro de los hogares y empresariales (ver gráfica 13 en la siguiente página sobre el ahorro privado) se puede observar que el ahorro de los hogares ha venido disminuyendo desde la década de los ochenta y que evidentemente la apertura comercial lo afectó dado que en la primera mitad de los años noventa se incrementó las importaciones de bienes de consumo. Por otro lado la gráfica deja ver igualmente que las empresas privadas mantuvieron un ritmo creciente de ahorro durante los años ochenta y que al igual que la tendencia de los hogares al llegar los años noventa este cayó drásticamente.

⁶³ SANCHEZ, Fabio. Murcia, Guillermo. Auge y colapso del ahorro empresarial en Colombia 1989-1994.

Gráfica 13 Ahorro de los hogares y empresas en Colombia



Fuente: Cuentas Nacionales DANE

Se puede evidenciar entonces, que después de la apertura económica el relajamiento del crédito tanto externo como interno, afectó el ahorro público, privado y doméstico. Por tanto el sector público sustituyó el fortalecimiento de los ingresos por la adquisición de ahorro externo (deuda pública), así mismo los empresarios prefirieron financiar su inversión con recursos ajenos a la firma (ahorro externos) en detrimento de los recursos propios; y los hogares a su vez deciden simplemente aumentar el consumo.

Continuando con el análisis, el periodo comprendido entre los años 1996 y 1999 es considerado como un lapso oscuro en términos de política económica, dado que como ya se mencionó registra la crisis más aguda de las dos últimas décadas.

Durante este lapso se generaron factores adversos al comportamiento económico tanto en el ámbito interno como externo. En el ámbito internacional resultado de los shocks externos; a nivel interno tanto el manejo de la política económica como el desenvolvimiento del sector real de la economía tomaron rumbos divergentes. En particular la política fiscal no pronosticó que la creciente necesidad de financiamiento del sector público presionaría al alza de las tasas de interés y reduciría el nivel de inversión privada. Así mismo el mal manejo de las finanzas públicas (déficit fiscal) generó efectos adversos como expectativas inciertas a los inversionistas externos, así como la necesidad de contraer el gasto público el cual de forma colateral contrajo la inversión privada.

En cuanto a la política cambiaria el mal manejo generó fuertes expectativas de devaluación, agravando con ello la contracción económica interna resultado de la coyuntura mundial. El componente de inversión se vio afectado por la devaluación

en tres frentes esenciales; en primer lugar aumentó de forma eminente las tasas de interés, en segundo lugar generó un aumento en los costos de la maquinaria, equipo e insumos y por último una disminución de recursos, dado que la mayoría de empresarios estaban endeudados en dólares y esto aumentó el costo de financiamiento, reduciendo así expectativas y recursos para invertir.

Por su parte la política monetaria no fue ajena a esta desordenación dado que “el Banco de la República, en defensa de la estabilidad de la tasa de cambio, y ante la menor afluencia de divisas entre 1997 y 1998, realizó una venta masiva de dólares unida a una política monetaria restrictiva. La liquidez del sistema se contrajo, se presentó un incremento exacerbado de la tasa de interés que junto con la desaceleración de la economía, socavó la capacidad de pago de los deudores, empeorando la calidad de la cartera y la estabilidad del sistema financiero por el deterioro de su solvencia y rentabilidad, que condujeron finalmente a una crisis del sector; contribuyendo así a la profundización del ciclo económico recesivo que atravesaba el país”.⁶⁴

Por último, el periodo comprendido entre los años 2001 al 2003 mostró una incipiente recuperación económica. De igual forma, el manejo de la política económica en términos generales no presentó ninguna evidencia de cambio sustancial, y esencialmente los problemas fundamentales aun se dejan percibir (déficit fiscal y cambiario, fragilidad financiera, deuda externa y caída del ahorro e inversión privada entre otros).

En términos generales el manejo de la política económica a lo largo de las dos últimas décadas se constituyó en uno más de los problemas sustanciales que posee la macroeconomía colombiana; dado que esta presenta tanto una falta de armonización entre los diferentes entes institucionales así como un exceso en el nivel de laxitud y amplificación. Por consiguiente, la estructura económica nacional dentro de los problemas estructurales que posee –narcotráfico, violencia, crisis financiera, ausencia de institucionalidad y cultura- debe incorporar un elemento más para superar y resolver: la ausencia de un eficaz y armonizado manejo de la política económica (monetaria, fiscal y cambiaria).

Así mismo, el comportamiento de la inversión privada y la economía colombiana en general, no han sido afectadas solamente por los factores endógenos a su desenvolvimiento. Existen como se ha mencionado marginalmente, a lo largo de los años ochenta y noventa factores exógenos que impactaron considerablemente su comportamiento. Dentro de estos factores cabe mencionar eventos como la deuda externa, los precios del petróleo, las crisis internacionales entre otros; los cuales serán tratados a continuación dada su relevancia como los shocks externos.

⁶⁴ BOTERO GARRIDO, José Antonio. *La Banca Pública colombiana: de la crisis financiera de 1998-1999 a los días recientes*. Revista de la contraloría general de la república. Edición 304-305. Septiembre-Diciembre del 2004.

3.3 LOS SHOCKS EXTERNOS Y SUS EFECTOS SOBRE EL AHORRO Y LA INVERSIÓN PRIVADA

El regular desempeño de la inversión privada y de la economía en general, que se dio en Colombia en las dos últimas décadas, son el reflejo tanto de las condiciones adversas como de la forma en que se enfrentaron los shocks externos y los desequilibrios macroeconómicos, por medio de reformas y políticas orientadas a manipular y sobrepasar dichas circunstancias de la manera menos dramática posible.

Sin embargo, tanto la supuesta benevolencia de las reformas neoliberales como las austeras políticas macroeconómicas (fiscal, monetaria y cambiaria) en Colombia, no respondieron en forma positiva a las exigencias de los fuertes shocks externos a los que estuvieron sometidos la mayoría de países de América Latina. La forma en que cada uno de ellos enfrentó y vivió la situación tuvo gran efecto en el posterior desenvolvimiento de su respectiva economía.

Durante las dos últimas décadas se puede apreciar al hacer una revisión de las mismas, la ocurrencia de shocks externos que han sometido a la economía internacional a cambios bruscos. La economía colombiana no ha sido un caso aislado a estos, se ha visto inmersa en una serie de crisis exógenas entre las que podemos mencionar cinco sucesos relevantes.

En primer lugar, la crisis de la deuda externa (1982-1985) provocó una baja generalizada en la tasa de crecimiento del producto. La mejora de los precios de intercambio debido al boom petrolero y la consecuente liquidez financiera internacional, llevó a las economías a invertir y crecer con endeudamiento, hasta el punto que se hizo imposible cumplir con el servicio de la deuda, conduciendo a sobreendeudarse para mantener tanto el déficit fiscal como el elevado pago de intereses de la deuda externa contraída.

Entre los años (1978-1981) la entrada masiva de capitales generó un ambiente de estabilidad tal que facilitó el acceso a los créditos, sin embargo en 1982 ante el cese de pago de la deuda de México, sumado al alza de las tasas de interés internacionales y el deterioro de precios de intercambio, condujo a una crisis generalizada en la que se debía enfrentar no solo a los costos de la deuda, sino que al mismo tiempo a la reducción de la demanda interna, la reducción de los créditos y la fuga de capitales; lo cual conllevó a contraer fuertemente la inversión y por ende el producto interno bruto. (Ver nuevamente la grafica 5) Situación por la cual en los años posteriores (1982-1984) las políticas de ajuste se dirigía a crear superávit en la balanza comercial con el fin de enfrentar el déficit del sector externo, como lo planteo Moguillansky⁶⁵.

⁶⁵ MOGUILLANSKY, Graciela. El contexto macroeconómico y la inversión: América latina a partir de 1980. Revista de la CEPAL No 58. Abril de 1996

Bajo este contexto de inestabilidad política y económica sumado a los shocks externos (deuda externa, crisis financiera internacional y recesión mundial) se generó a nivel nacional y regional un clima de incertidumbre y volatilidad muy elevado. Frente a esta crisis y bajo la visión de H. Minsky el nivel de inversión privada y el ahorro se vieron afectados por los siguientes aspectos: en primer lugar dado el elevado grado de incertidumbre, se desalentó la ejecución de grandes proyectos y se promovió su postergación.

En segundo lugar los inversionistas financieros entraron en pánico, retirando los capitales no solo del país sino de toda la región. En tercera instancia, producto del shock las firmas con una situación debilitada en sus balances presentaron menor acceso al crédito aumentando la recesión inicial derivada del shock. De igual forma, las firmas que ya se encontraban con un elevado nivel de deuda, las altas tasas de interés implicaron un sobre costo financiero que llevo a la mayoría de las mismas a registrar saldos de ahorro e inversión nulos y en algunas a la quiebra. Por ultimo, dadas las condiciones anteriores el sistema financiero entro en crisis y presento una quiebra en los años (1982-1983).

El segundo impacto externo se presentó entre 1989-1991 con la apertura económica, allí se dio paso a un nuevo marco normativo en el que el papel clave se encontraba en el sector privado y en el proceso exportador. El concepto amplio en el que se enmarcaban las reformas era la desregulación, la libre entrada de capitales y mercancías. Dicha apertura se adoptó como mecanismo para lograr que los mercados lleven a cabo la asignación de recursos mas eficiente posible.

No obstante el mayor impacto negativo causado por las mismas se instauró con la liberalización financiera. En este sentido, el ahorro externo ha sustituido al ahorro interno y se ha destinado a cubrir el déficit fiscal creando un círculo vicioso cada vez mas marcado. La liberalización financiera provocó igualmente una apreciación en la tasa de cambio la cual generó dos efectos, por una parte incrementó las importaciones y desalentó las exportaciones, provocando desequilibrios en la cuenta corriente, que pronto causaría una recesión. Por otra parte, la apreciación del tipo de cambio aumentó la tasa de interés interna, haciendo entonces mas costoso el servicio de la deuda interna, por consiguiente se destinó menos dinero a la inversión y de esta forma no se condujo al crecimiento sino que dirigió la economía a una recesión (1991).

La liberalización comercial acompañada por la revaluación monetaria, generó un déficit comercial. La persistencia del desequilibrio comercial condujo, a su vez, a una necesidad de financiamiento, también persistente, y ello exigía un flujo continuo de capital que poco a poco se convirtió, como se describe antes, en un círculo vicioso.

Un tercer shock que afecto el proceso inversor en Colombia fue el efecto tequila,

que presento un impacto rezagado en el primer quinquenio de la década de los noventa, específicamente la crisis estallo en 1994. “la devaluación del peso mexicano, en diciembre de 1994, provocó salidas de capital en varios países y la suspensión virtual del financiamiento externo voluntario”.⁶⁶ El elevado déficit en cuenta corriente adicionado a una elevada deuda externa (gracias a la liberalización financiera) hizo insostenible la situación económica mexicana.

Por tanto La crisis cambiaria, aunque de gran impacto y rápida transmisión, tuvo efectos directos sobre Argentina que arrastro consigo a Uruguay; causando un impacto indirecto sobre la economía Colombiana vía expectativas de riesgo tanto para inversionistas internos como extranjeros. El riesgo se percibió dado que Colombia presentaba una serie de problemas estructurales, similares a los de México (déficit fiscal, alto nivel de deuda externa, desequilibrio en cuenta corriente, entre otros).

Posteriormente, en 1998, surge otro elemento desestabilizador en la economía internacional: la crisis asiática. El efecto inmediato que se traslado a los demás países fue la reducción del crecimiento del comercio mundial que en última instancia repercutía en una reducción sustancial de las exportaciones latinoamericanas.*

La crisis desatada en Asia en 1997, repercutió en toda América latina a través del sector externo, afectando adversamente tanto el comercio de bienes como las corrientes de capital. Por el lado del comercio, las principales manifestaciones se reflejaron en un brusco deterioro de los precios de los productos primarios y en una desaceleración de la demanda externa de buena parte de los países. “La amplitud de las devaluaciones asiáticas hizo temer por un retroceso de las exportaciones latinoamericanas hacia terceros países, e inclusive en su propio comercio intrarregional”.⁶⁷

Las devaluaciones asiáticas crearon igualmente incompetencia en el comercio, provocando inestabilidad en cuenta corriente vía reducción de las exportaciones, que sumado a la magnitud de la deuda externa, colapsaron el producto interno bruto colombiano que para 1998 y 1999 creció en 0.48% y -4.8% respectivamente, obteniendo las tasas de crecimiento mas bajas en las dos décadas, que no se vivía desde 1982 en la que el producto fue 0.95%.⁶⁸

Por otra parte, en cuanto a las corrientes de capital, la escasez de financiamiento en Colombia provocó caídas en las compras externas, que se vieron reflejadas en la reducción sustancial de las importaciones colombianas. En efecto en 1999 las compras se redujeron en un 24.68% pasando de unas compras en 1998 de

⁶⁶ Naciones Unidas. Balance preliminar de las economías de América latina y el caribe 2001.

* Los países mas afectados por las competencias asiáticas fueron México, Uruguay y Colombia

⁶⁷ HERRERA VALENCIA, Beerhoven. Volatilidad financiera en la globalización. Revista de la contraloría general de la república de Colombia No 300. Enero-Febrero del 2004.

⁶⁸ Estadísticas del Banco de la Republica. Cifras en precios constantes del 1994.

15.816.093 millones de pesos paso a 11.912.580 millones de pesos.⁶⁹

En consecuencia, la restricción de financiamiento junto con el alza del costo del financiamiento externo -desembolsó por pago de intereses y remesas de utilidades-, provocó el persistente déficit en cuenta corriente que sumado a un bajo crecimiento económico y a la atenuante reducción de la inversión extranjera directa, no permitió elevar los niveles de inversión, sino que por el contrario las cifras registradas entre 1998 y 1999 dejan ver una caída de el 42.93% para Colombia.

Finalmente, otro evento adverso al desempeño económico colombiano fue el ataque terrorista hacia Estados Unidos el 11 de septiembre del 2001, que generó expectativas de riesgos tanto para los países que sostenía nexos comerciales como para los inversionistas y consumidores, como lo era el caso colombiano. En este sentido, dada la estrecha relación que Colombia sostenía con Estados Unidos, afectaba directamente las exportaciones.

La agudización de la incertidumbre que se produjo en los mercados internacionales acentuó la preocupación para Colombia. El problema se volvía dramático para Colombia puesto que todavía se encontraba inmerso en una recesión, que sumado a una caída en el comercio intrarregional, dejaba sentadas las bases para que no se posibilitara una pronta recuperación. Por otra era inevitable que el empeoramiento de la actividad económica condujera a una reducción cada vez mas amplia de los niveles de inversión privada, que para 1999 se habían reducido a 5.068546.76 millones de pesos frente a 1996 en la cual la inversión privada se encontraba alrededor de 10.528.433.32 millones de pesos.⁷⁰

Los shocks a los que ha estado sujeta la economía colombiana deja entrever la influencia que tienen las entradas de capitales, dada esta situación, la inestabilidad que precisamente ha caracterizado las corrientes internacionales de capital muestra la forma como opera el sistema financiero. Como resultado de ello el mercado ha experimentado una consecución de oleadas de expansión excesivas y pánicos financieros, indicando crecimiento para la economía durante un periodo, para luego llevarla a un colapso financiero en otro, en el que se hace evidente la contracción o recesión económica. En este sentido la economía ha caído en un espiral de déficit crónico en la cuenta corriente, siendo este financiado por un volátil flujo de capitales.

En consecuencia, lo que se puede apreciar respecto al desenvolvimiento de la economía colombiana, deja ver claramente que los shocks externos han afectado directamente tanto el sistema financiero como el sector real, llevando a crisis profundas como lo plantea en teoría Hyman Minsky. Es evidente entonces que

⁶⁹ Ibíd.

⁷⁰ Ibíd.

ante los grandes flujos de capitales que entraron en Colombia en la década de los ochenta y noventa, resultado de la apertura impuesta por las reformas, llevaron a la economía a manifestar un regular desempeño desembocando en una crisis singular.

4. CONCLUSIONES

Con el desarrollo de la presente investigación con respecto al comportamiento de la inversión privada en Colombia en las dos últimas décadas, tanto el análisis teórico, histórico y cuantitativo dejan ver que al igual que las reformas estructurales neoliberales, así como la política económica y los shocks externos, incidieron negativamente en el desempeño de la variable de análisis –la inversión.

En primer lugar se observó que las reformas estructurales neoliberales no han logrado los objetivos propuestos que se trazaron cuando fueron implantadas, en materia de inversión y crecimiento económico. En este sentido al realizar una descripción histórica del desenvolvimiento de la inversión tanto en América Latina como en Colombia se pudo evidenciar, que después de la implementación de las reformas, el comportamiento de la variable presentó una gran inestabilidad que en última instancia condujo a las dos grandes crisis registradas.

A su vez se encontró que la tendencia histórica no proporciona argumentos que sustenten la hipótesis neoclásica. Dado que por las fallas de mercado inherentes a la economía colombiana, la demanda de ahorro o inversión no siempre se iguala con la oferta de ahorro, debido a que se evidenció tres circunstancias particulares. Por una parte el sistema financiero no fue un perfecto regulador del proceso inversor como supone la teoría neoclásica y por el contrario este se constituyó en un elemento más de desestabilización del mercado. Esto se puede evidenciar en los sucesos de las dos crisis económicas registradas en 1983-84 y 1998-99, en la cual el sistema financiero colapso ante los desequilibrios macroeconómicos. Por otro lado dada la existencia de un mercado abierto, el ingreso no consumido –ahorro- se tradujo en una sustitución por consumo externo.

En tercera y última instancia, el modelo econométrico no mostró evidencia suficiente que permitiera catalogar como significativa la variable tasa de interés, con esto se puede presumir la existencia de la trampa de la liquidez keynesiana, como respuesta a la indiferencia de los agentes económicos hacia la tasa de interés como determinante de la inversión en Colombia.

Por otra parte, el modelo econométrico dejó ver la existencia del modelo del acelerador flexible como determinante de la inversión. En este sentido tanto el producto (PIB) como el costo de uso del capital inciden en el nivel de inversión. Sin embargo, en cuanto al costo del uso del capital se encontró que solamente la variable tasa de interés no es explicativa al relacionarla con la inversión privada en Colombia. Por tanto, cuanto menor es el costo uso de capital, mayor es el stock de capital invertido, y cuanto mayor es el nivel de producción mayor es el stock de capital invertido y viceversa.

De igual manera los resultados matemáticos que arrojó el modelo econométrico corroboraron los efectos negativos que generó el proceso de apertura en la determinación del nivel de inversión en la última década en Colombia.

Así mismo el manejo de la política económica a lo largo de las dos últimas décadas se constituyó en uno más de los problemas sustanciales que posee la macroeconomía colombiana; dado que esta presenta tanto una falta de armonización entre los diferentes entes institucionales así como un exceso en el nivel de laxitud y amplificación. Igualmente las políticas han carecido tanto de prevención como de corrección temprana para resolver situaciones de crisis tanto internas como externas. En este sentido la política fiscal al permitir un desequilibrio en las finanzas públicas (exacerbado nivel de déficit fiscal); así como la política monetaria y cambiaria al generar tanto inestabilidad en el nivel de inflación como en el tipo de cambio no crearon las condiciones necesarias que hicieran favorables y efectivas los niveles de inversión.

En particular la política fiscal no fue conducida con prudencia y eficiencia; el proceso de desajuste fiscal por un lado permitió el debilitamiento del esfuerzo tributario y por otro un aumento inusitado, tanto en el nivel de gasto de funcionamiento como en el nivel de inversión pública. Por su parte, la política monetaria actuó en sentido muchas veces contraproducente, no solo de la actividad del sector real si no también de las políticas fiscal y cambiaria. En particular, durante las recesiones de 1982-85 y 1998-99 mostró un desenvolvimiento deficiente, a tal punto que la ausencia e incapacidad de coordinación del sistema monetario y financiero acentuó y profundizó su quiebra. Primero, por que el Banco de la República no fortaleció la normatividad y regulación financiera, y segundo por que respaldó los depósitos y activos riesgosos de la banca, asumiendo así el Estado las pérdidas de la irresponsabilidad financiera nacional.

Por otra parte, la política cambiaria que se esperaba fuera un elemento dinamizador de las relaciones internacionales, presentó en la mayor parte de las dos décadas una esterilidad como mecanismo de inversión y crecimiento; dado que permitió la consolidación de una inestabilidad cambiaria generada por la fuerte fluctuación del tipo de cambio.

Por consiguiente, la estructura económica nacional dentro de los problemas estructurales que posee –narcotráfico, violencia, crisis financiera, ausencia de institucionalidad y cultura- debe incorporar un elemento más para superar y resolver: la ausencia de un ineficaz y armonizado manejo de la política económica (monetaria, fiscal y cambiaria).

Otra conclusión a la que se llegó en la presente investigación es corroboración de la existencia de factores exógenos al desenvolvimiento económico nacional (Shocks y crisis financieras internacionales) que han afectado directamente tanto el sistema financiero como el sector real, llevando a crisis profundas como lo

plantea en teoría Hyman Minsky. El sobreendeudamiento y los altos costos financieros, hicieron insostenibles los pagos, de forma tal que se generó un fenómeno en el sistema de cartera vencida y por tanto la incapacidad de sostener el ritmo creciente de nuevos créditos al sector real colombiano.

Esto se corroboró al implementar en el modelo econométrico una variable cualitativa, que examinaba los efectos generados por las crisis financieras. En efecto dicha variable resultó muy significativa y de gran impacto negativo para el nivel de inversión privada en Colombia. Es evidente entonces que ante los grandes flujos de capital y shocks externos originados en las crisis financieras internacionales generaron condiciones de inestabilidad y volatilidad para la inversión privada en Colombia.

Por último, como efecto de las reformas neoliberales en los años noventa se generó una cultura al no ahorro, así como un incremento en el consumo que provocaron la caída del ahorro interno siendo este sustituido por ahorro externo. Este fenómeno fue el resultado en primer lugar, de la relajación de la restricción del crédito internacional que llevaron a las firmas a financiar sus proyectos de inversión con ahorro externo en detrimento a los recursos propios.

En este sentido, en la década de los noventa al visualizarse un contexto económico más favorable y de mayores expectativas, se vio afectado el ingreso y con ello el consumo. No obstante a diferencia de lo expuesto por la teoría keynesiana, que considera que al aumentar el ingreso real, aumenta el consumo, pero no tanto como el ingreso; y salvo a niveles más bajos, la totalidad del ingreso no se destina al consumo. En este periodo el aumento del ingreso fue destinado totalmente al consumo e inclusive se llegó a consumir una proporción más grande que el ingreso mismo. En segundo lugar como resultado de la apreciación del tipo de cambio, se facilitó el aumento del nivel de las importaciones lo cual en última instancia se tradujo en un mayor nivel de consumo que socavó el nivel del ahorro.

Finalmente, Se puede concluir que los objetivos de la investigación se cumplieron a cabalidad; dado que se realizó un análisis del comportamiento de la inversión privada en Colombia durante 1980-2002; en donde se pudo constatar que tanto las reformas estructurales neoliberales, así como el manejo de la política económica (monetaria, fiscal y cambiaria) y los shocks externos incidieron negativamente sobre el desenvolvimiento de la inversión privada.

BIBLIOGRAFIA

ALDANA VARGAS, Camilo. *Inversión, Tecnología Y Sostenibilidad*. Coyuntura Colombiana, Nueva Época, Vol. 11. No. 2, 1994.

ANDJEL, Eloísa. *Keynes: Teoría De La Demanda Y El Desequilibrio*. Editorial DIANA, 1992.

BID. *Mesa Redonda Sobre La Deuda Externa De América Latina*. Septiembre de 1984.

BOTERO GARRIDO, José Antonio. *La Banca Pública Colombiana: De La Crisis Financiera De 1998-1999 A Los Días Recientes*. Revista De La Contraloría General De La República No 304-305. Septiembre-Diciembre del 2004.

CARDENAS S., Mauricio. OLIVERA G., Mauricio. *La Crítica De Lucas Y La Inversión En Colombia: Nueva Evidencia*. Ensayos sobre política económica No 27, 1995.

CONTRALORÍA GENERAL DE LA REPUBLICA. *Economía Colombiana*. Revista No 237. Septiembre-Octubre de 1991.

ECHAVARRIA, Juan José. TENJO, Fernando. *Inversión, Liquidez Y Fuentes De Financiación En La Industria Colombiana*. Coyuntura económica Vol. XXIII No2, 1993.

ECHEVERRY, Juan Carlos. *La Caída Del Ahorro En Colombia Durante Los Años Noventa*. Teoría y evidencia empírica. Planeación y Desarrollo, Vol. XXX No 1, Santa fe de Bogotá, 1999.

FAINBOIM, Israel. *Inversión, Tributación Y Costo De Uso Del Capital En Colombia: 1950-1987*. Ensayos sobre política económica No18, 1990.

FEDESARROLLO. *La Inversión Privada En La Coyuntura Actual*. Coyuntura económica Vol. XVIII, 1988.

GALINDO MARTIN, Miguel Angel. MALGESINI, Graciela. *Crecimiento económico. Principales teorías desde Keynes*. Editorial MC GRAW HILL, 1994.

GAVIRIA CADAVID, Fernando. *Moneda, Banca y Teoría Monetaria*. Fundación Universidad de Bogotá Jorge Tadeo Lozano, 1999.

GONZALEZ, Jorge Ivan. *Déficit Fiscal Y Deuda Pública*. Centro De Estudio Nueva Gacela De La Cámara De Comercio De Bogotá. 1de octubre del 2002.

GUJARATI, Damodar. *Econometría Básica*. Mc Graw Hill. Tercera Edición 1998.

HERRERA VALENCIA, Beethoven. *Volatilidad Financiera En La Globalización*. Revista De La Contraloría General De La Nación No 300. Enero-Febrero del 2004.

INSTITUTO COLOMBIANO DE NORMAS TECNICAS. Normas colombianas para la presentación de trabajos de investigación. Segunda actualización. Santafé de Bogotá D.C.: ICONTEC, 1996. 126p. NTC 1307.

JARAMILLO S., Olga Lucia. *Ahorro Y Crecimiento En Un Modelo De Tres Brechas*. Planificación y Desarrollo. Vol. XXVII No1. 1996.

KEYNES, John Maynard. *Teoría General De La Ocupación, El Interés Y El Dinero*. Fondo de Cultura Económica. 1996

LORA, Eduardo. *Técnicas De Medición Económica*.

MEADE, James. *Una Teoría Neoclásica Del Crecimiento*. Fondo de cultura económica 1976.

MOGUILLANSKY, Graciela. *El Contexto Macroeconómico Y La Inversión: América Latina A Partir De 1980*. Revista CEPAL No 58. Abril de 1996.

----- . *Inversión Y Volatilidad Financiera En América Latina*. Revista de la CEPAL No 77. Agosto del 2002.

NACIONES UNIDAS. *Estudio Económico De América Latina Y El Caribe*. 1983,1985,1988,1990,1995,1998-1999, 2001.

OCAMPO, José Antonio. *El Proceso Ahorro-Inversión Y Sus Determinantes En Colombia*. Fedesarrollo.

----- . *Más Allá Del Consenso De Washington: Una Visión Desde La CEPAL*. Revista de la CEPAL No 66. Diciembre de 1999.

OLIVERA, Mauricio. *El Costo De Uso Del Capital En Colombia: Una Nueva Estimación*. Planeación y Desarrollo Vol. XXIV No 2, 1993.

PARRA, Clara Elena. *Determinantes De La Inversión En Colombia: Evidencia Sobre El Capital Humano Y La Violencia*. Planeación y Desarrollo, Vol. XXIX No3, 1998.

----- . SALAZAR, Natalia. *Crisis Financiera*. Boletines De Divulgación Económica DNP. Enero del 2000.

RAMOS, Joseph. *Un Balance De Las Reformas Estructurales Neoliberales En América Latina*. Revista de la CEPAL No 62. Agosto de 1997.

SACHS, Larrain. *Macroeconomía*. Capitulo 13.

SANCHEZ, Fabio. *El Ahorro En Colombia. Evolución Y Comportamiento Global Y Sectorial*. DNP. Julio de 1998.

----- . OLIVERA, Mauricio. CORTES, Giovanni. *Ahorro, Inversión Y Transferencias En Las Entidades Territoriales Colombianas*. Planeación y Desarrollo, Vol. XXVIII No 3, 1997.

----- . MURCIA, Guillermo. OLIVA, Carlos. *Auge Y Colapso Del Ahorro Empresarial En Colombia 1983-1994*. Planeación y Desarrollo. Vol. XXVII No1, 1996.

SALA-I-MARTIN, Xavier. *Apuntes Del Crecimiento Económico*. Antoni Bosh, editor S.A. 2000.

Anexo A Variables macroeconómicas América Latina

	PIB	%PIB	FBKF	%fbkf	X bys	%X	M bys	%M	fbkf cons	Var%cons	fbkf maqui	Var%maqui
1980	1.300.680,89		323.069,2		109.428,9		164.986,2		170.702,13		151.753,46	
1981	1.297.908,24	- 0,2	301.978,0	-6,5	116.883,6	6,8	171.916,1	4,2	159.714,54	-6,44	141.713,03	-6,62
1982	1.288.623,63	- 0,7	284.756,4	-5,7	117.750,4	0,7	138.624,5	-19,4	174.970,37	9,55	112.857,22	-20,36
1983	1.255.576,61	- 2,6	242.637,4	-14,8	127.217,8	8,0	103.478,6	-25,4	162.355,78	-7,21	84.853,34	-24,81
1984	1.302.337,51	3,7	255.160,2	5,2	137.221,5	7,9	107.350,8	3,7	175.187,64	7,90	85.436,38	0,69
1985	1.339.548,63	2,9	238.351,2	-6,6	141.486,8	3,1	108.717,0	1,3	147.085,34	-16,04	93.929,21	9,94
1986	1.399.429,64	4,5	258.572,1	8,5	142.231,5	0,5	116.567,8	7,2	152.693,96	3,81	107.755,15	14,72
1987	1.445.516,87	3,3	274.644,9	6,2	150.815,5	6,0	125.887,2	8,0	169.468,21	10,99	108.243,62	0,45
1988	1.449.692,09	0,3	254.623,6	-7,3	162.275,4	7,6	139.438,9	10,8	149.294,97	-11,90	107.019,72	-1,13
1989	1.462.591,18	0,9	266.885,5	4,8	172.266,4	6,2	146.744,2	5,2	168.340,90	12,76	102.064,23	-4,63
1990	1.459.285,96	- 0,2	254.339,1	-4,7	183.177,7	6,3	164.501,3	12,1	159.791,59	-5,08	97.808,10	-4,17
1991	1.512.082,90	3,6	278.765,5	9,6	190.747,3	4,1	190.624,2	15,9	168.406,24	5,39	118.372,27	21,03
1992	1.554.551,65	2,8	293.165,3	5,2	202.340,5	6,1	222.810,4	16,9	170.064,95	0,98	114.892,17	-2,94
1993	1.605.910,44	3,3	307.638,2	4,9	220.329,6	8,9	245.128,4	10,0	191.260,71	12,46	115.933,59	0,91
1994	1.689.000,99	5,2	340.580,9	10,7	240.602,5	9,2	279.075,5	13,8	208.386,05	8,95	133.474,43	15,13
1995	1.707.183,88	1,1	325.969,2	-4,3	270.267,3	12,3	287.969,8	3,2	203.222,38	-2,48	124.173,86	-6,97
1996	1.771.744,10	3,8	342.540,9	5,1	295.920,0	9,5	317.770,2	10,3	215.375,39	5,98	129.086,67	3,96
1997	1.862.968,16	5,1	387.919,0	13,2	328.859,3	11,1	378.416,6	19,1	234.562,86	8,91	155.524,85	20,48
1998	1.904.765,42	2,2	401.435,3	3,5	353.772,3	7,6	408.449,3	7,9	244.331,10	4,16	159.244,58	2,39
1999	1.913.249,68	0,4	375.614,1	-6,4	378.421,1	7,0	393.794,3	-3,6	236.124,58	-3,36	141.695,00	-11,02
2000	1.984.415,41	3,7	390.169,6	3,9	418.377,0	10,6	446.293,5	13,3	243.892,91	3,29	148.683,88	4,93
2001	1.990.958,94	0,3	379.852,6	-2,6	426.382,0	1,9	447.343,1	0,2	235.717,95	-3,35	146.483,52	-1,48
2002	1.979.260,81	- 0,6	357.075,6	-6,0	429.939,5	0,8	413.897,7	-7,5	226.014,15	-4,12	133.324,29	-8,98

Fuentes: Estadísticas CEPAL.

Anexo B Variables macroeconómicas Colombia

ANO	PIB	Var% PIB	FBKF	Var%FBKF	INV PUB	Var%Inv Pub	INV PRIV	Var%Inv Priv	X bys	Var% X	M bys	Var% M	Déficit-GC	deficit SPNF
1980	40.804.889,25	4,09	7.697.855,99	13,70	2.622.469,50	5,00	5.866.333,56	5,20	4.469.415,59		5.019.230,45			
1981	41.733.964,66	2,28	8.180.431,39	6,27	2.778.516,21	5,95	6.247.490,20	6,50	3.940.547,97	-11,83	5.264.966,97	4,90		
1982	42.129.778,25	0,95	8.422.506,18	2,96	3.183.866,63	14,59	5.914.164,09	-5,34	3.879.156,36	-1,56	5.684.456,58	7,97		
1983	42.792.882,44	1,57	8.521.942,25	1,18	3.433.027,63	7,83	5.644.688,29	-4,56	3.844.544,19	-0,89	5.168.658,11	-9,07		
1984	44.226.736,60	3,35	8.627.937,43	1,24	3.526.926,79	2,74	5.632.787,88	-0,21	4.240.731,81	10,31	4.964.026,61	-3,96		
1985	45.600.908,27	3,11	8.177.457,93	-5,22	3.483.901,57	-1,22	5.112.373,48	-9,24	4.849.355,61	14,35	4.635.583,62	-6,62	-130,50	-140,40
1986	48.256.739,88	5,82	8.802.322,23	7,64	3.458.143,52	-0,74	5.971.263,20	16,80	5.853.426,09	20,71	4.823.832,69	4,06	-105,00	-82,30
1987	50.847.611,51	5,37	8.874.122,60	0,82	3.014.120,34	-12,84	6.776.829,91	13,49	6.309.311,77	7,79	5.081.582,99	5,34	-41,70	-126,60
1988	52.914.146,53	4,06	9.838.836,13	10,87	3.283.759,36	8,95	7.606.884,01	12,25	6.325.135,99	0,25	5.414.493,92	6,55	-170,40	-216,90
1989	54.720.686,35	3,41	9.323.640,10	-5,24	3.294.319,44	0,32	6.915.858,82	-9,08	6.856.755,64	8,40	5.261.640,84	-2,82	-250,40	-301,80
1990	57.063.825,22	4,28	9.011.863,86	-3,34	3.326.791,36	0,99	7.069.431,64	2,22	8.063.100,92	17,59	5.674.428,55	7,85	-180,12	-147,40
1991	58.206.019,08	2,00	8.455.564,09	-6,17	3.590.956,60	7,94	6.668.919,40	-5,67	9.027.372,71	11,96	5.868.485,93	3,42	-67,82	42,20
1992	60.560.411,48	4,04	9.505.458,56	12,42	4.152.486,45	15,64	7.711.760,55	15,64	9.531.630,75	5,59	8.294.972,71	41,35	-650,23	641,00
1993	63.696.807,37	5,39	12.909.985,16	35,82	4.590.924,00	10,56	10.712.156,00	38,91	10.159.201,27	6,58	11.506.873,12	38,72	-376,08	111,00
1994	67.532.862,00	5,81	15.727.253,00	21,82	5.517.517,00	20,18	11.729.327,00	9,50	10.128.823,00	-0,30	14.127.318,00	22,77	-927,21	71,80
1995	71.046.217,00	5,68	15.869.659,00	0,91	6.244.226,65	13,17	12.048.793,35	2,72	10.489.494,00	3,56	15.153.097,00	7,26	-1862,38	-262,90
1996	72.506.824,00	2,04	15.648.102,00	-1,40	5.565.776,68	-10,87	10.528.433,32	-12,62	11.496.802,00	9,60	15.500.206,00	2,29	-3642,98	-1707,90
1997	74.994.021,00	3,16	15.333.488,00	-2,01	4.346.529,36	-21,91	11.643.899,64	10,59	11.859.112,00	3,15	16.460.194,00	6,19	-4549,19	-3424,40
1998	75.421.325,00	0,48	14.367.341,00	-6,30	6.100.442,68	40,35	8.881.288,32	-23,73	12.733.778,00	7,38	15.816.093,00	-3,91	-7007,41	-5156,60
1999	72.250.601,00	-4,80	9.402.512,00	-34,56	4.125.745,24	-32,37	5.068.546,76	-42,93	13.488.115,00	5,92	11.912.580,00	-24,68	-8944,44	-6183,05
2000	74.363.831,00	2,80	9.212.689,00	-2,02	5.397.893,85	30,83	4.923.922,15	-2,85	14.317.155,00	6,15	12.621.429,00	5,95	-10344,89	-7332,12
2001	75.393.822,00	2,92	10.486.192,00	13,82	4.327.363,85	-19,83	6.952.562,15	41,20	14.710.129,00	2,74	14.085.108,00	11,60	-11169,56	-8158,35
2002	76.637.719,00	1,39	12.088.933,90	15,28	4.929.022,37	13,90	7.204.521,81	3,62	14.064.973,00	-4,39	14.163.117,90	0,55	-11135,13	-7265,00

*Fuentes: Banco de la republica y DANE. Cifras a precios constantes 94 en millones de pesos.

Anexo C Variables modelo econométrico

ANO	INV PRIV	-colocac	ITCR	CARTERA-S-F	X bys	M bys	INV PUB	Déficit-GC **	mpst-renta*	D-1APERT	D-2CRISISFIN
1980	5.866.333,56	45,10	103,04	425,34	4.469.415,59	5.019.230,45	2.622.469,50	-45,86	50.051,00	0	0
1981	6.247.490,20	49,00	98,66	1.549,95	3.940.547,97	5.264.966,97	2.778.516,21	-52,30	66.662,00	0	0
1982	5.914.164,09	48,10	92,13	1.684,45	3.879.156,36	5.684.456,58	3.183.866,63	-105,60	78.696,00	0	1
1983	5.644.688,29	43,10	82,70	897,86	3.844.544,19	5.168.658,11	3.433.027,63	-125,80	79.306,00	0	1
1984	5.632.787,88	44,12	86,82	899,48	4.240.731,81	4.964.026,61	3.526.926,79	-167,10	98.319,00	0	1
1985	5.112.373,48	45,00	96,09	1.133,57	4.849.355,61	4.635.583,62	3.483.901,57	-130,50	129.342,00	0	1
1986	5.971.263,20	40,81	103,04	1.463,84	5.853.426,09	4.823.832,69	3.458.143,52	-105,00	186.234,00	0	0
1987	6.776.829,91	41,09	110,10	1.954,78	6.309.311,77	5.081.582,99	3.014.120,34	-41,70	281.089,00	0	0
1988	7.606.884,01	41,09	113,41	2.558,82	6.325.135,99	5.414.493,92	3.283.759,36	-170,40	461.325,00	0	0
1989	6.915.858,82	43,23	118,33	3.813,70	6.856.755,64	5.261.640,84	3.294.319,44	-250,40	584.597,00	0	0
1990	7.069.431,64	45,23	134,74	5.733,39	8.063.100,92	5.674.428,55	3.326.791,36	-180,12	824.452,00	0	0
1991	6.668.919,40	47,11	130,16	7.273,23	9.027.372,71	5.868.485,93	3.590.956,60	-67,82	1.618,86	1	0
1992	7.711.760,55	37,10	117,79	9.180,78	9.531.630,75	8.294.972,71	4.152.486,45	-650,23	2.039,24	1	0
1993	10.712.156,00	35,77	119,48	13.304,21	10.159.201,27	11.506.873,12	4.590.924,00	-376,08	2.490,16	1	0
1994	11.729.327,00	40,37	100,00	19.108,30	10.128.823,00	14.127.318,00	5.517.517,00	-927,21	3.227,68	1	0
1995	12.048.793,35	42,68	98,66	26.738,84	10.489.494,00	15.153.097,00	6.244.226,65	-1862,38	4.007,70	1	0
1996	10.528.433,32	41,93	92,13	34.818,62	11.496.802,00	15.500.206,00	5.565.776,68	-3642,98	4.046,70	1	0
1997	11.643.899,64	34,17	82,70	43.281,93	11.859.112,00	16.460.194,00	4.346.529,36	-4549,19	5.478,87	1	1
1998	8.881.288,32	41,90	86,82	53.283,73	12.733.778,00	15.816.093,00	6.100.442,68	-7007,41	6.061,01	1	1
1999	5.068.546,76	28,90	96,09	54.201,80	13.488.115,00	11.912.580,00	4.125.745,24	-8944,44	6.790,88	1	1
2000	4.923.922,15	18,72	102,86	4.900,74	14.317.155,00	12.621.429,00	5.397.893,85	-10344,89	7.924,04	1	1
2001	6.952.562,15	20,68	103,33	4.701,01	14.710.129,00	14.085.108,00	4.327.363,85	-11169,56	10.677,73	1	0
2002	7.204.521,81	16,29	110,45	4.700,00	14.064.973,00	14.163.117,90	4.929.022,37	-11135,13	11.243,68	1	0

*Fuente: Banco de la Republica y DANE.

** Cifras en miles de millones de pesos a precios corrientes, dado que no tienen un año común para pasarlos a una sola base.

Anexo D Ahorro en Colombia

AÑO	Ahorro Público	Ahorro Privado	Ahorro Total	A.hogares	A.empresas	Total
1980	4,62	15,03	19,65	9,02	3,95	12,97
1981	2,84	14,16	17	8,09	3,92	12,01
1982	1,87	13,44	15,31	8,27	3,56	11,83
1983	1,34	13,64	14,98	8,77	3,29	12,06
1984	3,15	12,77	15,92	8,51	3,35	11,86
1985	4,24	13,33	17,57	7,31	5,49	12,8
1986	7,84	14,66	22,5	8,21	5,86	14,07
1987	7,1	14,32	21,42	7,18	6,12	13,3
1988	7,54	15,34	22,88	7,78	6,52	14,3
1989	7,51	14,02	21,53	6,75	5,81	12,56
1990	7,43	14,54	21,97	6,74	5,58	12,32
1991	9,79	13,02	22,81	9,18	2,74	11,92
1992	9,05	10,02	19,07	6,56	2,5	9,06
1993	8,77	10,67	19,44	5,95	3,7	9,65
1994	8,55	8,52	17,07	6	1,24	7,24
1995	8,5	8,5	17	5,9	1,3	7,2
1996	8,4	8,4	16,8	4,9	1,2	6,1
1997	8,3	8,32	16,62	4,9	1,3	6,2
1998	8,01	8,3	16,31	4	1	5
1999	8	7	15	3	1,2	4,2
2000	7,54	7,1	14,64	3,1	1	4,1
2001	7,5	6,9	14,4	3,5	0,9	4,4
2002	7,2	6,6	13,8	3	1,2	4,2

*Fuente: Cuentas Nacionales DANE.(cifras como porcentaje del PIB)